ASELS 3Ç26 Finansal Sonuç Değerlendirmesi

Beklentilerimizin üzerinde gerçekleşen 3Ç26 finansal sonuçlarının ardından ASELSAN için 12 aylık hedef fiyatımızı 534,50 TL'den 540,00 TL'ye yükseltiyor, "AL" yönündeki tavsiyemizi koruyoruz.

"AL"
Hedef Fiyat: 540,00 TL
12 Aylık Getiri Potansiyeli : %56

Piyasa Bilgileri	
Bloomberg Kodu	ASELS TI
Tavsiye	AL
Hedef Fiyat (TL/hisse)	540.00
Kapanış (TL/hisse)	347.00
Yükseliş Potansiyeli (%)	56%
Piyasa Değeri (milyon TL)	1,582,320
Piyasa Değeri (milyon USD)	31,790
Firma Değeri (milyon TL)	1,637,483
Sermaye (milyon TL)	4,560
Halka Açıklık Oranı (%)	26.00

Tahminler, TLmn	2025	2026T	2027T
Net Satış Gelirleri	180,445	276,253	444,327
Büyüme (%)	15%	53%	61%
FAVÖK	47,329	73,942	112,043
Büyüme (%)	20%	56%	52%
Net Kar	29,950	53,212	91,613
Büyüme (%)	50%	78%	72%
Karlılık (%)			
FAVÖK Marjı	26.2%	26.8%	25.2%
Net Kar Marjı	16.6%	19.3%	20.6%
Borçluluk			
Net Borç	13,970	58,213	89,634
Net Borç/FAVÖK	0.30	0.79	0.80
Değerleme Çarpanları			
F/K	52,83	29,74	17,27
FD/FAVÖK	34,60	22,15	14,61



Net kar beklentileri aşarken vergi gelirinin katkısı öne çıkıyor… ASELSAN, 3Ç26 döneminde 11.227 milyon TL net kar açıklayarak yıllık bazda %82 artış kaydetti. Açıklanan net kâr, Kuveyt Türk Yatırım Araştırma olarak 8.283 milyon TL seviyesindeki beklentimizin %35,5, 8.964 milyon TL olan piyasa medyanının ise %25,2 üzerinde gerçekleşti. Net kardaki güçlü performansta operasyonel karlılıktaki artışın yanı sıra vergi kalemindeki olumlu dönüşüm de etkili oldu. Geçen yılın aynı döneminde 677 milyon TL, 2Ç26'da ise 1,9 milyar TL vergi gideri kaydedilirken, bu çeyrekte 885 milyon TL net vergi geliri oluştuğunu görüyoruz. Söz konusu tutarın 958 milyon TL'si ertelenmiş vergi gelirinden kaynaklanırken, 73 milyon TL cari dönem vergi gideri oluştu. Ar-Ge indirimleri ve yatırım teşvikleri kapsamında muhasebeleştirilen ertelenmiş vergi varlıkları şirketin vergi görünümünü desteklemeye devam ediyor. Diğer taraftan, çeyreklik bazda 4,2 milyar TL net finansman gideri ve 1,2 milyar TL parasal pozisyon kaybı net karı sınırlayan unsurlar arasında yer aldı.

Hasılatta reel büyüme hız kazanıyor… ASELSAN, 3Ç26 döneminde 58.063 milyon TL satış geliri açıklayarak 55.943 milyon TL olan kurum beklentimizin %3,8, 55.166 milyon TL seviyesindeki piyasa medyanının %5,3 üzerinde bir gerçekleşme kaydetti. Hasılat yıllık bazda reel %35 artarken, yılın ilk dokuz ayında satış gelirleri %28 büyümeyle 151,5 milyar TL'ye ulaştı. Şirketin 2024 yılında uygulamaya aldığı aselsaneXt Programı kapsamında yürüttüğü dönüşümün üretim kapasitesi ve verimlilik üzerindeki katkıları devam ediyor. Bu dönemde özellikle hava savunma, radar, elektronik harp, sualtı sistemleri, güdümlü mühimmat, elektro-optik ve haberleşme teknolojilerindeki teslimatlar gelir büyümesini destekledi.

Bakiye siparişlerde tarihi zirve yenilendi… ASELSAN'ın bakiye siparişleri 3Ç26 itibarıyla önceki çeyreğe göre 7,5 milyar dolar artarak 30,7 milyar dolara yükseldi ve tarihi zirvesini yeniledi. Şirket, yalnızca üçüncü çeyrekte yaklaşık 9,1 milyar dolar, yılın ilk dokuz ayında ise yıllık %146 artışla toplam 14 milyar dolarlık yeni sözleşme imzaladı. Yeni ihracat sözleşmeleri %34 artışla 1,9 milyar dolara ulaşırken, alınan işlerin satışlara oranı geçen yılın aynı dönemindeki 2,5x seviyesinden 4,4x'e yükseldi. Özellikle hava savunma, radar, elektronik harp ve güdüm sistemlerine yönelik yeni sözleşmeler sipariş portföyündeki büyümeyi destekledi. Satışların belirgin şekilde üzerinde seyreden yeni sipariş hacminin önümüzdeki yıllara ilişkin gelir görünürlüğünü artırdığını değerlendiriyoruz.

Operasyonel karlılıkta güçlü marj iyileşmesi sürüyor… ASELSAN, 3Ç26 döneminde 16.028 milyon TL FAVÖK açıklayarak 14.545 milyon TL olan kurum beklentimizin %10,2, 14.372 milyon TL seviyesindeki piyasa medyanının %11,5 üzerinde performans sergiledi. FAVÖK yıllık bazda %51 artarken, FAVÖK marjı yaklaşık 290 baz puan iyileşerek %27,6'ya yükseldi. Aynı dönemde brüt kar marjının yaklaşık 170 baz puan artışla %30,7'ye ulaşması, karlılıktaki iyileşmenin brüt kar seviyesinde de desteklendiğini gösteriyor. Özellikle yüksek katma değerli ürün teslimatlarının artan payı, dijital dönüşüm uygulamaları ve operasyonel verimlilikteki kazanımlar marj gelişimini destekledi. İlk dokuz ayda FAVÖK yıllık %38 artışla 40,6 milyar TL'ye ulaşırken, FAVÖK marjı 190 baz puan iyileşerek %26,8 seviyesine yükseldi. Ayrıca kişi başı hasılatın dolar bazında %4 artması, büyüyen üretim ölçeğine eşlik eden verimlilik kazanımlarının korunduğuna işaret ediyor.

Artan yatırımlar büyümeyi desteklerken borçlulukta yükseliş dikkat çekiyor… ASELSAN'ın kapasite ve altyapı yatırımları yılın ilk dokuz ayında %228 artışla 684 milyon dolara, Ar-Ge harcamaları ise %36 artışla 1,26 milyar dolara ulaştı. Özellikle Oğulbey Teknoloji Üssü'nün ilk fazının faaliyete geçmesi ve Güdümlü Mühimmat Sistemleri Üretim Merkezi'nin devreye alınması, artan sipariş hacmini karşılayacak üretim kapasitesinin güçlendirilmesi açısından önemli gelişmeler oldu. Finansal tarafta ise hızlanan yatırımlar ve artan işletme sermayesi ihtiyacının borçluluk üzerindeki etkileri arttı. Şirketin net borcu 2025 yıl sonundaki 17,4 milyar TL'den 55,2 milyar TL'ye yükselirken, toplam finansal borçları 87 milyar TL'ye ulaştı. Yatırım faaliyetlerinden kaynaklanan net nakit çıkışı ise 32 milyar TL'den 60,8 milyar TL'ye yükseldi. Buna karşılık finansal borçların aktifler içerisindeki payının %14, özkaynak oranının ise %55 seviyesinde bulunması bilanço esnekliğini destekliyor. **Genel olarak şirketin 3Ç26 finansal sonuçlarını, beklentilerin üzerindeki operasyonel karlılık, güçlü marj gelişimi ve rekor sipariş bakiyesi doğrultusunda olumlu değerlendiriyoruz.**

Analist
Dr. Kutay Gözgör
kutay.gozgor@kuveytturkyatirim.com.tr

Eren Bozdoğan
eren.bozdogan@kuveytturkyatirim.com.tr

Özet Finansal Görünüm

Gelir Tablosu (milyon TL)	3Ç26	3Ç25	y/y (%)	2Ç26	ç/ç (%)	9A26	9A25	y/y (%)
Net Satışlar	**58,063**	**42,983**	**35**	**51,782**	**12**	**151,486**	**117,890**	**28**
Satışların Maliyeti (-)	40,228	30,515	32	34,962	15	103,990	81,451	28
Brüt Kar/Zarar	**17,835**	**12,468**	**43**	**16,820**	**6**	**47,496**	**36,439**	**30**
Faaliyet Giderleri (-)	5,059	3,572	42	5,136	-2	14,773	11,894	24
Esas Faaliyet Karı	**12,776**	**8,895**	**44**	**11,684**	**9**	**32,723**	**24,545**	**33**
Amortisman	3,252	1,730	88	2,311	41	7,832	4,863	61
FAVÖK	**16,028**	**10,626**	**51**	**13,995**	**15**	**40,555**	**29,408**	**38**
Diğ. Gelir/Gider (net)	2,747	842	226	1,697	62	6,586	9,540	-31
Yat. Fal. Gel. (net)	546	108	403	537	2	2,310	392	489
Finansal Gelir/Gider (net)	-5,389	-3,092	a.d.	-3,429	a.d.	-17,320	-30,760	a.d.
Parasal Kazanç (Kayıp)	-1,194	-850	a.d.	-284	a.d.	-7,947	-20,355	a.d.
Vergi Öncesi Kar/Zarar	**10,210**	**6,769**	**51**	**10,376**	**-2**	**23,565**	**3,443**	**584**
Vergi	885	-677	a.d.	-1,865	a.d.	2,785	11,590	-76
Kont. Gücü Olmayan Paylar	-132	-90	a.d.	0	a.d.	-121	-82	a.d.
Ana Ortaklık Net Kar	**11,227**	**6,182**	**82**	**8,511**	**32**	**26,471**	**15,115**	**75**

Karlılık	3Ç26	3Ç25	y/y (%)	2Ç26	ç/ç (%)	9A26	9A25	y/y (%)
Brüt Kar Marjı	30.7%	29.0%	1.7bps	32.5%	-1.8bps	31.4%	30.9%	0.4bps
Esas Faaliyet Kar Marjı	22.0%	20.7%	1.3bps	22.6%	-0.6bps	22%	21%	0.8bps
FAVÖK Marjı	**27.60%**	**24.72%**	**2.9bps**	**27.0%**	**0.6bps**	**26.8%**	**24.9%**	**1.8bps**
Vergi Oranı	8.7%	-10.0%	a.d.	-18.0%	a.d.	12%	337%	-324.9bps
Net Kar Marjı	19.3%	14.38%	5.0bps	16.4%	2.9bps	17.5%	13%	4.7bps
***Net Borç**	**55,163**	**23,769**	**132**	**33,824**	**63**	**55,163**	**23,769**	**132**
Net Borç (USD)	1,127	573	97	726	55	1,127	573	97
Net Borç/FAVÖK	0.53	0.41	11.7bps	0.37	16.0bps	0.53	0.41	11.7bps

Nakit Akım Tablosu	3Ç26	3Ç25	y/y (%)	2Ç26	ç/ç (%)	9A26	9A25	y/y (%)
İşletme Faaliyetlerinden Nakit	6,945	12,241	-43	8,932	-22	22,998	31,258	-26
Yatırım Faaliyetlerinden Nakit	-25,358	-14,125	a.d.	-19,005	a.d.	-60,763	-32,003	a.d.
Serbest Nakit Akımı	**-18,413**	**-1,883**	**a.d.**	**-10,073**	**a.d.**	**-37,765**	**-745**	a.d.
Gelirlere Oranı (%)	-31.7%	-4.4%	a.d.	-19%	a.d.	-24.9%	-0.6%	a.d.
Finansman Faaliyetlerinden Nakit	10,026	110	9,003	17,949	-44	39,287	-2,578	a.d.
Yabancı Para Çevrim Farkı Etkisi	-1,435	-1,521	a.d.	-1,587	a.d.	-5,836	-5,020	a.d.
Net Nakit Değişimi	**-9,822**	**-3,294**	**a.d.**	**6,289**	**a.d.**	**-4,314**	**-8,342**	**a.d.**

* Pozitif rakam net borç, negatif rakam ise net nakit pozisyonunu ifade etmektedir.

** a.d. = Anlamlı Değil

Kuveyt Türk Yatırım Araştırma Ekibi

Dr. Kutay Gözgör
ARAŞTIRMA DİREKTÖRÜ

Ubeyde Safvan Erbaş
YÖNETMEN
Teknik Analist

Muhammet Çakmak
YÖNETMEN
Havacılık, Sağlık, Bilişim, GYO

Eren Bozdoğan
YÖNETMEN
Perakende, Sanayi, Savunma

Furkan Ataş
UZMAN YARDIMCISI

Ali Osman Okut
UZMAN YARDIMCISI
Çimento

Uğur Kara
UZMAN YARDIMCISI

İletişim ve Haberleşme için:

arastirma@kuveytturkyatirim.com.tr

Yasal Uyarı

Bu raporda yer alan bilgiler Kuveyt Türk Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("Kuveyt Türk Yatırım") tarafından genel bilgilendirme amacıyla hazırlanmıştır. Burada yer alan bilgi, yorum ve tavsiyeler yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde, kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler ise genel niteliktedir, herhangi bir yatırım aracının alım ya da satımı için öneri niteliğinde yorumlanmamalıdır. Bu tavsiyeler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanılarak mali durumunuz, risk ve getiri beklentileriniz ile uyumlu olmayan yatırım kararları vermeniz beklentilerinize uygun olmayan sonuçlar doğurabilir. Burada yapılan analizlere dayanarak yapılan yatırımlar zararla da sonuçlanabilir. Bu rapora dayanarak yapılan herhangi bir yatırımın sonucu Müşteri'ye aittir. Bu sonuçlardan dolayı Kuveyt Türk Yatırım ve çalışanları hiçbir sorumluluk üstlenmemektedir. Bu raporda yer alan bilgiler, güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan derlenmiş olmakla birlikte kesinlikleri ve doğrulukları garanti edilmemektedir. Bu nedenle, bu bilgilerin tam veya doğru olmamasından, kullanılan kaynaklardaki hata ve eksik bilgilerden dolayı doğabilecek zararlar konusunda Kuveyt Türk Yatırım ve çalışanları herhangi bir sorumluluk kabul etmez. Raporda yer alan bilgiler Kuveyt Türk Yatırım'ın yazılı izni olmadan çoğaltılamaz, yayınlanamaz veya üçüncü kişiler ile paylaşılamaz.