

ASELS Toplantı Notu

PhillipCapital Araştırma Birimi olarak, Aselsan ile şirketin 2025 yılı finansal ve operasyonel performansını, "Çelik Kubbe" projesinin durumunu, Oğulbey yerleşkesi yatırımlarını ve 2026-2030 büyüme projeksiyonlarını değerlendirdiğimiz bir toplantı gerçekleştirdik.

Öne çıkan başlıklar ve notlarımız aşağıdadır:

1. 2025 Finansal Performans ve Gelecek Beklentileri

Aselsan için 2025 yılı için 177 milyar TL net satış, 45 milyar TL FAVÖK, 25,5% FAVÖK marjı ve 23 milyar TL net kar öngörmekteyiz. Dolayısıyla 4Ç25 döneminde Şirket'in 82 milyar TL ciro, 21 milyar TL FAVÖK ve 11 milyar TL net kar açıklayabileceğini tahmin ediyoruz.

Türkiye'de 1 trilyon TL piyasa değerine ulaşan Aselsan aynı zamanda Avrupa'nın en değerli ilk 10 savunma sanayii kuruluşu arasına girmiştir.

Eylül 2025 itibarıyla bakiye siparişler (backlog) 17,9 milyar dolar ile rekor seviyeye ulaşmıştır. Yönetim, backlog'un ciroya dönüş süresinin 4-5 yıllık tarihsel ortalama korunduğunu teyit etmiştir. Yurt içi savunma harcamalarının dörtte bir ile üçte birlik diliminin ASELSAN kaynaklı tedarikle karşılanması, şirketin taban talep görünürlüğünü güçlendirmektedir.

Yabancı yatırımcı ilgisi güçlü seyrini korumakta olup takas oranı %50'nin üzerine çıkmıştır. Londra ve New York roadshow'larında yatırımcı ilgisi dikkat çekmektedir. Kurumsal yatırımcı oranı ise %68 seviyesinde olup söz konusu oranlar son 10 yılın en yüksek seviyelerinde seyretmektedir.

2. İhracat Odaklı Büyüme ve Bölgesel Dinamikler

İhracat, son iki yıllık FAVÖK marjı genişlemesinin arkasındaki faktörler içerisinde öne çıkmaktadır. Marj etkisine ilişkin somut veri paylaşmamız gerekirse: 2023 yılında ihracat payı %8,8 iken FAVÖK marjı %22 seviyesindeydi; 2024 sonunda ihracat payının %14'e yükselmesiyle FAVÖK marjı %25'e ulaşmıştır.

Yönetim, ihracat payının 2030 yılında %30 ve üzerine çıkmasını hedeflemekle birlikte, mevcut ivmenin bu hedefe daha erken ulaşılabilirliğine işaret ettiğini belirtmektedir. Minimum %30 ihracat payı senaryosunda, diğer koşullar sabit kaldığında FAVÖK marjının %30'ların üzerine taşınması mümkün görünmektedir.

Aselsan

Hisse Detayları

Bloomberg Kodu	ASELS TI
Hisse Fiyatı, TL	307,50
Fiili Dolaşım Oranı	25,78%
Piyasa değeri, milyon TL	1.402.200
Piyasa değeri, milyon ABD doları	32.372
BIST-100 Endeks Ağırlığı	8,87%
BIST Tüm Endeks Ağırlığı	6,47%
Yabancı Yatırımcı Oranı	52,00%
Emeklilik Fonları Oranı	6,49%
Yatırım Fonları Oranı	4,12%

Kaynak: Matriks, Finnet, PhillipCapital Araştırma

Fiyat ve piyasa değeri 28/01/2026 itibarıyla

Finansallar, mın TL,

TMS 29 Uygulanmış	3Ç24	3Ç25	9A24	9A25
Gelirler	29.073	33.132	80.931	90.873
Brüt Kâr	8.456	9.610	25.021	28.088
Brüt Kâr Marjı	29,1%	29,0%	30,9%	30,9%
FAVÖK	6.565	8.190	19.189	22.668
FAVÖK Marjı	22,6%	24,7%	23,7%	24,9%
Net Kâr	2.671	4.765	8.187	11.651
Net Kâr Marjı	9,2%	14,4%	10,1%	12,8%
Net Borç	39.706	23.769	39.706	23.769

Piyasa Çarpanları

	2023	2024	Son
F/K	11,7	14,2	61,9
PD/DD	1,0	1,5	7,5
FD/FAVÖK	6,2	7,7	34,4

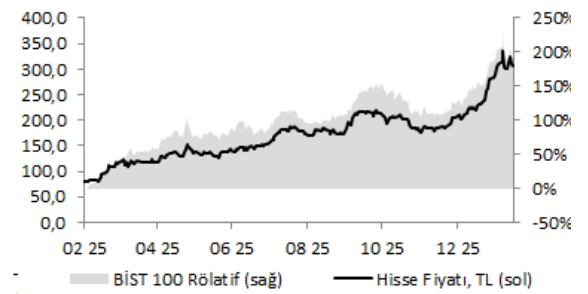
Kaynak: Şirket Verisi, PhillipCapital Araştırma

Ortaklık Yapısı

Hisse Sayısı (milyon)	Oran
TSK Güçlendirme Vakfı	3.383
Diğer	1.177
Toplam	4.560

Kaynak: Şirket Verisi

Hisse Fiyat Performansı



	1a	3a	6a	1y
Nominal	36,0%	45,6%	69,8%	243,4%
Rölatif	14,6%	18,1%	33,5%	159,3%
Ort. İşlem Hacmi milyon \$	360,1	208,4	170,5	153,9

Kaynak: BİST, Finnet

Banu Dirim

banu.dirim@phillipcapital.com.tr

Anıl Öztürk

anil.ozturk@phillipcapital.com.tr

Bölgesel Görünüm:

- **Asya-Pasifik:** Endonezya, Malezya ve Filipinler lokomotif pazarlar olmaya devam etmektedir. Endonezya Savunma Bakanı ve Malezya Başbakanı ile üst düzey görüşmeler sürmektedir.
- **Avrupa:** Polonya ile 2025 yılı içinde gerçekleştirilen 410 milyon USD tutarındaki ihracat sözleşmesi, Avrupa'daki varlığın genişlemesi için önemli bir başlangıç olarak değerlendirilmektedir.
- **Orta Doğu:** Bölgedeki jeopolitik belirsizlikler kısa vadeli tempoya baskı yapsa da, Körfez Bölgesi'nde hava savunma sistemlerine yönelik seçici fırsatlar takip edilmektedir.
- **Afrika ve Latin Amerika:** Kuzey Afrika ve Güney Amerika pazarlarında varlık genişletmeye yönelik faaliyetler sürdürülmektedir.

3. Yatırımlar, Kapasite ve Teknolojik Dönüşüm

Çelik Kubbe: Katmanlı hava savunma programının faz geçişleri takvime uygun ilerlemektedir. Ağustos 2025'te 47 farklı sistem bileşeni kuvvet komutanlıklarına teslim edilmiştir. 2025 yılında hava savunma sistemlerine yönelik iki önemli seri üretim sözleşmesi imzalanmıştır (10 Eylül 2025'te 1,65 milyar EUR, 11 Kasım 2025'te 1,12 milyar EUR değerinde). Bu sözleşmeler, 2025 yılında bakiye siparişlere önemli katkı sağlamıştır.

Proje kapsamında benzer büyüklükteki sözleşme akışının devamı halinde, hem backlog artışı hem de gelir görünürlüğü açısından önemli bir güvence oluşturacağı görüşülmektedir. SİPER sistemi halihazırda envanterde olup kritik bölgelerde aktif koruma sağlamaktadır.

Oğulbey Teknoloji Üssü: 1,5 milyar dolar yatırım bedeliyle hayata geçirilen tesis, ASELSAN'ın üretim kapasitesini 2 katın üzerine çıkaracaktır. Mevcut beş yerleşkenin toplam alanı yaklaşık 5 milyon metrekare iken, sadece Oğulbey bu toplamdan daha büyük bir alanı kapsamaktadır. Tesisin modüler yapısı sayesinde stratejik öncelikli bölümler öne alınmaktadır. Akıllı Mühimmat teknolojisine yönelik tesisinin 2026 ilk yarısında açılması, gelir katkısının ise 2026 yıl sonunda başlaması planlanmaktadır.

Mevcut Kapasite Yatırımları: 2025 yılında Gölbaşı yerleşkesinde kapasiteyi %40 artırmak amacıyla 280 milyon dolarlık ek yatırım yapılmış ve 14 yeni üretim tesisi devreye alınmıştır. Tesisler üç vardiya düzeninde tam kapasite çalışmaktadır. Üç vardiya düzeninde tam kapasiteyle çalışan tesislerdeki yüksek doluluk oranına paralel olarak; Oğulbey ve Gölbaşı yatırımları, artan talebi karşılamak adına atılan proaktif adımlardır.

AESA Burun Radarı: Yaklaşık 7-8 yıl önce yol haritasına alınan proje, artık operasyonel kullanım aşamasına gelmiştir. F-16, KAAN ve KIZILELMA gibi platformlara entegrasyon süreci devam etmektedir.

ALTAY Tankı: Teslimatlar 2025'te başlamış olup 2026'da ivme kazanması beklenmektedir.

Bahsi geçen projelerdeki ilerlemelerin önümüzdeki dönemde yeni iş kazanımlarını destekleyeceğini tahmin ediyoruz.

PhillipCapital Türkiye Görüşümüz:

ASELSAN'ın mevcut çarpanlarını, şirketin teknolojik dönüşümünü yansıtan yapısal bir "re-rating" süreci olarak değerlendiriyoruz.

Nitekim, gelişmekte olan ülkelerdeki benzer rakipleriyle karşılaştırıldığında daha iskontolu bir değerlendirme profiline sahip görünüyor. Şirketin 2026 tahmini FD/FAVÖK çarpanı 20,5x seviyesinde seyrederken, yurt dışı emsallerinin ortalaması 29,5x düzeyinde bulunuyor.

Operasyonel karlılıktaki güçlü momentum ve ihracat odaklı marj genişlemesinin bu olumlu görünümü orta vadede desteklemeye devam edeceğini öngörüyoruz.

Güçlü nakit akışı yaratan yüksek Ar-Ge kapasitesi ve 18 milyar dolara yaklaşan bakiye sipariş yapısı, şirketi makroekonomik dalgalanmalara karşı defansif, büyüme projeksiyonları açısından ise agresif bir pozisyonda tutuyor.

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.