

## ASELSAN

## Rekor yüksek bakiye siparişler, çift haneli büyüme...

**Aselsan (ASELS TI, E.Ü.G., HF: TRY81)** 3Ç24'te piyasa tahminlerine paralel UMS29 sonrası 2,0 milyar TL net kar açıkladı. Satış gelirleri ve FAVÖK piyasa tahminlerini hafifçe aşarak 21,8 milyar TL ve 5,0 milyar TL olarak gerçekleşti. Tahminlerimizden pozitif sapma teslimatlardaki hızlanmadan kaynaklandı. Önceki yılın aynı çeyreğine kıyasla FAVÖK'teki %20 artışa ve 3 milyar TL daha fazla ertelenmiş vergi gelirine rağmen, daha fazla kur farkı gideri sebebiyle net kar yıllık bazda %22 azaldı. Şirket 3Ç24'te 0,6 milyar USD değerinde yeni proje aldı. Satış gelirleri yıllık bazda %27, çeyreklik bazda ise %4 reel büyüme kaydetti. FAVÖK yıllık bazda %20 artarken, çeyreklik bazda reel olarak %8 azaldı.

**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 harcaması bekliyor. 9A24 sonuçları %14 reel büyüme ve %23,7 FAVÖK marjına işaret ediyor.

**Bakiye siparişler rekor seviyeye ulaştı:** 3Ç24'te yaklaşık 0,6 milyar USD değerinde proje ilavesi ile bakiye siparişler ç/ç yaklaşık %2 artışla 12,6 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 gelirine 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 78 TL'den 81 TL'ye yükseltiyoruz. ASELS, global benzerlerine %24 iskonto işaret eden 2024T 0.66x FD/Bakiye Siparişler çarpanı ile işlem görmektedir. Yıl sonu tahminlerimiz, güçlü proje ilaveleri bazı nedenlerle yönetimin %10'luk reel büyüme beklentisinin altında, yaklaşık %8'lik reel büyümeye işaret ediyor. FY24 FAVÖK marjının şirket beklentilerinin hafif altında gerçekleşmesini bekliyoruz.

Finansal Özet	Enflasyon Muhasebeli			Beklentilerle Karşılaştırma		
	3Ç24	3Ç23	y/y	Piyasa	AK	Piyasa Fark
Net Satışlar	21,811	17,126	27%	21,045	19,803	4%
FAVÖK	4,983	4,155	20%	4,851	4,328	3%
FAVÖK Marjı	22.8%	24.3%	-142 bps	23.1%	21.9%	-20 bps
Net Kar	2,004	2,563	-22%	2,046	2,064	-2%

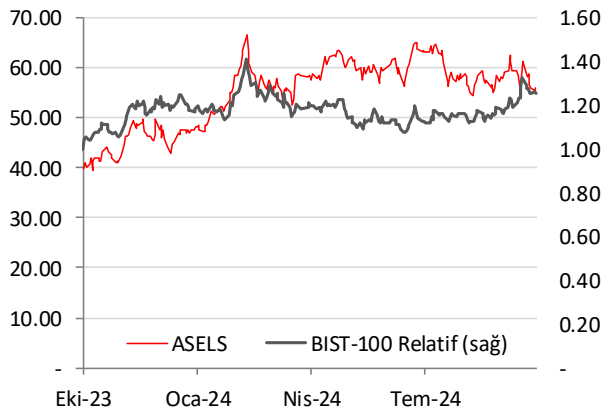
Kaynak: Şirket, Rasyonet, AK Yatırım

## Endeks Üzeri Getiri

Analist: Yusuf Karagöz  
[yusuf.karagoz@akyatirim.com.tr](mailto:yusuf.karagoz@akyatirim.com.tr)  
Hakan Aygün  
[hakan.avgun@akyatirim.com.tr](mailto:hakan.avgun@akyatirim.com.tr)

Bloomberg Kodu	ASELS TI
Tavsiye	Endeks Üz. Getiri
Hedef Fiyat, TL	81.00 (önceki 78.00)
Güncel Fiyat, TL	56.00
Getiri Potansiyeli	45%
Halka Açıklık Oranı	26%
Piyasa Değeri, mn TL	255,360
Firma Değeri, mn TL	278,338

Finansal Veriler	2023	2024T	2025T	2026T
<b>Özet UFRS Finansallar</b>				
Ciro, mn TL	73,593	114,343	150,723	182,221
FAVÖK, mn TL	16,027	24,797	34,953	46,285
Net Kâr, mn TL	7,290	12,946	16,678	27,317
<b>Borçluluk</b>				
Net Borç, mn TL	13,328	24,377	36,272	42,854
Net Borç/FAVÖK	0.8	1.0	1.0	0.9
<b>Kârlılık</b>				
FAVÖK Marjı	21.8%	21.7%	23.2%	25.4%
Net Marj	9.9%	11.3%	11.1%	15.0%
Temettü Verimi	0.3%	0.2%	0.2%	0.3%
<b>Büyüme</b>				
Ciro, y/y	108.6%	55.4%	31.8%	20.9%
FAVÖK, y/y	69.2%	54.7%	41.0%	32.4%
Net Kâr, y/y	-38.8%	77.6%	28.8%	63.8%
<b>Değerleme Verisi</b>				
F/K	21.2	19.7	15.3	9.3
FD/FAVÖK	10.1	11.0	8.1	6.3
FD/Ciro	2.2	2.4	1.9	1.6
<b>Hisse Verileri</b>				
Nominal Getiri	-4.0%	-12.2%	31.7%	24.5%
BİST-100 Relatif	4.9%	9.6%	20.6%	5.0%
AOİH, mn TL	1,962	1,935	2,411	2,417



\* Tahmin rakamlarımız enflasyon muhasebesi içermektedir.

**Tahmin Güncellemeleri -TL mn**

	Current			Previous		
	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
Net Satışlar	114,343	150,723	182,221	110,888	144,431	183,196
FAVÖK	24,797	34,953	46,285	23,627	33,162	45,252
FAVÖK Marjı	21.7%	23.2%	25.4%	21.3%	23.0%	24.7%
Net Kar	12,946	16,678	27,317	12,804	19,061	32,898
Net Kar Marjı	11.3%	11.1%	15.0%	11.5%	13.2%	18.0%

**Önceki Tahminlere Göre Değişim**

Net Satışlar	3%	4%	-1%	
FAVÖK	5%	5%	2%	
Net Kar	1%	-13%	-17%	
Hedef Fiyat		81		78
HF Güncellemesi		4%		

Gelir Tablosu (milyon TL)	3Q23	3Q24	9M23	9M24
<b>Satış Gelirleri</b>	<b>17,126</b>	<b>21,811</b>	<b>53,063</b>	<b>60,716</b>
<b>Brüt Kar</b>	<b>3,760</b>	<b>6,344</b>	<b>14,850</b>	<b>18,771</b>
Operasyonel Giderler	1,090	2,123	5,212	6,619
<b>Faaliyet Karı</b>	<b>2,670</b>	<b>4,220</b>	<b>9,638</b>	<b>12,152</b>
Amortisman ve İtfa Payları	1,485	763	3,076	2,244
<b>FAVÖK</b>	<b>4,155</b>	<b>4,983</b>	<b>12,714</b>	<b>14,396</b>
Operasyonel Olmayan Gelir / (Gider)	565	-4,165	-4,673	-13,154
Diğer Faaliyet Gelir / (Gider)	2,401	3	13,140	2,216
Özkaynak Yöntemiyle Değ. Yatırım Karı	0	-2	-9	-24
Yatırım Faalaliyetlerinden Gelir / (Gider)	2	0	39	70
Finansal Gelir / (Gider)	-1,837	-4,167	-17,842	-15,415
	-1,452	-2,212	-10,881	-10,462
<b>Vergi Öncesi Kar</b>	<b>3,236</b>	<b>55</b>	<b>4,966</b>	<b>-1,002</b>
Vergi Geliri / (Gideri)	-585	2,049	-608	7,077
<b>Vergi Sonrası Net Kar</b>	<b>2,650</b>	<b>2,104</b>	<b>4,357</b>	<b>6,075</b>
Azınlık Payları	87	100	73	-67
<b>Net Kar</b>	<b>2,563</b>	<b>2,004</b>	<b>4,284</b>	<b>6,142</b>

Nakit Akım Tablosu (milyon TL)	3Q23	3Q24	9M23	9M24
<b>İşletme Faaliyetlerinden Nakit</b>	<b>3,819</b>	<b>2,734</b>	<b>3,846</b>	<b>903</b>
Düzeltilme Öncesi Kar	2,790	2,429	4,357	6,075
Amortisman ve İtfa Payları	1,485	763	3,076	2,244
İşletme Sermayesindeki Değişim	827	-1,279	-10,938	-7,502
Diğer İşletme Faaliyetlerinden Nakit	-1,283	822	7,350	87
<b>Yatırım Faaliyetlerinden Nakit</b>	<b>-2,962</b>	<b>-6,369</b>	<b>-13,502</b>	<b>-14,776</b>
Sabit Sermaye Yatırımları	-2,976	-6,214	-13,393	-14,767
Diğer Yatırım Faaliyetlerinden Nakit	14	-155	-108	-9
<b>Serbest Nakit Akımı</b>	<b>857</b>	<b>-3,635</b>	<b>-9,656</b>	<b>-13,873</b>
<b>Finansman Faaliyetlerinden Nakit</b>	<b>875</b>	<b>5,203</b>	<b>3,047</b>	<b>10,868</b>
Finansal Borçlardaki Değişim	1,055	5,203	3,226	10,868
Temettü	-180	0	-180	0
Diğer Finansman Faaliyetlerinden Nakit	0	0	0	0
<b>Nakit ve Benzerlerindeki Değişim</b>	<b>-657</b>	<b>946</b>	<b>-10,147</b>	<b>-5,371</b>

<b>Bilanço (milyon TL)</b>	<b>3Q23</b>	<b>3Q24</b>
<b>Dönen Varlıklar</b>	<b>50,239</b>	<b>92,709</b>
Nakit ve Nakit Benzerleri	1,727	3,597
Finansal Yatırımlar	0	0
Ticari Alacaklar	20,135	26,856
Stoklar	19,759	42,150
Diğer Dönen Varlıklar	8,618	20,106
<b>Duran Varlıklar</b>	<b>49,113</b>	<b>119,600</b>
Finansal Yatırımlar	4,296	8,040
Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımlar	465	1,153
Maddi Duran Varlıklar	8,271	33,536
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	6,176	22,177
Diğer Duran Varlıklar	29,905	54,694
<b>Toplam Varlıklar</b>	<b>99,352</b>	<b>212,309</b>
<b>Kısa Vadeli Yükümlülükler</b>	<b>40,073</b>	<b>61,036</b>
Finansal Borçlar	14,604	30,193
Ticari Borçlar	11,824	13,166
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	13,645	17,677
<b>Uzun Vadeli Yükümlülükler</b>	<b>9,969</b>	<b>25,919</b>
Finansal Borçlar	1,861	3,192
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	8,107	22,727
<b>Özkaynaklar</b>	<b>49,310</b>	<b>125,354</b>
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	49,025	123,968
Azınlık Payları	286	1,386
<b>Toplam Kaynaklar</b>	<b>99,352</b>	<b>212,309</b>
Yatırım Sermayesi (IC)	72,156	177,869
İşletme Sermayesi	28,070	55,840
İşletme Sermayesi / Son 12A Satış Gelirleri	27%	69%
İşletme Sermayesi (Diğer Dönen Varlıklar ve Yükür	23,043	58,270
Toplam Borç	16,465	33,385
Net Borç / (Nakit)	14,738	29,788
Net Borç / Özkaynaklar	0.3	0.2
Fx Pozisyonu (Türev Korunma Dahil)	18,888	24,997



## 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 dayanarak hareket etmeden önce, bilgilerin doğruluğunu teyit ettirmeleri önerilir ve bu bilgilere dayanarak 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.