

ASELSAN

Endeks Üzeri Getiri

Rekor yüksek bakiye siparişler, çift haneli büyüme...

Analist: Yusuf Karagöz

yusuf.karagoz@akyatirim.com.tr

Hakan Aygün

hakan.avgun@akyatirim.com.tr

Aselsan (ASELS TI, E.Ü.G., HF: TRY78) 2Ç24'te UMS29 sonrası 2,3 milyar TL net kar açıklarak piyasa tahminlerini %93, bizim tahminlerimizi ise beklentimizden iyi proje kazanımları etkisiyle %52 oranında aştı. 2Ç23'teki net kur farkı gelirlerinin güçlü desteğine rağmen, net kar 2Ç24'te yıllık bazda sadece %13 daraldı. Şirket, 1Ç24'te 1 milyar USD olarak gerçekleşen ve 2Ç24 için 1 milyar USD tutarındaki tahminlerimize kıyasla 1,6 milyar USD tutarında yeni proje aldı ve bu da satış gelirlerinde tahminlerimize kıyasla 100 milyon USD tutarında bir sapmaya neden oldu (16,1 milyar TL'ye karşılık 19,3 milyar TL). Satış gelirleri 2Ç24'te y/y %11.1 ve ç/ç %17.6 artarak 19,3 milyar TL olarak gerçekleşti. FAVÖK 2Ç24'te y/y %12 ç/ç 36% artarak, piyasa tahmini olan 3,8 milyar TL'ye kıyasla 5 milyar TL olarak gerçekleşti. Net borç seviyesi, işletme sermayesi gereksinimlerindeki değişimler nedeniyle bir ç/ç %27 artarak 25 milyar TL'ye yükseldi.

Yönetim 2024 yılı için beklentilerini korudu: Yönetim 2024 yılı beklentilerini değiştirmedir. Yönetim, 2024 yılında UMS29 sonrası %10 ciro büyümesi, +%22 FAVÖK marjı ve 14 milyar TL Yatırım; UMS29 öncesi 2024 yılında %70+ ciro büyümesi, %26+ FAVÖK marjı ve 12 milyar TL yatırım harcaması bekliyor. UMS29 öncesi beklentiler %61'lik ciro büyümesi ve %25'lik FAVÖK marjı beklentilerimizi 100 baz puan aşmaktadır.

Bakiye siparişler rekor seviyeye ulaştı: 2Ç24'te yaklaşık 1,6 milyar USD değerinde proje ilavesi ile bakiye siparişler ç/ç yaklaşık %11 artışla 12,3 milyar USD'e yükseldi. Şirketin 2024 yılı sözlü öngörülerinin orta noktasına yakın 1,5x Yeni Sipariş / Satışlar oranına yakın 4.3 milyar USD değerinde yeni proje kazanımı varsayıyoruz.

AselsaneXt 2030 Vizyonu... Şirket, aselsaneXt 2030 vizyonu kapsamında 2030 yılında savunma sanayinde dünya çapında ilk 30 şirket arasında yer almayı hedefliyor. Defense News Top100 listesine göre 30. şirket 2023 yılında 4,3 milyar USD savunma geliriye sahipti. İlk 30 savunma sanayi için 2023 ve 2030 yılları arasında %3 YBBO varsayarak zarf arkası bir hesaplama ile, modelimizdeki 2023 ve 2030 yılları arasındaki %9,2'ye kıyasla Aselsan için vizyonu %11,4 YBBO hedefi olarak yorumluyoruz.

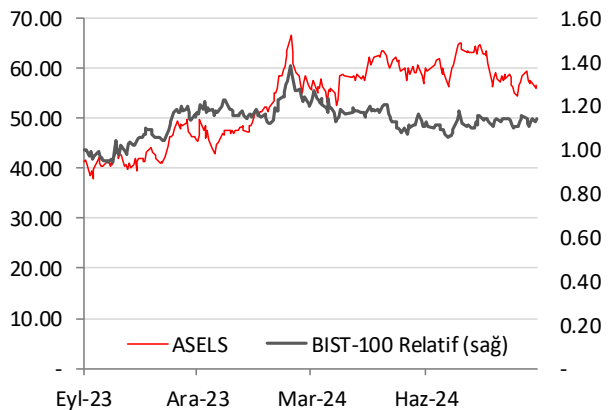
Yorum: Modelimizi yeni makro varsayımlar ve finansallar ile güncelledik. 12A HF'mizi 75 TL'den 78 TL'ye yükseltiyoruz. ASELS, global benzerlerine %26 iskonto işaret eden 2024T 0.62x FD/Bakiye Siparişler çarpanı ile işlem görmektedir.

Finansal Özet	Enflasyon Muhasebeli			Beklentilerle Karşılaştırma		
	2Ç24	2Ç23	y/y	Piyasa	AK	Piyasa Fark
Net Satışlar	19,307	17,383	11%	16,939	16,047	14%
FAVÖK	5,011	4,457	12%	3,824	3,691	31%
FAVÖK Marjı	26.0%	25.6%	31 bps	22.6%	23.0%	338 bps
Net Kar	2,277	2,625	-13%	1,182	1,497	93%

Kaynak: Şirket, Rasyonet, AK Yatırım

Bloomberg Kodu	ASELS TI
Tavsiye	Endeks Üz. Getiri
Hedef Fiyat, TL	78.00 (önceki 75.00)
Güncel Fiyat, TL	56.45
Getiri Potansiyeli	38%
Halka Açıklık Oranı	26%
Piyasa Değeri, mn TL	257,412
Firma Değeri, mn TL	275,571

Finansal Veriler	2023	2024T	2025T	2026T
Özet UFRS Finansallar				
Ciro, mn TL	73,593	110,888	144,431	183,196
FAVÖK, mn TL	16,027	23,627	33,162	45,252
Net Kâr, mn TL	7,290	12,804	19,061	32,898
Borçluluk				
Net Borç, mn TL	13,328	19,059	38,540	54,449
Net Borç/FAVÖK	0.8	0.8	1.2	1.2
Kârlılık				
FAVÖK Marjı	21.8%	21.3%	23.0%	24.7%
Net Marj	9.9%	11.5%	13.2%	18.0%
Temettü Verimi	0.3%	0.2%	0.3%	0.4%
Büyüme				
Ciro, y/y	108.6%	50.7%	30.2%	26.8%
FAVÖK, y/y	69.2%	47.4%	40.4%	36.5%
Net Kâr, y/y	-38.8%	75.6%	48.9%	72.6%
Değerleme Verisi				
F/K	21.2	20.1	13.5	7.8
FD/FAVÖK	10.1	11.4	8.7	6.7
FD/Ciro	2.2	2.4	2.0	1.7
Hisse Verileri				
Nominal Getiri	-2.6%	-3.2%	30.0%	25.5%
BİST-100 Relatif	0.3%	0.6%	12.5%	-2.6%
AOİH, mn TL	1,569	2,043	2,558	2,485



* Tahmin rakamlarımız enflasyon muhasebesi içermektedir.

Tahmin Güncellemeleri -TL mn

	Current			Previous		
	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
Net Satışlar	110,888	144,431	183,196	104,135	131,987	168,471
FAVÖK	23,627	33,162	45,252	21,468	30,831	42,125
FAVÖK Marjı	21.3%	23.0%	24.7%	20.6%	23.4%	25.0%
Net Kar	12,804	19,061	32,898	11,087	17,124	29,901
Net Kar Marjı	11.5%	13.2%	18.0%	10.6%	13.0%	17.7%

Önceki Tahminlere Göre Değişim

Net Satışlar	6%	9%	9%			
FAVÖK	10%	8%	7%			
Net Kar	15%	11%	10%			
Hedef Fiyat		78			75	
HF Güncellemesi		4%				

Gelir Tablosu (milyon TL)	1Q23	2Q23	1Q24	2Q24	6M23	6M24
Satış Gelirleri	15,612	17,383	16,411	19,307	32,995	35,719
Brüt Kar	4,618	5,563	4,749	6,661	10,181	11,410
Operasyonel Giderler	1,693	2,091	1,813	2,315	3,784	4,128
Faaliyet Karı	2,925	3,472	2,936	4,346	6,397	7,282
Amortisman ve İtfa Payları	606	985	690	723	1,591	1,413
FAVÖK	3,531	4,457	3,626	5,069	7,988	8,695
Operasyonel Olmayan Gelir / (Gider)	-2,223	-2,586	-3,514	-4,738	-4,809	-8,252
Diğer Faaliyet Gelir / (Gider)	1,584	8,275	1,923	109	9,860	2,032
Özkaynak Yöntemiyle Değ. Yatırım Karı	-3	-5	-29	9	-8	-21
Yatırım Faalaliyetlerinden Gelir / (Gider)	-1	35	16	48	34	64
Finansal Gelir / (Gider)	-3,803	-10,891	-5,424	-4,904	-14,694	-10,328
	-3,086	-5,571	-3,739	-3,836	-8,657	-7,575
Vergi Öncesi Kar	702	886	-578	-392	1,588	-970
Vergi Geliri / (Gideri)	-1,764	1,744	1,921	2,695	-21	4,616
Vergi Sonrası Net Kar	-1,063	2,630	1,343	2,303	1,568	3,646
Azınlık Payları	-18	5	-179	26	-13	-153
Net Kar	-1,045	2,625	1,522	2,277	1,580	3,799

Nakit Akım Tablosu (milyon TL)	1Q23	2Q23	1Q24	2Q24	6M23	6M24
İşletme Faaliyetlerinden Nakit	3,801	-3,774	-2,972	1,073	27	-1,899
Düzeltilme Öncesi Kar	-980	2,548	1,239	2,407	1,568	3,646
Amortisman ve İtfa Payları	606	985	690	723	1,591	1,413
İşletme Sermayesindeki Değişim	2,084	-13,849	-2,943	-3,281	-11,764	-6,224
Diğer İşletme Faaliyetlerinden Nakit	2,091	6,543	-1,958	1,223	8,633	-734
Yatırım Faaliyetlerinden Nakit	-5,655	-4,885	-2,417	-5,990	-10,540	-8,407
Sabit Sermaye Yatırımları	-5,628	-4,789	-2,477	-6,076	-10,417	-8,553
Diğer Yatırım Faaliyetlerinden Nakit	-27	-96	60	86	-123	146
Serbest Nakit Akımı	-1,854	-8,659	-5,388	-4,917	-10,513	-10,306
Finansman Faaliyetlerinden Nakit	-1,804	3,976	1,830	3,834	2,172	5,664
Finansal Borçlardaki Değişim	-1,804	3,976	1,830	3,834	2,172	5,664
Temettü	0	0	0	0	0	0
Diğer Finansman Faaliyetlerinden Nakit	0	0	0	0	0	0
Nakit ve Benzerlerindeki Değişim	-4,630	-4,861	-4,524	-1,793	-9,490	-6,318

Bilanço (milyon TL)	1Q23	2Q23	1Q24	2Q24
Dönen Varlıklar	38,572	43,290	74,719	83,777
Nakit ve Nakit Benzerleri	3,649	1,279	3,074	1,919
Finansal Yatırımlar	0	0	0	0
Ticari Alacaklar	13,956	17,645	19,463	25,561
Stoklar	14,509	17,098	36,302	37,765
Diğer Dönen Varlıklar	6,458	7,268	15,879	18,533
Duran Varlıklar	38,729	45,168	88,450	101,732
Finansal Yatırımlar	4,288	4,295	6,811	7,382
Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımlar	306	383	945	1,051
Maddi Duran Varlıklar	6,731	7,413	27,212	29,979
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	4,196	4,890	15,189	18,421
Diğer Duran Varlıklar	23,208	28,187	38,294	44,898
Toplam Varlıklar	77,301	88,458	163,168	185,509
Kısa Vadeli Yükümlülükler	27,095	35,682	45,567	58,335
Finansal Borçlar	8,254	12,870	21,925	26,259
Ticari Borçlar	7,995	10,119	11,731	12,470
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	10,846	12,693	11,911	19,607
Uzun Vadeli Yükümlülükler	8,069	7,932	14,713	13,913
Finansal Borçlar	1,789	2,265	886	629
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	6,280	5,666	13,827	13,283
Özkaynaklar	42,137	44,844	102,888	113,261
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	41,926	44,628	101,823	112,080
Azınlık Payları	211	217	1,066	1,181
Toplam Kaynaklar	77,301	88,458	163,168	185,509
Yatırım Sermayesi (IC)	54,811	64,367	136,453	151,514
İşletme Sermayesi	20,470	24,624	44,034	50,856
İşletme Sermayesi / Son 12A Satış Gelirleri	26%	28%	49%	56%
İşletme Sermayesi (Diğer Dönen Varlıklar ve Yükür	16,082	19,199	48,003	49,782
Toplam Borç	10,043	15,136	22,811	26,888
Net Borç / (Nakit)	6,394	13,857	19,737	24,969
Net Borç / G12A FAVÖK	0.4	0.7	1.1	1.3
Net Borç / Özkaynaklar	0.2	0.3	0.2	0.2
Fx Pozisyonu (Türev Korunma Dahil)	12,536	16,494	21,016	23,695

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 bilgiler 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.