

ASELSAN

Güçlü operasyonel performans ile beklentileri aştı...

Aselsan (ASELS TI, Endeks Üzeri Getiri, HF: TRY75) 4Ç23'te 9.140 milyon TL (y/y %49) net kar açıklarken, bu rakam güçlü operasyonel performans sayesinde konsensüs tahmini olan 7,7 milyar TL'nin %18 üzerinde, bizim tahminlerimizin ise %3 altında gerçekleşti (Piyasa Tahmini: 7.716mn TL, Ak Yatırım: 9.430mn TL). Satış gelirleri tahminlere paralel gerçekleşmesine rağmen, FAVÖK güçlü operasyonel performans sayesinde piyasa tahminlerinin %32 ve bizim tahminlerimizin %7 üzerinde gerçekleşti (RT Cons: 6.841mn TL, Ak Yatırım: 8.424mn TL). Satış gelirleri 4Ç23'te eklenen yaklaşık 1 milyar USD değerindeki yeni projelere ilişkin güçlü gelir tahakkukları sayesinde yıllık bazda %58 artarak 17,5 milyar TL'den 27,7 milyar TL'ye yükseldi.

2023 beklentilerini aştı, Yönetim 2024 için şahin hedefler belirledi: Aselsan'ın UMS29 öncesi cirosu 2023 yılında %69 oranında büyüyerek yönetimin %65 olan beklentisini aştı. Yıllık FAVÖK %27 olarak gerçekleşerek yönetimin %24+ olan beklentisini aştı. Yönetim, 2024 yılında UMS29 öncesi ciroda %70+ büyüme, %26+ FAVÖK marjı ve 12 milyar TL yatırım harcaması bekliyor. Tahminler, bizim %65 olan ciro büyümesi ve %25 olan FAVÖK marjı beklentilerimizi aşıyor. Yönetim, UMS29 sonrası %10+ ciro büyümesi, %22+ FAVÖK marjı ve 14 milyar TL yatırım harcaması bekliyor.

Bakiye siparişler 10,9 milyar USD'ye ulaştı: Şirket'in bakiye siparişleri 2023'te yaklaşık 5 milyar USD değerinde yeni alınan siparişler ile yaklaşık %33 artarak 10,9 milyar USD'ye ulaştı. Net borç seviyesi 4Ç23'te %10 azalarak 13,3 milyar TL'ye geriledi.

Yorum: Güçlü sonuçlara ve yönetim beklentilerine piyasanın olumlu tepki vermesini bekliyoruz. Modelimizi UMS29'a göre güncelleyeceğiz. Güçlü sonuçlar ve yönetim beklentileri sebebiyle 2024 ciro ve FAVÖK tahminlerimizi %10 yukarı revise ediyoruz. HF'mizi 65TL'den 75TL'ye ve tavsiyemizi "Nötr"den "Endeks Üzeri Getiri"ye revise ediyoruz. Yönetimin UMS29 öncesi FAVÖK hedeflerine göre, ASELS 2024T FD/FAVÖK 9.7x çarpanıyla işlem görmektedir, bu çarpan 10 yıllık ortalamasına göre %24 iskontoya işaret etmektedir. Yönetimin UMS29 sonrası FAVÖK hedeflerine göre, 14,4x 2024T FD/FAVÖK çarpanı ile küresel benzerlerine göre %6 primli işlem görmektedir. Jeopolitik risklerin artması nedeniyle küresel benzerlerinin çarpanlarında genişleme gözlemliyoruz.

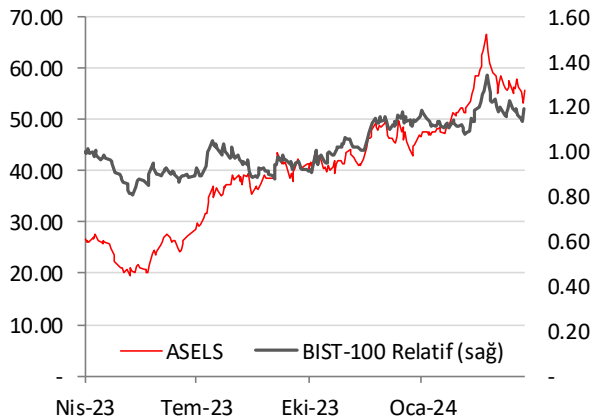
Çeyrek Özet - UMS29 Öncesi	Özet Finansallar					Beklentilerle Karşılaştırma		
	milyon TL	4Ç23	4Ç22	y/y	3Ç23	ç/ç	Piyasa	AK
Net Satışlar	27,717	17,553	58%	14,000	98%	27,378	30,183	1%
FAVÖK	9,037	5,365	68%	2,758	228%	6,841	8,424	32%
FAVÖK Marjı	32.6%	30.6%	200 bps	19.7%	1290 bps	25.0%	27.9%	760 bps
Net Kar	9,140	6,124	49%	4,387	108%	7,716	9,430	18%

Endeks Üzeri Getiri

Analist: Yusuf Karagöz
yusuf.karagoz@akyatirim.com.tr
Hakan Aygün
hakan.aygun@akyatirim.com.tr

Bloomberg Kodu	ASELS TI
Tavsiye	Endeks Üz. Getiri
Hedef Fiyat, TL	75.00
Güncel Fiyat, TL	55.70
Getiri Potansiyeli	35%
Halka Açıklık Oranı	26%
Piyasa Değeri, mn TL	253,992
Firma Değeri, mn TL	261,401

Finansal Veriler	2023	2024T	2025T	2026T
Özet UFRS Finansallar				
Ciro, mn TL	59,784	98,132	110,134	148,139
FAVÖK, mn TL	16,190	24,604	25,912	35,933
Net Kâr, mn TL	18,941	25,152	24,286	32,846
Borçluluk				
Net Borç, mn TL	13,328	13,826	11,986	17,193
Net Borç/FAVÖK	0.8	0.6	0.5	0.5
Kârlılık				
FAVÖK Marjı	27.1%	25.1%	23.5%	24.3%
Net Marj	31.7%	25.6%	22.1%	22.2%
Temettü Verimi	0.3%	0.5%	0.6%	0.6%
Büyüme				
Ciro, y/y	69.4%	64.1%	12.2%	34.5%
FAVÖK, y/y	70.9%	52.0%	5.3%	38.7%
Net Kâr, y/y	59.6%	32.8%	-3.4%	35.2%
Değerleme Verisi	2023	2024T	2025T	2026T
F/K	8.2	10.1	10.5	7.7
FD/FAVÖK	10.0	10.6	10.0	7.4
FD/Ciro	2.7	2.7	2.4	1.8
Hisse Verileri	1A	3A	12A	YBG
Nominal Getiri	-11.9%	29.5%	97.0%	23.8%
BİST-100 Relatif	-8.2%	6.7%	11.8%	5.0%
AOİH, mn TL	2,876	2,891	2,958	2,925



* Tahmin rakamlarımız enflasyon düzeltmesi içermemektedir.

Diğer detaylar:

UMS29 sonrası net kar 2023 yılında 7,3 milyar TL olarak gerçekleşti. Net kar, 2023 yılında reel olarak yaklaşık 5 kat gibi etkileyici bir oranda artarak, 7,3 milyar TL olarak gerçekleşti. 2023 yılında 2022 yılına kıyasla 6,5 milyar TL daha fazla kur kaynaklı kazanç ve 2 milyar TL daha fazla operasyonel kazanç sayesinde 2022 yılındaki düşük bazdan toparlandı. Ciro, 2023'te 5 milyar USD tutarındaki yeni proje kazanımlarının etkisiyle yıllık bazda %10 arttı. FAVÖK marjı 80 baz puan artarak 2023'te %21,0'dan %21,8'e yükseldi. USD bazlı ciro ve FAVÖK 2023 yılında rekor seviyeye ulaşarak bizim hesaplamalarımıza göre 2,4 milyar USD ve 635 milyon USD olarak gerçekleşmiştir. Yeni eklenen proje tutarı 2024 yılında 0,9 milyar USD'ye ulaşarak 4Ç23 sonu itibariyle bakiye siparişlerin %8,5'ine ve SOA-USD bazlı gelirlerin %38,6'sına karşılık geldi.

Çeyrek Özet - UMS29 Sonrası			
TRY mn	Özet Finansallar		
	12A23	12A22	y/y
Net Satış	73,593	66,860	10%
FAVÖK	16,027	14,040	14%
FAVÖK marjı	21.8%	21.0%	80 bps
Net Kar	7,374	1,281	476%

Yıllık Finansallar	UMS29 Öncesi	UMS29 Sonrası	UMS29 Sonrası
	2021/12M	2022/12M	2023/12M
GELİR TABLOSU			
Sürdürülen Faaliyetler			
Satış Gelirleri	35,281.7	66,860.2	73,592.8
Satışların Maliyeti (-)	(23,498.2)	(49,026.9)	(53,487.6)
BRÜT KAR (ZARAR)	11,783.5	17,833.3	20,105.2
Pazarlama, Satış ve Dağıtım Giderleri (-)	(877.7)	(1,646.3)	(1,446.5)
Genel Yönetim Giderleri (-)	(1,205.5)	(2,574.6)	(3,387.8)
Araştırma ve Geliştirme Giderleri (-)	(817.0)	(2,018.3)	(2,645.8)
Diğer Faaliyet Gelirleri	12,294.3	23,954.2	33,517.0
Diğer Faaliyet Giderleri (-)	(9,087.6)	(17,591.1)	(21,168.4)
FAALİYET KARI (ZARARI)	12,090.0	17,957.2	24,973.7
Vergi Öncesi Diğer Gelir ve Giderler	6.8	13.2	34.3
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	6.8	13.2	34.3
Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımların Kar/Zararlarındaki Paylar	17.9	31.9	(1.5)
Finansman Gideri Öncesi Faaliyet Karı/Zararı	12,114.7	18,002.3	25,006.6
Finansal Gelirler (Esas Faaliyet Dışı)	698.1	1,448.3	1,181.7
Finansal Giderler (Esas Faaliyet Dışı) (-)	(2,913.9)	(20,362.9)	(18,978.6)
SÜRDÜRÜLEN FAALİYETLER VERGİ ÖNCESİ KARI (ZARARI)	9,899.0	(912.2)	7,209.6
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Geliri (Gideri)	1,969.1	2,101.5	164.6
Dönem Vergi Geliri (Gideri)	(1.7)	(2.9)	(1,129.2)
Ertelenmiş Vergi Geliri (Gideri)	1,970.9	2,104.4	1,293.9
DÖNEM KARI (ZARARI)	11,868.1	1,189.3	7,374.3
Dönem Kar/Zararının Dağılımı			
Ana Ortaklık Payları	11,915.66	1,282.0	7,290.5
Azınlık Payları	(47.6)	(92.7)	83.8

BİLANÇO	Düzeltilmemiş		
	2022/12M	2022/12M	2023/12M
VARLIKLAR			
Dönen Varlıklar	38,299.4	72,918.2	72,883.9
Nakit ve Nakit Benzerleri	5,687.0	9,370.6	6,610.0
Ticari Alacaklar	14,888.3	24,532.0	20,593.1
Diğer Alacaklar	1,026.6	1,691.6	1,650.5
Stoklar	12,592.7	27,648.0	32,176.4
Diğer Dönen Varlıklar	4,104.8	9,675.9	11,853.9
(Ara Toplam)	38,299.4	72,918.2	72,883.9
Duran Varlıklar	37,744.4	71,884.4	77,694.0
Ticari Alacaklar	18,973.9	31,263.9	31,609.3
Diğer Alacaklar	6.0	9.9	7.3
Finansal Yatırımlar	4,288.4	7,072.6	5,918.8
Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımlar	298.5	1,352.4	859.8
Maddi Duran Varlıklar	6,327.4	18,454.5	23,729.8
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	3,531.9	9,131.1	12,147.8
Ertelenmiş Vergi Varlığı	2,082.1	-	718.6
Diğer Duran Varlıklar	2,236.2	4,600.0	2,702.6
TOPLAM VARLIKLAR	76,043.8	144,802.6	150,577.9
KAYNAKLAR			
Kısa Vadeli Yükümlülükler	29,651.4	51,665.8	50,178.6
Finansal Borçlar	9,763.9	16,088.3	18,808.3
Ticari Borçlar	9,775.3	16,107.0	14,864.1
Diğer Borçlar	369.9	609.6	342.0
Devlet Teşvik ve Yardımları	69.9	115.1	57.5
Dönem Karı Vergi Yükümlülüğü	0.2	0.3	-
Borç Karşılıkları	4,881.4	8,043.2	6,002.4
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	690.8	1,138.2	1,214.9
(Ara Toplam)	29,651.4	51,665.8	50,178.6
Uzun Vadeli Yükümlülükler	6,531.5	12,330.8	12,018.9
Finansal Borçlar	1,069.7	1,762.5	1,129.6
Ticari Borçlar	72.7	119.8	75.5
Diğer Borçlar	16.3	26.8	36.6
Uzun vadeli karşılıklar	3,210.6	5,290.2	4,863.6
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	-	368.0	-
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	4.9	8.0	4.9
Özkaynaklar	39,861.0	80,806.0	88,380.4
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	39,637.0	79,850.9	87,311.0
Ödenmiş Sermaye	2,280.0	2,280.0	4,560.0
Hisse Senedi İhraç Primleri	2,796.7	14,548.4	14,548.4
Kardan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	612.1	3,425.0	3,482.1
Geçmiş Yıllar Kar/Zararları	16,951.8	42,468.6	39,813.8
Dönem Net Kar/Zararı	11,915.7	1,282.0	7,290.5
Yabancı Para Çevrim Farkları	199.2	328.2	56.3
Diğer Özsermaye Kalemleri	4,881.5	15,518.8	17,560.0
Azınlık Payları	224.0	955.1	1,069.3
TOPLAM KAYNAKLAR	76,043.8	144,802.6	150,577.9

NAKİT AKIM	2022/12M	2022/12M	2023/12M
İşletme Faaliyetlerinden Kaynaklanan Net Nakit	5,761.7	12,044.5	8,374.9
Düzeltilme Öncesi Kar	11,868.1	1,189.3	7,374.3
Düzeltilmeler:	6,784.1	16,785.0	15,057.4
Amortisman & İtfa Payları	588.9	2,445.8	3,402.2
Karşılıklardaki Değişim	4,167.2	7,162.0	4,363.4
Diğer Gelir/ Gider	2,028.0	7,177.1	7,291.9
İşletme Sermayesinde Değişikler Öncesi Faaliyet Karı (+)	18,652.2	17,974.3	22,431.7
İşletme Sermayesindeki Değişiklikler	(11,971.3)	(3,856.1)	(11,110.0)
Esas Faaliyet ile İlgili Oluşan Nakit (+)	6,681.0	14,118.2	11,321.7
Diğer İşletme Faaliyetlerinden Nakit	(919.3)	(2,073.7)	(2,946.8)
Sabit Sermaye Yatırımları	(6,165.2)	(12,049.3)	(12,139.8)
Diğer Yatırım Faaliyetlerinden Nakit	(34.1)	194.5	458.2
Yatırım Faaliyetlerinden Kaynaklanan Nakit	(6,199.3)	(11,854.8)	(11,681.6)
Serbest Nakit Akım	(437.6)	189.7	(3,306.7)
Finansal Borçlardaki Değişim	3,523.9	5,210.3	4,370.5
Temettü Ödemeleri	(153.0)	(414.2)	(219.2)
Sermaye Artırımı	-	-	-
Diğer Finansman Faaliyetlerinden Nakit	-	-	-
Finansman Faaliyetlerden Kaynaklanan Nakit	3,370.9	4,796.1	4,151.3
Yabancı Para Çevrim Fark. Etkisinden Önce Nakit Ve Nakit Benz. Net Artış/Azalış	2,933.3	4,985.8	844.5
Yabancı Para Çevrim Fark. Nakit Ve Nakit Benz. Üzerindeki Etkisi	260.2	(2,362.3)	(3,611.0)
Diğer Nakit Girişi/Çıkışı	-	-	-
Nakit ve Benzerlerindeki Değişim	3,193.5	2,623.5	(2,766.5)
Diğer Nakit ve Nakit Benzerlerindeki Artış	-	-	-
Dönem Başı Nakit Değerler	2,491.6	6,744.1	9,367.5
Dönem Sonu Nakit	5,685.1	9,367.5	6,601.1

Kaynak: Rasyonet

AKYatırım

Bu rapor, Ak Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından, güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan elde edilen bilgi ve veriler kullanılarak hazırlanmıştır. Raporda yer alan ifadeler, hiçbir şekilde veya suretle alış veya satış teklifi olarak değerlendirilmemelidir. Ak Yatırım, bu bilgilerin doğru, eksiksiz ve değişmez olduğunu garanti etmemektedir. Bu sebeple, okuyucuların, bu raporlardan elde edilen bilgilere dayanak hareket etmeden önce, bilgilerin doğruluğunu teyit ettirmeleri önerilir ve bu bilgilere dayanılarak aldıkları kararlarda sorumluluk kendilerine aittir. Bilgilerin eksikliği ve yanlışlığından Ak Yatırım hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. Ayrıca, Ak Yatırım'ın ve Akbank'ın tüm çalışanları ve danışmanlarının, herhangi bir şekilde bilgiler dolayısıyla ortaya çıkabilecek, doğrudan veya dolaylı zararlarla ilgili herhangi bir sorumluluğu yoktur. Burada yer alan bilgiler, bir yatırım tavsiyesi, yatırım aracının alım-satım önerisi ya da getiri vaadi değildir ve Yatırım Danışmanlığı kapsamında yer almamaktadır. Yatırım Danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak Yatırım Danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde sunulmaktadır. Bunlara ilaveten, Ak Yatırım, raporların Internet üzerinden e-mail yoluyla alınması durumunda virüs, hatalı gönderim veya diğer herhangi bir teknik sebepten dolayı alıcının donanımına veya yazılımına gelebilecek herhangi bir zarardan dolayı sorumlu tutulamaz.