

Güçlü sipariş birikimi cazip yükseliş potansiyelini destekliyor

Güçlü sipariş birikiminin gelire dönüşmesi, kar büyümesine ivme kazandıracak.

ASELSAN'ı "Endeks Üzeri Getiri" tavsiyesi ve hisse başına 587 TL'lik 12 aylık hedef fiyatla araştırma kapsamımıza alıyoruz. Türkiye'nin en büyük savunma elektronığı şirketi olan ASELSAN; sensör, hava savunma, haberleşme ve görev sistemleri alanlarında ülkenin en kapsamlı yerli teknoloji sağlayıcısı konumundadır. ASELSAN, 2026 yılının ikinci yarısına güçlü bir operasyonel ivmeyle girmiştir. 2026'nın ilk yarısında şirketin hasılatı reel olarak %25 artışla 88,5 milyar TL'ye, FAVÖK'ü %31 artışla 23,2 milyar TL'ye ve net karı %71 artışla 14,5 milyar TL'ye yükselmiştir. Nominal tahminlerimize göre 2026 yılında hasılatın 276,1 milyar TL'ye, FAVÖK'ün 72,4 milyar TL'ye ve net karın 54,5 milyar TL'ye ulaşmasını; 2027 yılında ise bu rakamların sırasıyla 427,9 milyar TL, 108,3 milyar TL ve 88,8 milyar TL'ye yükselmesini bekliyoruz. Çelik Kubbe kapsamındaki seri üretim, ihracat ve yeni kapasitenin devreye alınması büyüme görünümünü desteklerken, işletme sermayesi disiplini ve yatırım harcamalarının getirisi değer yaratım hızını belirleyecektir.

Rekor seviyedeki sipariş birikimi, çok yıllık kar görünürlüğünü destekliyor.

2026'nın ilk yarısında 4,9 milyar ABD dolarına ulaşan yeni siparişler, aynı dönemdeki satışların 2,5 katına karşılık gelirken toplam sipariş birikimini 23,2 milyar ABD dolarıyla rekor seviyeye taşımıştır. Teslimat takvimine göre sipariş birikiminin 3,3–3,9 milyar ABD dolarlık kısmının 2026'nın geri kalanında, 6,0–6,3 milyar ABD dolarlık kısmının 2027'de ve 4,4–4,8 milyar ABD dolarlık kısmının 2028'de teslimata dönüşmesi beklenmektedir. Raporlama tarihinin ardından imzalanan 1,47 milyar avro tutarındaki hava savunma sistemleri seri üretim sözleşmesi de bu görünürlüğü güçlendirmektedir. Sipariş birikiminin %97'sinin savunma projelerinden oluşması ve %96'sının ABD doları veya avro cinsinden olması, şirkete önemli bir doğal kur koruması sağlamaktadır.

Kapasite artışı, nakit yaratımını öteliyor.

ASELSAN, 2 milyar ABD doları tutarındaki Oğulbey Teknoloji Üssü yatırımıyla teknoloji portföyünü seri üretim kapasitesine dönüştürmektedir. Şirketin yatırım harcamaları 2026'nın ilk yarısında 33,8 milyar TL'ye ulaşarak satışların %38'ine karşılık gelmiştir. 2026 yılının tamamı için 52,5 milyar TL yatırım harcaması öngörüyoruz. Serbest nakit akışının 2026'da 16,4 milyar TL ve 2027'de 2,4 milyar TL negatif seviyede kalmasını, 2028'de ise 26,9 milyar TL ile pozitive dönmesini bekliyoruz. Baz senaryomuz; yüksek yatırım harcamalarının 2026 boyunca devam edeceğini, operasyonel faydaların 2027'de belirginleşeceğini ve seri üretim hacmi ile müşteri avanslarının işletme sermayesi ihtiyacını aşmasıyla serbest nakit akışının 2028'den itibaren pozitive döneceğini varsaymaktadır.

Değerleme cazip yükseliş potansiyeli sunuyor.

ASELSAN, 2026 ve 2027 tahminlerimize göre sırasıyla 33,8x ve 20,8x F/K ile 26,0x ve 17,8x FD/FAVÖK çarpanlarından işlem görmektedir. Şirketin değerleme primi; güçlü sipariş görünürlüğünü, yapısal olarak büyüyen hava savunma pazarını ve teknolojik yetkinliğini yansıtırken, İNA değerlemesinin uzun vadeli nakit akımlarına duyarlılığı yüksek kalmaktadır. Kısa vadeli başlıca katalizörler; tahminlerimizi destekleyecek ikinci yarı teslimat ve kabul süreçleri, Oğulbey yatırımının ilk fazının devreye alınarak üretimin artırılması, sipariş birikimini büyütürken görünürlüğü 2030 sonrasına taşıyacak yeni Çelik Kubbe ve ihracat sözleşmeleri ile doğrudan ihracat gelirlerindeki artış ve NATO/Avrupa programlarında kazanılacak yeni projelerdir. Başlıca riskler ise üretim, kalifikasyon, kabul ve teslimat süreçlerindeki gecikmeler; uzun vadeli sabit fiyatlı projelerde maliyet aşımaları; ürünlerin teknolojik olarak eskimesi ve müşteri yoğunlaşmasıdır.

TL mn	2025	2026T	2027T	2028T
Net Satışlar	180.445	276.081	427.925	661.144
FAVÖK	47.329	72.376	108.252	166.730
Net Kar	29.950	54.470	88.795	143.188
Brüt Kar Marjı	31,8%	31,0%	30,8%	31,0%
FAVÖK Kar Marjı	26,2%	26,2%	25,3%	25,2%
Net Kar Marjı	16,6%	19,7%	20,8%	21,7%
F/K (x)	61,5	33,8	20,8	12,9
PD/DD (x)	6,2	5,3	4,3	3,2
FD/FAVÖK (x)	39,3	26,0	17,8	11,8
FD/Satışlar (x)	10,30	6,82	4,49	2,98
Özsermaye Karlılığı	10,1%	15,6%	20,4%	25,0%
Nakit Akış Verimi	-3,2%	-5,9%	-0,6%	4,1%
Temettü Verimi	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

ENDEKSİN ÜZERİNDE GETİRİ

Şirket Raporu

Hisse Bilgileri	Savunma
Sektör	ASELS.TI / ASELS.IS
Bloomberg / Reuters Kodu	403.25
Fiyat (TL/hisse)	587.00
Hedef Fiyat (TL/hisse)	46%
Potansiyel Getiri (%)	172-434
52 Haftalık Fiyat Aralığı (TL)	1,838,820
Piyasa Değeri (milyon TL)	1,872,644
Firma Değeri (milyon TL)	478,093
Fili Dolaşım PD (milyon TL)	4,560
Ödenmiş Sermaye (milyon TL)	%26
Dolaşımdaki Paylar	
Yabancı Oranı (Dolaşımdaki Pay %)	
En Son	%54.85
3 Ay Önce	%57.90

İşlem Hacmi	1H	1A	3A	1Y
Ortalama İşlem Miktarı (000)	35,937	35,968	34,316	33,534
Ortalama İşlem Hacmi (mnTL)	14,199	13,303	12,828	10,018
Fiyat Aralığı (TL/hisse)	381-403	336-403	336-411	172-434

Hisse Performansı	1A	3A	6A	12A
Nominal Getiri	%12	%7	%29	%124
BIST-100'e Göre Rölatif Getiri	%8	-%3	%24	%75

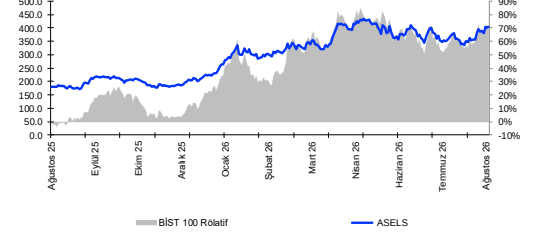
Ortaklık Yapısı	Sermayedeki Payı (%)
TÜRK SİLAHLI KUVVETLERİNİ GÜÇLENDİRME VAKFI	74.20
Diğer	25.80

Şirket Özeti

Her türlü kurum kuruluş ve tüketiciye yönelik olarak kara, hava, deniz ve uzay uygulamaları kapsamında her nevi elektrik, elektronik, mikrodalga, elektrooptik, güdüm, bilgisayar, bilişim, kriptoloji, güvenlik, mekanik, kimya ve benzeri konularda çeşitli yazılım, cihaz, sistem, araç gereç ve platformlarının araştırma, geliştirme, mühendislik, üretim, test, montaj, entegrasyon ve satışı yapmak, satış sonrası hizmetini vermek, ticaretini yapmak, yaptırmak ve proje mühendislik danışmanlık, servis, eğitim, taahhüt, inşaat, yayın, ticaret, işletme ve internet hizmetleri konusunda her türlü girişim ve faaliyetlerde bulunmak amacıyla kurulmuştur.

Hisse Performansı

Kaynak: Gedik Yatırım



* 21/08/2026 tarihli kapanış fiyatlarıyla hazırlanmıştır.

Dr. Övünç Gürsoy

Araştırma Direktörü

arastirma@gedik.com

+90 216 453 00 00

Lütfen raporun sonundaki yasal uyarıları göz önünde bulundurunuz.

Değerleme

İndirgenmiş nakit akımı analizimiz, 2.085,8 milyar TL firma değerine ve 33,8 milyar TL net borcun düşülmesinin ardından 2.052,0 milyar TL özsermaye değerine işaret etmektedir. Hisse başına güncel makul değerimizi 450 TL olarak hesaplıyoruz. Bu değeri, 2027 yılı için öngördüğümüz %30,4'lük özsermaye maliyetiyle bir yıl ileri taşıyarak hisse başına 587 TL'lik 12 aylık hedef fiyatımıza ulaşıyoruz. Hedef fiyatımız, modelde kullandığımız 403,25 TL'lik referans fiyata göre %46 yükseliş potansiyeli sunmakta ve "Endeks Üzeri Getiri" tavsiyemizi desteklemektedir.

İNA analizimizde, 2026'da %33,2 olan ağırlıklı ortalama sermaye maliyetinin (AOSM) 2032'de %17,2'ye gerileyeceğini ve terminal büyüme oranının %12 olacağını varsayıyoruz. Terminal değer firmasının %89'unu oluşturması, değerlemeyi iskonto oranlarının seyrine, uzun vadeli büyüme varsayımlarına ve nakit yaratım performansına duyarlı hâle getirmektedir. Henüz açıklanmamış sözleşmelere ayrıca bir opsiyon değeri atfetmiyoruz. İlave yükseliş potansiyelinin gerçekleşmesi; sipariş birikiminin gelire dönüşmesine, kapasite artışına ve serbest nakit akışının yeniden pozitif dönüşmesine bağlıdır.

Tablo 1: Değerleme

milyon TL	2025	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	2032T
Net Satışlar	180.445	276.081	427.925	661.144	991.717	1.482.616	2.209.098	3.280.511
Büyüme%	14,7%	53,0%	55,0%	54,5%	50,0%	49,5%	49,0%	48,5%
FAVÖK	47.329	72.376	108.252	166.730	248.490	371.924	555.020	825.766
FAVÖK Marjı	26,2%	26,2%	25,3%	25,2%	25,1%	25,1%	25,1%	25,2%
FVÖK	41.780	63.499	96.711	149.419	225.120	338.037	505.884	754.518
Borçsuz Vergi	5431	-1270	-967	-2988	-4502	-6761	-10118	-15090
Efektif Vergi Oranı	-13,0%	2,0%	1,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
VSNFK	47.212	62.229	95.744	146.430	220.617	331.276	495.766	739.427
VSNFK Marjı	26,2%	22,5%	22,4%	22,1%	22,2%	22,3%	22,4%	22,5%
Yatırım Harcamaları	-38.950	-52.455	-52.207	-51.569	-39.669	-31.135	-33.136	-32.805
Amortisman	5.549	8.878	11.541	17.312	23.371	33.888	49.137	71.248
Net İS Değişimi	19.644	35.045	57.494	85.243	131.262	194.929	287.780	423.414
Serbest Nakit Akımı	-5.834	-16.394	-2.416	26.929	73.057	139.099	223.986	354.456
AOSM	33,8%	33,2%	26,9%	22,3%	20,4%	18,9%	18,1%	17,2%
İngirgeme Faktörü	1,00	0,75	0,59	0,48	0,40	0,34	0,29	0,24
İNA	-5.834	-12.310	-1.430	13.030	29.350	46.985	64.078	86.513

Toplam İNA	226.217
Terminal Oranı	12,0%
Terminal Değer	7.618.856
Şimdiki Terminal Değer	1.859.562
Firma Değeri	2.085.779
Net Borç (Nakit)	33.824
Özkaynak Değeri	2.051.955
Hisse Başı Şimdiki Değer	450,00
Hisse Başı Hedef Değer	587,00
Hisse Fiyatı	403,25
Getiri Potansiyeli	46%

Kaynak: Mali Tablolar, Bloomberg, Rasyonet, Gedik Yatırım Araştırma Bölümü Tahminleri

Katalizörler

Önümüzdeki 6–12 aylık dönemde başlıca katalizörler; 2026 tahminlerimizi destekleyecek ikinci yarı teslimat ve kabul süreçleri, Oğulbey yatırımının ilk fazının devreye alınması ve üretimin artırılması, sipariş birikimini büyüterek görünürlüğü 2030 sonrasına taşıyacak yeni Çelik Kubbe ve ihracat sözleşmeleri, doğrudan ihracat gelirlerindeki artış ve NATO/Avrupa programlarında kazanılacak yeni projeler, FAVÖK marjının yönetimin %24'lük hedefinin üzerinde kalmaya devam etmesi ile stoklar, avanslar ve ticari alacak tahsilatlarında normalleşmedir. Yüksek yatırım harcamalarının kapasite artışına, gelir büyümesine ve pozitif serbest nakit akışına dönüştüğünün görülmesi, şirketin değerlendirme çarpanlarında ilave bir yukarı yönlü yeniden fiyatlamayı destekleyecek en güçlü unsur olacaktır.

Riskler

Temel değerlendirme riski, nakit akışlarının uzun vadeye yayılmasından kaynaklanmaktadır. Risksiz faiz oranlarının veya özsermaye risk priminin yükselmesi ya da uzun vadeli büyümenin öngörülerimizin altında kalması, makul değeri düşürebilir. Operasyonel riskler arasında üretim, kalifikasyon, kabul ve teslimat süreçlerindeki gecikmeler; uzun vadeli sabit fiyatlı projelerde maliyet aşırımları; ürünlerin teknolojik olarak eskimesi ve müşteri yoğunlaşması yer almaktadır. Savunma Sanayii Başkanlığı (SSB), sipariş birikiminin %49,7'sini; en büyük üç müşteri ise yaklaşık %70,5'ini oluşturmaktadır. Bu durum, şirketin finansal sonuçlarını tedarik önceliklerine, proje bütçelerine ve kabul takvimlerine duyarlı hale getirmektedir.

Nakit akışına ilişkin riskler, yatırım harcamaları ve işletme sermayesinde yoğunlaşmaktadır. ASELSAN'ın seri üretime hazırlanmasıyla stoklar ve verilen avanslar artarken, 2026'nın ilk yarısındaki yatırım harcamaları satışların %38'ine ulaşmıştır. Kapasite artışının öngörülenden yavaş gerçekleşmesi, tahsilatların gecikmesi veya yatırım harcamalarının tahminlerimizi aşması, serbest nakit akışının pozitif dönüşünü öteleyerek borçlanma ihtiyacını artırabilir. Yaptırımlar, ihracat lisansları ve erişimi kısıtlı bileşenler tedarik süreçlerini veya pazara erişimi olumsuz etkileyebilir. Sipariş birikiminin %96'sı ABD doları veya avro cinsinden ve şirket net yabancı para varlık pozisyonunda olmasına rağmen, gelirlerin muhasebeleştirilmesi, tahsilatlar ve TL bazlı maliyetler arasındaki zamanlama uyumsuzlukları devam etmektedir. Mevcut durumda 2029'a kadar geçerli olan vergi düzenlemeleri dahil olmak üzere Ar-Ge teşviklerinde yapılabilecek değişiklikler de efektif vergi yükünü artırabilir.

Tablo 2: Finansallar

Gelir Tablosu (milyon TL)	2025	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	2032T
Net Satışlar	180.445	276.081	427.925	661.144	991.717	1.482.616	2.209.098	3.280.511
Satışların Maliyeti	123.018	190.496	296.124	456.190	681.309	1.014.110	1.504.396	2.224.186
Brüt Kar	57.427	85.585	131.801	204.955	310.407	468.507	704.702	1.056.325
Faaliyet Giderleri	15.647	22.086	35.090	55.536	85.288	130.470	198.819	301.807
Faaliyet Gelirleri	41.780	63.499	96.711	149.419	225.120	338.037	505.884	754.518
FAVÖK	47.329	72.376	108.252	166.730	248.490	371.924	555.020	825.766
Diğer Faaliyet Dışı Gelirler, net	7.365	2.761	2.140	3.306	4.959	7.413	11.045	16.403
Finansal Gelir, net	-23.368	-11.684	-10.516	-9.464	-8.518	-7.666	-6.899	-6.209
Vergi Gideri	3.527	-1.110	-1.102	-2.494	-4.249	-6.707	-10.261	-15.463
Net Kar	29.950	54.470	88.795	143.188	220.953	336.528	507.899	761.330
Pay Başına Kazanç	6,6	11,9	19,5	31,4	48,5	73,8	111,4	167,0
Pay Başına Temettü	0,2	0,4	0,8	1,3	2,0	3,1	4,8	7,2
Büyüme Oranları	2025	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	2032T
Satış	14,7%	53,0%	55,0%	54,5%	50,0%	49,5%	49,0%	48,5%
FAVÖK	19,6%	52,9%	49,6%	54,0%	49,0%	49,7%	49,2%	48,8%
Net Kar	49,6%	81,9%	63,0%	61,3%	54,3%	52,3%	50,9%	49,9%
Bilanço (milyon TL)	2025	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	2032T
Nakit ve Nakit Benzerleri	34.252	46.697	50.329	68.146	102.124	163.215	266.382	433.925
Ticari Alacaklar	45.760	60.511	87.930	135.852	203.777	304.647	453.924	674.078
Stoklar	86.741	109.600	170.373	249.967	373.320	555.676	824.327	1.218.732
Maddi Duran Varlıklar	76.141	95.177	97.080	99.022	101.002	103.022	105.083	107.184
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	43.903	63.660	66.843	70.185	73.694	77.379	81.248	85.310
Diğer Varlıklar	221.431	248.473	385.133	595.030	892.545	1.334.355	1.988.188	2.952.460
Toplam Varlıklar	508.229	624.117	857.687	1.218.201	1.746.463	2.538.294	3.719.151	5.471.689
Finansal Borçlar	50.703	87.023	127.200	189.084	277.091	408.100	602.279	888.935
Ticari Borçlar	44.706	47.270	77.968	120.241	180.257	268.554	398.701	589.846
Diğer Yükümlülükler	116.321	140.801	218.242	337.184	505.775	756.134	1.126.640	1.673.061
Toplam Yükümlülükler	211.730	275.095	423.410	646.508	963.124	1.432.788	2.127.621	3.151.842
Özkaynaklar	296.499	349.022	434.277	571.693	783.339	1.105.505	1.591.530	2.319.847
Net Borç / (Nakit)	16.451	40.327	76.871	120.937	174.967	244.885	335.898	455.010
Nakit Akış Tablosu (milyon TL)	2025	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	2032T
Vergi Öncesi Kar	26.391	55.513	89.789	145.507	224.931	342.822	517.537	775.859
Amortisman	5.549	8.878	11.541	17.312	23.371	33.888	49.137	71.248
İşletme Sermayesi Δ	19.644	35.045	57.494	85.243	131.262	194.929	287.780	423.414
Vergiler	-5.431	1.270	967	2.988	4.502	6.761	10.118	15.090
Yatırım Harcamaları	38.950	52.455	52.207	51.569	39.669	31.135	33.136	32.805
Serbest Nakit Akımları	-5.834	-16.394	-2.416	26.929	73.057	139.099	223.986	354.456
Finansal Göstergeler	2025	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	2032T
Özsermaye Karlılığı	10,1%	15,6%	20,4%	25,0%	28,2%	30,4%	31,9%	32,8%
FAVÖK Marjı	26,2%	26,2%	25,3%	25,2%	25,1%	25,1%	25,1%	25,2%
Net Kar Marjı	16,6%	19,7%	20,8%	21,7%	22,3%	22,7%	23,0%	23,2%
Net Borç / Özsermaye (x)	0,1	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Net Borç / FAVÖK (x)	0,3	0,6	0,7	0,7	0,7	0,7	0,6	0,6
KV Borçlar / Toplam Borçlar	88,3%	85,0%	90,2%	93,7%	95,9%	97,4%	98,3%	98,9%
Sermaye / Toplam Varlıklar	58,3%	55,9%	50,6%	46,9%	44,9%	43,6%	42,8%	42,4%
Cari Oran (x)	1,4	1,4	1,3	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2
Nakit Kar Payı Ödemesi	5,9%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%

Kaynak: Mali Tablolar, Bloomberg, Rasyonet, Gedik Yatırım Araştırma Bölümü Tahminleri

YASAL UYARI

Burada yer alan bilgiler Gedik Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından genel bilgilendirme amacı ile hazırlanmıştır. Yatırım Danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak Yatırım Danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Herhangi bir yatırım aracının alım-satım önerisi ya da getiri vaadi olarak yorumlanmamalıdır. Bu görüşler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Burada yer alan fiyatlar, veriler ve bilgilerin tam ve doğru olduğu garanti edilemez; içerik, haber verilmeksizin değiştirilebilir. Tüm veriler, Gedik Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan alınmıştır. Bu kaynakların kullanılması nedeni ile ortaya çıkabilecek hatalardan Gedik Yatırım Menkul Değerler A.Ş. sorumlu değildir.