

ASELSAN

Güçlü sonuçlar, güçlü sipariş alımları...

Aselsan (ASELS TI, E.Ü.G., 12A HF: 480TL) 2Ç26'da 8,5 milyar TL net kâr açıkladı. Bu rakam, 7,2 milyar TL olan tahminimizin %18, 6,9 milyar TL seviyesindeki piyasa beklentisinin ise %23 üzerinde gerçekleşti. Ciro ve FAVÖK piyasa beklentisini sırasıyla %9 ve %15 aşarak operasyonel sonuçlarda geniş tabanlı bir pozitif sürprize işaret etti. 2Ç25'teki vergi gelirinin 2Ç26'da vergi giderine dönmesine rağmen net kâr, güçlü operasyonel performans ve belirgin ölçüde azalan net parasal kaybın desteğiyle yıllık bazda %61 arttı.

Ciro büyümesi hızlandı. Ciro, yurt içi satışlardaki %19 ve ihracat gelirlerindeki %153 artışın desteğiyle yıllık %33 büyüyerek 51,8 milyar TL'ye ulaştı. İhracat gelirleri 10,2 milyar TL'ye yükselirken, ihracatın cirodaki payı yaklaşık %10'dan %20'ye çıktı. FAVÖK %32 artışla 14,0 milyar TL'ye ulaşarak piyasa beklentisini %15 aşarken, marj %27,0 ile yatay kaldı. Brüt kâr marjındaki 1,2 puanlık düşüş, kâr büyümesinin marj genişlemesinden ziyade ciro artışından kaynaklandığını gösterdi.

Sipariş alımları güçlü seyrini sürdürdü. Aselsan, 2026'nın ilk yarısında 4,9 milyar USD tutarında yeni sipariş alırken, bu rakam 2Ç26'da yaklaşık 3,6 milyar USD sipariş alımına işaret etti. Bakiye siparişler çeyreklik bazda %12 yıllık bazda %45 artarak 23,2 milyar USD ile tarihî zirveye ulaştı. İlk yarı siparişleri, 11,1 milyar USD seviyesindeki 2026T tahminimizin %44'üne karşılık gelirken, alınan siparişlerin satışlara oranı 2,5x ile 1,9x olan tüm yıl varsayımımızın üzerinde gerçekleşti. Bununla birlikte, ihracat siparişleri 930 milyon USD ile 3,1 milyar USD seviyesindeki 2026T tahminimizin yalnızca %30'una ulaşırken, tüm yıl tahminimizin gerçekleşmesi için 2026'nın ikinci yarısında yaklaşık 2,2 milyar USD ihracat siparişi alınması gerekiyor.

Yorum: 2Ç26'yı, güçlü operasyonel performansın ve sipariş alımlarının çok yıllık büyüme görünürlüğüne pekiştirdiği olumlu bir çeyrek olarak değerlendiriyoruz. Tahminlerimizi güncel makro varsayımlarımız doğrultusunda revize ediyor, değerlendirme dönemini ileri taşıyor ve Aselsan'ı %70 İNA ile %30 20,0x 2027T FD/FAVÖK harmanıyla değerlendiriyoruz. Çarpan bazlı değerlendirme, kısa vadeli serbest nakit akışı görünürlüğüne gelir karması ve işletme sermayesi dinamiklerindeki değişimlerden etkilenebilecek olması nedeniyle piyasa bazlı bir referans sağlıyor. 12A hedef fiyatımızı 421 TL'den 480 TL'ye yükseltiyor ve tavsiyemizi "Nötr"den "Endeksin Üzerinde Getiri"ye yükseltiyoruz.

Çeyrek Özet -TMS29 Sonrası

milyon TL	Özet Finansallar			Beklentilerle Karşılaştırma		
	2Ç26	2Ç25	y/y	Piyasa	AK	Piyasa Fark
Net Satışlar	51,782	39,039	33%	47,461	44,326	9%
FAVÖK	13,995	10,590	32%	12,189	11,303	15%
FAVÖK Marjı	27.0%	27.1%	-10 bps	25.7%	25.5%	134 bps
Net Kar	8,511	5,275	61%	6,917	7,197	23%

Kaynak: Şirket, Rasyonet, AK Yatırım

Endeksin Üzerinde Getiri

Analist: Yusuf Karagöz

yusuf.karagoz@akyatirim.com.tr

Bloomberg Kodu	ASELS TI
Tavsiye	Endeks Üz. Getiri (önceki Nötr)
Hedef Fiyat, TL	480.00 (önceki 421.00)
Güncel Fiyat, TL	349.25
Getiri Potansiyeli	37%
Halka Açıklık Oranı	26%
Piyasa Değeri, mın TL	1,592,580
Firma Değeri, mın TL	1,595,155

Finansal Veriler	2025	2026T	2027T	2028T
------------------	------	-------	-------	-------

Özet UFRS Finansallar

Ciro, mın TL	180,445	295,724	521,092	821,214
FAVÖK, mın TL	47,329	78,367	140,695	221,728
Net Kâr, mın TL	29,950	50,256	94,802	156,151

Borçluluk

Net Borç, mın TL	13,970	21,687	13,920	-16,056
Net Borç/FAVÖK	0.3	0.3	0.1	-0.1

Kârlılık

FAVÖK Marjı	26.2%	26.5%	27.0%	27.0%
Net Marj	16.6%	17.0%	18.2%	19.0%
Temettü Verimi	0.2%	0.1%	0.2%	0.4%

Büyüme

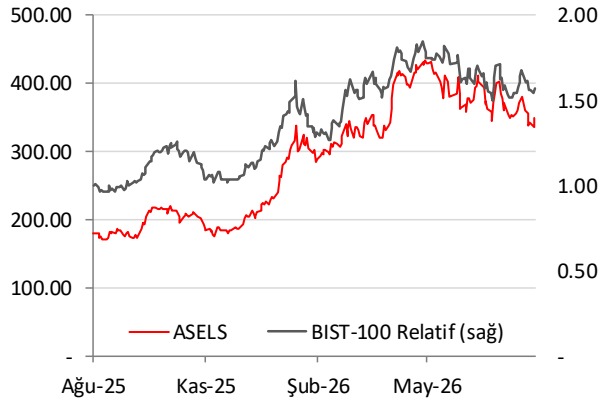
Ciro, y/y	50.1%	63.9%	76.2%	57.6%
FAVÖK, y/y	56.5%	65.6%	79.5%	57.6%
Net Kâr, y/y	95.8%	67.8%	88.6%	64.7%

Değerleme Verisi

	2025	2026T	2027T	2028T
F/K	23.3	31.7	16.8	10.2
FD/FAVÖK	14.4	20.2	11.2	7.0
FD/Ciro	3.8	5.4	3.0	1.9

Hisse Verileri

	1A	3A	12A	YBG
Nominal Getiri	-12.6%	-19.1%	85.5%	50.7%
BİST-100 Relatif	-7.9%	-15.1%	47.1%	24.0%
AOİH, mın TL	14,658	11,621	9,490	12,352



Nakit dönüşümü kârın gerisinde kaldı. İşletme faaliyetlerinden nakit akışı 2026'nın ilk yarısında yıllık %16 düşüşle 15,2 milyar TL'ye gerilerken, nakit bazlı yatırım harcamaları yaklaşık iki katına çıkarak 33,7 milyar TL'ye ulaştı. Böylece serbest nakit akışı yaklaşık 18,5 milyar TL negatif gerçekleşti. Net borç, 2025 sonundaki 16,5 milyar TL'den 33,8 milyar TL'ye yükseldi. 6,0 milyar TL'lik işletme sermayesi çıkışında artan stoklar, tedarikçilere verilen avanslar ve azalan ticari borçlar etkili olurken, güçlü tahsilatlar ve artan ertelenmiş gelirler bu etkiyi kısmen sınırladı.

Yatırım yoğunluğu yüksek seyrini sürdürüyor. Yatırım harcamaları ilk yarıda 33,7 milyar TL'ye, cironun %38'ine ulaştı. Şirket yönetiminin 2026 yılı için yatırım harcaması beklentisi 50 milyar TL'nin üzerinde bulunuyor. Oğulbey Teknoloji Üssü'nün ilk fazının 3Ç26'da devreye girmesi ve hava savunma sistemlerindeki üretim kapasitesini artırması bekleniyor. Yatırımlar orta vadede bakiye siparişlerin ciroya dönüşümünü hızlandırabilecek olsa da, yüksek yatırım ve işletme sermayesi ihtiyacının kısa vadede serbest nakit akışını baskılamaya devam etmesini bekliyoruz.

Yatırım kaynaklı nakit yakımını bir bilanço riski olarak görmüyoruz: Net borç 1x FAVÖK'ün altında seyrederken, fonlama koşulları elverişli kalıyor ve ertelenmiş gelirlerin 2025 sonuna göre 18 milyar TL artarak 95 milyar TL'ye ulaşması işletme sermayesi ihtiyacının bir kısmını finanse ediyor. Öne çekilen yatırım harcamalarının Aselsan'ı küresel savunma harcaması döngüsünden faydalanacak şekilde konumlandığını düşünüyoruz.

Tahmin revizyonları. Makro varsayımlarımız doğrultusunda tahminlerimizi güncelliyoruz; 2026–28T ciro ve FAVÖK tahminlerimiz sınırlı değişti. 2026T net kâr tahminimizi %12 düşürürken, tahminimizi 2028T için %20 artırıyor; 2028T bakiye sipariş tahminimizi %2 artışla 34,4 milyar USD'ye yükseltiyoruz. Değerleme çerçevemizi %70 İNA ve %30 2027T FD/FAVÖK harmanına çeviriyor ve 20,0x çarpan uyguluyoruz. İNA ve çarpan değerlemeleri sırasıyla 449 TL ve 553 TL hisse başına değere işaret ederken, ağırlıklı 12A HF'miz 480 TL'ye ulaşıyor.

Milyar USD, aksi belirtilmedikçe	Güncel Tahminler				Önceki Tahminler		
	2025	2026T	2027T	2028T	2026T	2027T	2028T
Alınan Siparişler	9.6	11.1	13.1	14.7	11.2	12.7	14.2
Yurt içi Proje Edinimleri	7.5	8.0	8.6	9.1	8.1	8.2	8.6
İhracat Proje Edinimleri	2.1	3.1	4.5	5.6	3.1	4.5	5.6
Bakiye Siparişler	20.4	25.7	30.5	34.4	25.8	30.2	33.8
Gelirler	4.2	5.7	8.3	10.8	5.7	8.3	10.7
FAVÖK	1.1	1.5	2.2	2.9	1.5	2.2	2.9
Net Kar	0.7	1.0	1.5	2.0	1.1	1.5	1.7
Değişim							
Alınan Siparişler		-1%	3%	4%			
Bakiye Siparişler		0%	1%	2%			
Gelirler		0%	0%	1%			
FAVÖK		1%	2%	0%			
Net Kar		-12%	1%	20%			
12A Hedef Fiyat (TRY)	480				421		

Gelir Tablosu (milyon TL)	2Ç25	2Ç26	6A25	6A26
Satış Gelirleri	39,039	51,782	70,956	88,494
Satışların Maliyeti	25,885	34,962	48,249	60,398
Brüt Kar	13,154	16,820	22,707	28,097
Operasyonel Giderler	3,891	5,136	7,883	9,202
Faaliyet Karı	9,263	11,684	14,824	18,895
Amortisman ve İtfa Payları	1,327	2,311	2,967	4,339
FAVÖK	10,590	13,995	17,791	23,233
Operasyonel Olmayan Gelir / (Gider)	-9,423	-1,308	-17,975	-6,244
Diğer Faaliyetlerden Gelir / (Gider)	3,429	1,697	8,239	3,636
Özkaynak Yöntemiyle Değ. Yatırım Karı / (Zararı)	-133	-113	-274	-249
Yatırım Faaliyetlerinden Gelir / (Gider)	221	537	269	1,670
Finansal Gelir / (Gider)	-4,302	-3,145	-7,733	-4,905
Parasal Kazanç / (Kayıp)	-8,637	-284	-18,477	-6,397
Vergi Öncesi Kar	-161	10,376	-3,151	12,650
Vergi Geliri / (Gideri)	5,642	-1,865	11,620	1,800
Dönem Vergi Geliri / (Gideri)	-25	491	-148	-272
Ertelenmiş Vergi Geliri / (Gideri)	5,667	-2,356	11,769	2,071
Vergi Sonrası Net Kar	5,481	8,511	8,469	14,450
Durdurulan Faaliyetler Kar / (Zararı)	0	0	0	0
Azınlık Payları	206	0	8	11
Net Kar	5,275.5	8,511	8,461	14,439
Bilanço (milyon TL)	1Ç26	2Ç26		
Dönen Varlıklar	222,242	248,766		
Nakit ve Nakit Benzerleri	33,180	39,469		
Finansal Yatırımlar	0	0		
Ticari Alacaklar	44,437	47,167		
Stoklar	91,757	106,485		
Diğer Dönen Varlıklar	52,868	55,644		
Duran Varlıklar	296,797	300,982		
Finansal Yatırımlar	37,215	37,205		
Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımlar	1,552	1,489		
Maddi Duran Varlıklar	80,125	86,186		
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	48,253	53,707		
Diğer Duran Varlıklar	129,652	122,395		
Toplam Varlıklar	519,039	549,748		
Kısa Vadeli Yükümlülükler	144,343	169,003		
Finansal Borçlar	52,191	64,707		
Ticari Borçlar	31,130	37,218		
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	61,021	67,078		
Uzun Vadeli Yükümlülükler	72,127	72,220		
Finansal Borçlar	4,622	8,586		
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	67,504	63,634		
Özkaynaklar	302,569	308,525		
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	300,789	306,744		
Azınlık Payları	1,781	1,780		
Toplam Kaynaklar	519,039	549,748		

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.