

Aselsan

20/01/2026

Hedef Fiyat Değişikliği

AL

Yükselme Potansiyeli 27%

İleriye dönük yeni sözleşme, ciro ve FAVÖK tahminlerimizde yukarı revizyon, İNA değerlememizin ileri taşınması ve makro varsayımlarımızdaki güncelleme nedeniyle ASELS için hedef fiyatımızı 247TL'den 402TL'ye yükseltiyoruz. Küresel savunma hisselerinin yeniden değerlendirildiği bir ortamda benzerlerine kıyasla daha güçlü büyüme ve daha yüksek marj görünümü nedeniyle hisse için AL tavsiyemizi koruyoruz. Savunma temasının 2026 yılında güçlü kalmaya devam edeceğine inanmakla birlikte, jeopolitik gelişmelerin dönemsel olarak oynaklığı artırabileceğini öngörüyoruz.

Çelik Kubbe ile desteklenen yüksek büyüme görünürlüğü. Uluslararası benzerlerinin Bloomberg medyan tahmine göre 2025–2028 arası dolar bazlı yıllık %8 bileşik büyümesi beklenirken, Aselsan'ın aynı dönemde %32 YBBO ile büyümesini öngörüyoruz. Tahminimiz, Aselsan'ın yaklaşık 40 bileşenden oluşan hava savunma ekosistemi Çelik Kubbe projesindeki ana entegratör rolüyle desteklenmektedir. Sadece küçük bir kısmı sözleşmeye bağlanmış olmasına rağmen bakiye siparişlerde yaklaşık 3 milyar dolar paya sahip olan bu projenin kalan bileşenlerin siparişlerinin kademeli olarak gerçekleşmesi beklentisiyle ileri dönük bakiye sipariş tahminlerimizde kayda değer bir revizyona gittik.

Milli platformlar kanalıyla yüksek teknoloji ihracat potansiyeli. Savunma elektroniği alanında Türkiye'deki benzersiz konumu sayesinde Aselsan; KAAAN savaş uçağı, ANKA/Akinci/Kızılelma İHA/SİHA aileleri ile MİLGEM savaş gemileri gibi milli platformlar için kilit bir sistem sağlayıcısıdır. Söz konusu entegrasyon yüksek marjlı AESA radarları, elektronik harp ve elektro-optik sistemlerin yeni pazarlara girmesini sağlamaktadır. Bu ivme, 9A25'te uluslararası yeni iş alımlarının yıllık bazda %171 artarak 1,4 milyar dolar seviyesine ulaşması ve 4Ç25'te imzalanan 410 milyon dolar tutarındaki Polonya sözleşmesiyle somutlaşmaktadır; söz konusu sözleşme şirketin bugüne kadar tek seferde imzaladığı en büyük ihracat anlaşmasıdır.

Proaktif kapasite artırımı. Büyümenin bir sonraki aşamasını ve büyük ölçekli seri üretimi desteklemek amacıyla Aselsan, Oğulbey Teknoloji Üssü'ne 1,5 milyar dolar yatırım yapmaktadır. 2026 yıl ortasından itibaren üretimin başlanacağı bu tesiste, hava savunma, radar ve güdüm sistemlerinin seri üretimi gerçekleştirilecek olup, tamamlandığında Avrupa'nın en büyük entegre hava savunma tesisi olacaktır. 2027-2028 yıllarında zirve yapacak yatırım harcamaları SNA üzerinde geçici baskı yaratsa da, bir sonraki evreye geçilirken teslimatların kapasite kısıtlarına takılmaması için kritik önem taşımaktadır.

2025 yılında beklentilerin üzerinde performans. Şirketin 2025 yılını beklentilerin kayda değer ölçüde üzerinde, reel bazda yaklaşık %19'luk büyümeye işaret eden 4,1 milyar dolar ciro ve %25,5 FAVÖK marjıyla kapatmasını bekliyoruz. İşletme sermayesi yönetimindeki yapısal düzelme sayesinde Operasyonel Nakit Akışı/FAVÖK oranı, 2023 yılındaki %52 seviyesinden 2024'te %71'e yükselmiş, 9A25 itibarıyla ise %106 seviyesine ulaşmıştır. Bu olumlu seyrin 4Ç25'te de devam etmesini ve Net Borç/FAVÖK oranının yılı 0,5x seviyesinin altında kapatacağını öngörüyoruz.

Riskler. Kamu savunma harcamalarında yavaşlama, tedarik zincirinde aksaklıklar, ihracatta fiyat rekabeti, beklenenden zayıf nakit dönüşümü.

Tahmin Revizyonları

	2025T			2026T			2027T		
	ESKİ	YENİ	Değişim	ESKİ	YENİ	Değişim	ESKİ	YENİ	Değişim
Bakiye Sipariş	18,259	19,990	9%	20,641	26,412	28%	22,633	32,157	42%
Satışlar	4,082	4,114	1%	4,951	5,414	9%	6,222	7,231	16%
FAVÖK	1,031	1,049	2%	1,255	1,379	10%	1,587	1,847	16%

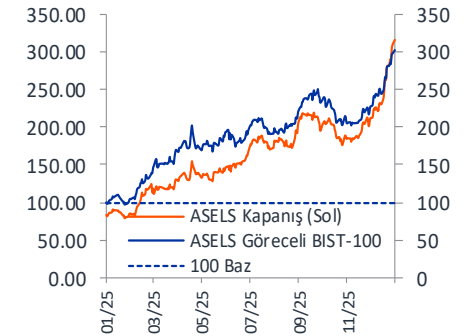
Kaynak: İş Yatırım Tahminleri

Fiyat Bilgileri	TL
Kapanış	316.00
Hedef Fiyat	402.00
12 Aylık Önc.Hedef Fiyat	246.77
Piyasa Değeri (mn)	1,440,960
Halka Açık PD (mn)	371,479
Ort. İşlem Hacmi (3Ay)	5667.4
Hisse sayısı (Adet mn)	4,560
Takas Saklama Oranı (%)	26
Yabancı Oranı (%)	56

Fiyat Perf. (%)	1 Ay	Yılıçi	12 Ay
TL	49.7	36.4	290.4
ABD \$	47.8	35.3	220.1
BIST-100 Relatif	33.2	20.5	205.5

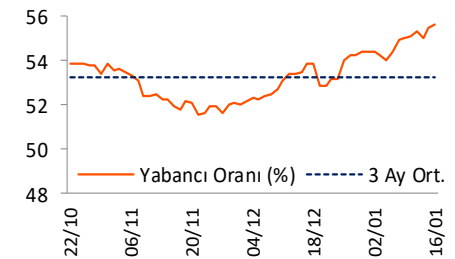
Çarpanlar (\$)	2025	2026	2027
F/K	71.4	35.1	21.1
PD/DD	7.4	6.1	4.7
FD/FAVÖK	32.0	24.4	18.2

Fiyat / BIST-100'e Göreceli Fiyat



3 Aylık Fiyat Aralığı (₺)	175.78	316.00
---------------------------	--------	--------

Yabancı Oranı (%)	Cari (%)	55.64
-------------------	----------	-------



Anıl Ulaş Köseoğlu

aukoseoglu@isyatirim.com.tr

+90 212 350 21 82

Aselsan

Ortaklık Yapısı (%)	Faaliyet Konusu
TSKGV	74.2 Her türlü kurum, kuruluşa yönelik kara, hava, deniz ve uzay uygulamaları kapsamında
Other	25.8 her nev'i elektrik, elektronik, yazılım, cihaz, sistem, araç, gereç ve platformlarının araştırma, geliştirme, mühendislik, üretim, ve satışını yapmak

Gelir Tablosu (m n ₺)	2024G	2025T	2026T	2027T
Net Satış Gelirleri	120,206	181,033	284,227	442,581
Brüt Kar (Zarar)	38,158	57,648	90,384	141,073
Operasyonel Giderler	11,224	16,904	26,539	41,325
Esas Faaliyet Karı	26,934	40,744	63,845	99,748
Net Finansman Gelir (Gideri)	-19,076	-32,317	-31,708	-29,785
Vergi Öncesi Kar (Zarar)	8,266	10,338	33,910	71,742
Vergi Giderleri (Gelirleri)	-6,957	-10,186	-15,961	-24,937
Net Kar	15,299	20,626	50,121	97,162
FAVÖK	30,234	46,175	72,372	113,025

Büyümler & Opr. Perf.	2024G	2025T	2026T	2027T
Büyümler				
Net Satışlar	63.3%	50.6%	57.0%	55.7%
Faaliyet Karı	113%	51%	57%	56%
FAVÖK	89%	53%	57%	56%
Net Kar	110%	35%	143%	94%

Operasyonel Performans	2024G	2025T	2026T	2027T
Brüt Marj	31.7%	31.8%	31.8%	31.9%
Faaliyet Kar Marjı	22.4%	22.5%	22.5%	22.5%
FAVÖK Marjı	25.2%	25.5%	25.5%	25.5%
Net Kar Marjı	12.7%	11.4%	17.6%	22.0%
Özkaynak Karlılığı	13.4%	12.3%	21.2%	27.8%
Aktif Karlılığı	7.8%	6.9%	11.1%	14.2%
Yatırım Sermayesi Karlılığı	18.5%	18.5%	19.2%	19.3%
Operasyonel Nakit Akışı / Sat	17.8%	23.8%	14.9%	12.6%
Serbest Nakit Akışı / Satışlar	0.1%	4.5%	-0.7%	-5.9%

Rasyo Analizi	2024G	2025T	2026T	2027T
Düzeltilmiş F / K (x)	a.d	a.d	35.1	21.1
FD / FAVÖK (x)	36.7	32.0	24.4	18.2
FD / Satışlar (x)	9.2	7.4	5.6	4.2
PD / Defter Değeri (x)	8.4	7.4	6.1	4.7
Hisse Başı Kazanç (₺)	3.36	4.52	10.99	21.31
Hisse Başı Temettü (₺)	0.04	0.21	0.27	0.64
Temettü Verimi	0.063%	0.166%	0.079%	0.2%
Net Borç (Nakit) (m n ₺)	15,926	15,241	27,547	70,860
Net Borç / FAVÖK (x)	0.53	0.33	0.38	0.63
Net Borç / Özsermaye (x)	0.11	0.08	0.10	0.17
Kaynak: İş Yatırım				

Bilanço (m n ₺)	2024G	2025T	2026T	2027T
Dönen Varlıklar	106,119	155,191	240,258	340,528
Nakit ve Nakit Benzerleri	16,637	27,950	40,265	34,732
Ticari Alacaklar	28,355	32,239	50,616	78,816
Stoklar	43,472	65,374	102,705	159,750
Diğer Dönen Varlıklar	17,655	29,628	46,672	67,230
Duran Varlıklar	136,679	200,923	306,312	477,652
Özkaynak Yönt. Değ. Yat.	8,089	9,926	12,080	14,366
Maddi Duran Varlıklar	37,409	57,583	76,963	122,036
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	21,831	40,519	76,057	129,786
Diğer Uzun Vadeli Varlıklar	14,771	23,458	36,864	56,258
Toplam Varlıklar	242,798	356,114	546,570	818,179
Kısa Vadeli Yükümlülükler	69,761	107,226	166,546	251,498
Finansal Borçlar	22,836	40,992	64,358	100,214
Ticari Borçlar	19,761	20,282	31,865	49,563
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	27,164	45,952	70,324	101,721
Uzun Vadeli Yükümlülükler	31,677	53,744	99,140	145,677
Finansal Borçlar	9,727	2,200	3,454	5,378
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	21,950	51,544	95,686	140,298
Özkaynaklar	141,359	195,144	280,884	421,004
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	140,299	193,794	279,240	419,050
Rezerv ve Diğer Kalemler	120,440	168,607	224,560	317,327
Dönem Net Karı (Zararı)	15,299	20,626	50,121	97,162
Azınlık Payları	1,060	1,351	1,644	1,955
Toplam Kaynaklar	242,797	356,114	546,570	818,179

Nakit Akım (m n ₺)	2024G	2025T	2026T	2027T
İşletme Faal. Kay. Net Nakit	21,417	43,080	42,429	55,668
Düzeltilme Öncesi Kar	15,223	20,524	49,872	96,679
Amortisman & İtfa Payları	3,300	5,431	8,527	13,277
İşletme Sermayesindeki Değ.	-10,724	-3,095	-29,943	-57,357
Diğer Faaliyetlerden Nakit Akışı	13,618	20,220	13,974	3,069
Yatırım Faal. Kay. Nakit	-21,348	-35,019	-44,533	-81,908
Sabit Sermaye Yatırımları	-20,590	-35,019	-44,533	-81,908
Serbest Nakit Akım	69	8,061	-2,105	-26,239
Finansman Faal. Kay. Nakit	10,017	-893	9,020	14,026
Finansal Borçlardaki Değişim	10,187	2,514	16,277	26,531
Temettü Ödemeleri	-170	-956	-1,231	-2,922
Diğer Fin. Faal. Nakit Akışı	0	-2452	-6,026	-9,583
Net Nakit Değişimi	10,039	7,168	6,916	-12,213

Not: 2024–2027 yıllarına ait rakamlar enflasyon muhasebesi altında tahmin edilmiş nominal değerler olarak sunulmaktadır, baz yıl kullanılmamıştır.

Not: Rasyolar dolar bazında hesaplanmıştır.

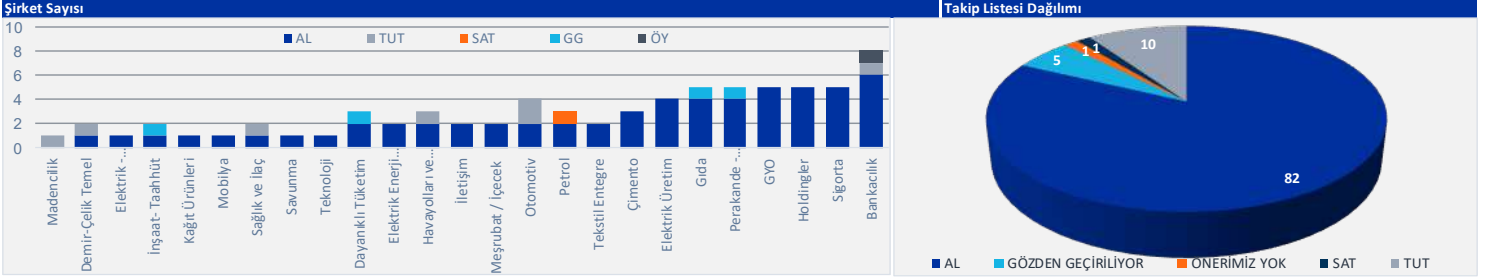
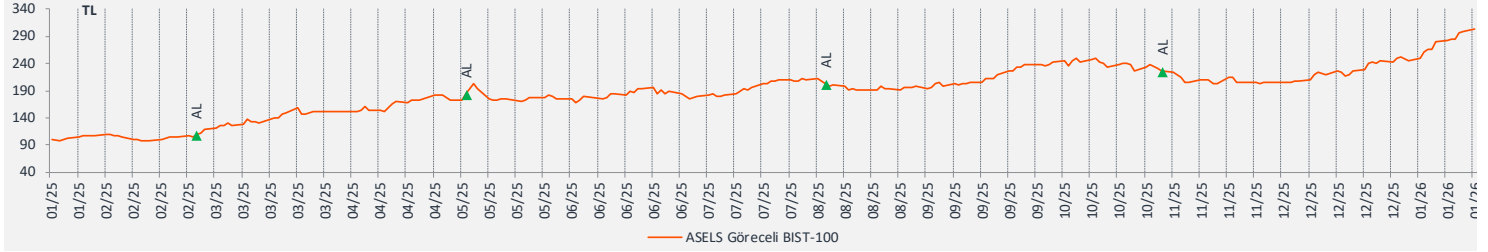
Benzer Şirket Karşılaştırması

Şirket	F/K		FD/FAVÖK		FAVÖK Marjı	FD/Bakiye Sipariş	Ciro YBBO 25T-28T
	26T	27T	26T	27T			
BAE SYSTEMS	25.3	22.7	15.6	14.5	14%	0.9	7%
THALES SA	24.4	21.7	14.5	13.0	17%	1.2	8%
ELBIT SYSTEMS	52.4	46.0	32.0	28.9	11%	1.3	8%
NORTHROP GRUMMAN	23.0	21.1	16.9	16.0	14%	1.2	5%
BHARAT ELECTRON	49.9	41.9	37.9	32.0	26%	4.1	15%
LEONARDO SPA	26.6	22.8	13.6	12.3	13%	0.8	8%
LEONARDO DRS INC	33.9	30.4	21.8	19.9	12%	1.2	2%
SAAB AB-B	55.7	44.0	31.6	26.1	14%	2.1	16%
HENSOLDT AG	50.4	39.9	23.5	19.4	18%	1.7	15%
RHEINMETALL AG	47.2	31.9	27.1	18.7	20%	5.5	33%
KONGSBERG GRUPP	37.1	31.7	24.6	21.3	17%	2.0	15%
HANWHA AEROSPACE	28.1	23.2	15.5	13.1	16%	2.6	4%
LIG NEX1 CO LTD	30.1	22.8	21.5	17.0	11%	0.5	14%
Benzer Medyan	33.9	30.4	21.8	18.7	14%	1.3	8%
ASELSAN - Konsensüs	27.4	18.5	20.7	15.3	25%	1.9	48%
ASELSAN - İş Yatırım	35.1	21.1	24.4	18.2	26%	1.9	32%
Prim / (İskonto)	3%	(31%)	12%	(3%)	-	43%	-

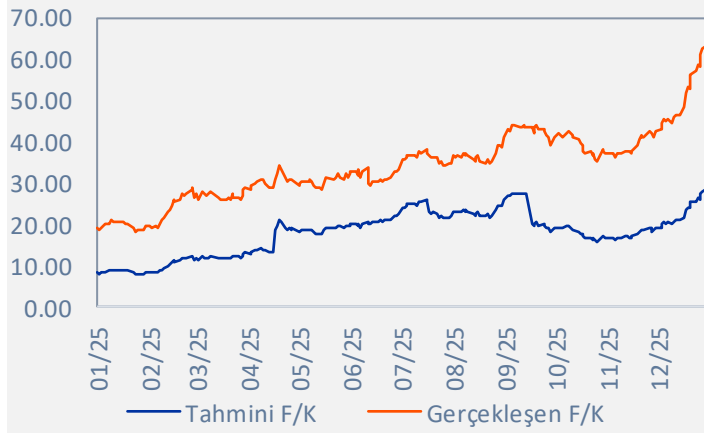
Kaynak: Bloomberg & İş Yatırım Tahminleri

Aselsan

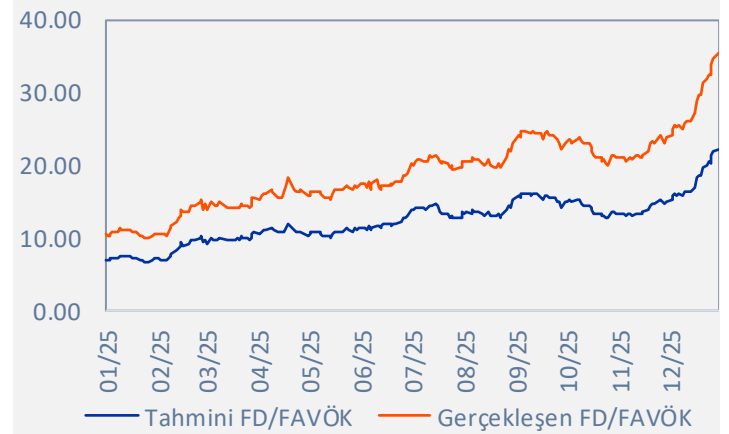
Göreceli Getiri / Öneriler



Tahmini F/K & Gerçekleşen F/K



Tahmini FD/FAVÖK & Gerçekleşen FD/FAVÖK



Burada yer alan bilgiler İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından bilgilendirme amacı ile hazırlanmıştır. Yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. 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, İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan alınmıştır. Bu kaynakların kullanılması nedeni ile ortaya çıkabilecek hatalardan İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş. sorumlu değildir.

Bu içeriğe ilişkin tüm telif hakları İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'ye aittir. Bu içerik, açık iznim olmaksızın başkaları tarafından herhangi bir amaçla, kısmen veya tamamen çoğaltılamaz, dağıtılamaz, yayımlanamaz veya değiştirilemez.