

ASELS 4Ç25 Finansal Sonuç Değerlendirmesi

Makro varsayımlarımızdaki güncellemeler, değerleme modelimizin bir yıl ileri taşınması ve son çeyrekte beklentilerin üzerinde gerçekleşen finansal sonuçlar doğrultusunda Aselsan için 12 aylık hedef fiyatımızı 270 TL'den 395,50 TL'ye revize ediyor, "TUT" yönündeki tavsiyemizi sürdürüyoruz.

Net kar beklentilerin oldukça üzerinde. Aselsan yılın son çeyreğinde 17.791 milyon TL net kar açıkladı. Açıklanan net kar bir önceki yılın aynı çeyreğine göre %55, 3Ç25'e göre ise %273 gibi dramatik bir artış gösterdi. Böylece şirket 2025 yılında toplamda 29,950 milyon TL net kar elde etmiş oldu (y/y: +%50) Piyasa tahminleri net karın 11,146 milyon TL açıklanması yönündeydi. Açıklana net kar piyasa beklentisini ise %60 aştı. Net kardaki güçlü sapmada operasyonel performansın yanı sıra özellikle önceki çeyreklere enflasyon muhasebesi kaynaklı parasal kayıp yazan şirketin, bu kalemin 4Ç25'te parasal kazanç dönmesi yaklaşık 2,8 milyar TL'lik pozitif katkı sağladı. Benzer şekilde, önceki dönemlerde yüksek finansman gideri yazan şirketin bu kalemden gelir kaydetmesi de vergi öncesi kara yaklaşık 1,4 milyar TL katkı sundu. Finansman tarafındaki iyileşme ve önceki dönemlere kıyasla gider kaleminden çıkararak gelire dönmesi, vergi öncesi karlılığı destekleyen ana unsurlar arasında yer aldı. Vergi tarafında çeyrekssel bazda artış dikkat çekiyor. 3Ç25'te 522 milyon TL vergi gideri kaydeden şirket, yılın son çeyreğinde yaklaşık 5,8 milyar TL tutarında yüksek montanlı bir vergi gideri yazdı. Vergi giderindeki artışta, şirketin döviz bazlı gelir yapısı ve enflasyon muhasebesi uygulaması kapsamında oluşan geçici farkların etkili olmuş olabileceğini değerlendiriyoruz. Bu nedenle vergi giderinin son çeyreğe özgü olarak yüksek gerçekleştiğini düşünüyoruz. Buna rağmen operasyonel karlılıktaki iyileşme ve güçlü finansal performans sayesinde net karlılık güçlü seyrini korudu. Önceki çeyreklerde şirketin AR-GE yatırımlarından kaynaklı vergi teşvikleri kapsamında ertelenmiş vergi geliri elde ettiğini hatırlatmak isteriz. Şirketin 2027 yıl sonuna kadar AR-GE teşvik mekanizması kapsamında kalmaya devam etmesini bekliyoruz.

Hasılatta ivme kazanımı hız kesmiyor. Şirket, 4Ç25'te 85,614 milyon TL satış geliri açıklarken, gerçekleşen hasılat piyasa medyan tahmininin %3 üzerinde kaldı. Net satış gelirinde reel olarak yıllık bazda %17 artış görülürken (12A25 y/y: +%15), artışta özellikle hava savunma, silah, radar, elektronik harp, elektro-optik, deniz ve askeri haberleşme sistemleri teslimatları öne çıktı. Operasyonel verimliliğe odaklanan şirket, teslimat temposunu koruyarak cirodaki yukarı yönlü trendi sürdürdü.

Bakiye siparişler artarak devam ediyor. Aselsan'ın bakiye sipariş büyüklüğü 2025 yıl sonu itibarıyla geçen yılın aynı dönemine göre %46 artışla 20,4 milyar dolara yükselerek tarihi zirveye ulaştı. Yıl genelinde alınan yeni siparişler %46 artışla 9,6 milyar dolara ulaşıırken, Alınan İş/Satışlar oranının 2,2x seviyesinde gerçekleşmesi sipariş girişinin satışların üzerinde seyrettiğini gösteriyor. Böylece bu oranın da iki yıl üstte üstte 2 seviyesinin üzerinde kaldığını belirtelim. Ayrıca şirketin ihracat tarafında da ivme hız kesmedi. Yeni sözleşmeler %104 artışla 2,1 milyar dolara ulaşıırken, yurt dışı teslimatların %89 artışla 958 milyon dolara yükselmesi şirketin küresel ayak izinin genişlediğini gösteriyor.

Operasyonel karlılık rakamı FAVÖK, beklentileri aşmayı sürdürüyor. 4Ç25'te FAVÖK 23.674 milyon TL seviyesinde gerçekleşerek piyasa beklentisinin yaklaşık %11 üzerinde elde edildi. FAVÖK marjı ise yaklaşık %27,7 düzeyine yükselerek geçen yılın aynı dönemine göre iyileşme kaydetti. (+0,8 baz puan) Bu artışta, üretim portföyünde ağırlığı artan yüksek katma değerli ürün teslimatlarının marj yapısını desteklemesi önemli rol oynarken, üretimde sağlanan verimlilik artışı da katkı sundu. Öte yandan, son çeyrekte amortisman gelirlerindeki artışın da FAVÖK rakamını olumlu yönde desteklediği görülüyor. Yıl genelinde FAVÖK marjının %26,2 seviyesinde gerçekleşmiş olması ise operasyonel disiplinin ve sürdürülebilir karlılık yapısının korunduğuna işaret ediyor.

AR-GE yatırımları meyvelerini vermeyi sürdürüyor. 2025 yılında Aselsan büyümesini yalnızca satış tarafında değil, yatırım ve bilanço cephesinde de desteklemeye devam etti. Şirketin AR-GE harcamaları yıllık bazda %40 artarak 1,36 milyar dolara yükselirken, seri üretim altyapısını güçlendirmeye yönelik yatırımlar %106 artışla 372 milyon dolar seviyesine ulaştı. Siparişlerdeki artışla birlikte üretim yatırımlarının da hız kazandığı görülüyor. Finansal tarafta ise borçluluk göstergelerinde gözle görülür iyileşmeler dikkat çekiyor. Net borç seviyesindeki gerilemeye paralel olarak Net Borç/FAVÖK oranı ise 0,30x (2024 Yıl Sonu: 0,95x) seviyesine indi. Öte yandan, şirketin artan ihracat ağırlığı, disiplinli finansal yönetim ve kapasite artırıcı yatırımlar birlikte değerlendirildiğinde şirketin sürdürülebilir ve uzun vadeli büyüme patikasını koruduğunu takip ediyoruz. Şirket ayrıca, 2026 yılına ilişkin beklentilerini de paylaştı. Buna göre Aselsan, TMS 29 etkisi dahil reel bazda net satışlarda %10'un üzerinde büyüme hedeflerken, FAVÖK marjının %24'ün üzerinde korunmasını öngörüyor. Yatırım tarafında ise 50 milyar TL'nin üzerinde bir harcama planlıyor.

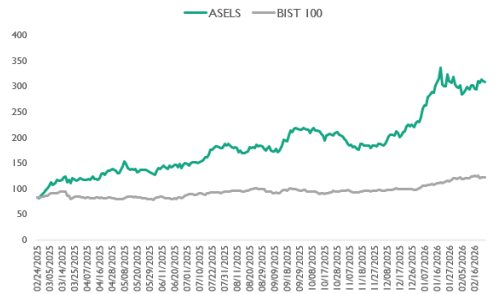
"TUT"
Hedef Fiyat: 395.50 TL

Önceki Hedef Fiyat: 270,00
12 Aylık Getiri Potansiyeli : 28%

Piyasa Bilgileri

Bloomberg Kodu	ASELS TI
Tavsiye	TUT
Hedef Fiyat (TL/hisse)	395.50
Önceki Hedef Fiyat (TL/hisse)	270.00
Kapanış (TL/hisse)	309.00
Yükseliş Potansiyeli (%)	28%
Piyasa Değeri (milyon TL)	1,409,040
Piyasa Değeri (milyon USD)	32,186
Firma Değeri (milyon TL)	1,423,010
Sermaye (milyon TL)	4,560
Halka Açıklık Oranı (%)	26.00

Tahminler, TLmn	2025	2026T	2027T
Net Satış Gelirleri	180,445	237,393	322,093
Büyüme (%)	15%	31.6%	35.7%
FAVÖK	47,329	61,970	86,312
Büyüme (%)	20%	31%	39%
Net Kar	29,950	44,660	56,675
Büyüme (%)	50%	49%	27%
Karlılık (%)			
FAVÖK Marjı	26.2%	26.1%	26.8%
Net Kar Marjı	16.6%	18.8%	17.6%
Borçluluk			
Net Borç	13,970	40,900	58,692
Net Borç /FAVÖK	0.30	0.66	0.68
Değerleme Çarpanları			
F/K	47.0	31.6	24.9
FD/FAVÖK	30.1	23.0	16.5



Analist

Dr. Kutay Gözgor

kutay.gozgor@kuveytturkyatirim.com.tr

Eren Bozdoğan

eren.bozdogan@kuveytturkyatirim.com.tr



Özet Finansal Görünüm

Gelir Tablosu (milyon TL)	4Ç25	4Ç24	y/y (%)	3Ç25	ç/ç (%)	12A25	12A24	y/y (%)
Net Satışlar	85,614	72,884	17	33,132	158	180,445	157,340	15
Satışların Maliyeti (-)	57,499	49,049	17	23,522	144	123,018	107,393	15
Brüt Kar/Zarar	28,116	23,835	18	9,610	193	57,427	49,946	15
Faaliyet Giderleri (-)	6,079	5,483	11	2,754	121	15,647	14,691	7
Esas Faaliyet Karı	22,037	18,352	20	6,857	221	41,780	35,255	19
Amortisman	1,637	1,198	37	1,334	23	5,549	4,319	28
FAVÖK	23,674	19,550	21	8,191	189	47,329	39,574	20
Diğ. Gelir/Gider (net)	-309	-2,584	a.d.	649	a.d.	7,365	499	1,377
Yat. Fal. Gel. (net)	552	14	3,818	84	560	867	111	679
Finansal Gelir/Gider (net)	1,375	-3,527	a.d.	-2,383	a.d.	-23,368	-24,970	a.d.
Parasal Kazanç (Kayıp)	2,822	-3,602	a.d.	-655	a.d.	-13,552	-18,154	a.d.
Vergi Öncesi Kar/Zarar	23,621	12,213	93	5,218	353	26,391	10,819	144
Vergi	-5,796	-737	a.d.	-522	a.d.	3,527	9,106	-61
Kont. Gücü Olmayan Paylar	34	-6	a.d.	-69	a.d.	-32	-100	a.d.
Ana Ortaklık Net Kar	17,791	11,482	55	4,765	273	29,950	20,025	50

Karlılık	4Ç25	4Ç24	y/y (%)	3Ç25	ç/ç (%)	12A25	12A24	y/y (%)
Brüt Kar Marjı	32.8%	32.7%	0.1bps	29.0%	3.8bps	31.8%	31.7%	0.1bps
Esas Faaliyet Kar Marjı	25.7%	25.2%	0.6bps	20.7%	5.0bps	23%	22%	0.7bps
FAVÖK Marjı	27.65%	26.82%	0.8bps	24.7%	2.9bps	26.2%	25.2%	1.1bps
Vergi Oranı	-24.5%	-6.0%	a.d.	-10.0%	a.d.	13%	84%	-70.8bps
Net Kar Marjı	20.8%	15.8%	5.0bps	14.4%	6.4bps	16.6%	13%	3.9bps
*Net Borç	13,970	20,845	-33	23,769	-41	13,970	20,845	-33
Net Borç (USD)	326	487	-33	573	-43	326	487	-33
Net Borç/FAVÖK	0.55	0.95	-40.3bps	0.51	4.3bps	0.55	0.95	-40.3bps

Nakit Akım Tablosu	4Ç25	4Ç24	y/y (%)	3Ç25	ç/ç (%)	12A25	12A24	y/y (%)
İşletme Faaliyetlerinden Nakit	23,758	26,777	-11	9,436	152	48,902	28,034	74
Yatırım Faaliyetlerinden Nakit	-13,142	-7,389	a.d.	-10,888	a.d.	-38,885	-27,943	a.d.
Serbest Nakit Akımı	10,616	19,388	-45	-1,452	a.d.	10,017	91	10,896
Gelişlere Oranı (%)	12.4%	26.6%	-14.2bps	-4%	a.d.	5.6%	0.1%	5.5bps
Finansman Faaliyetlerinden Nakit	4,032	-2,005	a.d.	85	4,650	1,959	13,112	-85
Yabancı Para Çevrim Farkı Etkisi	-628	-609	a.d.	-1,172	a.d.	-4,666	-3,901	a.d.
Net Nakit Değişimi	14,020	16,774	-16	-2,539	a.d.	7,310	9,302	-21

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

** a.d. = Anlamlı Değil



Dr. Kutay Gözgör

Araştırma Direktörü

Muhammet Çakmak

Kıdemli Uzman

Havacılık, Sağlık, Bilişim, GYO

Ubeyde Safvan Erbaş

Yönetmen

Teknik Analist

Eren Bozdoğan

Kıdemli Uzman

Perakende, Sanayi, Savunma

Ali Osman Okut

Uzman Yardımcısı

Çimento

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 dayanarak mali durumunuz, risk ve getiri beklentileriniz ile uyumlu olmayan yatırım kararları vermeniz beklentilerinize uygun olmayan sonuçlar doğurabilir. Burada yapılan analizlere dayanarak yapılan yatırımlar zararlı 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.

