

## Aselsan ASELSAN 3Ç26 Sonuçları

Hedef Fiyat: 565 TL / Öneri: Endeks Üzeri Getiri

### Hisse Detayları

| Bloomberg Kodu           | ASELS TI  |
|--------------------------|-----------|
| Hisse Fiyatı (TL)        | 340,75    |
| Fiili Dolaşım Oranı      | 25,78%    |
| Piyasa Değeri (mn TL)    | 1.553.820 |
| Piyasa Değeri (mn \$)    | 31.209    |
| BIST-100 Endeks Ağırlığı | 11,66%    |
| BIST Tüm Endeks Ağırlığı | 9,29%     |
| Yabancı Yatırımcı Oranı  | 45,8%     |
| Emeklilik Fonları Oranı  | 7,8%      |
| Yatırım Fonları Oranı    | 6,8%      |

Kaynak: Matriks, Finnet, PhillipCapital Araştırma

Fiyat ve piyasa değeri 27/10/2026 itibarıyla

### Finansal Veriler

| (mn TL)        | 3Ç25   | 3Ç26   | 9A25    | 9A26    |
|----------------|--------|--------|---------|---------|
| Gelirler       | 42.983 | 58.064 | 117.890 | 151.486 |
| Brüt Kâr       | 12.468 | 17.835 | 36.439  | 47.496  |
| Brüt Kâr Marjı | 29,0%  | 30,7%  | 30,9%   | 31,4%   |
| FAVÖK          | 10.626 | 16.028 | 29.408  | 40.555  |
| FAVÖK Marjı    | 24,7%  | 27,6%  | 24,9%   | 26,8%   |
| Net Kâr*       | 6.182  | 11.227 | 15.115  | 26.471  |
| Net Kâr Marjı  | 14,4%  | 19,3%  | 12,8%   | 17,5%   |
| Net Borç       | 23.769 | 55.163 | 23.769  | 55.163  |

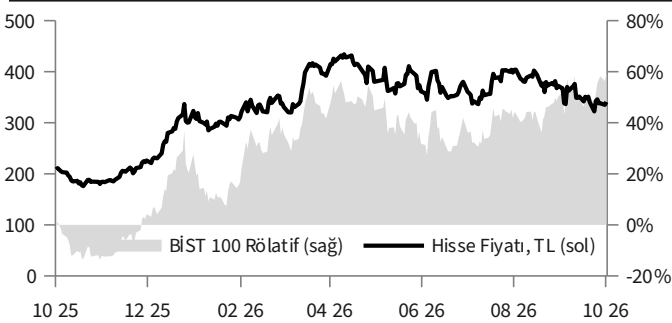
| Piyasa Çarpanları | 2024 | 2025 | Son  |
|-------------------|------|------|------|
| F/K               | 16,5 | 35,3 | 32,0 |
| PD/DD             | 1,8  | 3,6  | 4,6  |
| FD/FAVÖK          | 8,9  | 22,7 | 23,0 |

\*Ana ortaklık. Kaynak: Şirket verisi, Matriks, PhillipCapital Araştırma

| Ortaklık Yapısı       | Hisse Sayısı (milyon) | Oran          |
|-----------------------|-----------------------|---------------|
| TSK Güçlendirme Vakfı | 3.383                 | 74,2%         |
| Diğer                 | 1.177                 | 25,8%         |
| <b>Toplam</b>         | <b>4.560</b>          | <b>100,0%</b> |

Kaynak: Şirket verisi

### Hisse Fiyat Performansı



Kaynak: BİST, Matriks

|                      | 1a    | 3a    | 6a     | 1y    |
|----------------------|-------|-------|--------|-------|
| Nominal              | -8,5% | -5,5% | -17,9% | 63,4% |
| Rölaf                | 5,9%  | 16,8% | 7,5%   | 59,0% |
| Ort.İşl.Hacmi (mn\$) | 272,3 | 260,2 | 258,3  | 246,5 |

Kaynak: BİST, Finnet

ASELSAN (ASELS), 3Ç26'da;

- yıllık %35 artışla 58,1 milyar TL ciro,
- yıllık %51 artışla 16,0 milyar TL FAVÖK ve
- yıllık %82 artışla 11,2 milyar TL ana ortaklık net kârı açıkladı.

Ciro piyasa medyan beklentisinin %5, FAVÖK %12, net kâr ise %25 üzerinde gerçekleşti. Sonuçlar tahminlerimizi de ciroda %2, FAVÖK'te %6 ve net kârda %19 aştı. Beklentileri aşan sonuçlar ve rekor sipariş akışıyla 2026-2028 tahminlerimizi yükseltiyor, 12 aylık hedef fiyatımızı 546 TL'den 565 TL'ye çıkarıyoruz.

**Bakiye siparişler 30 milyar doları aştı.** Şirket çeyrekte 9,1 milyar dolarlık yeni iş alarak tek çeyrekteki en yüksek sipariş hacmine ulaştı. Bakiye siparişler 2Ç26'ya göre 7,5 milyar dolar artarak 30,7 milyar dolara yükseldi ve yönetimin 30 milyar dolarlık yıl sonu hedefine bir çeyrek erken ulaştı. 9A26'da alınan iş/satışlar oranı 2,5'ten 4,4'e çıkarken, yeni ihracat sözleşmeleri %34 artışla 1,9 milyar dolara ulaştı. Şirketin yaşlandırma takvimine göre bakiyenin 6,6-7,0 milyar dolarlık kısmının 2027'de teslim edilmesi bekleniyor.

**Marj genişlemesi ihracatla hızlandı.** FAVÖK marjı yıllık 2,9 puan artarak %27,6'ya yükseldi. 9A26'da brüt marj 0,5 puan iyileşirken, faaliyet giderlerinin satışlara oranı %10,1'den %9,8'e geriledi. Aynı dönemde ihracat gelirleri reel olarak 2,4 katına çıkarak 26,9 milyar TL'ye ulaştı ve hasılat içindeki payı %9,4'ten %17,7'ye yükseldi.

**Net kârı operasyonel büyüme ve azalan parasal kayıp birlikte taşıdı.** 9A26'da net parasal kayıp 20,4 milyar TL'den 7,9 milyar TL'ye gerilerken, finansman giderleri %10 azaldı. Buna karşın ertelenmiş vergi geliri 11,7 milyar TL'den 3,1 milyar TL'ye inerek net kâr artışını kısmen sınırladı.

**Yatırım temposu borçluluğu artırdı.** Yatırım harcamaları 9A26'da 63,2 milyar TL'ye ulaşarak 50 milyar TL'nin üzerindeki yıllık rehberliği şimdiden aştı ve hasılatın %42'sine yükseldi. Oğulbey Teknoloji Üssü'nün ilk fazı devreye alınırken, net borç Haziran sonundaki 737 milyon dolardan 1,13 milyar dolara çıktı ve net borç/FAVÖK oranı 0,79x oldu. Stoklar yıl başından bu yana %43 artarken, alınan sipariş avanslarının da aynı oranda artarak 60,7 milyar TL'ye yükselmesi işletme sermayesi baskısını kısmen dengeledi.

### Genel Değerlendirme

3Ç26 sonuçlarını **pozitif** değerlendiriyoruz. Ciro, FAVÖK ve net kârın hem piyasa beklentisini hem tahminlerimizi aşması, bakiye siparişlerin yönetimin 30 milyar dolarlık yıl sonu hedefini bir çeyrek erken geçmesi ve 9A26'da %26,8'e ulaşan FAVÖK marjının %24'ün üzerindeki rehberliği belirgin şekilde aşması çeyreğin öne çıkan başlıkları oldu. Artan borçluluk izlenmesi gereken bir unsur olsa da, sipariş defterinin 2027 ve sonrasına uzanan gelir görünürlüğünün iskontolu çarpanlarda henüz yeterince fiyatlanmadığını düşünüyoruz.

Anıl Öztürk

[anil.ozturk@phillip.com.tr](mailto:anil.ozturk@phillip.com.tr)

Sadrettin Bağcı

[sadrettin.bagci@phillip.com.tr](mailto:sadrettin.bagci@phillip.com.tr)

### Tahminlerimizi yukarı revize ediyoruz

Güçlü sipariş akışını ve 3Ç26'daki marj performansını yansıtarak 2026, 2027 ve 2028 FAVÖK tahminlerimizi sırasıyla %3, %7 ve %10 artırıyoruz. 2026 yeni sipariş varsayımımızı 11,6 milyar dolardan 16,0 milyar dolara yükseltirken, yıl sonu bakiye sipariş tahminimizi yaklaşık 30 milyar dolara çıkarıyoruz. FAVÖK marjı varsayımlarımızı ise büyük ölçüde koruyarak revizyonun hacim kaynaklı olmasını öngörüyoruz.

| mn USD              | 2026T<br>Önceki | 2026T<br>Yeni | %        | 2027T<br>Önceki | 2027T<br>Yeni | %        | 2028T<br>Önceki | 2028T<br>Yeni | %        |
|---------------------|-----------------|---------------|----------|-----------------|---------------|----------|-----------------|---------------|----------|
| <b>Hasılat</b>      | 5.819           | 6.016         | 3,4%     | 7.550           | 8.120         | 7,6%     | 8.772           | 9.660         | 10,1%    |
| <b>FAVÖK</b>        | 1.612           | 1.667         | 3,4%     | 2.190           | 2.354         | 7,5%     | 2.663           | 2.929         | 10,0%    |
| <b>FAVÖK marjı</b>  | 27,7%           | 27,7%         | 0,0 puan | 29,0%           | 29,0%         | 0,0 puan | 30,4%           | 30,3%         | 0,0 puan |
| <b>Net kâr</b>      | 1.321           | 1.367         | 3,5%     | 1.755           | 1.901         | 8,3%     | 2.067           | 2.292         | 10,9%    |
| <b>Yeni sipariş</b> | 11.639          | 16.000        | 37,5%    | 14.723          | 15.830        | 7,5%     | 16.667          | 18.350        | 10,1%    |

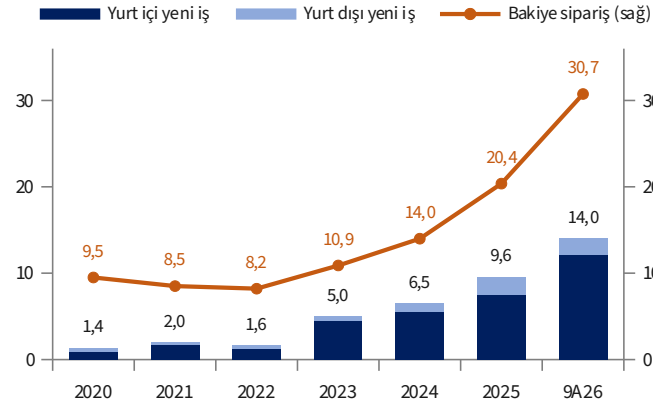
Kaynak: PhillipCapital Araştırma tahminleri. Önceki tahminler 9 Eylül 2026 tarihli şirket raporumuzdandır.

### Hedef fiyatımızı 565 TL'ye yükseltiyoruz

Hedef fiyatımızı %25 İNA ve %75 emsal çarpan analizi ağırlığıyla hesaplamaya devam ediyoruz. Yükselen tahminlerle İNA değerimiz 385 TL'den 420 TL'ye, güncellenen emsal çarpanlarıyla birlikte emsal değerimiz ise 600 TL'den 614 TL'ye yükseldi (AOSM %11,3, terminal büyüme %4,8). İki yöntemle eşit ağırlık verdiğimizde ise hedef fiyatımız yaklaşık 517 TL oluyor. **Yeni hedef fiyatımız 27 Ekim kapanışına göre %66 getiri potansiyeline işaret ederken, "Endeks Üzeri Getiri" tavsiyemizi koruyoruz.** ASELSAN emsal medyanına göre 2026T ve 2027T FD/FAVÖK bazında sırasıyla %22 ve %31, F/K bazında ise %41 ve %46 iskontolu işlem görüyor.

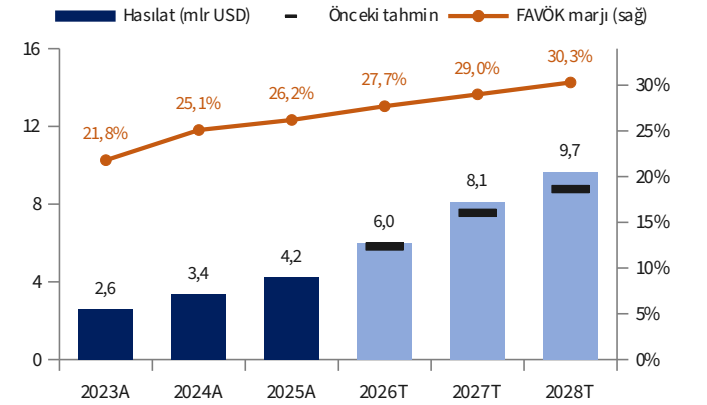
**Başlıca riskler:** (i) hedef piyasa değerimizin ağırlıklı olarak emsal çarpanlarından gelmesi nedeniyle küresel savunma hisselerindeki yeniden fiyatlamaya açık olmamız ve (ii) yoğun yatırım programının serbest nakit akımının pozitif dönüşünü öteleme riski.

#### Şekil 1: Yeni alınan işler ve bakiye siparişler (mlr USD)



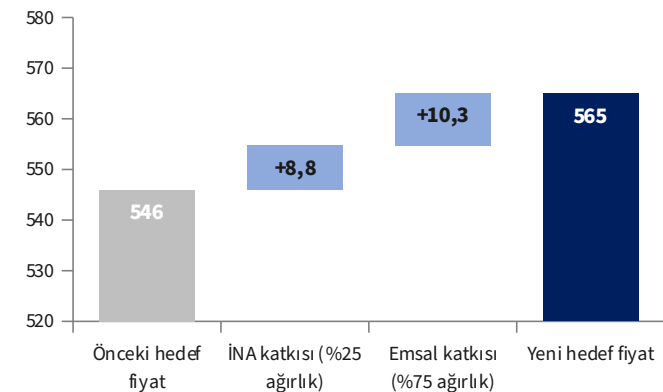
Kaynak: Şirket verileri

#### Şekil 2: Hasılat ve FAVÖK marjı tahminlerimiz



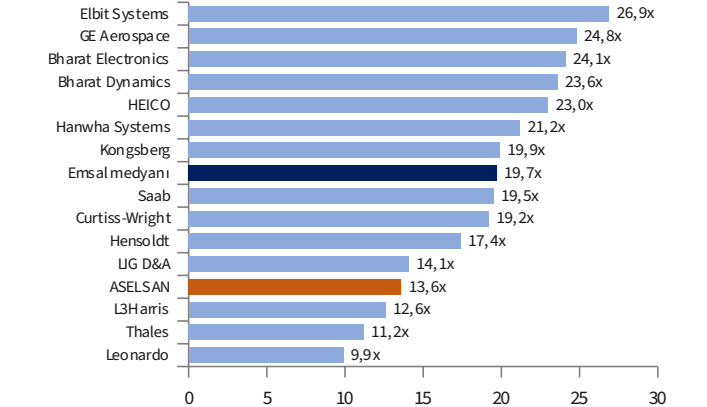
Kaynak: Şirket verileri, PhillipCapital Araştırma tahminleri

#### Şekil 3: Hedef fiyat köprüsü (TL/hisse)



Kaynak: PhillipCapital Araştırma

#### Şekil 4: Emsallere göre FD/FAVÖK 2027T



Kaynak: Bloomberg (27.10.2026), PhillipCapital Araştırma

#### **Yasal Uyarı**

Burada yer alan 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 analizler genel niteliktedir.

Bu tavsiyeler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Tüm yorum ve tavsiyeler; öngörü, tahmin ve fiyat hedeflerinden oluşmaktadır. Zaman içinde piyasa koşullarında meydana gelen değişiklikler nedeniyle söz konusu yorum ve tavsiyelerde değişikliğe gidilebilir. Bu rapordaki tüm görüş ve bilgiler önceden haber verilmeksizin değiştirilebilir.

Raporda yer alan bilgi ve veriler, güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan derlenmiş olup, doğrulukları ayrıca araştırılmamıştır. Bu nedenle, bu bilgilerin tam veya doğru olmaması nedeniyle doğabilecek zararlardan PhillipCapital Menkul Değerler A.Ş. ve çalışanları sorumlu değildir. Bu sebeple, okuyucuların, bu raporlardan elde edilen bilgilere dayanarak hareket etmeden önce, bilgilerin doğruluğunu teyit ettirmeleri önerilir ve bu bilgilere dayanarak aldıkları kararlarda sorumluluk kendilerine aittir. Bilgilerin eksikliği ve yanlışlığından PhillipCapital hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. Ayrıca, PhillipCapital ve tüm çalışanlarının, herhangi bir şekilde bilgiler dolayısıyla ortaya çıkabilecek, doğrudan veya dolaylı zararlara ilgili herhangi bir sorumluluğu yoktur.

Sunulan yorum ve tavsiyelerin objektifliğini etkileyebilecek nitelikte bilinen herhangi bir ilişki ve koşul bulunmamakta olup, gerek Şirketimiz gerekse müşterileri arasında doğabilecek önemli çıkar çatışmalarına yol açmayacak şekilde hazırlanması için azami dikkat ve özen gösterilmiştir.

Burada yer alan bilgiler, bir yatırım tavsiyesi, yatırım aracının alım satım önerisi ya da getiri vaadi değildir ve yatırım danışmanlığı kapsamında yer almamaktadır. Bu raporun tümü veya bir kısmı PhillipCapital Menkul Değerler A.Ş.'nin yazılı izni olmadan çoğaltılamaz, yayınlanamaz veya üçüncü kişilere gösterilemez, ticari amaçla kullanılamaz.