

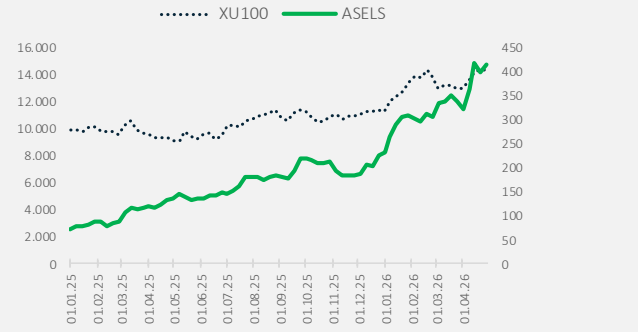
Hisse Bilgileri

Bloomberg / Bist Kodu	ASELS:TI	ASELS
Rapor Adı:		Bilanço Analizi
Şirket Adı		Aselsan
Hisse Sektör		İletişim ve Savunma
Rapor Tarihi		29.04.2026
Kapanış Fiyatı - TL		414,50

Piyasa Bilgileri

Piyasa Değeri - Milyon TL	1.890.120
Firma Değeri - Milyon TL	1.912.204
Hacim - Milyon TL	12.887
Halka Açıklık - %	26,00
Ödenmiş Sermaye - Milyon TL	4.560,00

Hisse ve Endeks Karşılaştırması



Finansal Bilgiler - Yıllık	2026/03	2025/03	2024/03
Hasılat - Milyon TL	34.306	29.825	20.908
Brüt Kâr - Milyon TL	10.537	8.927	6.050
FAVÖK - Milyon TL	8.633	6.730	4.693
Net Kâr - Milyon TL	5.539	2.977	1.939

Finansal Bilgiler - Çeyrek	2026/03	2025/12	2024/12
Hasılat - Milyon TL	34.306	89.572	76.409
Brüt Kâr - Milyon TL	10.537	29.339	24.925
FAVÖK - Milyon TL	8.633	24.661	20.386
Net Kâr - Milyon TL	5.539	18.299	11.838

Çarpanlar	2026/03	2025/03	2025/12
F/K (x)	44,92	25,96	35,28
FD/FAVÖK (x)	30,11	13,62	22,65

Gökhan USKUAY – Araştırma Direktörü
guskuay@destekyatirim.com

Ali Emre YILDIRIM – Araştırma Kıdemli Uzmanı
eyildirim@destekyatirim.com

Marj İyileşmesinin Kompozisyonu

Hasılat reel bazda %15 büyümeye 34.3 milyar TL'ye, FAVÖK ise %28 artışla 8.6 milyar TL'ye ulaştı; FAVÖK marjı 260 bp iyileşerek %25.2 seviyesinde gerçekleşti. Ancak burada irdelenmesi gereken asıl nokta, bu marj genişlemesinin alt kırılımlarıdır. Brüt marj %30'dan %31'e sınırlı bir artış gösterirken, asıl iyileşme operasyonel giderler tarafında yaşandı: Genel yönetim giderleri reel bazda %3 daraldı, kişi başı hasılat ise ABD Doları (USD) bazında %1.5 yükseldi. Çalışan sayısının 13.232'den 16.243'e (yaklaşık 3.000+ kişi, +%23) çıkmasına rağmen USD bazlı verimliliğin yalnızca %1.5 artması, marj iyileşmesinin saf operasyonel kaldıraçtan ziyade gider disiplini ve sözleşme kompozisyonundaki (mix) iyileşmeden kaynaklandığına işaret ediyor. Bu ayrım kritik zira istihdam artışının ivmesini koruması durumunda, marj kompozisyonunun sürdürülebilirliği ciddi bir teste tabi olacaktır.

Net Kârın Kalitesi ve Vergi Avantajı

Net kâr tarafında raporlanan 5.54 milyar TL'lik manşet rakam yanıltıcı bir tablo sunabilir. Vergi öncesi kâr yalnızca 2.1 milyar TL seviyesindeyken, 3.4 milyar TL'lik ertelenmiş vergi geliri sayesinde söz konusu net kâra ulaşılmıştır. Bu durumun temelinde, 5746 sayılı kanun kapsamında 30.5 milyar TL'ye ulaşan devreden Ar-Ge indirimi stoku yatıyor ve bu indirim 2028 sonuna kadar geçerliliğini koruyacak. Kısacası önümüzdeki 11 çeyrek boyunca vergi kalkını desteği devam edecek; ancak 2029 ve sonrası için masada ciddi bir vergi normalizasyonu riski bulunuyor. Ayrıca, enflasyon muhasebesi (TMS-29) uygulamasının bir sonucu olarak kaydedilen 5.7 milyar TL'lik net parasal pozisyon kaybı bulunuyor. Nakit ve nakit benzerlerinin 31 milyar TL ile aktiflerin %6.4'ünü oluşturduğu göz önüne alındığında, enflasyon sürdükçe bu kaybın yapısal olarak bilançoğu baskılamaya devam etmesi beklenebilir.

Güçlü Backlog

Bakiye sipariş (backlog) tarafındaki hikaye oldukça güçlü bir ivmeye sahip. 14.9 milyar USD'den 20.7 milyar USD'ye (%39) sıçrayan sipariş havuzu, son 12 aylık (TTM) hasılat üzerinden yaklaşık 3 yıllık bir gelir görünülüğü sunuyor.

İhracat sözleşmelerinin %69 artışla 629 milyon USD'ye çıkması ve toplam yeni sözleşmelerin yarısının ihracat kaynaklı olması, müşteri konsantrasyonu riskinin azaldığına dair olumlu bir sinyal. Geçmişteki SSB ağırlıklı yapı, bu ihracat ivmesiyle dengelenmeye başlamış durumda. Buna karşın, ilişkili taraf işlemlerine bakıldığında 1Ç26 satışlarının ağırlıklı kısmının hâlâ SSB (10.7 milyar TL), TUSAŞ (4.6 milyar TL), SSTEK (4.6 milyar TL) ve ROKETSAN (2.0 milyar TL) üzerinden gerçekleştiği görülüyor. Bu dört kurum tek başına çeyreksel hasılatın yaklaşık %65'ini oluşturuyor. Sözleşme bacağına ihracatın payı artıyor olsa da, nakit yaratımını belirleyen fatura tarafında konsantrasyon yüksek kalmaya devam ediyor. İhracat momentumunun bilançoda somut teslimat ve nakde dönüşümünü görebilmek için 2027-2028 dönemini beklemek gerekecektir.

Bilanço: Avans Finansmanlı Sağlamlık

Bilanço sağlamlığı, ASELSAN'ın yatırım hikayesindeki en defansif sütunlardan biri. Net Borç/FAVÖK çarpanı 0.60'tan 0.41'e gerilerken, finansal borçların aktif içindeki payı %12.2'den %10.9'a düştü. Ancak bu likidite rahatlamasının arkasında ince bir mekanizma çalışıyor: Alınan sipariş avansları (kısa ve uzun vadeli ertelenmiş gelirler) 2025 yıl sonundaki 71.8 milyar TL seviyesinden 1Ç26'da 88.8 milyar TL'ye yükseldi. Yaklaşık 17 milyar TL'lik bu avans tahsilatı, bilançonun finansman bacağına ciddi şekilde fonlamış durumda. Bu yapı, müşterilerin (özellikle SSB ve uluslararası alıcıların) ön ödemeleriyle çevrilen bir işletme sermayesi modeline işaret ediyor. Model sürdürülebilir olsa da, proje ve teslimat takvimlerinde yaşanabilecek olası aksamaların likidite üzerindeki negatif etkisi hızlı ve sert olabilir. Diğer taraftan, ticari borçlardaki %30'luk düşüş (41.8 milyar TL'den 29.1 milyar TL'ye), tedarikçi ödemelerinin hızlandırıldığını ve nakit yönetiminin daha proaktif bir faza geçtiğini gösteriyor.

Yatırım Yoğunluğu

Yatırım harcamaları (CAPEX) ise hem bir büyüme fırsatı hem de marjlar üzerinde potansiyel bir baskı unsuru olarak öne çıkıyor. Ar-Ge harcamalarının 357 milyon USD'ye (+%41), maddi yatırımların ise 137 milyon USD'ye (+%261) ulaşmasıyla, tek çeyrekte gerçekleşen toplam 494 milyon USD'lik yatırım, çeyreksel hasılatın dolar karşılığının yaklaşık %63'üne denk geliyor. Şirket bu yıl için toplam 50 milyar TL yatırım harcaması öngörüyor (2025 gerçekleşmesi: 38.9 milyar TL). Bu agresif CAPEX programının temelinde Oğulbey Teknoloji Üssü ve ÇELİKKUBBE kapasite yatırımları bulunuyor. İlik fazın 2026'nın ikinci yarısında devreye girmesi teslimat hızını ivmelendirecek olsa da, yaratılan bu ek kapasitenin amortisman yükü 2027-2028 döneminde marjlar üzerinde aşağı yönlü bir basınç yaratabilir. Maddi duran varlık alımlarının yıllık bazda 2 milyar TL'den 5.7 milyar TL'ye, maddi olmayan duran varlık alımlarının ise 5.8 milyar TL'den 7.8 milyar TL'ye çıkması bu döngüyü teyit ediyor. Yıllık 400 bin adetlik ürün hedefinin (2025: 286 bin) tutturulması, bu yatırımların geri dönüşünün test edildiği temel mihenk taşı olacaktır.

Sonuç

Değerleme tarafında ASELSAN; 53x F/K, 6.7x PD/DD ve 35x FD/FAVÖK çarpanlarıyla hem yurt içi hem de global savunma emsallerinin (peer group) oldukça üzerinde fiyatlanıyor. Yüksek F/K çarpanının önemli bir kısmı, 2025'te kaydedilen tek seferlik vergi gelirleri ve TMS-29 etkilerinden kaynaklanıyor. Düzeltilmiş esas faaliyet kârı (EFK) çarpanlarına bakıldığında hisse senedi primi daha makul bir aralığa inmektedir. EFK 1Ç26'da 8.5 milyar TL (1Ç25: 9.7 milyar TL) ile manşette reel bir düşüşe işaret etse de, bu daralma büyük ölçüde baz etkisinden, özellikle de bir önceki yılın yüksek kur farkı gelirlerinin (1Ç25: 11.9 milyar TL → 1Ç26: 6.0 milyar TL) normalize olmasından kaynaklanıyor. Özünde, kur farkından arındırılmış esas faaliyet kârının kalitesi iyileşmiş, ancak TL bazlı manşet büyüme teknik olarak daralmış görünmektedir.

Özet Bilanço Tablosu - TL

	2026/03	2025/03	2025/12
DÖNEN VARLIKLAR	₺ 207.675.087.000	₺ 111.661.175.000	₺ 192.552.460.000
Nakit ve Nakit Benzerleri	₺ 31.005.730.000	₺ 12.832.115.000	₺ 32.006.758.000
Ticari Alacaklar	₺ 41.523.978.000	₺ 27.681.227.000	₺ 42.761.134.000
Finans Sektörü Faaliyetlerinden Alacaklar	₺ -	₺ -	₺ -
Türev Araçlar	₺ -	₺ -	₺ -
Stoklar	₺ 85.742.892.000	₺ 46.501.111.000	₺ 81.056.267.000
DURAN VARLIKLAR	₺ 277.343.850.000	₺ 158.384.606.000	₺ 282.366.236.000
Finansal Yatırımlar	₺ 34.775.840.000	₺ 8.902.180.000	₺ 34.793.398.000
Ticari Alacaklar	₺ 85.322.621.000	₺ 62.929.302.000	₺ 96.774.209.000
Maddi Duran Varlıklar	₺ 74.873.734.000	₺ 41.527.633.000	₺ 71.150.851.000
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	₺ 45.090.416.000	₺ 26.371.939.000	₺ 41.025.690.000
Peşin Ödenmiş Giderler	₺ 5.290.782.000	₺ 3.828.249.000	₺ 7.919.854.000
TOPLAM VARLIKLAR	₺ 485.018.937.000	₺ 270.045.781.000	₺ 474.918.696.000
TOPLAM KISA VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER	₺ 134.881.888.000	₺ 74.403.620.000	₺ 138.902.755.000
Kısa Vadeli Borçlanmalar	₺ 26.060.690.000	₺ 6.036.829.000	₺ 14.443.752.000
Uzun Vadeli Borçlanmaların Kısa Vadeli Kısım	₺ 22.709.868.000	₺ 26.736.849.000	₺ 27.402.464.000
Ticari Borçlar	₺ 29.089.713.000	₺ 13.735.116.000	₺ 41.776.274.000
Diğer Borçlar	₺ 485.599.000	₺ 333.026.000	₺ 1.038.818.000
TOPLAM UZUN VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER	₺ 67.399.144.000	₺ 37.919.885.000	₺ 58.950.303.000
Uzun Vadeli Borçlanmalar	₺ 4.319.259.000	₺ 171.730.000	₺ 5.533.211.000
Ticari Borçlar	₺ -	₺ -	₺ 26.884.000
Uzun Vadeli Karşılıklar	₺ 8.050.491.000	₺ 10.186.257.000	₺ 11.345.492.000
TOPLAM YÜKÜMLÜLÜKLER	₺ 202.281.032.000	₺ 112.323.505.000	₺ 197.853.058.000
TOPLAM ÖZKAYNAKLAR	₺ 282.737.905.000	₺ 157.722.276.000	₺ 277.065.638.000
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	₺ 281.073.867.000	₺ 156.696.703.000	₺ 275.573.564.000
Ödenmiş Sermaye	₺ 4.560.000.000	₺ 4.560.000.000	₺ 4.560.000.000
Geçmiş Yıllar Karları veya Zararları	₺ 150.367.116.000	₺ 91.073.131.000	₺ 117.410.668.000
Net Dönem Karı veya Zararı	₺ 5.539.312.000	₺ 2.274.816.000	₺ 32.956.448.000
TOPLAM KAYNAKLAR	₺ 485.018.937.000	₺ 270.045.781.000	₺ 474.918.696.000

Özet Gelir Tablosu - TL

	2026/03	2025/03	2025/12
HASILAT	₺ 34.305.800.000	₺ 29.825.146.000	₺ 180.444.938.000
SATIŞLARIN MALİYETİ	₺ 23.768.573.000	₺ 20.898.356.000	₺ 123.017.908.000
BRÜT KAR (ZARAR)	₺ 10.537.227.000	₺ 8.926.790.000	₺ 57.427.030.000
FAALİYET GİDERLERİ (-)	₺ 3.799.148.000	₺ 3.729.801.000	₺ 15.646.584.000
Genel Yönetim Giderleri	₺ 1.804.360.000	₺ 1.854.389.000	₺ 6.236.808.000
Pazarlama Giderleri	₺ 865.714.000	₺ 772.439.000	₺ 3.157.587.000
NET ESAS FAALİYET KARI/ZARARI	₺ 6.738.079.000	₺ 5.196.989.000	₺ 41.780.446.000
ESAS FAALİYET KARI (ZARARI)	₺ 8.549.768.000	₺ 9.692.489.000	₺ 49.145.855.000
FAVÖK	₺ 8.632.803.000	₺ 6.729.630.000	₺ 47.329.043.000
FİNANSMAN GELİRİ (GİDERİ) ÖNCESİ FAALİYE	₺ 9.481.950.000	₺ 9.605.459.000	₺ 49.759.068.000
SÜRDÜRÜLEN FAALİYETLER VERGİ ÖNCESİ K	₺ 2.125.131.000	₺ 2.794.663.000	₺ 26.390.612.000
DÖNEM KARI (ZARARI)	₺ 5.549.453.000	₺ 2.791.993.000	₺ 29.917.727.000
Ana Ortaklık Payları	₺ 5.539.312.000	₺ 2.976.938.000	₺ 29.949.517.000

Değerleme Oranları	2026/03	2025/03	2025/12	2024/12
F/K	44,92	25,96	35,28	16,51
PD/DD	5,20	3,49	3,83	1,80
PD/Satışlar	7,90	3,29	5,86	2,10
FD/Satışlar	8,02	3,41	5,94	2,23
FD/FVAÖK	30,11	13,62	22,65	8,88
FD/FVAÖK (D. Operasyonel Gelir/Gider Dahil)	27,50	12,84	19,60	8,77

Faaliyet Etkinlik Oranları	2026/03	2025/03	2025/12	2024/12
Aktif Devir Hızı - Yıllık	0,49	0,77	0,46	0,59
Öz Sermaye Devir Hızı - Yıllık	0,84	1,29	0,79	1,02

Faaliyet Kârlılık Oranları	2026/03	2025/03	2025/12	2024/12
Brüt Kar Marjı - Dönemsel	30,72	29,93	31,83	31,74
Brüt Kar Marjı - Yıllık	31,92	31,77	31,83	31,74
FAVÖK Marjı - Dönemsel	25,16	22,56	26,23	25,15
FAVÖK Marjı - Yıllık	26,62	25,03	26,23	25,15
Net Kâr Marjı - Dönemsel	16,15	9,98	16,60	12,73
Net Kâr Marjı - Yıllık	17,58	12,67	16,60	12,73

Likidite Oranları	2026/03	2025/03	2025/12	2024/12
Likidite Oranları	0,85	0,82	0,76	0,86
Cari Oran	1,54	1,50	1,39	1,52
Nakit Oran	22,99	17,25	23,04	23,85
Kaldıraç Oranı	41,71	41,59	41,66	41,78
Alacak Devir Hızı - Yıllık	5,30	5,67	5,75	5,77
Stok Devir Hızı - Yıllık	1,77	2,48	2,00	2,48
Ticari Borç Devir Hızı - Yıllık	5,88	8,91	3,64	4,54
Net Borç - mIn TL	22.084	20.113	15.373	20.845

Mali Risk Oranları	2026/03	2025/03	2025/12	2024/12
Net Borç / FAVÖK	0,45	0,48	0,32	0,53
Kısa Vadeli Borç / Aktifler	27,81	27,55	29,25	28,73
Toplam Borç / Toplam Sermaye	72	72	72	72

Mali Tablo Rakamları	2026/03	2025/03	2025/12	2024/12
Net Satışlar - Dönemsel	34.306	29.825	180.445	157.340
FAVÖK - Yıllık	49.232	41.611	47.329	39.574
FAVÖK (D. Operasyonel Gelir/Gider Dahil) - Yıl	10.444	11.225	54.694	40.073
FAVÖK - Dönemsel	8.633	6.730	47.329	39.574
FAVÖK (D. Operasyonel Gelir/Gider Dahil) - Dönem	10.444	11.225	54.694	40.073
Net Kâr - Dönemsel	5.539	2.977	29.950	20.025

Yönetim Etkinlik Oranları	2026/03	2025/03	2025/12	2024/12
Aktif Kârlılık - Yıllık	1,47	1,37	7,56	7,48
Öz Sermaye Kârlılığı - Yıllık	2,53	2,30	13,04	12,93

Yasal Uyarı

Bu içerikte yer alan bilgiler genel nitelikte olup, herhangi bir getiri garantisi veya doğrudan yatırım tavsiyesi niteliği taşımamaktadır. Yatırım kararları kişisel risk ve tercihlere göre verilmelidir. Yatırımcıların, burada yer alan bilgilere dayanarak işlem yapmadan önce kendi araştırmalarını yapmaları ve ilgili verileri doğrulamaları önemle tavsiye edilir. Burada yer alan bilgilere dayanılarak yapılan işlemlerden doğabilecek doğrudan veya dolaylı zararlardan Destek Yatırım Menkul Değerler A.Ş., bağlı kuruluşları, çalışanları ve danışmanları sorumlu tutulamaz.

Sunulan veriler güvenilirliği kabul edilen kaynaklardan elde edilmiş olmakla birlikte, bilgilerdeki doğruluk, eksiksizlik ve değişmezlik garanti edilmemektedir. Destek Yatırım adına sizinle iletişime geçen kişi veya kurumların kaynağını mutlaka doğrulayınız. Kurumumuz Telegram vb. uygulamalar veya sahte internet siteleri üzerinden hiçbir şekilde bilgi talep etmez, nakit yatırma veya çekme işlemlerine yönlendirmez. Tüm resmi bilgilere yalnızca kurumumuzun web sitesi üzerinden ulaşabilir ve doğruluğunu teyit edebilirsiniz.

Burada yer alan bilgi, yorum ve tavsiyeler yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, yatırım ve kalkınma bankaları ile müşteri arasında imzalanacak sözleşme çerçevesinde, kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Bu nedenle, yalnızca burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Bu içerikte yer alan bilgi ve verilerden kaynaklanabilecek doğrudan veya dolaylı zararlardan, kâr yoksunluğundan veya üçüncü kişilerin uğrayabileceği zararlardan Destek Yatırım Menkul Değerler A.Ş. hiçbir şekilde sorumlu değildir.