

## ASELSAN

### Milli Güç ASELSAN Gelecek İçin Hazır...

**ASELSAN'ı 107,6 TL 12 aylık hedef fiyat ile araştırma kapsamımıza dahil ederken, %38'lik bir yükseliş potansiyeli ile "AL" tavsiyesi veriyoruz. Değerlememizde öne çıkan ana katalizörler şunlardır: (i) yeni sözleşme alımlarıyla rekor seviyedeki toplam bakiye seviyesinin korunması ve ii) jeopolitik riskler nedeniyle küresel savunma harcamalarındaki artış ve ASELSAN'ın rekabet gücünü koruyarak küresel savunmadaki yerini pekiştirmesi olarak öne çıkıyor. 2025 tahminlerimize göre, ASELSAN 19,4x F/K çarpanı ve 8,9x FD/FAVÖK çarpanı ile işlem görmektedir.**

**Tarihi zirveye ulaşan bakiye siparişler, 2025 yılında da yeni projelerle büyümeye devam edecek...** Bakiye siparişlerdeki artış eğilimi sürüyor. ASELSAN, 2024 yılında imzaladığı 5 milyar dolarlık yeni sözleşmelerle birlikte son açıklanan finansalları ile toplamda 12,6 milyar dolarlık bakiye sipariş tutarına ulaşmıştı. Bu siparişlerin %49'u dolar, %33'ü avro ve %18'i TL bazında kaydedildi. Maliyetlerin %68'inin TL olması, döviz kurlarındaki dalgalanmalara karşı şirketin maliyet kontrolünü desteklemektedir. Ayrıca, askeri ekipman ve stratejik projelerde elde edilen ivme, uluslararası müşterilerle imzalanan ihracat anlaşmalarının katkısıyla desteklenerek, bakiye siparişlerde güçlü bir artış trendi yaratmaya devam edecektir. Bu dinamik, Aselsan'ın büyüme stratejilerinde önemli bir kilometre taşı olarak öne çıkmaktadır. ASELSAN'ın ihracat odaklı büyüme stratejisi kapsamında, 2024 yılının ilk dokuz ayında yurt dışı sözleşmeleri geçen yılın aynı dönemine kıyasla %52 oranında artış gösterdi. Şirketin yeni sipariş girişlerinin 2023 yılındaki seviyelere yaklaşacağı tahmin edilmekte ve bu durum güçlü büyüme potansiyelinin devam ettiğini ortaya koyuyor. Şirketin 2024 yılını yaklaşık 13 milyar USD tutarında bakiye siparişle kapatacağını hesaplıyoruz. Projeksiyonlarımıza göre, şirketin FAVÖK rakamının 2024 yılında 855 milyon USD seviyesinden 2027'de 1,3 milyar USD'ye ulaşacağını ve bu süreçte yıllık bileşik büyüme oranının (CAGR) %12,7 olarak gerçekleşeceğini öngörüyoruz.

**ASELSAN'ın küresel savunmadaki yeri ve stratejik projelerle rekabet gücü ivme kazanacak...** 2025 yılı için Jandarma, Milli Savunma Bakanlığı ve Emniyet Genel Müdürlüğü'ne tahsis edilen ekipman ve malzeme alım bütçesi 9,2 milyar USD (yaklaşık 385,7 milyar TL) olarak belirlenmiştir. Bütçe artışları, ASELSAN'ın faaliyet gelirlerine pozitif katkı sağlarken, şirketin savunma sanayi alanındaki katma değeri yüksek projeler ise kârlılık performansını destekleyecek. ASELSAN hem iç pazardaki güçlü konumu hem de Orta Vadeli Program (2025-2027) kapsamında savunma sanayi Ar-Ge çalışmalarına verilen önemin artmasıyla birlikte olumlu etkiler görmesi beklenen sektöründe lider pozisyonunu sürdürmektedir.

### ASELS

### AL

12 Aylık Hedef Fiyat **107,6 TL**  
Getiri Potansiyeli **%38**

#### Pay bilgileri

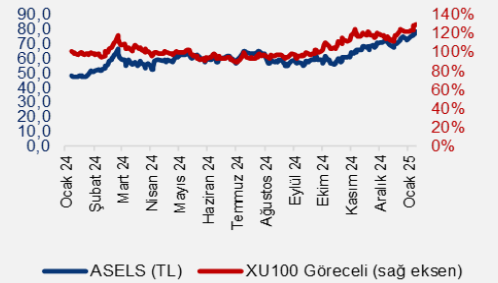
Pay Kodu	ASELS TI
Pay fiyatı (09.01.2025)	78,20
Pay fiyatı aralığı (52 haftalık)	47 / 78
Piyasa Değeri (TL mn - mn USD)	356.592 - 10.104
Pay adedi (mn) & halka açıklık oranı	4560 - 26%
Yabancı Takas Oranı	31,90%
Pazar	Yıldız
Sektör	Savunma

Ortalama işlem hacmi	1 Ay	3 Ay	12 Ay
milyon ABD doları	55,6	60,5	62,2

Fiyat performansı	1 Ay	3 Ay	YBB
TL	10%	33%	74%
USD	8%	29%	45%
BIST-100'e göre performans	13%	22%	30%

Tahminler (TL mn)	2023	2024T	2025T
Net satışlar	73.593	117.686	166.958
FAVÖK	16.027	28.604	43.771
Net kâr	7.290	12.354	18.357

Değerleme	2023	2024T	2025T
F/K	48,9x	28,9x	19,4x
F/DD	3,0x	7,7x	5,7x
FD/FAVÖK	24,2x	13,6x	8,9x



**Oğuzhan Kaymak**

+90 212 355 2622

oguzhan.kaymak@tacirler.com.tr

**Eren Bozdoğan**

+90 212 355 2637

eren.bozdogan@tacirler.com.tr

Programda, yüksek katma değerli yerli üretim politikalarının desteklenmesi de ASELSAN'ın stratejik projelerine ivme kazandırmaya devam edecektir. Demir Kubbe Projesi'nin Savunma Sanayi İcra Komitesi kararları arasında yer alması beklenmektedir. Bugüne kadar, kısa, orta ve uzun menzilli hava savunma sistemleri için Ar-Ge ve seri üretim anlaşmaları imzalanmıştır. Demir Kubbe Projesi, bu katmanların tamamını kapsayan ve daha fazla sayıda hava savunma sistemi içeren kapsamlı bir yapı sunmaktadır. Çok katmanlı hava savunma sistemi kapsamında erken ihbar radarları, elektronik harp suitleri ve tüm irtifalara yönelik hava savunma sistemleri yer alacak. Bu bağlamda, ASELSAN'ın bu projede önemli bir rol oynayacağı ve bu durumun şirketin sipariş birikimine olumlu katkı sağlayacağını öngörüyoruz. Ayrıca, devletin savunma bütçesindeki artışlar, ASELSAN için önemli bir avantaj sağlamaktadır. Tedarik ağı, ileri teknoloji çözümleri ve nitelikli insan kaynağı ile ASELSAN, Türk savunma sanayisinde olduğu kadar global arenada da konumunu güçlendirmektedir.

Savunma sanayisinde uluslararası rekabet gücünü artırmak ve altyapılarını geliştirmek amacıyla Türk şirketleri, Ar-Ge projeleri, vergi teşvikleri ve üretim yatırımlarına yönelik desteklerden aktif şekilde yararlanmaktadır. Kamu desteklerinin yanı sıra, yerel savunma sanayisinin büyümesini hedefleyen Sanayi Katılımı/Offset programları, şirketlerin yeteneklerini geliştirmeye ve sektördeki konumlarını güçlendirmeye katkı sağlamaktadır. ASELSAN, özellikle mühendislik temelli uzman iş gücünü kullanarak Ar-Ge çalışmalarında önemli başarılarla imza atmakta ve sektördeki liderliğini sürdürmektedir. Bunun yanı sıra, şirketin 31 Aralık 2028'e kadar geçerli vergi muafiyetlerinden faydalanması, avantajlı finansman seçeneklerinden istifade etmesi stratejik büyüme hedeflerini destekleyen güçlü bir mekanizma sunmaktadır. Tüm bu gelişmeler, Türk savunma sanayi firmalarının küresel pazarlarda daha sağlam bir yer edinmesini sağlayacak temel unsurlar arasında yer almaktadır.

**Küresel rakiplerine kıyasla iskontolu işlem gören ASELSAN, yüksek kârlılık göstergeleriyle sektörde dikkat çekiyor...** ASELSAN 2025T tahmini kazançlarına göre, sırasıyla 8,9x EV/EBITDA ve 19,4 F/K çarpanlarıyla işlem görmektedir. Bu çarpanlar, küresel rakiplerine kıyasla ortalama %35,6 ve %2,5 oranında bir iskontoya işaret etmektedir. ASELSAN'ın 2025T EBITDA marjı, küresel rakipleri arasında kârlılık açısından en yüksek seviyelerde olup, %80 üzerinde olan döviz cinsinden bakiye siparişlere ve Türkiye'nin küresel savunma sanayindeki artan etkisine sahiptir.

**ASELSAN, daha katma değerli bir satış karması sayesinde EBITDA marjını tarihi ortalamaların üzerine taşıyarak finansal performansında dikkat çeken performansını sürdürmektedir...** Şirketin, güçlü sipariş portföyü, yatırımların sermayeleştirilmesi ve daha yüksek katma değerli satışların etkisiyle yılı %24,3 seviyesinde bir EBITDA marjıyla kapatmasını öngörüyoruz. FAVÖK marjı, son 10 yılın ortalaması olan %21,1 seviyesinin üzerinde seyretmektedir. Ancak, TL ağırlıklı harcama yapısı nedeniyle, şirketin döviz kazanan bir yapıya sahip olmasına rağmen güçlü TL ve yüksek enflasyonun olumsuz etkilerine maruz kaldığı belirtilmektedir. 2025 yılında, artan ihracat siparişlerinin operasyonel marjlar üzerinde olumlu bir etki yaratabileceğini ve bu durumun, 2024 yılına kıyasla şirketin operasyonel kârlılığını daha da güçlendirebileceğini öngörüyoruz.

4Ç24'te de bu eğilimin devam edeceğini öngörüyor ve yıl için %31,5 seviyesinde bir brüt kâr marjı ile %10'luk bir OPEX/Satış oranı tahmin ediyoruz. Bununla birlikte, satış karmasındaki dönüşümün sağladığı marj artışı, OPEX içerisinde AR-GE giderlerinin büyük çoğunluğunun bir sözleşmesinin bulunması (müşteri kaynaklı olması) ve artan ihracat gelirleri gibi faktörlerin etkisi daha belirgin şekilde ortaya çıkacaktır. Bu gelişmelerin, şirketin sürdürülebilir karlılığını destekleyeceğini düşünüyoruz. Ayrıca, ASELSAN'ın son çeyrekte tahsilatlardakindeki ivmelenmenin, şirketin net borç pozisyonunda bir miktar iyileşme yaratmasını bekliyoruz. Aynı zamanda değerlendirme periyodumuzda ASELSAN'ın nakit akışının kademeli şekilde artacağını hesaplıyoruz. Bu gelişmelerin, ASELSAN'ın mali performansını desteklemesi ve finansal esnekliğini artırması muhtemel görülmektedir.

**Sermaye harcamalarının (CAPEX) toplam gelire oranının zaman içinde ılımlı şekilde normalleşeceğini öngörüyoruz.** ASELSAN elde ettiği gelirleri, seri üretim alt yapılarını kuvvetlendirmede ve AR-GE faaliyetlerinde kullanmakta. Yeni kapasite artırımlarının tamamlanması ve ileri teknolojilerin etkin kullanımının sağlanmasıyla yatırımların daha dengeli bir seviyeye ulaşması beklenmektedir. Sermaye harcamalarının (CAPEX) önemli bir kısmı, ağırlıklı olarak Ar-Ge giderlerinden oluşan maddi olmayan varlıklardan oluşmaktadır. Bu giderlerin %80'i müşteriler (hükümet) tarafından, %20'si ise özkaynaklar ile finanse edilmektedir. Bu harcamalar, sözleşmeli veya sözleşmesiz olarak sınıflandırılmaktadır. Sözleşmeli projelerin yani müşteriler tarafından finanse edilenlerin maliyetleri gelir tablosunda 620 hesap kodunda, özkaynakla finanse edilen projeler ise 630 hesap kodunda kaydedilmektedir.

Ek olarak, şirketin, radar sistem entegrasyonu ve üretim otomasyon merkezi kapasitesinin artırılması, savunma teknolojileri tesisine yeni platform eklenmesi ve foton dedektör ile nanoteknoloji tesislerinin geliştirilmesi gibi projelerle küresel savunma sanayindeki artan taleplere yanıt vermeyi hedeflediği anlaşılmaktadır. 2024 yılında yatırım harcamalarının (CAPEX) hasılatı oranının %12,3 seviyesinde gerçekleşmesini ve bu oranın ilerleyen yıllarda %7,2 seviyesine kadar gerileyebileceğini öngörüyoruz.

**Riskler:** Değerlememizde ana riskler olarak; i) kurdaki kazançların sınırlı olması ve TL'nin güçlü seyri kur farkı gelirleri üzerinde baskı unsuru yaratması ii) jeopolitik ve ekonomik gelişmeler sonucunda savunma bütçelerinde olası düşüşler yer almaktadır.

## Yatırım Teması

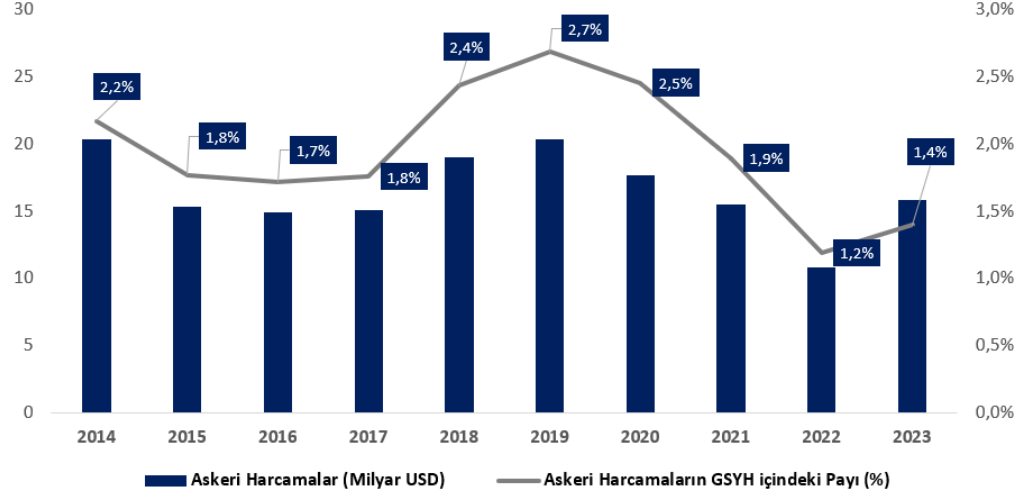
### ASELSAN'ın Ürün Yelpazesi ve Savunma Sanayindeki Rolü

Küresel savunma sanayinin önde gelen aktörlerinden biri olan ASELSAN, Türkiye'de askeri ve sivil haberleşme sistemlerinden aviyonik ve radar teknolojilerine, elektronik harp sistemlerinden ketn güvenliği ve demiryolu sinyalizasyon çözümlerine kadar geniş bir ürün yelpazesi sunmaktadır. Ayrıca, atış kontrol, komuta kontrol, su üstü platformalara yönelik çözümler, güvenlik, ulaşım, enerji ve güdüm sistemleri gibi çeşitli alanlarda tasarım, geliştirme, üretim, entegrasyon, modernizasyon ve satış sonrası hizmetlerde önemli bir yer edinmiştir. Şirket, çeşitlendirilmiş ve uzun vadeye yayılan yüksek hacimli siparişlerle faaliyetlerini sürdürülebilir bir şekilde sektör lideri olarak devam etmektedir. Ek olarak ASELSAN, savunma sanayindeki liderliğini ve teknoloji geliştirme alanındaki öncü konumunu daha da güçlendirme hedefiyle organizasyon yapısında önemli bir dönüşüme gitti. Bu kapsamda, Mikroelektronik Güdüm ve Elektro-Optik (MGEO) Sektör Başkanlığı, şirketin büyüme stratejilerine katkı sağlamak, ileri teknolojiye yönelik odaklanmayı artırmak ve küresel düzeyde yenilikçi çözümler geliştirme kapasitesini yükseltmek amacıyla "Aviyonik ve Güdüm Sistemleri Sektör Başkanlığı" ve "Mikroelektronik ve Elektro-optik Sektör Başkanlığı" olmak üzere iki ayrı yapıya ayrılmıştır.

### Jeopolitik Gerginliklerin Savunma Harcamalarına Etkisi

Rusya-Ukrayna ve İsrail-Filistin çatışmaları gibi küresel ölçekte etkili olan jeopolitik krizler, özellikle sınır bölgelerinde yer alan ülkelerin savunma harcamalarında kayda değer bir artışa sebep olmuştur. NATO'nun, üye ülkelerin savunma bütçelerini Gayri Safi Yurtiçi Hasıla'nın (GSYH) %2'sinin üzerine çıkarma hedefi, bu harcama artışını daha da ivmelendirmektedir. Özellikle Polonya gibi ülkeler GSYİH'lerinin %4'ünden fazlasını savunmaya ayırırken, Türkiye'nin savunma bütçesi 1,6 trilyon TL olarak belirlenmiştir. 2025 yılı itibarıyla, Türkiye'nin savunma ve iç güvenlik bütçesinin NATO'nun %2 GSYİH kriterini aşması beklenmektedir. Ayrıca, 2024 yılında NATO üyesi 23 ülke, GSYİH'lerinin en az %2'sini savunmaya ayırma hedefini karşılarken, bu sayı 2014'te yalnızca üç ülkeydi. Son on yılda, Avrupa üyesi ülkeler ve Kanada'nın ortak savunma yatırımları, 2014'teki %1,43 seviyesinden 2024'te %2,02'ye yükselerek istikrarlı bir artış göstermiştir.

Savunma sanayi alanında, yapay zeka, otonom sistemler, siber güvenlik ve uzay teknolojilerinde önemli atılımlar yapılması beklenmekte, bu teknolojilerle yeni nesil tehditlere karşı hazırlıklar hızlandırılmaktadır. Türk savunma sanayi, hizmet sektörü hariç 2025 yılına kadar 7,3 milyar USD tutarında ihracat hedeflerken, sektördeki yerlilik oranını %82'ye çıkarma ve istihdamı artırma planları da gündemdedir. Bu projeksiyonlar, NATO ülkelerinin modernize edilmiş kapasitelerle caydırıcılığı güçlendirme ve güvenlik tehditlerine daha etkin yanıt verme çabalarının bir yansımasıdır. NATO'nun en büyük ikinci ordusuna sahip olan Türkiye'nin bu çerçevede savunma yatırımlarını artırması, ASELSAN'ın büyümesini desteklemenin yanı sıra, şirketin savunma sanayindeki kritik konumunu daha da güçlendirmektedir.

**Tablo:** Türkiye’de Askeri Harcamaların Toplam GSYH İçindeki Payı

**Kaynak:** TÜİK, Tacirler Yatırım Araştırma

**“Çelik Kubbe” projesi şirketin ana faaliyet gelirlerine yıllara yayılan kademeli katkı sağlayacaktır.** Türkiye, savunma sanayisinde önemli bir adım olarak “Çelik Kubbe” (Steel Dome) projesini hayata geçirmeye yönelik çalışmalarını hızlandırmıştır. Proje, kısa menzilli roket, füze ve insansız hava aracı (İHA) saldırılarına karşı sivil halkı ve kritik altyapıları korumayı hedeflemektedir. Yerli teknolojilere ağırlık verilmesi, Türkiye’nin hem kendi güvenliğini sağlaması hem de bölgesel caydırıcılığını artırması açısından stratejik bir önem taşımaktadır. Cumhurbaşkanlığı başkanlığında gerçekleştirilen Savunma Sanayii İcra Komitesi (SSİK) toplantısında son hali verilen proje, ASELSAN liderliğinde geliştirilen KORKUT, HİSAR-A+, SİPER ve GÖKBERK gibi hava savunma sistemlerini entegre bir modelde bir araya getirecektir. Proje kapsamında radar ve elektro-optik sensörler, hedefleri hassas bir şekilde tespit, sınıflandırma ve izleme görevini üstlenecektir. Çelik Kubbe projesi, ASELSAN’ın finansal görünümüne yıllara yayılan önemli katkılar sağlayacak şekilde tasarlanmıştır. Şirketin, 2025 yılında %42 gelir artışıyla 166,9 milyar TL’ye ulaşmasını ve 13,6 milyar USD tutarında bir bakiye sipariş portföyü elde edeceğini öngörüyoruz. Milli önem taşıyan bu proje, ASELSAN’ın mevcut ürünlerinin seri üretime geçişiyle birlikte sektördeki konumunu güçlendirmeye katkı sağlayacaktır.

### **ASELSAN'ın Küresel Başarıları**

ASELSAN, uluslararası alandaki başarısını 2023 yılında Defense News tarafından hazırlanan küresel savunma şirketleri sıralamasında da kanıtlamıştır. Şirket, bu listede 47. sıradan 42. sıraya yükselerek küresel ölçekteki konumunu daha da güçlendirmiştir. 2030 yılına kadar hedefini daha da ileri taşıyarak bu sıralamada 30. sıraya yerleşmeyi amaçlamaktadır. Bu hedefe ulaşma yolunda ASELSAN, Foton Dedektör, Nanoteknoloji, EO FLIR sistemleri, Savunma Sistem Teknolojileri Üretim ve Test Merkezi ile Radar Sistem Entegrasyonu gibi yatırımlarıyla dikkat çekmektedir. Şirketin bu projeleri, gelecek yıllarda yaratacağı katma değerle hem yıllık gelir artışını olumlu yönde etkileyecek hem de uzun vadeli hedeflerini gerçekleştirmesinde kritik bir rol oynayacaktır.

### **NATO Politikaları ve ABD'nin Rolü**

Donald Trump'ın yeniden ABD Başkanı seçilmesi, NATO'nun geleceği ve üye ülkelerin savunma politikaları üzerinde derin etkiler yaratabilir. Trump, önceki başkanlık döneminde NATO'yu sert bir şekilde eleştirerek, üye ülkelerin savunma harcamalarını artırmaları gerektiğini vurgulamıştı. Özellikle Avrupa ülkelerinin savunma bütçelerinin Gayri Safi Yurtiçi Hasıla'nın (GSYH) %2'sine ulaşmamasını eleştirmiş ve ABD'nin ittifak içindeki rolünü sorgulamıştı. Ocak ayında Trump'ın yeniden başkanlık koltuğuna geçmesiyle beraber, NATO üyesi ülkeler üzerindeki savunma harcamalarını artırma baskısının daha da artması muhtemeldir. Nitekim, Trump'ın savunma harcamaları hedefini %5'e çıkarma planları olduğu belirtilmektedir. Bu durum, NATO üyesi ülkelerin savunma bütçelerinde önemli artışlara yol açabilir. Özellikle Türkiye gibi NATO'nun en büyük ikinci ordusuna sahip ülkelerde, savunma sanayine yapılan yatırımların artması beklenmektedir. Bu artışlar, ASELSAN gibi savunma sanayinin önde gelen şirketleri için yeni fırsatlar yaratabilir ve sektördeki büyümeyi destekleyebilir. Ayrıca, Trump'ın NATO'nun işlevini sorgulayan tutumu, üye ülkelerin kendi savunma kapasitelerini güçlendirme gerekliliğini daha da ön plana çıkarabilir. Bu durumun da, savunma sanayine olan talebin artmasına ve ASELSAN gibi şirketlerin stratejik önemini daha da pekişmesine katkı sağlayabilir.

**Tablo:** 2024 Yılı İtibarıyla İmzalanan Yüksek Tutarlı Sözleşmeler

Müşteri	Proje Başlığı	Sözleşme Tutarı	Teslimat Yılları
Milli Savunma Bakanlığı	Savunma Amaçlı Ekipman Tedariği	556,5 mn USD	
TAIS Ortak Girişimi ve STM İş Ortaklığı	MİLGEM 9-12 Gemileri için Savaş Sistemleri ve Operasyonel Yükler	458 mn USD	
Savunma Sanayii Başkanlığı	Şehir Güvenliği Sistemleri	353,8 mn USD	End of 2027
TUSAŞ	Aviyonik, Haberleşme, Radar, Elektro-Optik, Elektronik Harp, Seyrüsefer ve GÜDÜM sistemleri	329 mn USD	2024-2028
Savunma Sanayii Başkanlığı	GÜDÜM Kitleri	316,6 mn USD + 1,2 mlr TL	2025-2028
DEARSAN-DESAN-ÖZATA	Deniz platformlarına yönelik tedarik	210,1 mn EUR	2025-2029
Savunma Sanayii Başkanlığı	Hava Savunma Radar Sistemleri	170,9mn USD + 1,9 mlr TL	2026-2031
Savunma Sanayii Başkanlığı	Kamu Güvenliği İletişim Tedariki	139,2mn USD	2025-2028
Savunma Sanayii Başkanlığı	Hava Savunma Radar Sistemleri	135,1 mn EUR+ 1,6 mlr TL	2026-2029
ROKETSAN	Füze Alt Bileşenleri ve Hedefleme Başlıklarının Üretimi	20,1 USD + 45 mn EUR +476,3 mn T	2024-2028
TUSAŞ	Uzay ve Savunma Teknolojileri	110 mn USD	
Savunma Sanayii Başkanlığı	Elektronik Savaş Sistemleri	109,7 mn USD	
Savunma Sanayii Başkanlığı	Petrol ve Doğal Gaz Boru Hatları Güvenliği	105,5 mn USD	2025-2028
Baykar	Dost-Düşman Tanımlama, Uydu İletişim, Telsiz ve Sürü İHA Elektro-Optik Sistemleri	95,1 mn USD	
Savunma Sanayii Başkanlığı	Denizaltı Torpido Savunma, Hava Komuta Kontrol ve Kent Güvenliği Sistemlerinin Tedariği	94,5mn USD	2025-2029
Savunma Sanayii Başkanlığı	Yakın Mesafe Hava Koruma Sistemleri	82 mn EUR	2024-2027
Savunma Sanayii Başkanlığı	Füze Alt Bileşenleri ve Hedefleme Başlıkların Üretimi	84 mn USD	
HAVELSAN-TUSAŞ	Dost-Düşman Tanıma, Seyrüsefer ve Haberleşme Sistemleri Tedariği	84 mn USD	
Uluslararası Müşteri	Genel Savunma Sistemleri	79 mn USD	
HAVELSAN	Hava ve Dost-Düşman Ayırt Etme Teknolojileri	68 mn USD	
ROKETSAN	Hava Güvenliği için Füze Alt Bileşenleri	64 mn USD	
TUSAŞ	Hava Platformları için Aviyonik Süiti, Radar Sistemleri, Dost-Düşman Tanıma Sistemi	60,3mnUSD	2025-2028
Türk Devletleri Teşkilatı üyesi bir ülke	Elektro-optik ve haberleşme Sistemleri	58,6mn USD	
STM	Elektronik Savaş, Radar, Dost-Düşman Tanımlama ve Uzaktan Kontrollü Silah Sistemleri	58,6 mn USD	
TCDD Taşımacılık A.Ş.	Kara Araçları Üzerine Entegre Edilen Sinyalizasyon Çözümleri	56 mn USD	2026-2028
TUSAŞ	Hava Araçlarına Özel Güç Sistemleri, Entegrasyonu ve Seri Üretimi	55 mn USD	
Uluslararası Müşteri	Kara Silah Sistemleri	50,8mn USD	

**Kaynak:** ASELSAN, Tacirler Investment Research

\*50 milyon USD üzeri tutarlar eklenmiştir.

## Benzer Şirket Karşılaştırması

ASELSAN'ın küresel piyasalardaki emsalleriyle karşılaştırıldığında, şirketin 2025 tahmini FD/FAVÖK rasyosunun 8,9 seviyesinde olduğu görülmektedir. Buna karşılık, sektör ortalaması 13,76 çarpanıyla işlem görmektedir. Bu durum, ASELSAN'ın uluslararası emsallerine göre yaklaşık %35,6 iskonto ile işlem gördüğünü göstermektedir.

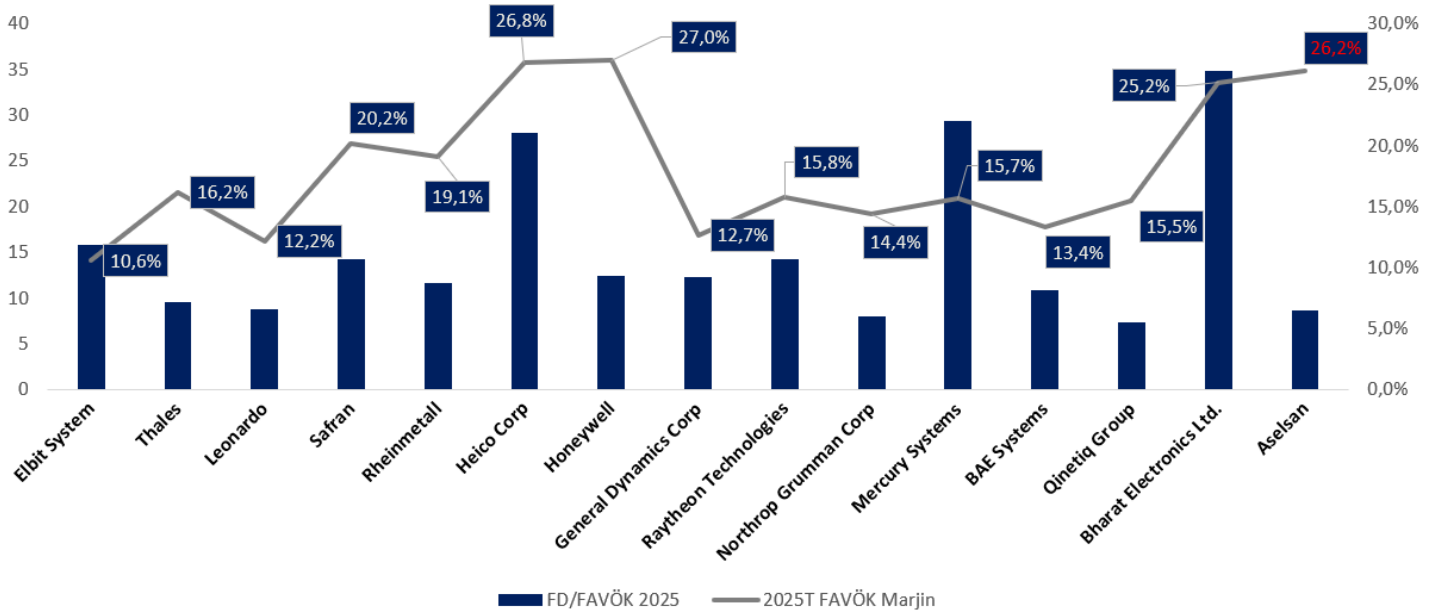
**Tablo:** Emsal Şirket Analizi

Benzer Şirketler	Ticker	Mcap (bnUSD)	F/K 2025	FD/FAVÖK 2025
<b>OrtaDoğu</b>				
Elbit System	ESLT US	11,7	27,91	16,7
Arabian Military Industries	SAMI			
<b>Avrupa</b>				
Thales	HO FP	29,5	14,71	9,6
Leonardo	LDO IM	15,2	15,31	8,8
Safran	SAF FP	89,9	25,93	14,5
Rheinmetall	RHM GR	28,1	20,62	11,8
<b>ABD</b>				
Heico Corp	HEI US	29,0	55,92	28,1
Honeywell	HON US	149	20,71	15,35
General Dynamics Corp	GD US	73	16,40	12,51
Raytheon Technologies	RTX US	156	19,22	14,39
Northrop Grumman Corp	NOC US	68,0	16,61	13,12
Mercury Systems	MRCY US	2,5	143,37	29,91
<b>Birleşik Krallık</b>				
BAE Systems	BAE LN	45	15,20	10,56
Qinetiq Group	QQ LN	2,9	12,95	7,77
<b>Hindistan</b>				
Bharat Electronics Ltd.	BHE IN	25,03	44,86	34,21
<b>Medyan</b>			<b>19,92</b>	<b>13,76</b>
<b>Türkiye</b>				
Aselsan	ASELS TI	9,35	19,43	8,86
<b>İskonto/Prim</b>			<b>-2,5%</b>	<b>-35,6%</b>

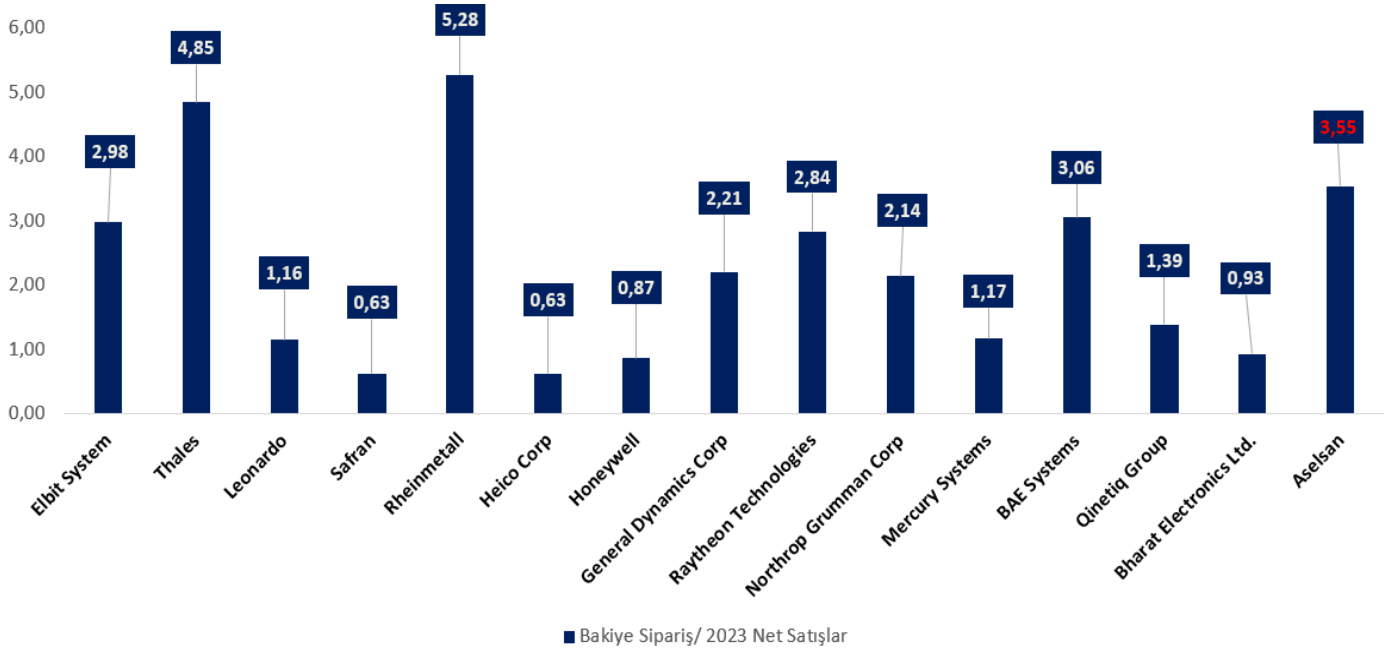
*Kaynak: Bloomberg, Tacirler Yatırım Araştırma*

*\*ASELSAN çarpanları tahminlerimize göre hesaplanmıştır.*



**Tablo:** ASELSAN ve Emsal Şirketler FD/FAVÖK ve FAVÖK Marjı Karşılaştırması

**Kaynak:** Şirket Faaliyet Raporları, Tacirler Yatırım Araştırma

**Tablo:** Emsal Şirketler 2023 Yılı Bakiye Sipariş/ Net Satışlar Karşılaştırması

**Kaynak:** Şirket Faaliyet Raporları, Tacirler Yatırım Araştırma

## Değerleme Tablosu – İNA ve Emsal Şirket Analizi

ASELSAN için değerlendirme çalışmamızda, %70 İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) ve %30 Emsal Şirket Analizi yöntemlerini ağırlıklandırarak kullandık. İNA modelimize göre, 2024-2033 dönemine ait nakit akımları projeksiyonları doğrultusunda, ASELSAN için 12 aylık hedef fiyatımız pay başına 100,0 TL olarak hesapladık. Ayrıca, 2025T FD/FAVÖK rasyosuna göre sektörün ortalama çarpanı 13,76 olarak belirlenmiş, ASELSAN'ın ise yurtdışı emsallerine kıyasla yaklaşık %35,6 iskontolu işlem gördüğü hesaplanmıştır. Bu kapsamda, İNA ve çarpan analizinden elde edilen sonuçlara sırasıyla %70 ve %30 ağırlık verilerek yapılan modelleme, ASELSAN için 107,60 TL seviyesinde hedef fiyata işaret etmektedir. Bu hedef fiyat, şirketin son kapanış fiyatına %38'lik bir getiri potansiyeline işaret etmektedir. Projeksiyon dönemimiz için hesapladığımız ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti (AOSM) %25,5 düzeyindedir.

TL mn	2024T	2025T	2026T	2027T
<b>Net Satışlar</b>	<b>117.686</b>	<b>166.958</b>	<b>221.147</b>	<b>274.256</b>
Büyüme%	59,9%	41,9%	32,5%	24,0%
<b>FAVÖK</b>	<b>28.604</b>	<b>43.771</b>	<b>60.150</b>	<b>75.019</b>
Büyüme%	78,5%	53,0%	37,4%	24,7%
FAVÖK Marjı %	24,3%	26,2%	27,2%	27,4%
Vergiler	0	0	0	0
Yatırımlar	-14.397	-21.705	-25.432	-30.168
Net İşletme Sermayesi Değişimi	4.666	11.552	15.577	12.530
<b>Serbest Nakit Akımları</b>	<b>9.541</b>	<b>10.515</b>	<b>19.141</b>	<b>32.321</b>
SNA Marjı %	8,1%	6,3%	8,7%	11,8%
AOSM	26,6%	25,7%	24,8%	24,9%
<b>İNA</b>	<b>7.539</b>	<b>6.649</b>	<b>9.852</b>	<b>13.284</b>
Sonsuz Büyüme Oranı	11,0%			
Sonsuz Büyüme Değeri	1.498.293			
<b>Sonsuz Büyüme Değeri (BD)</b>	<b>225.246</b>			
Nakit Akımlarının Bugünkü Değeri	149.103			
<b>Firma Değeri</b>	<b>374.349</b>			
Net Borç	29.788			
Azınlık Payları	1.386			
İştirakler	1.153			
<b>Özkaynak Değeri</b>	<b>344.328</b>			
Ödenmiş Sermaye	4.560			
<b>Hisse Hedef Fiyatı (12 Aylık)</b>	<b>100,0</b>			
Emsal Şirket Analizi				
Medyan FD/FAVÖK	13,76			
<b>İskonto Oranı</b>	<b>-35,6%</b>			
2025T FAVÖK	43.771			
<b>FD/FAVÖK'e Göre Hisse Fiyatı</b>	<b>125,5</b>			
70-30 İNA ve Emsal Şirket Değerlemesi				
<b>Hedef Hisse Fiyatı (12 Aylık)</b>	<b>107,6</b>			
Hisse Fiyatı	78,20			
<b>Getiri Potansiyeli</b>	<b>38%</b>			

## Projeksiyonlar

Bilanço	2023	2024T	2025T
Nakit ve benzerleri	8.980	12.196	19.840
Ticari alacaklar	27.978	32.160	41.168
Stoklar	43.715	52.374	62.467
Finansal yatırımlar	0	0	0
Maddi duran varlıklar	48.743	56.174	66.518
Diğer duran varlıklar	75.159	79.794	87.773
<b>Toplam varlıklar</b>	<b>232.698</b>	<b>277.766</b>	<b>337.299</b>
Kısa vadeli borçlanmalar	25.553	35.841	49.177
Ticari borçlar	20.194	28.369	35.919
Uzun vadeli borçlanmalar	1.535	5.869	8.348
Diğer uzun vadeli yükümlülükler	37.220	116.363	122.181
<b>Uzun vadeli yükümlülükler</b>	<b>122.232</b>	<b>130.529</b>	<b>145.014</b>
<b>Özkaynaklar</b>	<b>118.621</b>	<b>46.256</b>	<b>62.142</b>
Ödenmiş sermaye	4.560	4.560	4.560
<b>Toplam kaynaklar</b>	<b>232.698</b>	<b>277.766</b>	<b>337.299</b>
Net borç	18.107	29.514	37.685
Net işletme sermayesi	51.498	56.165	67.716

## Oranlar

Karlılık			
Özkaynak kârlılığı	%7,3	%15,0	%33,9
Net kâr	%9,9	%10,5	%11,0
Aktif devri	0,4x	0,5x	0,7x
Kaldıraç	1,8x	2,7x	4,7x
Aktif kârlılığı	%4,2	%5,7	%7,2
<b>Kaldıraç</b>			
Finansal borç/toplam varlıklar	%13	%18	%21
Net borç/özsermaye	0,15	0,64	0,61
Net borç/FAVÖK	1,13	1,03	0,86

## Hisse başına (TL)

Net kâr	1,60	2,71	4,03
Özkaynak	26,01	10,14	13,63
Temettü	-0,05	-0,24	-0,54

Gelir tablosu	2023	2024T	2025T
<b>Net satışlar</b>	<b>73.593</b>	<b>117.686</b>	<b>166.958</b>
Brüt kâr	20.105	37.043	52.956
Faaliyet giderleri	-7.480	-11.900	-15.060
Esas faaliyet kârı	12.625	25.143	37.896
<b>FAVÖK</b>	<b>16.027</b>	<b>28.604</b>	<b>43.771</b>
Net diğer gelir	12.349	2.793	835
Net finansman geliri	-17.797	-23.778	-24.265
Vergi öncesi kâr	7.210	4.213	14.406
Vergi gideri	165	8.390	4.322
<b>Net kâr</b>	<b>7.290</b>	<b>12.354</b>	<b>18.357</b>

## Nakit akış tablosu

FAVÖK	16.027	28.604	43.771
Vergi gideri	-1.263	0	0
Yatırımlar	-12.140	-14.397	-21.705
İşletme sermayesi değişimi	15.425	4.666	11.552
<b>Serbest nakit akışı</b>	<b>-12.800</b>	<b>9.541</b>	<b>10.515</b>

## Büyüme ve marjlar

Net satışlar	%10	%60	%42
FAVÖK	%14	%78	%53
Net kâr	%469	%69	%49
Brüt marj	%27,3	%31,5	%31,7
Esas faaliyet kâr marjı	%0,0	%0,0	%0,0
FAVÖK marjı	%21,8	%24,3	%26,2
Net marj	%9,9	%10,5	%11,0
Serbest nakit akışı marjı	-%17,4	%8,1	%6,3

## Değerleme

F/K	48,9x	28,9x	19,4x
F/DD	3,0x	7,7x	5,7x
FD/FAVOK	24,2x	13,6x	8,9x
FD/Net satışlar	5,1x	3,3x	2,4x
Temettü verimi	-%0,1	-%0,3	-%0,7
Serbest nakit akışı verimi	-%3,6	%2,7	%2,9

Kaynak: Tacirler Yatırım Araştırma

\* Bütün rakamlar milyon TL olarak ifade edilmiştir.

## Yatırım Merkezlerimiz

## Genel Müdürlük

Nispetiye Cad. B-3 Blok Kat: 9 Akmerkez Etiler - İSTANBUL  
0 212 355 46 46

<b>Adana</b>	Cemal Paşa Mah. Gazipaşa Bul. Cemal Uğurlu Apt. Kat: 1 D: 4	(0 322) 457 77 55
<b>Akatlar İrtibat Bürosu</b>	Akat Mahallesi Meydan Caddesi B Blok No: 16 D: 8 (Eski No D: 10) Beşiktaş	(0 212) 355 46 46
<b>Ankara</b>	Remzi Oğuz Arık Mah. Tunalı Hilmi Cad. Yaprak Apt. No: 94 Kat: 2 D: 9 Kavaklıdere Çankaya	(0 312) 435 18 36
<b>Ankara - Çukurambar İrtibat Bürosu</b>	Kızılırmak Mah.Ufuk Üniversitesi Cad. Next Level Loft Ofis No: 4/65 Kat: 24 Söğütözü Çankaya	(0 312) 909 87 70
<b>Antalya</b>	Şirinyalı Mah. İsmet Gökşen Cad. Özden Apt. No:82/6 Muratpaşa	(0 242) 248 45 20
<b>Bakırköy</b>	İstanbul Cad. Bakırköy İş Merkezi No: 6 Kat: 4 D: 14 Bakırköy	(0 212) 570 52 59
<b>Bodrum İrtibat Bürosu</b>	Konacık Mahallesi, Atatürk Bulvarı, Arbor-Abdullah Ünal Çabuk İş Merkezi No: 285/1-A6 Bodrum	(0 212) 355 46 46
<b>Bursa</b>	Konak Mah. Barış (120) Sokak , Ofis Artı Binası, Dış kapı No:3 Daire:33 Nilüfer-BURSA	(0 224) 225 64 10
<b>Çankaya İrtibat Bürosu</b>	Çankaya Mahallesi Cinnah Caddesi Cinnah Apartmanı No: 55 D: 7-8 Çankaya / ANKARA	(0 212) 355 46 46
<b>Denizli</b>	Urhan İş Merkezi 2. Ticari Yol Daire 26 Kat: 6 Bayramyeri	(0 258) 265 87 85
<b>Erenköy</b>	Bağdat Cad. Çubukçu Apt. No: 333 Kat: 2 D: 4 Kadıköy	(0 216) 348 82 82
<b>Gaziantep</b>	İncilipinar Mah. Gazimuhtarpaşa Bul. Kepkepzade Park İş Merkezi B Blok No: 18 Kat: 1 D: 5	(0 342) 232 35 35
<b>Girne</b>	Ziya Rızıkı Cad. Şehit Necati Gürkaya Sok. Kat: 1 D: 1 Girne - KKTC	(0 392) 815 14 55-0533 889 15 51
<b>İzmir</b>	Kültür Mahallesi, Cumhuriyet Bulvarı No:137 Cumhuriyet Apt. K:5 D:12 Konak – İzmir	(0 232) 445 01 61
<b>İzmir Karşıyaka Şube</b>	Yalı Mahallesi Ahmet Kemal Baysak Bulvarı No:42 D:11	(0 232) 241 19 24
<b>İzmir İrtibat Bürosu</b>	Şehit Nevres Bulvarı Eczacıbaşı Apartmanı No: 7 Kat: 2 Daire: 5 Pasaport Alsancak - Konak	(0 232) 241 24 50
<b>İzmit</b>	Hürriyet Cad. Kaya İşhanı No: 39/5 İzmit	(0 262) 323 11 33
<b>İzmit İrtibat Bürosu</b>	Ömerağa Mah. Alemdar Cad. İ. Kolaylı Apt. No: 8 Kat: 2 İzmit	(0 262) 260 01 01
<b>Karadeniz Ereğli</b>	Bağlık Mahallesi Karanfil Sokak No:16/A Karadeniz Ereğli – Zonguldak	(0 372) 316 40 50
<b>Kartal</b>	Üsküdar Cad. Cevat Kayacan Apt. No: 26 Kat: 4 D: 8 Kartal	(0 216) 306 22 71-306 22 06
<b>Kayseri</b>	Hunat Mah. Nuh Mehmet Baldöktü Sok. Gürcüoğlu Plaza No: 5 K: 3 D: 11 Melikgazi	(0 352) 221 08 68-222 82 51
<b>Marmaris İrtibat Bürosu</b>	Kemeraltı Mah. Orgeneral Mustafa Muğlalı Cad. Güven Apt. No: 22 D: 2 Marmaris	(0 252) 321 08 00
<b>Merkez Şube</b>	Akat Mahallesi Meydan Caddesi B Blok No: 16 D: 7 (Eski No D: 9) Beşiktaş	(0 212) 355 46 46
<b>Mersin</b>	İnönü Mah. 1401 Sok. No:32 Pozcu Evo Kat:2 No:10-11 Yenişehir Mersin	(0 324) 238 11 89
<b>Trabzon İrtibat Bürosu</b>	Kemerkaya Mahallesi Halkevi Cad. Mandıralı İş Merkezi No: 4 Daire: 4 Ortahisar	(0 462) 432 24 50

## Uyarı Notu

Bu raporda yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmakta olup finansal bilgi ve genel yatırım tavsiyesi kapsamında hazırlanmıştır ve hiçbir şekilde yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti; yetkili kuruluşlar tarafından kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler ise 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.

Yatırım Danışmanlığı hizmeti talep edilmesi halinde; yatırımcının Tacirler Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ile Yatırım Danışmanlığı sözleşmesi imzalamış olması, Yerindelik Testi'ni tamamlamış ve risk grubunun belirlemiş olması zorunludur.

Bu raporda yer alan her türlü bilgi, yorum ve tavsiye uygunluk testi ile tespit edilecek risk grubunuz ve getiri beklentiniz ile uyumlu olmayabilir. Dolayısıyla, uygunluk testi neticesinde risk grubunuz tespit edilmeden sadece burada yer alan bilgilere dayanılarak yatırım kararı verilmesi amaç, bilgi ve tecrübenize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

Bu rapor herhangi bir sürede belirli bir getirinin sağlanacağına dair bir taahhüt içermemekte olup, zaman içerisinde piyasa koşullarında meydana gelen değişiklikler nedeniyle yorum ve tavsiyelerde değişiklikler söz konusu olabilir. Bu raporda bahsedilen yatırım araçlarının fiyatları ve değerleri yatırımcıların menfaatlerine aykırı olarak hareket edebilir ve netice itibarıyla yatırımcılar anaparalarını kaybetme riski ile karşı karşıya kalabilirler. Bu raporda yer alan geçmiş performans verileri gelecekte elde edilecek sonuçların bir garantisi olarak kabul edilemez.

Bu raporda yer alan tüm bilgiler ve görüşler yatırımcıları bilgilendirmek amacıyla, Tacirler Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından güncel ve güvenilir kaynaklardan temin edilmiş olmakla beraber, Tacirler Yatırım Menkul Değerler A.Ş. söz konusu bilgilerin doğru ve tam olduğunu taahhüt etmemektedir. Raporlardaki yorumlardan, bilgilerin tam veya doğru olmaması ve/veya güncellenme nedeniyle doğabilecek maddi ve manevi zararlardan Tacirler Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ve çalışanları sorumlu tutulamaz.

Bu rapor, sadece gönderildiği kişilerin kullanımı içindir. Bu raporun tümü veya bir kısmı Tacirler Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin yazılı izni olmadan çoğaltılamaz, yayınlanamaz veya üçüncü kişilere gösterilemez, ticari amaçla kullanılamaz. Aksi halde, Tacirler Yatırım Menkul Değerler A.Ş. uğramış olduğu bütün zarar ve ziyanı talep etme hakkını saklı tutar.