

Aselsan 2Ç26 Finansal Sonuç Değerlendirmesi

- **Net Kar Beklentilerimizin %32 Üzerinde.** Aselsan <ASELS TI> 2Ç26 döneminde 6.428 milyon TL olan net kar beklentimizin %32, 6.869 milyon TL seviyesindeki piyasa konsensüsünün ise %24 üzerinde 8.511 milyon TL net kar açıkladı. Net kar yıllık bazda %61, bir önceki çeyreğe göre ise %44 artış gösterdi. Beklentilerimizin üzerindeki gerçekleşmede; i) güçlü operasyonel karlılık ve ii) 1Ç26'da 6,1 milyar TL seviyesinde gerçekleşen parasal kaybın 2Ç26'da 284 milyon TL'ye gerilemesi etkili oldu. Böylece şirketin 1Y26 net karı yıllık bazda %71 artışla 14.439 milyon TL seviyesine ulaştı.
- **Çift Haneli Reel Ciro Büyümesi Sürüyor.** Aselsan, 2Ç26'da 46.386 milyon TL olan net satış geliri beklentimizin %12, 47.203 milyon TL seviyesindeki piyasa medyan beklentisinin ise %10 üzerinde 51.782 milyon TL net satış geliri açıkladı. Net satış gelirleri yıllık bazda %33, çeyreklik bazda %41 artış göstererek güçlü büyüme performansını sürdürdü. Böylece 1Y26'da net satışlar yıllık bazda %25 artışla 88.494 milyon TL seviyesine yükseldi.
- **Güçlü Sipariş Akışı Büyüme Görünümünü Destekliyor.** Operasyonel tarafta büyümenin yanında sipariş görünümündeki güçlenme şirketin orta-uzun vadeli büyüme hikayesini desteklemeye devam ediyor. Aselsan'ın 1Y26 sonunda bakiye siparişleri 23,2 milyar dolar ile rekor seviyeye ulaşırken, yılın ilk yarısında 4,9 milyar dolarlık yeni iş ilişkisi imzalandı. Bakiye siparişlerin %97'sinin savunma, %3'ünün savunma dışı faaliyetlerden oluşması dikkat çekerken, siparişlerin %54'ü dolar, %42'si euro ve %4'ü TL cinsinden bulunuyor. İhracat gelirleri 27,5 milyar TL seviyesine yükselirken, ihracat yapılan ülke sayısı 97'ye ulaştı. İhracatın bakiye siparişler içerisindeki payı ise %14,7 seviyesinde bulunuyor. Bu görünüm, döviz bazlı iş modelinin şirketin büyüme ve marj yapısını desteklemeye devam ettiğine işaret ettiğini düşünüyoruz.
- **Siparişlerin Vade Yapısının'da Görünürlük Artırıyor.** Şirketin 23,2 milyar dolarlık bakiye siparişlerinin yaklaşık 3,3-3,9 milyar dolarlık kısmının 2026'nın kalan döneminde, 6,0-6,3 milyar dolarının 2027'de ve 4,4-4,8 milyar dolarının 2028'de teslim edilmesi bekleniyor. Bu yapı, önümüzdeki yıllarda satış büyümesinin yüksek seviyelerde korunması açısından önemli bir görünürlük sağlıyor. Bununla birlikte bakiye siparişlerde Savunma Sanayii Başkanlığı'nın %49,7, TUSAŞ'ın %13,2 ve BMC'nin %7,6 paya sahip olması, müşteri yoğunlaşmasının takip edilmesi gereken başlıklardan biri olduğunu düşünüyoruz.
- **FAVÖK Beklentilerin %15 Üzerinde.** Şirket, 2Ç26'da 13.995 milyon TL FAVÖK açıkladı. Gerçekleşme, beklentimizin %16 ve piyasa medyan beklentisinin %15 üzerinde bulunuyor. FAVÖK yıllık bazda %32, çeyreklik bazda ise %54 artış gösterdi. Güçlü ciro büyümesine karşın, SMM/Ciro oranındaki 1,2 puanlık artış nedeniyle FAVÖK marjı bir önceki yılın aynı dönemine göre 0,1 puan gerileyerek %27 seviyesinde gerçekleşti. Böylece 1Y26'da FAVÖK yıllık bazda %31 artışla 23.233 milyon TL seviyesine yükselirken, FAVÖK marjı %26 olarak gerçekleşti.

"AL"

Hedef Fiyat: 534,5 TL

Getiri Potansiyeli : %53

Piyasa Bilgileri

Bloomberg Kodu	ASELS TI
Tavsiye	AL
Önceki Hedef Fiyat (TL/hisse)	534.50
Hedef Fiyat (TL/hisse)	534.50
Kapanış (TL/hisse)	349.25
Yükseliş Potansiyeli (%)	53%
Piyasa Değeri (milyon TL)	1,592,580
Piyasa Değeri (milyon USD)	33,550
Firma Değeri (milyon TL)	1,626,404
Sermaye (milyon TL)	4,560
Halka Açıklık Oranı (%)	25.80

Tahminler, TLmn	2025	2026T	2027T
Net Satış Gelirleri	180,445	237,393	322,093
Büyüme (%)	15%	32%	36%
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	63.1	35.7	28.1
FD/FAVÖK	40.4	26.2	18.8



Analist

Muhammet Çakmak

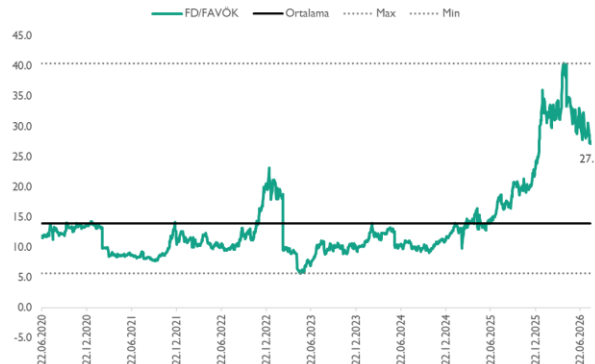
muhammet.cakmak@kuveytturkiyatirim.com.tr



Aselsan 2Ç26 Finansal Sonuç Değerlendirmesi

- **Yatırım Harcamaları ve Net Borç'taki Artış Dikkat Çekiyor.** İY26'da toplam yatırım harcamaları 19,6 milyar TL seviyesinde gerçekleşirken, yatırım harcamalarının satışlara oranı %38'e yükseldi. Başta Oğulbey Teknoloji Üssü olmak üzere devam eden kapasite artırıcı yatırımların kısa vadede nakit akışı üzerinde baskı oluşturmasını beklessek de, yatırımların yüksek bakiye siparişlerin üretim kapasitesine dönüştürülmesi açısından orta-uzun vadede olumlu olduğunu düşünüyoruz. Bu dönemde net borç 33.824 milyon TL seviyesine yükselirken, net borç/FAVÖK rasyosu 0,55x olarak gerçekleşti. Mevcut kaldıraç seviyesinin şirketin güçlü operasyonel karlılığı dikkate alındığında yönetilebilir seviyede olduğunu değerlendiriyoruz.
- **2026 Beklentileri Korundu.** Aselsan, 2026 yılı beklentilerinde değişikliğe gitmedi. Şirket, TMS 29 dahil reel bazda net satışlarda %10'un üzerinde büyüme, %24'ün üzerinde FAVÖK marjı ve 50 milyar TL'nin üzerinde yatırım harcaması öngörüyor. İY26'da %26 seviyesinde gerçekleşen FAVÖK marjının şirketin yıl sonu hedefinin üzerinde olması, operasyonel performans açısından olumlu bir görünüm sunuyor. Yüksek bakiye sipariş, güçlü yeni iş kazanımları ve devam eden kapasite yatırımlarıyla birlikte yılın ikinci yarısında operasyonel performansın güçlü seyrini koruyacağını düşünüyoruz.
- **Aselsan için 12 Aylık Hedef Fiyatımızı 534,5 TL Olarak Koruyor ve "TUT" Tavsiyemizi "AL" Olarak Revize Ediyoruz.** Şirket, 2Ç26 döneminde hem bizim hem de konsensüs beklentilerinin üzerinde reel anlamda güçlü finansal sonuçlar açıkladı. Güçlü sipariş kazanımları ve 23,2 milyar dolarlık rekor bakiye sipariş şirketin orta-uzun vadeli büyüme görünümünü desteklerken, %26 seviyesindeki İY26 FAVÖK marjı operasyonel karlılığın güçlü seyrine işaret ediyor. Bununla birlikte, yüksek yatırım harcamaları ve müşteri yoğunlaşması takip edilmesi gereken başlıklar olarak öne çıkıyor. Mevcut seviyelerde ASELSAN, 2026 tahminlerimize göre 35,7x F/K ve 26,2x FD/FAVÖK çarpanlarıyla işlem görmektedir.

Grafik 1: Tarihsel FD/FAVÖK Çarpanı



Özet Finansal Görünüm

Gelir Tablosu (milyon TL)	2Ç26	2Ç25	y/y (%)	1Ç26	ç/ç (%)	6A26	6A25	y/y (%)
Net Satışlar	51,782	39,039	33	36,712	41	88,494	70,956	25
Satışların Maliyeti (-)	34,962	25,885	35	25,436	37	60,398	48,249	25
Brüt Kar/Zarar	16,820	13,154	28	11,276	49	28,097	22,707	24
Faaliyet Giderleri (-)	5,136	3,891	32	4,066	26	9,202	7,883	17
Esas Faaliyet Karı	11,684	9,263	26	7,211	62	18,895	14,824	27
Amortisman	2,311	1,327	74	1,895	22	4,339	2,967	46
FAVÖK	13,995	10,590	32	9,105	54	23,233	17,791	31
Diğ. Gelir/Gider (net)	1,697	3,429	-50	1,939	-12	3,636	8,239	-56
Yat. Fal. Gel. (net)	537	221	143	1,134	-53	1,670	269	522
Finansal Gelir/Gider (net)	-3,429	-12,939	a.d.	-7,873	a.d.	-11,302	-26,209	a.d.
Parasal Kazanç (Kayıp)	-284	-8,637	a.d.	-6,112	a.d.	-6,397	-18,477	a.d.
Vergi Öncesi Kar/Zarar	10,376	-161	a.d.	2,274	356	12,650	-3,151	a.d.
Vergi	-1,865	5,642	a.d.	3,665	a.d.	1,800	11,620	-85
Kont. Gücü Olmayan Paylar	-0	206	a.d.	11	a.d.	11	8	36
Ana Ortaklık Net Kar	8,511	5,275	61	5,928	44	14,439	8,461	71

Karlılık	2Ç26	2Ç25	y/y (%)	1Ç26	ç/ç (%)	6A26	6A25	y/y (%)
Brüt Kar Marjı	32.5%	33.7%	-1.2bps	30.7%	1.8bps	32%	32%	-0.3bps
Esas Faaliyet Kar Marjı	22.6%	23.7%	-1.2bps	19.6%	2.9bps	21%	21%	0.5bps
FAVÖK Marjı	27.0%	27.1%	-0.1bps	24.8%	2.2bps	26.3%	25.1%	1.2bps
Vergi Oranı	-18.0%	-3514.3%	a.d.	161.1%	a.d.	14%	-369%	a.d.
Net Kar Marjı	16.4%	13.5%	2.9bps	16.1%	0.3bps	16.3%	12%	4.4bps
*Net Borç	33,824	21,041	61	22,084	53	33,824	21,041	61
Net Borç (USD)	726	529	37	497	46	726	529	37
Net Borç/FAVÖK	0.39	0.43	-4.4bps	0.35	3.8bps	0.39	0.43	-4.4bps

Nakit Akım Tablosu	2Ç26	2Ç25	y/y (%)	1Ç26	ç/ç (%)	6A26	6A25	y/y (%)
İşletme Faaliyetlerinden Nakit	8,932	12,092	-26	5,863	52	15,206	18,013	-16
Yatırım Faaliyetlerinden Nakit	-19,005	-8,846	a.d.	-13,580	a.d.	-33,538	-16,935	a.d.
Serbest Nakit Akımı	-10,073	3,245	a.d.	-7,717	a.d.	-18,331	1,079	a.d.
Gelirlere Oranı (%)	-19.5%	8.3%	a.d.	-21%	a.d.	-20.7%	1.5%	a.d.
Finansman Faaliyetlerinden Nakit	17,949	799	2,147	9,128	97	27,717	-2,546	a.d.
Yabancı Para Çevrim Farkı Etkisi	-1,587	-1,088	a.d.	-2,412	a.d.	-4,169	-3,314	a.d.
Net Nakit Değişimi	6,289	2,956	113	-1,001	a.d.	5,217	-4,782	a.d.

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

** a.d. = Anlamli Değil



Kuveyt Türk Yatırım Araştırma Ekibi

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

Furkan Ataş

Uzman Yardımcısı

Uğur Kara

Uzman Yardımcısı

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 zararlar 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.

