

ASELSAN

Artan Talep, Genişleyen Kabiliyetler ve Güçlü Büyüme...

Aselsan'ın 2025 finansalları, beklentilerin üzerinde gerçekleşen bakiye sipariş büyümesi, hızlanan ihracat sözleşmeleri ve daha net bir yatırım harcamaları yol haritası ortaya koydu. Bu gelişmeler doğrultusunda yatırım tezimiz ve finansal modelimizi güncelledik. Böylece, 12 aylık hedef fiyatımızı %47 artırarak 387 TL/hisseye yükseltiyor ve tavsiyemizi Endeks Altı Getiri'den %21 yukarı potansiyel ile Nötr'e çıkarıyoruz.

Revizyonlarımız daha güçlü büyüme varsayımlarını yansıtıyor. 2026–2028 gelir yıllık bileşik büyüme oranı (YBBO) tahminimizi %20'den %35'e yükseltirken, 2026–2030 kümülatif alınan sipariş tahminimizi 59 milyar USD'den 72 milyar USD'ye çıkarıyoruz. Bu görünüm i) güçlü sipariş ivmesi, ii) bakiye siparişlerin artan öngörülebilirliği ve iii) hızlanan teslimat döngüleri ile destekleniyor. Aselsan 2025'te 9,6 milyar USD yeni sipariş alırken, alınan siparişlerin satışlara oranı son üç yılda 2,0x'in üzerinde kaldı (2025'te 2,2x – son 7 yılın zirvesi) ve 2,1 milyar USD ihracat siparişi (+%104 yıllık) ile güçlü talep dinamiğini sürdürdü. 2025 sonu itibarıyla 20,4 milyar USD bakiye sipariş, 2026T gelir tahminimizin 3,6x katına işaret ediyor ve küresel benzer şirketlerde görülen 2.0–2.5x bandının belirgin şekilde üzerinde bulunuyor. Şirket tarafından açıklanan bakiye sipariş yaşlandırma görünümü de 2026–2028 gelir tahminlerimizin sırasıyla %71, %58 ve %37'sini şimdiden karşılıyor.

Avrupa'nın en büyük entegre hava savunma üretim merkezi inşa ediliyor. Aselsan 2025'te 14 yeni üretim tesisini devreye alarak seri üretim kapasitesini yaklaşık %40 artırdı. İlk fazının 2Ç26'da devreye girmesi planlanan 1,5 milyar USD tutarındaki Oğulbey Teknoloji Üssü, kapalı üretim alanını 550 bin m²'den 1,3 milyon m²'ye çıkaracak ve 2028 yıl sonuna kadar üretim kapasitesini iki katına ulaştıracak. Tesisin tamamlanmasıyla birlikte kompleksin Avrupa'nın en büyük entegre hava savunma üretim merkezi haline gelmesi ve Çelik Kubbe HSS gibi yüksek hacimli programları desteklemesi bekleniyor.

Serbest nakit akışındaki toparlanma bilanço dayanıklılığını güçlendiriyor. 2023–2025 döneminde yatırım harcamalarının satışlara oranı %16–20 gibi yüksek seviyelerde gerçekleşmesine rağmen, operasyonel nakit akışındaki iyileşme ve daha sıkı işletme sermayesi yönetimi sayesinde serbest nakit akışı marjı %0'dan %9'a yükseldi. Net borç/FAVÖK oranı 0,8x'ten 0,3x'e gerileyerek yaklaşık 1,1x seviyesindeki küresel benzer şirket ortalamasının belirgin şekilde altına indi. Mevcut yatırım planlamaları altında şirketin 2027 sonuna kadar net nakit pozisyonuna ulaşması mümkün görünmektedir. Bununla birlikte oluşabilecek faiz artışı, artan talebi karşılamak amacıyla kapasite artırımı veya olası satın alma işlemlerine yönlendirilmesi ve yapısal olarak düşük maliyetli finansman yoluyla sermaye yapısının optimize edilmesi beklenebilir.

Değerleme: Aselsan hisseleri 21,5x 2026T FD/FAVÖK ve 1,60x FD/Bakiye Sipariş çarpanlarıyla işlem görmekte olup, bu çarpanlar küresel benzer şirketlere göre sırasıyla %3 ve %22 prime işaret etmektedir. Bu primi daha güçlü büyüme (3 yıllık gelir YBBO %35'e kıyasla uluslararası benzerleri %11), artan bakiye sipariş görünürlüğü ve nakit dönüşümünü destekleyen vergi teşvikleri nedenleriyle açıklanabilir buluyoruz.

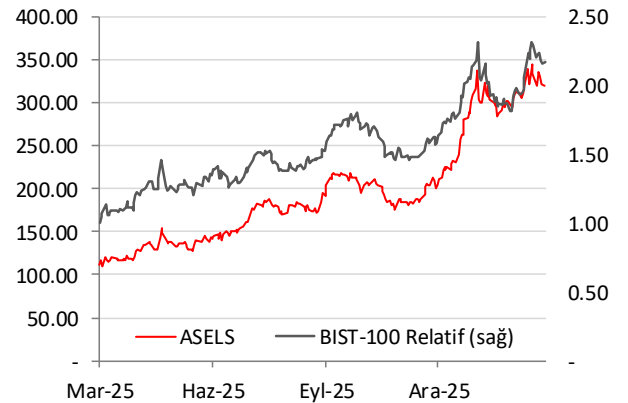
Temel riskler: Savunma harcamalarında yavaşlama, program takvimlerinde kaymalar, ihracat uygulama riskleri ve kapasite artış sürecinde yaşanabilecek gecikmeler.

17 Mart 2026

Analysts: Yusuf Karagöz

yusuf.karagoz@akyatirim.com.tr

Bloomberg Kodu	ASELS TI			
Tavsiye	Nötr (önceki Endeks Alt. Getiri)			
Hedef Fiyat, TL	387.00 (önceki 266.00)			
Güncel Fiyat, TL	320.50			
Getiri Potansiyeli	21%			
Halka Açıklık Oranı	26%			
Piyasa Değeri, mn TL	1,461,480			
Firma Değeri, mn TL	1,444,201			
Finansal Veriler	2025	2026T	2027T	2028T
Özet UFRS Finansallar				
Ciro, mn TL	180,445	290,447	491,825	728,434
FAVÖK, mn TL	47,329	76,968	132,793	196,677
Net Kâr, mn TL	29,950	53,345	90,621	116,938
Borçluluk				
Net Borç, mn TL	13,970	2,116	-27,280	-94,513
Net Borç/FAVÖK	0.3	0.0	-0.2	-0.5
Kârlılık				
FAVÖK Marjı	26.2%	26.5%	27.0%	27.0%
Net Marj	16.6%	18.4%	18.4%	16.1%
Temettü Verimi	0.2%	0.1%	0.3%	0.4%
Büyüme				
Ciro, y/y	50.1%	61.0%	69.3%	48.1%
FAVÖK, y/y	56.5%	62.6%	72.5%	48.1%
Net Kâr, y/y	95.8%	78.1%	69.9%	29.0%
Değerleme Verisi	2025	2026T	2027T	2028T
F/K	23.3	27.4	16.1	12.5
FD/FAVÖK	14.4	18.6	10.6	6.8
FD/Ciro	3.8	4.9	2.9	1.8
Hisse Verileri	1A	3A	12A	YBG
Nominal Getiri	8.1%	53.1%	174.0%	38.3%
BİST-100 Relatif	19.6%	34.1%	129.3%	20.2%
AOİH, mn TL	13,291	12,975	7,322	14,374



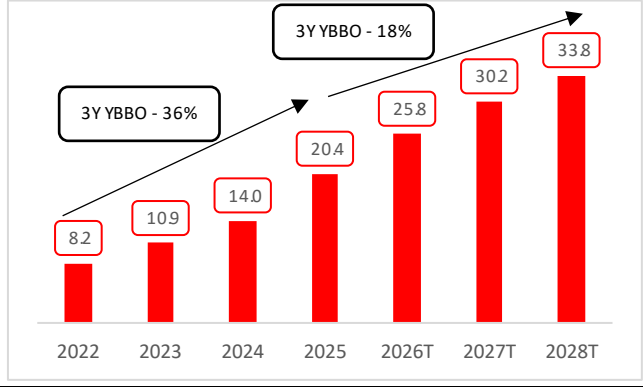
*Piyasa verileri 16 Mart 2026 tarihlidir.

CONTENTS

TEMEL GRAFİKLER – GÖRSEL ÖZET.....	3
FİNANSALLAR.....	4
YATIRIM TEMASI.....	5
TAHMİNLERİMİZDE REVİZYON.....	11
DEĞERLEME.....	13
RİSKLER	16
KAR DEĞERLENDİRMESİ	17

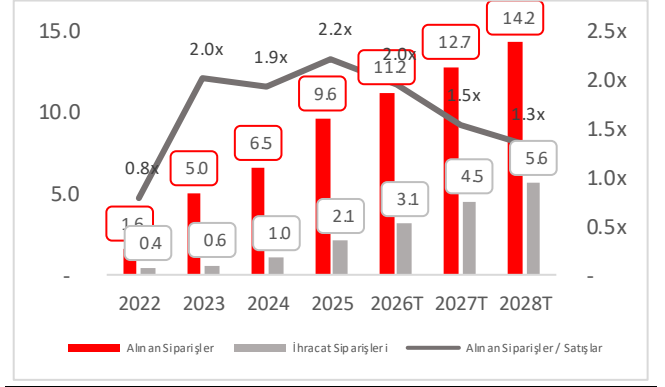
TEMEL GRAFİKLER – GÖRSEL ÖZET

Şekil 1: Bakiye Siparişler, 2022-2028T, milyar USD



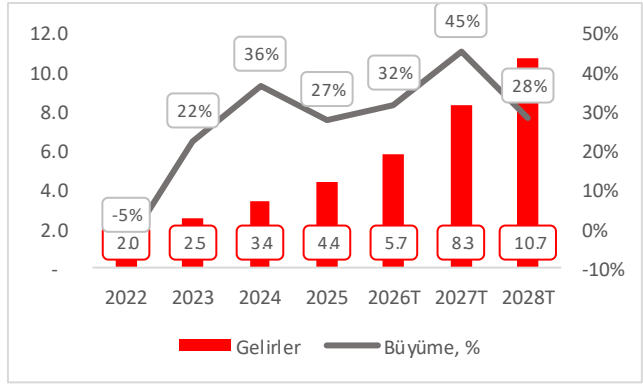
Kaynak: Şirketler, Ak Yatırım Araştırma.

Şekil 2: Proje Edinimleri ve Satışlara Oranı, 2022-2028T



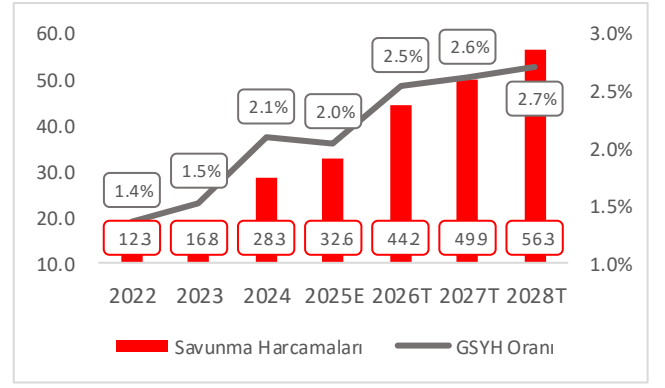
Kaynak: Şirketler, Ak Yatırım Araştırma. Tutarlar milyar USD cinsindendir.

Şekil 3: Gelirler ve Büyüme Oranları, 2022-2028T



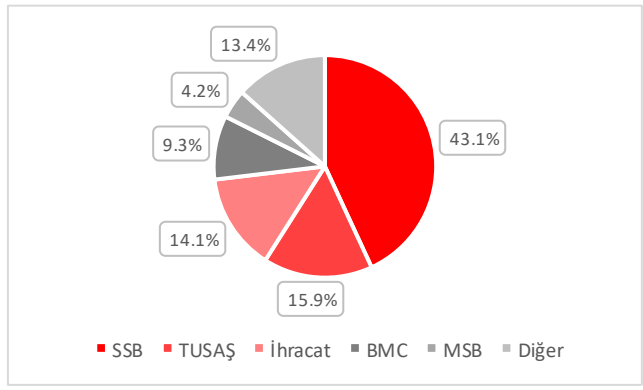
Kaynak: Şirketler, Ak Yatırım Araştırma.

Şekil 4: Savunma Harcamaları, 2022-2028T, milyar USD



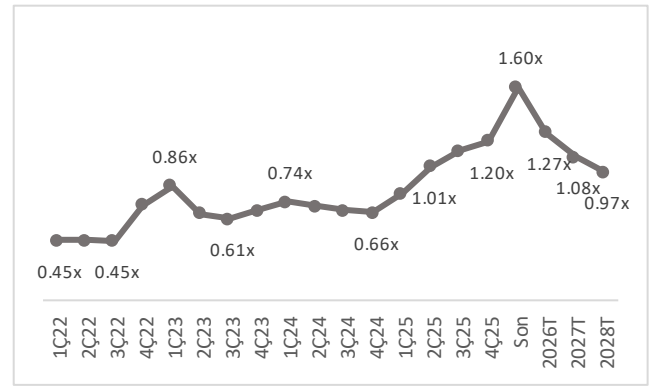
Kaynak: Şirketler, Ak Yatırım Araştırma.

Şekil 5: Bakiye Siparişlerin Dağılımı, 2025



Kaynak: Şirketler, Ak Yatırım Araştırma.

Şekil 6: FD/Bakiye Siparişler, 1Ç22-Son-2028T



Kaynak: Şirketler, Ak Yatırım Araştırma.

FİNANSALLAR

Gelir Tablosu (milyon TL)	2025	2026T	2027T	2028T
Satış Gelirleri	180,445	290,447	491,825	728,434
Faaliyet Karı	41,780	66,803	115,579	171,182
FAVÖK	47,329	76,968	132,793	196,677
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelir (Gider)	7,365	4,570	5,507	6,844
Yatırım Gelir & (Gideri)	613	-	-	-
Net Finansal Gelir / (Gideri)	(9,816)	(4,092)	(1,670)	2,570
Parasal Kazanç / (Kayıp)	(13,552)	(13,936)	(28,794)	(63,658)
Vergi Geliri / (Gideri)	3,527	-	-	-
Net Kar	29,918	53,345	90,621	116,938
Hisse Başına Net Kar	6.6	11.7	19.9	25.6
Hisse Başına Temettü	0.1	0.2	0.5	0.8
Temettü Dağıtım Oranı	7%	7%	7%	7%

Bilanço (milyon TL)	2025	2026T	2027T	2028T
Dönen Varlıklar	174,984	242,122	354,541	530,385
Nakit ve Nakit Benzerleri	29,086	48,827	86,733	163,116
Ticari Alacaklar	38,860	50,588	68,530	93,040
Stoklar	73,661	95,892	129,902	176,363
KV Avans Ödemeleri	22,449	29,224	39,588	53,748
Diğer Dönen Varlıklar	10,929	17,591	29,787	44,118
Duran Varlıklar	256,603	347,881	479,649	642,136
Finansal Yatırımlar	31,619	39,281	48,135	58,320
Maddi Duran Varlıklar	64,659	98,206	148,126	206,765
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	37,283	51,660	73,054	98,185
UV Ticari Alacaklar	87,945	114,487	155,092	210,563
UV Ödenen Avanslar	7,197	9,369	12,693	17,232
Diğer Duran Varlıklar	27,901	34,878	42,549	51,071
Toplam Varlıklar	431,587	590,002	834,190	1,172,521
Kısa Vadeli Yükümlülükler	126,229	158,771	203,245	260,399
Finansal Borçlar	38,028	44,993	52,510	60,591
Ticari Borçlar	40,770	53,074	71,898	97,613
KV Alınan Avanslar	27,266	35,496	48,085	65,283
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	20,165	25,208	30,752	36,911
Uzun Vadeli Yükümlülükler	53,572	68,597	90,031	118,281
Finansal Borçlar	5,028	5,949	6,943	8,012
UV Alınan Avanslar	37,980	49,442	66,978	90,933
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	10,564	13,205	16,110	19,336
Özkaynaklar	251,786	362,634	540,914	793,841
Ödenmiş Sermaye	4,560	4,560	4,560	4,560
Dönem Net Karı / (Zararı)	29,950	53,345	90,621	116,938
Diğer Kalemler	217,277	304,730	445,733	672,343
Toplam Kaynaklar	431,587	590,002	834,190	1,172,521

Nakit Akım Tablosu (milyon TL)	2025	2026T	2027T	2028T
FVÖK	41,780	66,803	115,579	171,182
Amortisman Giderleri	5,549	10,166	17,214	25,495
FAVÖK	47,329	76,968	132,793	196,677
İşletme Sermayesindeki Değişim	-5,206	-7,942	-16,346	-24,052
Sabit Sermaye Yatırımları	-37,678	-58,089	-88,528	-109,265
Vergi Ödemeleri	-514	-	-	-
Serbest Nakit Akımı *	3,931	10,937	27,918	63,360
Net Finansal Gelir / (Gider)	-1,303	3,012	5,211	10,217
Finansal Borç Değişimi	10,494	7,886	8,511	9,150
Temettü Ödemesi	-1,070	-2,094	-3,734	-6,343
Diğer Değişimler	-4,742	-	-	-
Nakit ve Benzerlerindeki Değişim	7,310	19,740	37,906	76,383

Operasyonel Veriler (USDmn)	2025	2026T	2027T	2028T
Proje Edinimleri	9,573	11,182	12,735	14,237
Satış Gelirleri	4,350	5,727	8,310	10,666
Alınan Sipariş / Satışlar	2.2x	2.0x	1.5x	1.3x
Bakiye Siparişler	20,368	25,823	30,248	33,819
	3.6x	3.1x	2.8x	2.7x

Büyüme	2025	2026T	2027T	2028T
Satış Gelirleri	14.7%	28.8%	38.8%	23.4%
FAVÖK	19.6%	30.1%	41.4%	23.4%
Net Kar	50.1%	42.6%	39.3%	7.5%

Karlılık	2025	2026T	2027T	2028T
Faaliyet Kar Marjı	23.2%	23.0%	23.5%	23.5%
FAVÖK Marjı	26.2%	26.5%	27.0%	27.0%
Net Kar Marjı	16.6%	18.4%	18.4%	16.1%
Özkaynak Karlılığı (ROE)	11.9%	14.7%	16.8%	14.7%
Serbest Nakit Akımı Marjı *	2.2%	3.8%	5.7%	8.7%

Borçluluk	2025	2026T	2027T	2028T
Net Borç (Nakit)	13,970	2,116	-27,280	-94,513
Net Borç / FAVÖK	0.3x	0.0x	- 0.2x	- 0.5x

Çarpanlar (USD)	2025	2026T	2027T	2028T
F / K	49.4x	34.8x	24.8x	22.5x
FD / FAVÖK	28.7x	21.5x	14.6x	11.4x
FD / Bakiye Siparişler	1.6x	1.3x	1.1x	1.0x
FD / Satış	7.5x	5.7x	3.9x	3.1x

Source: Rasyonet, Ak Yatırım Araştırma, * SNA İNA kalemlerini yansıtmaktadır. Tahminler, ilgili her yılın yıl sonu itibarıyla TL satın alma gücü cinsinde ifade edilmektedir.

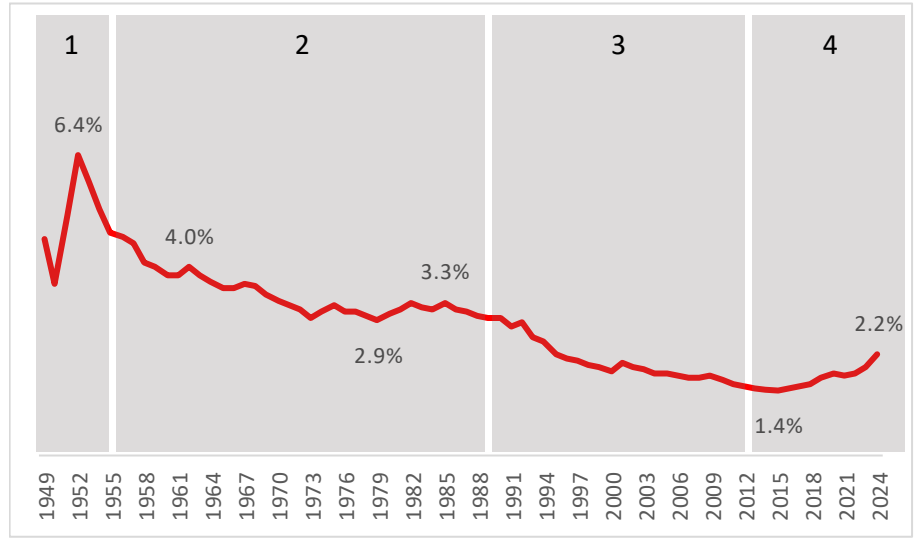
Makroekonomik Veriler	2025	2026T	2027T	2028T
Yıl Sonu TÜFE	30.9	25.0	22.0	20.0
Politika Faizi	38.0	31.0	27.5	24.5
USD/TL Yıl Sonu	42.9	50.7	59.2	68.3
EUR/TL Yıl Sonu	50.5	61.9	74.0	85.4

Kaynak: Akbank Ekonomik Araştırmalar, Ak Yatırım Araştırma

YATIRIM TEMASI

- Küresel Savunma Harcamalarında Yapısal Yükseliş Yeni Bir Döneme İşaret Ediyor

Jeopolitik gerilimler, stratejik rekabet ve hızlanan askeri modernizasyon süreçlerinin, küresel savunma harcamalarını yapısal olarak daha yüksek bir düzleme taşıdığı değerlendirilmektedir. 2024 yılında küresel askeri harcamalar 2,7 trilyon USD ile rekor seviyeye ulaştı, üst üste onuncu yıllık artışı kaydetti ve %9,4 yıllık büyüme ile 1980'lerin sonundan bu yana en hızlı artışı gerçekleştirdi. 2025 yılında küresel GSYH'nin yaklaşık %2,5'i seviyesine ulaştığı tahmin edilen savunma harcamaları, Soğuk Savaş'ın son dönemlerinde görülen seviyelere yeniden yaklaşmaktadır. Önümüzdeki dönemde NATO ittifakındaki ülkelerde savunma bütçesi taahhütlerinin artırılması ve askeri modernizasyon programlarının hızlanmasıyla birlikte savunma harcamalarındaki yukarı yönlü eğilimin devam etmesini bekliyoruz.

Şekil 7: NATO Savunma Harcamalarının Tarihsel Seyri (GSYH Oranı)

Kaynak: SIPRI, Ak Yatırım Araştırma. (1) Erken Soğuk Savaş, (2) Soğuk Savaş dengesi, (3) Soğuk Savaş sonrası savunma harcamalarında düşüş ve (4) yeniden silahlanma aşamalarından oluşmaktadır.

Çatışmaların yarattığı döngüsel etkilerin ötesinde, hükümetler savunma bütçelerinde kalıcı artışlara yönelik taahhütlerde bulunuyor. 2025 yılında NATO üyeleri savunma ve güvenlik harcamalarını GSYH'nin toplam %5'i seviyesine çıkarma hedefi üzerinde anlaşmaya vardı (%3,5 temel savunma harcaması ve %1,5 savunma ekosistemine yönelik siber güvenlik ve altyapı yatırımları). Bu seviye, uzun yıllardır referans alınan %2'lik hedefin belirgin şekilde üzerinde bulunuyor. Bize göre bu politika değişimi tek başına önümüzdeki on yılda adreslenebilir savunma pazarının en az iki katına çıkabileceğine işaret ediyor.

Türkiye özelinde, temel savunma harcamalarının 2030'a kadar kademeli olarak GSYH'nin yaklaşık %3'üne yaklaşmasını bekliyoruz. 2026 bütçesi halihazırda %2,5'e yakın bir seviyeye işaret ederken, NATO'nun 2025 tahmini Türkiye için GSYH'nin %2,33'ü seviyesinde bulunuyor.

Avrupa tarafında ise 150 milyar EUR tutarındaki SAFE finansman programı, Avrupa Savunma Fonu ve ortak tedarik mekanizmaları gibi girişimler, bölgenin savunma sanayi altyapısını güçlendirirken koordineli kabiliyet geliştirme süreçlerini hızlandırmayı hedefliyor.

Ayrıca, SAFE kapsamında finanse edilen tedarik programlarına erişim Avrupa sanayi katılımını gerektirebilir, bu da yerel ortaklıkların önemini artırıyor. Bu çerçevede Aselsan ve Czechoslovak Group (CSG) kısa süre önce Avrupa ve küresel pazarlarda iş birliklerini genişletmek amacıyla Avrupa merkezli bir ortak girişim kurulmasına yönelik stratejik iş birliği anlaşması imzaladı. Bizim görüşümüze göre bu ortaklık, Aselsan'ın Avrupa tedarik ağı içindeki konumunu güçlendirecek ve bölge genelinde ihracat fırsatlarına erişimini destekleyecektir.

Sektördeki bu olumlu dinamikler ve Aselsan'ın küresel tedarik döngülerindeki konumunun güçlenmesini dikkate alarak, 2026–2030 dönemi kümülatif alınan sipariş tahminimizi 59 milyar USD'den 72 milyar USD'ye yükseltiyoruz.

2026 yılı için sipariş tahminimizin en büyük bileşenleri arasında Çelik Kubbe hava savunma sistemi bileşenleri (toplam tahminimizin yaklaşık üçte biri), KAAAN 5. nesil savaş uçağı aviyonik sistemleri (yaklaşık onda biri) ve Polonya, Romanya, Macaristan, Suudi Arabistan ve bazı APAC ülkelerinde özellikle hava ve füze savunma sistemleri, gelişmiş sensör teknolojileri, güdümlü mühimmat ve deniz silah sistemleri alanlarında potansiyel ihracat sözleşmeleri (yaklaşık dörtte biri) yer alıyor.

- Güçlü Bakiye Sipariş Görünürlüğü Büyüme Beklentilerini Destekliyor

Yükselttiğimiz tahminlerin temel dayanaklarından biri şirketin güçlü bakiye sipariş seviyesidir. Aselsan'ın 2025 yıl sonu itibarıyla 20,4 milyar USD seviyesindeki bakiye siparişleri, 2026T 3,6x ciro çarpanına işaret ediyor ve küresel savunma şirketlerinde tipik olarak görülen 2,0–2,5x bandının belirgin şekilde üzerinde bulunuyor.

Şirketin açıkladığı bakiye sipariş yaşlandırma profiline göre, mevcut sipariş portföyü 2026–2028 gelir tahminlerimizin sırasıyla yaklaşık %71, %58 ve %37'sini şimdiden karşılıyor. Bizim görüşümüze göre bu kapsama seviyesi, özellikle uzun geliştirme ve üretim döngülerinin kısa vadeli tahminleri sınırladığı savunma sektöründe güçlü bir gelir görünürlüğü sağlıyor.

Buna ek olarak, 18 Şubat 2026 tarihinde gerçekleştirilen Savunma Sanayii İcra Komitesi (SSİK) toplantısında alınan kararlar önümüzdeki yıllarda şirketin yurt içi sipariş akışını destekleyebilir. Hava savunma, radar, elektronik harp ve

komuta-kontrol sistemleri gibi kritik kabiliyet alanlarında alınan tedarik kararları ve program hızlandırmaları Aselsan'ın temel teknoloji portföyüyle örtüşüyor ve bu durum bakiye siparişlerde büyümeyi destekleyebilir.

Bu güçlü bakiye sipariş görünürlüğü, devam eden sipariş momentumu ve artan ihracat fırsatlarını dikkate alarak 2025–2028 gelir YBBO tahminimizi %20'den %35'e yükseltiyoruz (benzer şirketlerin %15 büyüme tahminlerine kıyasla, Bloomberg). Bu görünüm Aselsan'ı küresel savunma sektöründeki en hızlı büyüyen şirketler arasında konumlandırıyor.

- Genişleyen Teknolojik Kabiliyetler Küresel Konumlanmayı Güçlendiriyor

Aselsan, zaman içinde yerel bir savunma elektroniği tedarikçisinden çok katmanlı hava savunma mimarileri, AESA radar teknolojileri, elektronik harp sistemleri, elektro-optik sensörler ve gelişmiş komuta-kontrol çözümlerini kapsayan geniş bir teknoloji portföyüne sahip, yetkinliği giderek artan bir savunma yüklenicisine dönüştü.

Bu kabiliyetler şirketin modern savunma mimarilerinde hem sistem seviyesinde tedarikçi hem de kara, deniz ve hava platformlarında kritik alt sistem sağlayıcısı olarak yer almasına imkan tanıyor ve böylece adreslenebilir pazarını önemli ölçüde genişletiyor.

2025 yılında Aselsan 9,6 milyar USD yeni sipariş aldı. Bu rakam, son üç yılda proje edinimlerinde %29 YBBO'ya işaret ediyor ve aynı dönemde küresel savunma harcamalarında tahmin edilen %8–9 YBBO'nun belirgin şekilde üzerinde bulunuyor. Şirket bu dönemde alınan siparişlerin satışlara oranını 2,0x'in üzerinde korurken, 2025'te 2,2x ile son yedi yılın en yüksek seviyesine ulaştı.

İhracat performansı da belirgin şekilde güçlendi. 2025 yılında ihracat siparişleri 2,1 milyar USD'ye ulaştı (+%104 yıllık) ve ihracatın bakiye siparişler içindeki payı %14'e (+2 puan yıllık) yükseldi. Polonya ile imzalanan 410 milyon USD tutarındaki elektronik harp sistemi sözleşmesi ve MENA bölgesinden bir müşteri ile imzalanan 174 milyon USD tutarındaki askeri haberleşme sistemleri sözleşmesi, Aselsan'ın ürün portföyünün farklı coğrafyalarda artan rekabet gücünü ortaya koyuyor.

Aselsan ayrıca NATO Support and Procurement Agency (NSPA) tarafından yürütülen MANPADS programına, Raytheon, Airbus, Lockheed Martin ve Thales gibi küresel savunma şirketleriyle birlikte katkı sağlayan önemli üreticiler arasında yer alıyor. Program kapsamında modüler ve birlikte çalışabilir kara konuşlu hava savunma (GBAD) mimarilerinin geliştirilmesi hedefleniyor.

Aselsan'ın uluslararası ölçekte artan görünürlüğü küresel sektör sıralamalarına da yansıyor. Defense News Top 100 listesine göre şirket 2025

yılında (2024 gelirleri baz alınarak) 43. sıraya yükseldi. Şirket beş yıl önce 48., on yıl önce ise 62. sıradaydı. Şirket yönetimi 2030 yılına kadar ilk 30 küresel savunma şirketi arasına girmeyi hedefliyor.

Şekil 8: 2025 Yılındaki Proje Edinimleri, milyon USD

Proje Adı	Müşteri Adı	Sözleşme Tutarı
Hava Savunma Sistemleri	Savunma Sanayi Başkanlığı	1.935
Hava Savunma Sistemleri	Savunma Sanayi Başkanlığı	1.298
Elektronik Harp Sistemleri	Yurt Dışı Müşteri	410
Kara Araçları Faydalı Yükleri	Yurt İçi Müşteri	310
EH, Radar, Haberleşme, Seyrüsefer, Silah, EO & Sualtı Sistemleri	ASFAT	265
EH, Radar, Haberleşme, Seyrüsefer, Silah, EO & Sualtı Sistemleri	DEARSAN-DESAN-ÖZATA İş Ortaklığı	217
Elektronik Harp, İHA Önleme ve Yeni Nesil Havan Tevcih Sistemleri	Savunma Sanayi Başkanlığı	170
Askeri Haberleşme Sistemleri	Yurt Dışı Müşteri	159
UKSS, Haberleşme, Radar, EO & EH Sistemleri	Yurt Dışı Müşteri	154
Kamu Güvenliği Haberleşme Sistemleri	Savunma Sanayi Başkanlığı	139
Yeni Nesil Radar Sistemleri	Savunma Sanayi Başkanlığı	107
Aviyonik Sistemler	TUSAŞ-Türk Havacılık ve Uzay Sanayii A.Ş.	102
UKSS, Askeri Haberleşme, IFF, Kendini Koruma & Seyrüsefer	BMC Otomotiv	101
Güdümlü Kitleri ve Haberleşme Sistemleri	Yurt Dışı Müşteri	82
Hızlı Tren Alt Sistemleri	TÜRASAŞ	81
Hava Savunma Sistemleri	Yurt Dışı Müşteri	79
Hava Elektro-Optik Faydalı Yükleri	Yurt Dışı Müşteri	78
Demiryolu Sinyalizasyon Sistemleri	TÜRASAŞ	78
Radar ve Güdümlü Mühimmat Sistemleri	Yurt Dışı Müşteri	75

Kaynak: Şirketler, Ak Yatırım Araştırma. Proje listesi sadece 75 milyon USD üzerindeki projeleri içermektedir.

- Avrupa'nın En Büyük Hava Savunma Üretim Tesisi Yolda

Küresel savunma sektöründe tedarik hacimlerinin hızlanması ve savunma sanayi tedarik zincirinde kapasite kısıtlarının ortaya çıkmasıyla birlikte, endüstriyel üretim kapasitesi giderek daha önemli bir rekabet unsuru haline geliyor.

NATO Genel Sekreteri Jens Stoltenberg, yakın zamanda yaptığı bir açıklamada “müttefiklerin artan talebi karşılamak için yeterli mühimmat ve ekipman üretmediğini” belirtirken, AB İç Pazar Komiseri Thierry Breton ise “savunma sanayi üretim kapasitesinin önemli ölçüde artırılması ve tedarikçi tabanının çeşitlendirilmesi gerektiğini” vurguladı. Benzer şekilde sektör temsilcileri de talep ile arz arasındaki artan dengesizliğe dikkat çekiyor.

Bu dinamik, Avrupa hükümetlerinin savunma tedariklerini çeşitlendirme çabaları doğrultusunda Aselsan gibi alternatif tedarikçilerin önemini artırdı.

Bu çerçevede Aselsan, üretim altyapısını önemli ölçüde genişleterek olası kapasite kısıtlarının önüne geçecek şekilde konumlanıyor. Şirket 2025 yılında tek başına 14 yeni üretim tesisini devreye alarak, hava savunma, radar ve güdümlü mühimmat alanlarında seri üretim kapasitesini yaklaşık %40 artırdı.

Bu kapasite genişlemesinin en önemli kilometre taşlarından biri, Türkiye’deki en büyük savunma üretim yatırımlarından biri olan Oğulbey Teknoloji Üssü. Yaklaşık 1,5 milyar USD toplam yatırım bütçesine sahip proje üç faz halinde geliştiriliyor. İlk fazın 2Ç26’da tamamlanması, kalan fazların ise kademeli olarak devreye alınarak tesisin 2028 yıl sonuna kadar tamamen faaliyete geçmesi planlanıyor.

Proje tamamlandığında Aselsan’ın toplam kapalı üretim alanı 550 bin m²’den 1,3 milyon m²’ye çıkacak ve tesis Avrupa’nın en büyük entegre hava savunma üretim komplekslerinden biri haline gelecek. Daha da önemlisi, bu yatırımın şirketin toplam üretim kapasitesini iki katına çıkarması ve yüksek hacimli savunma programları için teslimat ölçeklendirme kabiliyetini önemli ölçüde artırması bekleniyor.

Tesis ağırlıklı olarak Çelik Kubbe hava savunma mimarisi ve ilgili alt sistemlerin yüksek hacimli üretimini destekleyecek; üretim hızını artırırken teslimat sürelerini kısaltacak.

Ölçeğin ötesinde, entegre kampüs modeli de Aselsan’ı küresel savunma elektroniği şirketlerinden farklılaştırıyor. Thales, Leonardo ve RTX gibi küresel oyuncular genellikle radarlar, lançerler, önleyiciler ve komuta-kontrol sistemleri gibi alt sistemler için farklı coğrafyalara yayılmış üretim ağları kullanıyor. Buna karşılık Aselsan’ın daha bütünleşik üretim yapısı, büyük hacimli savunma programlarında daha hızlı üretim artışı, daha sıkı tedarik zinciri kontrolü ve daha yüksek ölçeklenebilirlik sağlayabilir.

Programın stratejik önemi sipariş akışında da görülmeye başladı. 2025’in ikinci yarısında Aselsan toplam 2,8 milyar EUR (yaklaşık 3,3 milyar USD) tutarında ilk iki yüksek hacimli Çelik Kubbe üretim sözleşmesini aldı. Şirket yönetiminin açıklamalarına göre Oğulbey tesisinin tam kapasiteyle devreye girmesiyle birlikte bu tür sözleşmeler yıllık 2,5–3,0 milyar EUR seviyesinde düzenli yurt içi bakiye sipariş katkısına dönüşebilir.

Çelik Kubbe halihazırda anlamlı bir gelir kalemi haline gelmeye başladı. 2025 yılında Aselsan 50’den fazla Çelik Kubbe bileşeni teslim ederek yaklaşık 500 milyon USD gelir elde etti.

Yatırımın finansmanı ağırlıklı olarak operasyonlardan yaratılan iç kaynaklarla, bunun yanında uzun vadeli YTAK yatırım kredileri ile destekleniyor. Bu krediler piyasa finansman alternatiflerine kıyasla daha avantajlı koşullar sunuyor. Bizim görüşümüze göre bu finansman yapısı, bilanço üzerindeki baskıyı sınırlarken şirketin uzun vadeli kapasite genişleme stratejisini destekliyor.

- Nakit Akışı Kalitesi ve Bilanço Dayanıklılığı

Nakit dönüşümündeki iyileşmeyi, kar oynaklığını azaltan ve değerlemeyi destekleyen önemli bir gösterge olarak değerlendiriyoruz. Hızlanan büyüme sürecine artan finansal disiplin eşlik etti. 2023–2025 döneminde yatırım harcamalarının satışlara oranının sırasıyla %16, %17 ve %20 seviyelerindeki yüksek seyrine rağmen, Aselsan operasyonel nakit akışını ve işletme sermayesi yönetimini güçlendirdi; bu sayede SNA marjını aynı dönemde %0'dan %9'a yükseltti (raporlanan). İşletme sermayesi gereksiniminin satışlara oranı ise 2023'te %51'den 2025'te %36'ya geriledi; bu iyileşmede Savunma Sanayii Başkanlığı'ndan (SSB) alınan avanslar da etkili oldu.

Buna paralel olarak Net Borç/FAVÖK rasyosu 2023'teki 0,8x seviyesinden 2025'te 0,3x'e geriledi ve yaklaşık 1,1x seviyesindeki küresel benzer şirket ortalamasının belirgin şekilde altına indi. Kapasite yatırımlarının hızlandığı bir dönemde gerçekleşen bu borçluluk düşüşü, şirketin büyümeyi bilanço gücünden ödün vermeden finanse edebilme kabiliyetini ortaya koyuyor.

Mevcut yatırım planları altında projeksiyonlarımız şirketin 2027 yıl sonuna kadar net nakit pozisyonuna ulaşabileceğine işaret ediyor. Bununla birlikte, Aselsan'ın uygun maliyetli uzun vadeli finansmana erişimi göz önüne alındığında şirketin yapısal olarak net nakit pozisyonu taşımaktan ziyade fazla finansal kapasiteyi kapasite artırımı veya seçici M&A işlemlerine yönlendirirken sermaye yapısını optimize etmek ve rekabetçi bir ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti seviyesini korumak amacıyla ılımlı bir kaldıraç seviyesini sürdürmesi muhtemel görünüyor.

Şekil 9: İşletme Sermayesi Gereksinimleri, milyar TL

	2023	2024	2025	2026	2027T	2028T
Ticari Alacaklar - KV	20,593	28,355	38,860	50,588	68,530	93,040
Stoklar	32,176	43,472	73,661	95,892	129,902	176,363
Ticari Alacaklar – UV	31,617	54,991	87,945	114,487	155,092	210,563
Ticari Borçlar – KV	(15,206)	(20,309)	(40,770)	(53,074)	(71,898)	(97,613)
Ticari Borçlar – UV	(112)	(19)	(37)	(49)	(66)	(90)
Verilen Avanslar – KV	9,092	12,212	22,449	29,224	39,588	53,748
Verilen Avanslar – UV	2,459	3,739	7,197	9,369	12,693	17,232
Alınan Avanslar – KV	(8,889)	(13,005)	(27,266)	(35,496)	(48,085)	(65,283)
Alınan Avanslar - UV	(5,909)	(11,829)	(37,980)	(49,442)	(66,978)	(90,933)
İşletme Serm. İhtiyacı	37,766	50,726	66,933	87,134	118,038	160,256
İşletme Serm. İht. (USDbn)	1,283	1,440	1,562	1,718	1,994	2,347
İşletme Serm. İht. / Satışlar	51%	42%	36%	30%	24%	22%
Değişim (USDbn)	691	157	121	157	276	352
Değişimin Satışlara Oranı	28%	5%	3%	3%	3%	3%

Kaynak: Rasyonet, Şirket verileri, Ak Yatırım Araştırma. İşletme sermayesi gereksinimi (WCR), kısa vadeli ticari alacaklar, stoklar, ticari borçlar ile verilen ve alınan avansları içermektedir.

TAHMİNLERİMİZDE REVİZYON

Orta vadeli büyüme tahminlerimizi anlamlı şekilde yukarı yönlü revize ederek üç yıllık gelir YBBO tahminimizi %20’den %35’e yükseltiyoruz. Bu revizyonun temelinde üç ana unsur bulunuyor: **i)** artan bakiye sipariş görünürlüğü, **ii)** güçlenen sipariş momentumu ve **iii)** programların seri üretim aşamasına geçmesiyle birlikte bakiye siparişlerin daha hızlı gelire dönüşmesi.

i) Güçlü bakiye sipariş pozisyonu gelir görünürlüğünü destekliyor

Revize ettiğimiz tahminlerin en önemli dayanaklarından biri gelir görünürlüğündeki belirgin iyileşme. Şirketin 2025 yıl sonu itibarıyla 20,4 milyar USD seviyesindeki bakiye siparişleri, 2026T 3,6x gelir kapsama oranına işaret ediyor ve küresel savunma şirketlerinde tipik olarak görülen 2,0–2,5x bandının belirgin şekilde üzerinde bulunuyor. Bu yüksek kapsama oranı, çok yıllık gelir öngörülebilirliğini destekliyor ve gelir tahminlerimize daha güçlü bir temel sağlıyor.

Buna ek olarak, şirketin açıkladığı bakiye sipariş yaşlandırma verisi tahminlerimizin görünürlüğünü netleştiriyor. Yönetimin paylaştığı verilere göre 2025 yıl sonu itibarıyla bakiye siparişler, 2026, 2027 ve 2028 gelir tahminlerimizin sırasıyla yaklaşık %71, %58 ve %37’sini şimdiden karşılıyor. Bu durum orta vadeli gelir patikamızın önemli bir kısmının mevcut sözleşmelerle halihazırda güvence altına alındığını gösteriyor.

ii) Güçlenen sipariş momentumu sebebiyle proje edinimlerinde yukarı yönlü revizyon yaptık

Yeni proje eklemelerine ilişkin varsayımlarımızı da sınırlı ölçüde yukarı yönlü güncelliyoruz. Bu revizyon, hem küresel savunma harcamalarındaki olumlu dinamikleri hem de 2025 yılında gözlenen güçlü ihracat performansını yansıtıyor. 2025 yılında ihracat siparişleri 2,1 milyar USD’ye ulaştı ve yıllık bazda %104 artış gösterdi. Bu gelişme şirketin uluslararası pazarlardaki artan konumunu ortaya koyarken önümüzdeki dönemde ihracat kaynaklı sipariş momentumunun devam edeceğine yönelik beklentimizi destekliyor.

Şirket aynı zamanda yapay zeka destekli çok katmanlı hava savunma mimarileri, AESA radar teknolojileri, elektronik harp sistemleri ve elektro-optik sensör platformları gibi kritik savunma alanlarında teknolojik kabiliyetlerini güçlendirmeye devam ediyor. Bu kabiliyetler, artan diplomatik temaslar ve savunma iş birliği anlaşmalarıyla birlikte şirketin yeni uluslararası pazarlara erişimini destekliyor.

Özellikle Avrupa savunma pazarlarında son yıllarda hava savunma, radar ve elektronik harp sistemlerine yönelik talebin belirgin şekilde güçlendiğini gözlemliyoruz. Bu çerçevede 2025 yılında gözlenen ihracat

kaynaklı sipariş momentumunun önümüzdeki yıllarda da devam etmesini bekliyoruz.

Revize varsayımlarımız altında 2026 için 11,2 milyar USD, 2027 için 12,7 milyar USD ve 2028 için 14,2 milyar USD yeni sipariş öngörüyoruz. Bu seviyeler 2025'te kaydedilen 9,6 milyar USD'nin üzerinde bulunuyor.

iii) Bakiye siparişlerde büyümenin devam etmesi büyüme görünümünü destekliyor

Güncellenmiş sipariş varsayımlarımız, güçlü gelir büyümesine rağmen, alınan siparişlerin satışlara oranının 2026 için 2,0x, 2027 için 1,5x ve 2028 için 1,3x seviyelerinde olacağına işaret ediyor. Bu durum bakiye siparişlerin büyümeye devam etmesini sağlıyor.

Bu doğrultuda bakiye siparişlerin 2025'teki 20,4 milyar USD seviyesinden 2026'da 25,8 milyar USD'ye, 2027'de 30,2 milyar USD'ye ve 2028'de 33,8 milyar USD'ye yükselmesini bekliyoruz. Bu görünüm çok yıllık gelir görünürlüğünü güçlendirirken yukarı yönlü revize ettiğimiz büyüme beklentimizi de destekliyor.

Şekil 10: Tahmin Güncellemelerimiz, 2026T-2028T, milyar USD

	Güncel Tahminler				Önceki Tahminler		
	2025	2026T	2027T	2028T	2026T	2027T	2028T
Alınan Siparişler	9.6	11.2	12.7	14.2	10.1	12.0	12.5
Yurt İçi Proje Edinimleri	7.5	8.1	8.2	8.6	7.5	9.0	9.1
İhracat Proje Edinimleri	2.1	3.1	4.5	5.6	2.6	3.0	3.4
Bakiye Siparişler	20.4	25.8	30.2	33.8	24.1	29.3	33.2
Gelirler	4.4	5.7	8.3	10.7	5.2	6.8	8.6
FAVÖK	1.1	1.5	2.2	2.9	1.4	1.7	2.2
Net Kar	0.7	1.1	1.5	1.7	0.7	1.0	1.5
Değişim							
Alınan Siparişler		10%	6%	14%			
Bakiye Siparişler		7%	3%	2%			
Gelirler		11%	22%	24%			
FAVÖK		12%	33%	33%			
Net Kar		40%	53%	14%			
12A Hedef Fiyat		387			266		

Kaynak: Şirket, Rasyonet, Ak Yatırım Araştırma.

DEĞERLEME

Değerlememiz, 2025–2032 projeksiyon dönemini kapsayan USD bazlı bir İNA (DCF) modeline dayanmaktadır. Tahmin döneminde güçlü gelir büyümesi varsayımı; yüksek bakiye sipariş seviyesi, bakiye siparişlerin daha hızlı gelire dönüşmesi ve artan operasyonel ölçek tarafından desteklenmektedir. Projeksiyon dönemi boyunca FAVÖK marjının kademeli olarak yaklaşık %27 seviyesine yükselmesini bekliyoruz. Bu iyileşmenin temelinde daha yüksek katma değerli ürün karması, artan ihracat payı ve teknoloji yoğun sistemlerin katkısının güçlenmesi yer almaktadır.

Büyük platformların geliştirme aşamasından seri üretim fazına geçmesiyle birlikte üretim döngüsünün daha öngörülebilir hale gelmesini ve işletme sermayesi oynaklığının azalmasını bekliyoruz. Buna ek olarak, 2025–2028 döneminde tamamlanması planlanan Oğulbey Teknoloji Üssü ve 14 seri üretim tesisinin ardından yatırım harcamalarının satışların yaklaşık %13'üne gerilemesini öngörüyoruz. Bu doğrultuda serbest nakit akışı marjının bu dönemden sonra yaklaşık %11 seviyesine yükselmesini öngörüyoruz. Bu seviye, olgun savunma elektroniği şirketlerinde gözlenen %9–12 bandındaki serbest nakit akışı marjlarıyla uyumludur ve uzun vadeli karlılık için makul bir referans sunmaktadır.

Projeksiyon döneminde %9,4 AOSM varsayımı kullanıyoruz. Bu oran %8,0 risksiz faiz oranı, %5,5 öz sermaye risk primi ve 0,8 beta varsayımlarından türetilmiş olup %12,4 öz sermaye maliyetine işaret etmektedir. %40 hedef borçluluk oranı altında vergi sonrası borç maliyeti %5,0 olarak hesaplanmaktadır.

Terminal dönemde ise %6,5 normalize risksiz faiz oranı varsayımıyla %8,5 terminal AOSM kullanıyoruz. Terminal büyüme oranını %4,5 olarak varsayıyoruz. Bu oran, şirketin stratejik olarak büyüyen savunma ekosistemi içindeki yapısal konumunu yansıtırken, yüksek büyüme döneminin ardından daha dengeli bir faaliyet yapısına yakınsamasını da dikkate almaktadır. Terminal büyüme varsayımımız, 2032 yılı için Türkiye USD bazlı GSYH büyümesine ilişkin kurum içi beklentimizle de genel olarak uyumludur ve makro düzeyde bir kontrol noktası sunmaktadır. Savunma harcamalarının yapısal olarak GSYH büyümesinin üzerinde artabilme potansiyeli bulunmakla birlikte, terminal dönemin sonsuzluk varsayımı dikkate alındığında %4,5 büyüme varsayımını dengeli buluyoruz. Bu çerçevede yaklaşık 4 puanlık WACC–g farkı, değerlendirme çalışmalarında yaygın olarak kullanılan aralıklarla uyumlu olup, şirketin uzun vadeli ortalamanın üzerindeki büyüme potansiyelini yansıtırken terminal değerin temkinli hesaplanmasını sağlamaktadır.

Modelimiz sonucunda 30,5 milyar USD işletme değeri hesaplanmakta olup 387 TL 12 aylık hedef fiyatımızı desteklemektedir.

Şekil 11: İNA, 2025-2032T, milyon USD

İNA Kalemleri	2025	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	2032T
Satış Gelirleri	4,350	5,727	8,310	10,666	12,425	14,266	15,605	16,785
Büyüme, %	27%	32%	45%	28%	16%	15%	9%	8%
FAVÖK	1,141	1,518	2,244	2,880	3,355	3,852	4,213	4,532
Marj, %	26.2%	26.5%	27.0%	27.0%	27.0%	27.0%	27.0%	27.0%
Vergi	(12)	-	-	-	-	-	-	-
İşletme Serm. Değişimi	(121)	(157)	(276)	(352)	(387)	(433)	(469)	(510)
Marj, %	-3%	-3%	-3%	-3%	-3%	-3%	-3%	-3%
Yatırım Harcamaları	(879)	(1,145)	(1,496)	(1,600)	(1,615)	(1,855)	(2,029)	(2,182)
Marj, %	-20%	-20%	-18%	-15%	-13%	-13%	-13%	-13%
SNA	128	216	472	928	1,353	1,564	1,716	1,840
Marj, %	3.0%	3.8%	5.7%	8.7%	10.9%	11.0%	11.0%	11.0%
İskonto Faktörü	1.00	0.91	0.83	0.76	0.70	0.64	0.58	0.53
SNA Bugünkü Değeri	5,215							
Uç Değer Büyüme	4.5%							
Uç Değer Bugün	25,311							
Net Borç (Nakit)	326							
Yatırımlar	772							
12A Hedef Piyasa Değeri	34,812							
Hisse Adedi	4,560							
12A HF (USD)	7.6							
12A HF (TL)	387							
Son Kapanış (TL)	321							
Yukarı Potansiyel	21%							

Kaynak: Ak Yatırım Araştırma.

Benzer Şirket Çarpanları... Aselsan 1,60x FD/Bakiye Siparişler ve 21,5x 2026T FD/FAVÖK çarpanlarıyla işlem görmekte olup benzer şirket medyanlarına göre sırasıyla %22 ve %3 seviyesinde prime işaret etmektedir. Bizim görüşümüze göre şirketin benzerlerine kıyasla belirgin şekilde daha güçlü büyüme patikası (2025–28T döneminde %36 FAVÖK YBBO, benzer şirket medyanı %17), artan bakiye sipariş görünürlüğü ve uluslararası benzer şirketlere kıyasla daha düşük nakit vergi oranı dikkate alındığında bu prim görece sınırlı kalmaktadır.

Bu çerçevede — daha güçlü büyüme, daha yüksek sipariş görünürlüğü, iyileşen nakit dönüşümü ve daha düşük kaldıraç — Aselsan'ın göreceli değerlemesinin daha yüksek bir prim potansiyeline işaret ettiğini düşünüyoruz. Gelir büyümesine ilişkin yukarı yönlü revize ettiğimiz beklentilerin operasyonel performans tarafından doğrulanması halinde göreceli değerlemede ilave yeniden fiyatlama potansiyeli oluşabilir.

Küresel savunma şirketleri arasında radar, elektronik harp, elektro-optik sistemler, haberleşme ve entegre hava savunma sistemleri gibi alanları kapsayan benzer genişlikte savunma elektroniği kabiliyetlerine sahip şirket sayısı sınırlıdır. Bu kapsamda RTX, Hensoldt, L3Harris, Elbit Systems, Hanwha Systems ile Thales ve Leonardo'nun bazı segmentleri en yakın karşılaştırılabilir şirketler arasında yer almaktadır.

Karşılaştırılabilir küresel savunma elektroniği şirketlerinin sınırlı olması ve şirketin ayrışan büyüme profili nedeniyle değerlememizde sadece İNA kullanıyoruz. Bu yaklaşım, şirketin uzun vade büyüme potansiyelini ve iyileşen nakit akışı üretim dinamiklerini daha sağlıklı yansıtmaktadır.

Şekil 10: Yurt Dışı Benzerlerin FD/Bakiye Siparişler ve FD/FAVÖK Çarpanları

Şirket Adı	Ticker	Ülke	FD/Bakiye Siparişler, x	2026T FD/FAVÖK, x	3Y İleri FAVÖK YBBO
SAAB AB-B	SAABB SS	İsveç	1,32	26,9	%23
RTX CORP	RTX US	A.B.D.	1,16	21,0	%8
BHARAT ELECTRONICS LTD	BHE IN	Hindistan	3,88	38,3	%16
ELBIT SYSTEMS LTD	ESLT IT	İsrail	1,82	46,3	%17
HANWHA SYSTEMS CO LTD	272210 KS	Güney Kore	2,11	57,7	%31
HENSOLDT AG	HAG GR	Almanya	1,10	19,2	%19
LEONARDO DRS INC	DRS US	A.B.D.	1,35	22,9	%12
L3HARRIS TECHNOLOGIES INC	LHX US	A.B.D.	1,99	18,1	%9
THALES SA	HO FP	Fransa	0,98	13,1	%10
NORTHROP GRUMMAN CORP	NOC US	A.B.D.	1,23	18,8	%6
LEONARDO SPA	LDO IM	İtalya	0,83	14,2	%11
RHEINMETALL AG	RHM GR	Almanya	1,16	22,8	%40
KONGSBERG GRUPPEN ASA	KOG NO	Norveç	2,82	30,3	%22
Medyan			1,32x	21,0x	%16
ASELS TI			1,60x	21,5x	%36
Prim/(İskonto)			22%	3%	

Kaynak: Bloomberg, Ak Yatırım Araştırma.

RİSKLER

Küresel savunma harcamalarında momentum kaybı. Projeksiyonlarımız, jeopolitik gerilimlerin yüksek seyrini koruması ile küresel savunma bütçelerindeki güçlü eğilimin devam edeceğini varsaymaktadır. Ancak jeopolitik risklerin hızlı şekilde azalması veya önemli pazarlarda bütçe önceliklerinin değişmesi savunma tedarik faaliyetlerini sınırlandırabilir ve sipariş girişlerinin varsayımlarımızın altında kalmasına neden olabilir.

Yurt içi program yoğunlaşması ve zamanlama riski. Aselsan'ın bakiye siparişleri özellikle hava savunma sistemleri başta olmak üzere büyük ölçekli yurt içi stratejik programlara anlamlı ölçüde bağlıdır. Türkiye'nin savunma programlarında finansman önceliklerinin, bütçe tahsislerinin, program takvimlerinin veya ödeme planlarının değişmesi bakiye sipariş görünürlüğünü, gelir kaydının zamanlamasını ve nakit akışlarını etkileyebilir.

İhracat uygulama ve düzenleyici risk. Uluslararası büyüme yalnızca talep dinamiklerine değil, aynı zamanda ihracat lisans süreçlerine, jeopolitik uyuma ve finansman yapılarına da bağlıdır. Onay süreçlerindeki gecikmeler, ikili ilişkilerdeki değişimler veya yeni girilen pazarlarda uygulama zorlukları sipariş girişlerinde, işletme sermayesinde ve proje takvimlerinde oynaklık yaratabilir.

Tedarik zinciri ve büyük program entegrasyon riski. Aselsan, çok sayıda alt yüklenici ve sistem arayüzü gerektiren karmaşık, çok katmanlı savunma programları üzerine faaliyet göstermektedir. Kritik bileşenlerde yaşanabilecek aksaklıklar, entegrasyon zorlukları veya büyük hava savunma ve radar projelerindeki gecikmeler teslimat takvimlerini, marj gerçekleştirmelerini ve nakit dönüşümünü etkileyebilir.

Kapasite artışı ve operasyonel ölçeklenme riski. Oğulbey Teknoloji Üssü dahil olmak üzere seri üretim kapasitesinin genişletilmesi operasyonel kompleksliği artırmaktadır. Kapasite artışı sürecinde yaşanabilecek verimsizlikler, devreye alma gecikmeleri veya maliyet aşırımları kısa vadede marjlar ve serbest nakit akışı üzerinde baskı yaratabilir.

İnsan kaynağı riski. Aselsan'ın rekabet avantajı büyük ölçüde radar, elektronik harp ve hava savunma teknolojilerindeki mühendislik yetkinliğine dayanmaktadır. Nitelikli uzmanları çekme, geliştirme ve elde tutma konusundaki zorluklar veya kritik teknik bilgi birikiminin kaybı, operasyonel uygulama kalitesini, inovasyon kapasitesini ve uzun vadeli rekabet gücünü olumsuz etkileyebilir.

KAR DEĞERLENDİRMESİ

Aselsan, 4Ç25'te 17,8 milyar TL net kar açıkladı. Net kar, beklentimizin %37, piyasa beklentisinin %60 üzerinde gerçekleşti. Pozitif sapma, beklentilerimizin üzerinde gerçekleşen operasyonel karlılık ve daha yüksek parasal kazançlardan kaynaklandı. Net kar artan operasyonel karlılık ve parasal kazanç etkisi ile 4Ç24'teki 11,5 milyar TL'den 17,8 milyar TL'ye yükselirken, ciro 85,6 milyar TL (Ak Yatırım: 83,8 milyar TL; piyasa: 83,1 milyar TL) ile TL'deki reel değerlenmeye rağmen yıllık %17 büyüdü. FAVÖK 23,7 milyar TL seviyesinde gerçekleşerek reel bazda %21 artış kaydetti ve 21,3 milyar TL olan piyasa beklentisini kayda değer miktarda aştı.

Sipariş ivmesi güçlü seyrini korudu. 4Ç25'te 3,9 milyar USD yeni sözleşme imzalanırken, 2025'te alınan toplam siparişler 9,6 milyar USD oldu. Bakiye sipariş tutarı 4Ç24'teki 14,0 milyar USD ve 3Ç25'teki 18,0 milyar USD seviyesinden 4Ç25 sonunda 20,4 milyar USD'ye yükseldi. Şirket 2025 yılında %104 artışla 2 milyar USD tutarında ihracat sözleşmesi imzaladı. Son on iki ayda toplam 9,6 milyar USD sipariş alınırken, bakiye siparişler yıllık bazda %46 arttı. Alınan siparişlerin satışlara oranı 2,2x seviyesinde gerçekleşerek güçlü gelir görünülüğüne işaret etti.

Şirket yönetimi 2026 yılı için %10 reel ciro büyümesi ve %24 FAVÖK marjı öngörmektedir. Buna karşılık, bizim 2026 tahminimiz %18 reel ciro büyümesine işaret etmektedir. 50 milyar TL'nin üzerindeki yatırım harcaması planı, ciroya oranla yaklaşık %20 seviyesine karşılık gelmektedir.

Tam yıl sonuçlar yönetim öngörülerinin üzerinde kaldı. Aselsan 2025 yılında 180,4 milyar TL ciro elde ederek 2024'teki 157,3 milyar TL seviyesine göre yaklaşık %15 yıllık reel artış kaydetti ve yönetimin yaklaşık %10 reel büyüme öngörüsünün üzerinde performans gösterdi. FAVÖK 39,6 milyar TL'den 47,3 milyar TL'ye yükselirken, FAVÖK marjı %26,2 seviyesinde gerçekleşerek şirketin %23'lük marj hedefini belirgin şekilde aştı; bu görünüm operasyonel kaldıraç ve etkin maliyet yönetimine işaret etmektedir. Net kar ise 19,9 milyar TL'den 29,9 milyar TL'ye çıkarak yaklaşık %50 artış gösterdi ve güçlenen operasyonel performans ile parasal kazanç kaleminden destek buldu.

Finansal Özet	TMS29'a göre			AK			Piyasa	
	4Ç25	4Ç24	y/y	Tahmin	Tahmin	Fark		
Net Satışlar	85,614	72,884	17%	83,834	83,074	3%		
FAVÖK	23,674	19,550	21%	21,328	21,306	11%		
FAVÖK Marjı	27.7%	26.8%	0.8 ppt	25.4%	25.6%	2.0 ppt		
Net Kar	17,791	11,482	55%	13,007	11,122	60%		

Kaynak: Ak Yatırım Araştırma. 2024 finansalları 2025 yıl sonu seviyelerine yeniden bazlanmış olup, büyüme oranları reel büyümeyi yansıtmaktadır.

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.

© Ak Yatırım Menkul Değerler A.Ş. 2026