

## Savunma Sanayi

## Aselsan Elektronik

## Siparişlere yetişemiyor

**Aselsan için 97,70 TL hedef fiyat ve %67 getiri potansiyeli ile öneri listemize ekliyoruz.** Değerlememizde %60 indirgenmiş nakit akımı analizi, %20 benzer şirket çarpanları ve %20 tarihsel şirket çarpanı kullandık. Değerlememizin detayları Sayfa 2-3'tedir.

**Aselsan'ın bakiye siparişleri 11,5 milyar Amerikan Doları (USD) seviyesine ulaştı.**

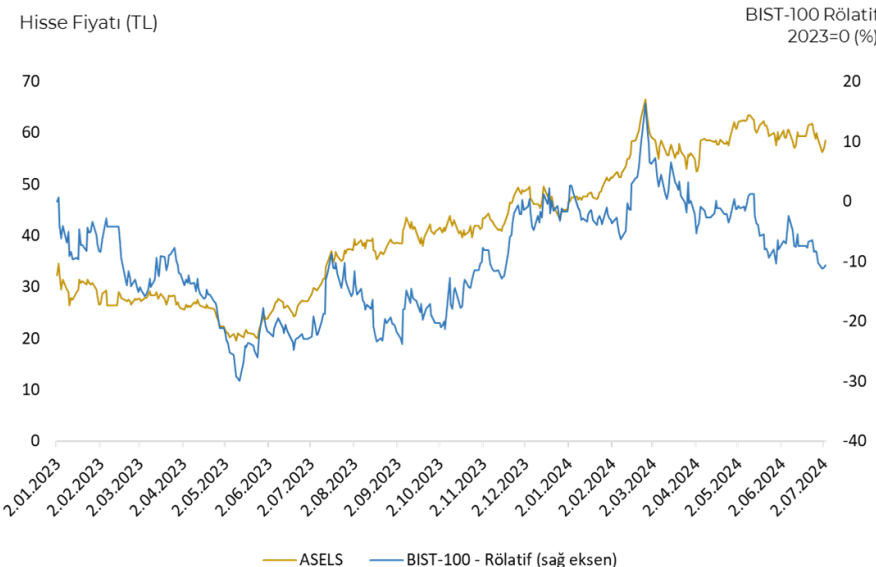
Dünyada jeopolitik tansiyonun yükselmesiyle ülkelerin Gayrisafi Yurt İçi Hasıla ya (GSYH) oranla ayırdıkları savunma bütçeleri artış eğiliminde. Türkiye'de de kamunun savunma bütçesi bu duruma eşlik ediyor. Pandemi öncesi zirve rakamları 10 milyar USD'nin altında seyreden bakiye siparişlerin 2023 ve 2024 yıllarında 11 milyar dolara dayanması, Aselsan'ın konjonktürde pozitif ayrışması için ışık tutuyor.

Savunma sanayi sektöründe projelerin teslim süresi genellikle 3-5 yıl olduğu için, talebin şirketlerin gelirlerine yansımaları gecikmeli olarak gerçekleşmektedir. Rusya-Ukrayna savaşı ile birlikte Doğu Avrupa ve Asya bölgelerinde artan savunma sanayi talebi, 2023 ve 2024 yıllarında üretim ve gelire dönüşmeye başladı. 2023 yılının sonuna doğru Orta Doğu'da yükselen gerilimle birlikte artan silah talebinin, önümüzdeki yıllarda savunma sanayi için gelir yaratmaya devam etmesini bekliyoruz.

Aselsan'ın bölgeye ihracat yapabilme kapasitesi sayesinde avantajlı bir konumda bulunmasının yanı sıra, Türkiye'nin savunma sanayisine ayırdığı bütçeyi artırmaya devam etmesiyle birlikte, Aselsan'ın bakiye siparişlerinin büyümesini bekliyoruz.

**Aselsan'ın nakit akışları iyileşme eğilimi gösteriyor.**

Geçmişte ticari alacaklarının tahsilat süresi oldukça uzun olan Aselsan, işletme faaliyetlerinden pozitif nakit akışı üretmekte zorlanıyordu. Bu durum, büyüyen iş hacmi ile birlikte ortaya çıkan işletme sermayesi ihtiyacını dış kaynaklarla finanse etme gerekliliğini doğuruyordu. Ancak, 2021 itibarıyla işletme faaliyetlerinden elde edilen nakit akışlarında görülen iyileşme, şirketin değerlemesine pozitif etki yaratıyor ve büyüme sürecinde finansman maliyeti yükünün azalmasına yol açıyor.



Kaynak: Şirket Verileri, SIPRI, EquityRT, Finnet, İfo Araştırma Tahminleri

## AL

Fiyat: TL 58,50

Hedef Fiyat: TL 97,70

Hedef Getiri: 67,01%

## Şirket Bilgileri

Hisse Kodu	ASELS
Hisse Öneri	AL
Hedef Fiyat (TL)	97,70
Hedef Getiri	67%
Hisse Fiyatı (TL)	58,50
52 hafta fiyat aralığı	20 -67
Hisse Adedi (mn)	4.560
HAO%	25,79
Piyasa Değeri (TL mn)	266.760
Piyasa Değeri (USD mn)	8.176
Firma Değeri (TL mn)	286.497
Firma Değeri (USD mn)	8.787
Net Borç (TL mn)	19.737
Net Borç (USD mn)	612
3A OİH (USD mn)	55
3A OİH/Piyasa Değeri (%)	1,1%
F / K	
Güncel	24,80
1 Yıllık Ortalama	39,99
3 Yıllık Ortalama	27,88
FD / FAVÖK	
Güncel	17,77
1 Yıllık Ortalama	14,74
3 Yıllık Ortalama	11,67

## Değerleme

	'22*	'23*	'24T*	'25T*
F/K (x)	208,1	36,6	22,2	14,6
FD/FAVÖK (x)	19,6	17,6	9,9	6,7
Net Borç/FAVÖK (x)	0,5	0,6	1,0	0,5

## Özet Finansallar (milyar TL)

	'22*	'23*	'24T*	'25T*
Net Kar (mn TL)	1.282	7.290	12.025	18.222
Net Satışlar (mn TL)	66.860	73.593	111.978	160.239
FAVÖK (mn TL)	14.040	16.027	28.306	42.108
Net Borç (mn TL)	8.480	15.336	13.998	14.844

\*Enflasyon muhasebesi uygulanmış rakamlar

## INFO Araştırma

Araştırma: +90 (212) 700-3676  
arastirma@infoyatirim.com.tr

# Değerleme

Değerlememiz sonucu, Aselsan'ın adil değerini 97,70 TL olarak hesaplıyoruz. Değerlememizde %60 indirgenmiş nakit akımı analizi, %20 benzer şirket çarpanları ve %20 tarihsel şirket çarpanı kullandık.

12 aylık tahminlerimize göre, hisse senedi 9,2 prospektif FD/FAVÖK oranı ile işlem görmektedir. Bu rasyo, emsal şirketlerin beklenen FD/FAVÖK medyanına kıyasla %31, 1 yıllık tarihsel çarpan ortalamalarına göre de %52 iskontoya işaret ediyor. Türkiye piyasasının uluslararası görünümünün iyileşmesi ve risk priminin azalmasının beklendiği bir ortamda, Aselsan'ın hisse fiyatını emsal şirketlere kıyasla cazip buluyoruz.

## İndirgenmiş Nakit Akışı (İNA)

(TL mn)	2024T*	2025T*	2026T*	2027T	2028T
Hasılat	111.978	160.239	213.775	256.949	306.996
Büyüme Oranı	52%	43%	33%	20%	19%
<b>Esas Faaliyet Kar Zararı</b>	<b>23.094</b>	<b>33.502</b>	<b>43.986</b>	<b>58.625</b>	<b>75.628</b>
- Vergiler	0	0	0	0	0
<b>=Vergi Sonrası Net Esas Faaliyet Kar/Zararı</b>	<b>23.094</b>	<b>33.502</b>	<b>43.986</b>	<b>58.625</b>	<b>75.628</b>
+Amortisman Giderleri	5.213	8.606	12.191	14.036	15.791
-Yatırım Giderleri	-16.232	-21.626	-26.713	-32.108	-38.362
-Net İşletme Sermayesindeki Değişim	-12.143	-11.909	-10.524	-22.695	-27.234
<b>=Firmaya Serbest Nakit Akımı</b>	<b>-70</b>	<b>8.573</b>	<b>18.939</b>	<b>17.858</b>	<b>25.822</b>
İskonto Oranı	0,83	0,63	0,49	0,41	0,34
Tahmin Aralığı İçin İndirgenmiş Nakit Akışı	-58	5.359	9.327	7.245	8.851

## AOSM

Risksiz Getiri Oranı	41,9%	25,5%	19,9%	14,5%	11,9%
Beta	1,09	1,09	1,09	1,09	1,09
Risk Primi	6,15%	6,15%	6,15%	6,15%	6,15%
Özsermaye Maliyeti	48,6%	32,2%	26,6%	21,2%	18,5%
Vergi Sonrası Borçlanma Maliyeti	38,4%	33,3%	28,1%	22,0%	17,9%
Sermayelendirme Oranı	18%	23%	23%	27%	26%
<b>Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti</b>	<b>46,7%</b>	<b>32,4%</b>	<b>26,9%</b>	<b>21,4%</b>	<b>18,4%</b>

Toplam İndirgenmiş Nakit Akışı	126.792
Uzun Dönemli Büyüme Oranı	7%
Uç Değer İçin İndirgenmiş Nakit Akışı	317.411
<b>Hedef Firma Değeri (FD)</b>	<b>444.203</b>
-İştirakler	-945
+Net Borç (en son dönem)	19.737
+Azınlık Payları	1.066
<b>Hedef Piyasa Değeri</b>	<b>424.345</b>

## Değerleme Özeti

Metot	Ağırlık	Tahmini Değer	Katkı
İNA	60%	424.345	254.607
Benzer Şirket	20%	386.985	77.397
Tarihsel Çarpan	20%	567.648	113.530
Hedef Değer			445.534
<b>Hedef Fiyat (TL)</b>			<b>97,70</b>
<b>Güncel Fiyat (TL)</b>			<b>56,95</b>
<b>Potansiyeli Getiri</b>			<b>72%</b>

## Emsal Şirketler Piyasa Çarpanları

RT TICKER	Şirket Adı	Ülke	Piyasa Değeri (mn USD)	F/K		FD/FAVÖK	
				2024T	2025T	2024T	2025T
OTKAR:IS	Otokar	Türkiye	2.354	16,2	8,7	13,6	8,95
WWL:PL	Wawel Sa	Polonya	10.540	12,6	10,1	8,3	7,4
LHX:USY	L3Harris	ABD	42.775	17,4	15,9	14,3	13,5
LDOS:USY	Leidos	ABD	19.818	16,7	15,6	13,0	12,9
GD:USY	General Dynamics Corp	ABD	81.829	20,5	18,2	15,3	14,2
NOC:USY	Northrop Grumman	ABD	63.945	17,4	15,7	13,7	12,5
HAG:DEX	Hensholdt AG	Almanya	4.282	22,2	18,0	10,4	8,8
RHM:DEX	Rheinmetall AG	Almanya	22.919	22,9	17,1	13,1	10,2
HO:FR	Thales	Fransa	35.292	18,2	16,4	11,9	10,8
ESLT:IL	Elbit Systems	İsrail	7.882	26,4	21,4	14,6	12,9
	Medyan		21.369	17,8	16,1	13,3	11,7
ASELS:IS	Aselsan	Türkiye	7.961	22,2	18,0	10,4	8,8

## ASELS Tarihsel Piyasa Çarpanları

Fiyat/Kazanç



Firma Değeri/FAVÖK



## Dünyada Savunma Sanayi Sektörünün Görünümü

2022 yılının başlarında Rusya-Ukrayna arasındaki çatışmayla başlayan ve 2023 sonlarında İsrail-Filistin arasında artan jeopolitik gerginlikler, özellikle Avrupa, Asya ve Orta Doğu bölgelerinde ülkelerin askeri donanımlarını yenileme ve modernize etme ihtiyacını artırdı. Rusya-Ukrayna çatışmasının başlamasıyla komşu ülkelerde yeniden silahlanma ve savunma sanayisine bütçe ayırma süreci başladı.

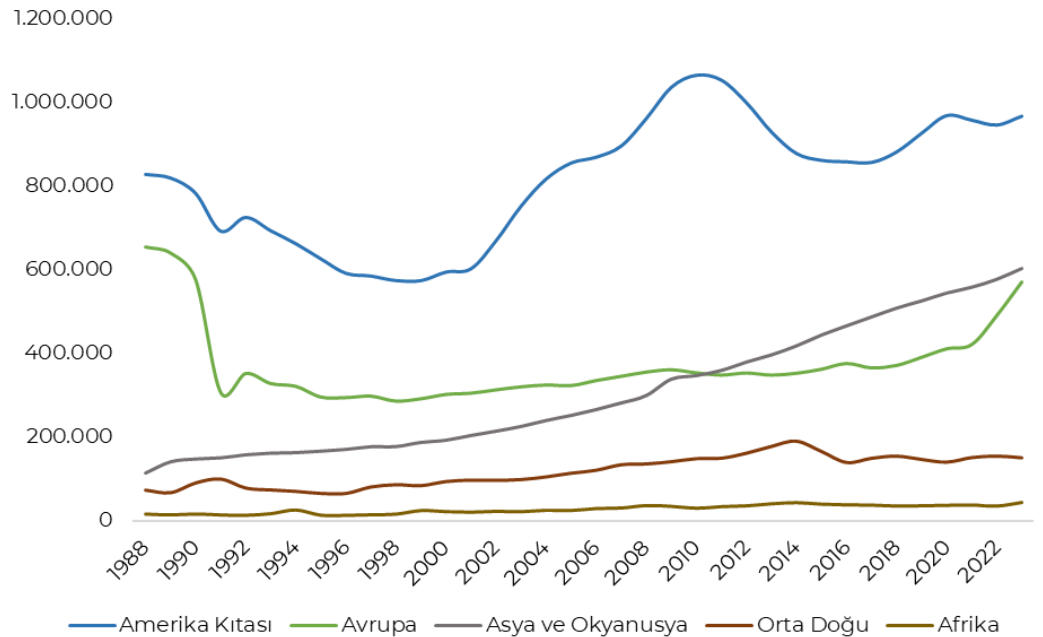
2023 yılında dünya genelindeki savunma harcamaları, ABD doları bazında %6,8 artış göstererek son 15 yılın en yüksek artış oranına ulaşmış ve 2,44 trilyon USD'ye ulaştı. Bu harcamaların toplam küresel GSYH'ye oranı %2,3 olarak kaydedildi.

Ülkeler arasındaki gerginliklerin kızışmasıyla dünyadaki savunma bütçesi artırma trendine Türkiye de eşlik etti. Son 2 yılda savunma şirketlerinin bakiye siparişlerinin büyüdüğünü gözlemleyebiliyoruz. COVID-19 ve Rusya-Ukrayna savaşının yarattığı enerji ve tedarik kesintileri yeni proje taleplerinin bir kaç yıllık vadeye uzamasına sebep olmakta. Sektördeki projelerin tamamlanma süreci ortalama 4-5 yıl olarak değerlendirilebilir. Bu bağlamda 2022 başlarında değişen konjonktürün gelirlere katkısının 2023 ve 2024 yıllarında yeni yeni gözlenmeye başladığını değerlendirebiliriz.

Görece daha az kompleks ve amaca özel olmayan savunma ekipmanları üreten şirketlerin, büyüme konusunda avantajlı olduğu ve Rusya-Ukrayna savaşında ortaya çıkan ani talebe yanıt verme konusunda daha esnek oldukları gözlemlenmektedir. Türk savunma şirketleri, bu süreçte Ukrayna'ya yüksek hacimde İnsansız Hava Aracı (İHA) tedariki sağladı.

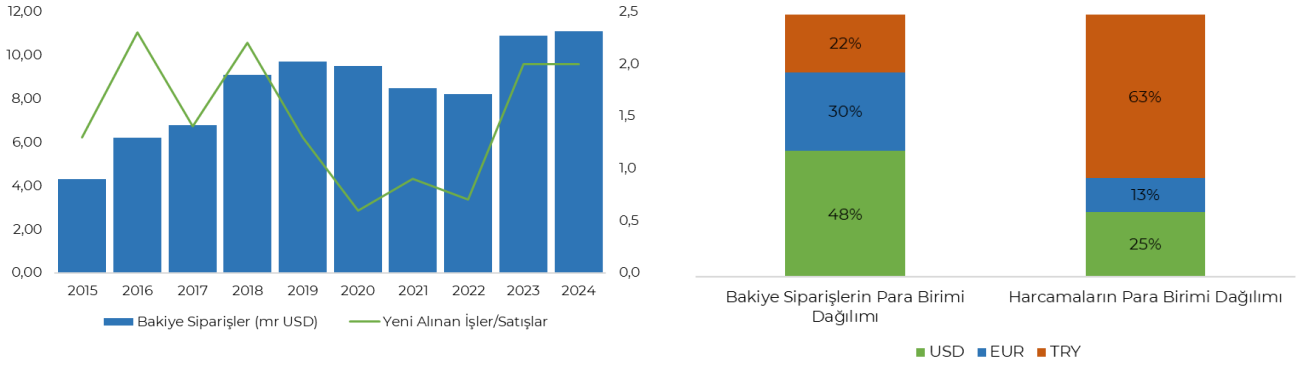
### Küresel Askeri Harcamaların Reel Gelişimi (mn USD):

Avrupa ve Amerika kıtalarında savunma harcamaları, reel olarak soğuk savaş öncesi dönemdeki seviyelere tırmanmakta.



\*Kıtalar bazında askeri harcamalar verisi 2022 yılı ve öncesi için, 2022 yılı fiyatları cinsinden ve kurları ile gösterilmiştir. 2023 yılı için 2023 yılı fiyatları ve kurları kullanılmıştır.

## Aselsan Bakiye Siparişler

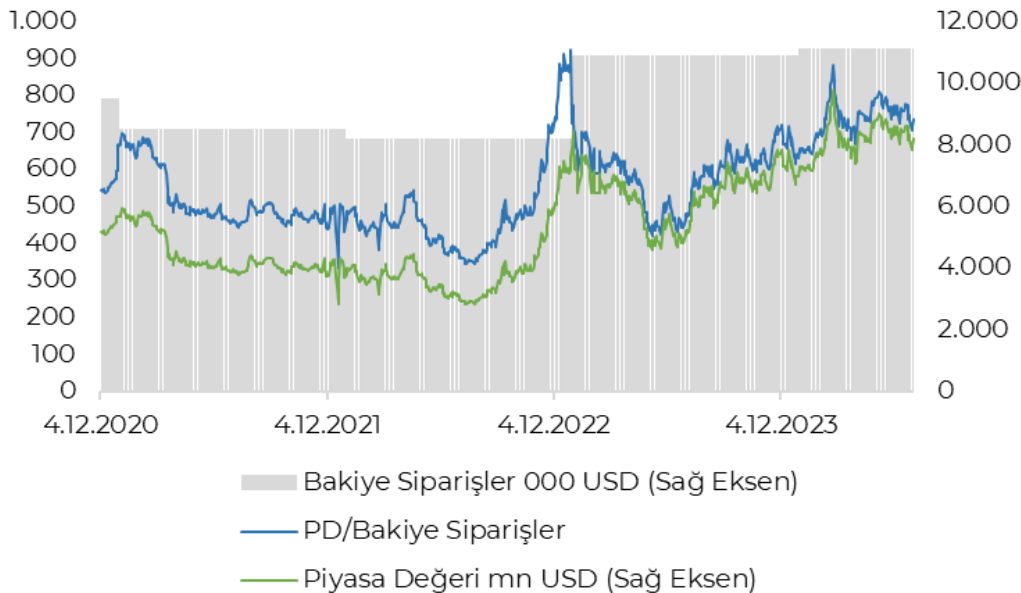


	2024	2025	2026	2027	2028+
Bakiye Sipariş Yaşlandırması (mı USD)	2,1-2,4	2,2-2,5	2,2-2,5	2-2,3	1,7-1,9

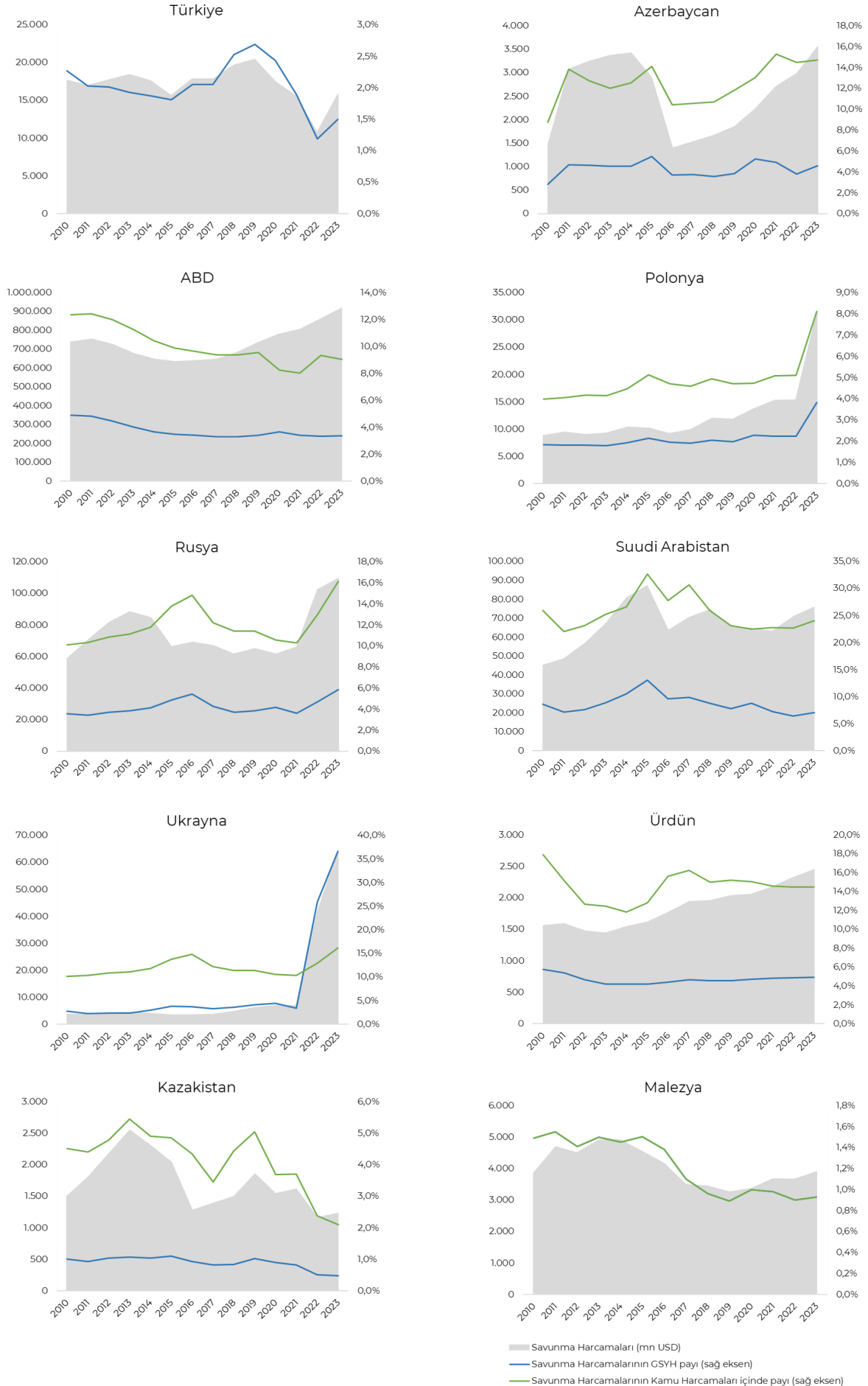
Rusya ve Ukrayna savaşına komşu olan Polonya, savunma harcamalarını dramatik bir şekilde artırarak Güney Koreli savunma şirketleriyle iş ortaklıkları kurdu. Bu gelişme, bölgedeki diğer ülkelerin de gayrisafi yurt içi hasılaya (GSYH) oranla askeri harcama hedeflerini yükseltmelerine neden oldu. Rusya-Ukrayna geriliminin azalması olasılığı bulunsa da, Avrupa ve Asya'daki ülkelerin tedbir amacıyla savunma bütçelerini yüksek tutmaya devam etmelerini bekliyoruz.

Yakın zamanda Orta Doğu'da meydana gelen çatışmalar da bu eğilimin devam etmesine ve daha geniş bir coğrafyaya yayılmasına sebep olmaktadır. Askeri harcamalarının GSYH'ya oranı, %2'lik NATO hedefinin altında kalan Türkiye için hala bu alanda daha fazla yatırım potansiteli mevcut. Aselsan'ın hem Avrasya ve Ortadoğu bölgelerindeki ülkelere ihracat kanalının olması, hem de Türkiye'nin de savunma bütçesinin GSYH içindeki payının artacağı beklentisiyle Aselsan'ın gelirlerinin ve bakiye siparişlerinin önümüzdeki dönemde yeni zirvelere ulaşacağını öngörüyoruz.

## Aselsan Bakiye Siparişler ve Piyasa Değeri Gelişimi



## Ülke Bazında Savunma Harcamaları



## Aselsan Nakit Akışları ve Mali Yapısının Gelişimi

Aselsan'ın işletme faaliyetlerinden nakit akışlarında 2019'dan beri süregelen toparlanma, mali yapının güçlenmesine katkı sağlıyor. Şirketin operasyonel nakit akışlarının pozitif dönmesinin yanı sıra, bu kalemin ciroya olan oranı da yükseliş trendi gösteriyor. Bu durum iş hacmi artışını finanse etmek üzere fazladan dış kaynak ihtiyacı oluşmasının önüne geçiyor. Ayrıca yeni yatırımların, şirketin mali yapısını zedelemeyen büyümesine imkan sağlıyor.

Ar-Ge faaliyetlerine olan teşvik sebebiyle en azından 2028 yılına kadar kurumlar vergisinden korunan şirketin işletme sermayesinin de, kamu tarafından artırılan savunma bütçesiyle birlikte güçlenmeye devam etmesini bekliyoruz.

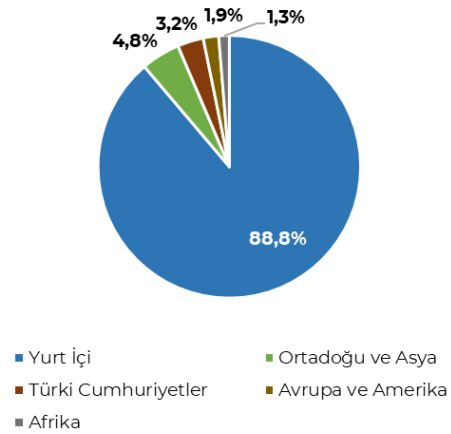
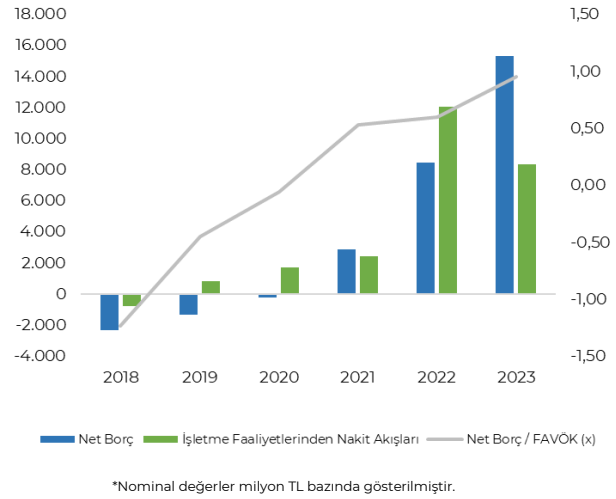
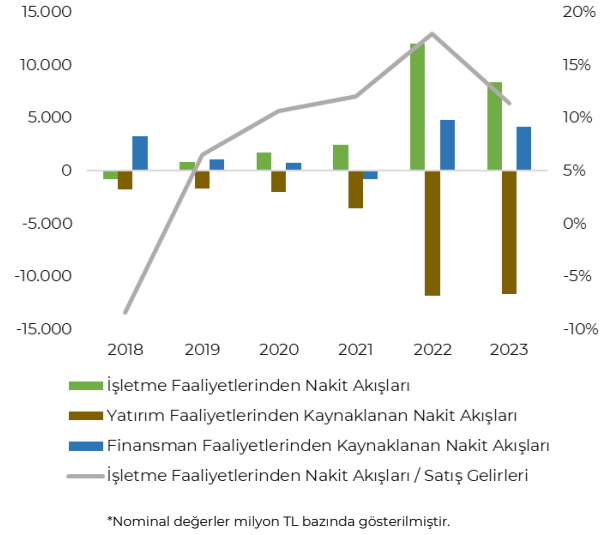
### Riskler

Mali politikanın sıkılaştığı ortamda, kamunun savunma bütçesinden kısıntı beklentimiz olmasa da, ivmede bir azalma veya savunma şirketlerine olan ticari borçlarını ödeme sürelerinde uzama gerçekleşebilir. Aselsan'ın tahsilat süresinin geçmişteki uzunluk seviyelerine dönmesi ve akabinde büyüyen iş hacmini karşılamak üzere dış finansman yoluna gitmesi senaryosu, serbest nakit akışları üzerinde negatif sonuçlanabilir. Özellikle yüksek faiz ortamında dış finansman, maliyetli bir çözüm yolu olabilir.

Dünya'da savunma sanayine verilen önemin son dönemde artmasıyla birlikte özellikle Asya ülkelerinde teknoloji rekabet sertleşebilir. İhracat tarafında Çin gibi rakiplere karşı pazar payı kaybı yaşanabilir.

Tırmanan jeopolitik gerginlikler, tedarikte kesinti ve enerji maliyetlerinde artışlara neden olabilir.

TL'de reel değerlenme şartlarının devam ettiği ortamda; gelirleri ağırlıklı yabancı para, giderleri ağırlıklı TL olan Aselsan'ın kar marjları baskılanabilir.



Bu raporda yer alan her türlü bilgi, değerlendirme, yorum, istatistikî şekil ve bilgiler hazırlandığı tarih itibarı ile mevcut piyasa koşulları ve güvenilirliğine inanılan kaynaklardan elde edilerek derlenmiştir ve Info Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından genel bilgilendirme amacı ile hazırlanmıştır. Sunulan bilgilerin doğruluğu ve bunların yatırım kararlarına uygunluğu tarafımızca garanti edilmemektedir. Bu bilgiler belli bir getirinin sağlanmasına yönelik olarak verilmemekte olup alım satım kararını destekleyebilecek yeterli bilgiler burada bulunmayabilir. 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. Sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Bu nedenle bu sayfalarda yer alan bilgilerdeki hatalardan, eksikliklerden ya da bu bilgilere dayanarak yapılan işlemlerden, yorum ve bilgilerin kullanılmasından doğacak her türlü maddi/manevi zararlardan ve her ne şekilde olursa olsun üçüncü kişilerin uğrayabileceği her türlü doğrudan ve/veya dolaylı zararlardan dolayı Info Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ile bağlı kuruluşları, çalışanları, yöneticileri ve ortakları sorumlu tutulamaz. Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir.