

ASELSAN ASELS TI / ASELS IS**Siparişlerin gelire yansımaları hızlanıyor, Oğulbey ve Çelik Kubbe yukarı yönlü potansiyeli destekliyor; Endeks Üzeri Getiri, 12A HF 580 TL**

Aselsan tahminlerimizi güncelleyerek 12A hedef fiyat 580 TL ve Endeks Üstü Getiri tavsiyesi belirliyoruz. Son dönemde alınan siparişler de dahil olmak üzere, şirketin güçlü sipariş birikimi ve bu birikimin satış gelirlerine dönüşüm potansiyelinin piyasa beklentilerine henüz tam olarak yansımadığını düşünüyoruz. Tahminlerimiz, 2026T'de %36 reel satış geliri (şirket beklentisi >10%) büyümesine işaret etmektedir. Oğulbey Faz 1'in devreye alınması ve Çelik Kubbe projelerinde seri üretimin başlamasıyla teslimat kapasitesinin artmasını, bu gelişmenin de sipariş birikiminin finansal sonuçlara dönüşümünü hızlandırmasını beklemekteyiz. 2025–2028T döneminde TL bazında reel FAVÖK için yaklaşık %45 yıllık ortalama bileşik büyüme oranı öngörmekteyiz. 2027T FAVÖK tahminimiz ise piyasa beklentisinin %37 üzerinde bulunmaktadır.

• Savunma talebi artık öngöründen ibaret değil, bütçe tahsisleriyle somutlaşıyor

2027–2029 OVP'de savunma harcamalarına ayrılan kaynak, önceki programa kıyasla %229 artırılmaktadır. Baz senaryomuz uzun vadeli yurt içi tedarik programlarına dayanırken, NATO'nun GSYH'nin %5'i düzeyindeki savunma harcaması hedefi modelimize dahil edilmeyen ek ihracat potansiyeli sunmaktadır.

• Güçlü sipariş alımları, kar tahminlerinde yukarı yönlü revizyonu destekliyor

Yılbaşından bu yana alınan siparişler 12,8 mlr ABD doları seviyesinde gerçekleşmiş olup, bunun yaklaşık 8 mlr ABD dolarlık kısmı 30 Haziran'dan bu yana kaydedilmiştir. 2026 yılı için öngördüğümüz 2,5x sipariş/satış oranı doğrultusunda hesapladığımız yaklaşık 13,5 mlr ABD dolarlık yıllık sipariş alımı beklentisinin yaklaşık %95'ine, mevsimselliğin olumlu etkisi olan 4Ç26 henüz tamamlanmadan ulaşmıştır. Sipariş alımlarındaki güçlü seyir, karlılık tahminlerinde ilave yukarı yönlü revizyon potansiyeline işaret etmektedir.

• İhracat payındaki artış marjları yukarı taşıyor

2026T için enflasyondan arındırılmış FAVÖK marjının %26,8'e (şirket beklentisi: >%24), 2028T'de ise %27,7'ye ulaşmasını öngörmekteyiz. Bu oran, emsal şirketlerin %15,2'lik ortalamasının belirgin şekilde üzerindedir. Karlılıktaki temel iyileşmenin ihracatın payındaki artış olmasını beklerken, seri üretim kaynaklı ürün karması iyileşmesi ikinci önemli katkı unsuru olacaktır.

• Oğulbey yatırımları sonrası net borç/FAVÖK oranı geriliyor

Oğulbey yatırımlarına bağlı nakit çıkışlarının etkisiyle net borç/FAVÖK oranının 2025'teki 0,3x seviyesinden 2026T'de 0,65x'e yükselmesini beklemekteyiz. Yatırım harcamalarının satış gelirlerine oranının 2027T'de %19,3'ten %14,4'e gerilemesiyle birlikte, net borç/FAVÖK oranının 2027T'de 0,55x'e, 2028T'de ise 0,33x'e düşeceğini öngörmekteyiz.

• Katalizörler ve temel riskler

Kısa vadede 4Ç26'da güçlü teslimatlar ve yeni ihracat sözleşmelerinin açıklanması temel katalizörler olarak öne çıkmaktadır. Orta vadede Oğulbey Teknoloji Üssü'nün kapasite artışı, Çelik Kubbe'nin seri üretime geçişi ve 2027-2029 OVP kapsamındaki tedariklerin büyümeyi desteklemesini bekliyoruz. Başlıca aşağı yönlü riskleri ise tedarik zinciri kaynaklı teslimat gecikmeleri, ambargolar ve kamu bütçelerinde savunma harcamalarını sınırlayan olası kesintiler oluşturmaktadır.

TAVSİYE

ENDEKS ÜZERİ GETİRİ

HEDEF FİYAT

580,00 TL

POTANSİYEL

+%69,7

Fiyat (12 Ekim): 341,75 TL

TEMEL VERİLER

Sektör	Bloomberg / Reuters
Savunma	ASELS TI / ASELS.IS
Piyasa değeri	Firma değeri
32,6 mlr ABD\$	33,3 mlr ABD\$
Hisse sayısı	Halka açıklık
4.560 mn	%26
Ort. işlem hacmi (3A)	52 haftalık aralık
274 mn ABD\$	175.8-434.0 TL

12 AYLIK PERFORMANS



Nominal: +%60,4 | BIST-100'e göre: +%73,0

ŞİRKET PROFİLİ

Aselsan, savunma ve güvenlik uygulamalarına yönelik radar, haberleşme, elektronik harp, aviyonik ve elektro-optik sistemler geliştiren ve üreten, Türkiye merkezli bir savunma sanayii şirkettir.

ANALİSTLER

H. Erdem KAYLI

Genel Müdür Yardımcısı

erdem.kayli@vakifyatirim.com.tr

+90 212 919 48 25

Dilara ÇAYAN

Analist

dilara.cayan@vakifyatirim.com.tr

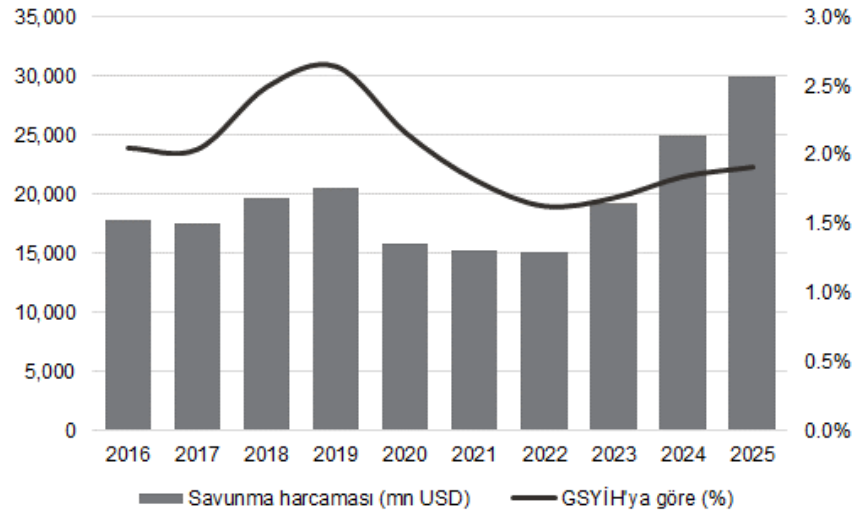
+90 212 919 47 94

Yatırım tezi

Artan jeopolitik gerilimler ve savunma harcamalarındaki yükseliş, Aselsan'ın büyüme görünümünü destekliyor

Türkiye'nin savunma bütçesindeki dönüşüm yapısal bir trende evrilirken, Aselsan bu dönüşümün en güçlü faydalanıcılarından biri olarak öne çıkmaktadır. Savunma harcamaları 2025 yılında 30 milyar ABD dolarına ulaşarak son beş yılda %14,5'lik bileşik yıllık ortalama büyüme oranı kaydetti. ABD-İran gerilimi de dahil olmak üzere bölgesel çatışmaların artması, tedarik döngülerini kısaltırken yeni nesil hava savunma sistemleri, radar, elektronik harp ve elektro-optik sistemlere yönelik yatırımların öne çekilmesine neden olmaktadır. Yerileştirme politikaları söz konusu talebin öncelikli olarak yerli ana yüklenicilere yönlendirilmesini sağlarken, savunma sanayi alanındaki lider konumuyla Aselsan'ın, artan savunma harcamalarından kaynaklanan ilave talepten en büyük payı alabileceğini düşünmekteyiz.

Şekil 1: Türkiye'nin savunma harcamaları küresel yükseliş trendine paralel olarak artış gösteriyor



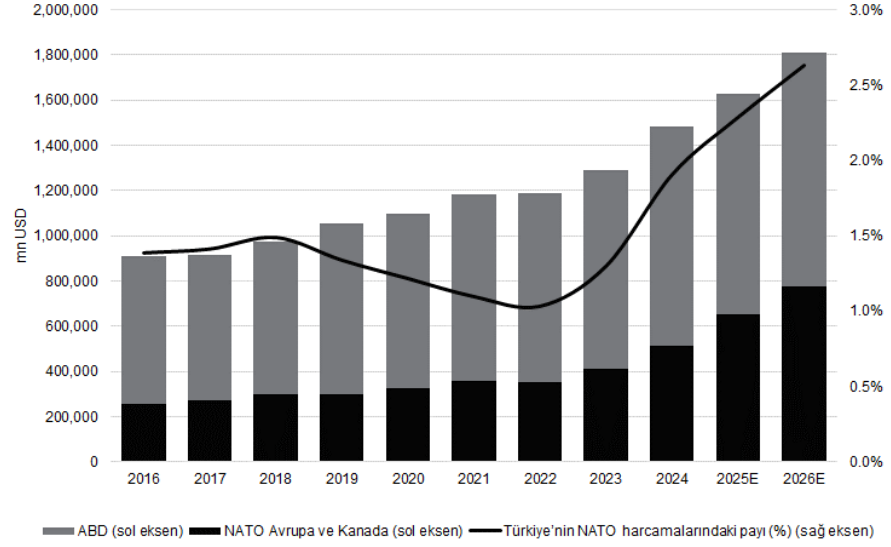
Kaynak: SIPRI, Vakıf Yatırım Araştırma

NATO ve Avrupa'nın yeniden silahlanması: Somut, ancak boyutu henüz netleşmemiş bir fırsat

NATO'nun GSYH'nin %5'i seviyesindeki savunma harcaması hedefi, tahminlerimize dahil etmediğimiz bir ihracat fırsatı sunmaktadır. 2025 yılında NATO müttefikleri, 2035 yılına kadar GSYH'nin %5'ini savunma ve güvenlik harcamasına tahsis edilmesi konusunda mutabakata varmıştı. Bu oranın %3,5'inin çekirdek savunma harcamalarına, %1,5'inin ise savunma ve güvenlikle ilişkili alanlara tahsis edilmesi planlanmaktadır. Aselsan ve grup şirketleri, %3,5'lik dilimde katmanlı hava savunma ve radar sistemleri (Çelik Kubbe sınıfı sistemler) ile; %1,5'lik dilimde ise ağ güvenliği, kriptoloji ve güvenli haberleşme çözümleriyle konumlanmaktadır. Avrupa tedarik zincirlerine entegrasyon, Aselsan'ın müşteri tabanını çeşitlendirmesi açısından önemli bir fırsat sunarken, uzun süren ürün onay ve yeterlilik süreçleri ile Avrupa ülkeleri arasında farklılaşan siyasi ve ticari erişim koşulları, bu potansiyelin kısa vadede realize edilmesini sınırlamaktadır. Bu nedenle söz konusu potansiyeli tahminlerimizin temel bir varsayımı olarak değil, yukarı yönlü bir risk olarak değerlendiriyoruz.

NATO, Türkiye'nin çekirdek savunma harcamalarının GSYH'ye oranının 2025 yılında %2,33, 2026 yılında ise %2,85 seviyesine yükselmesini beklemektedir. Taahhütlerle desteklenen bu bütçe artışı, Aselsan'ın uzun vadeli savunma programlarına ilişkin gelir görünürlüğünü güçlendirmektedir. NATO ülkelerinde hava savunma, radar, elektronik harp, insansız sistemler ve komuta-kontrol çözümlerine yönelik artan talep ise Aselsan'ın mevcut ürün portföyü ve üretim kabiliyetiyle önemli ölçüde örtüşmektedir.

Şekil 2: Türkiye'nin NATO savunma harcamalarındaki payı 2022'den bu yana önemli ölçüde yükseliyor



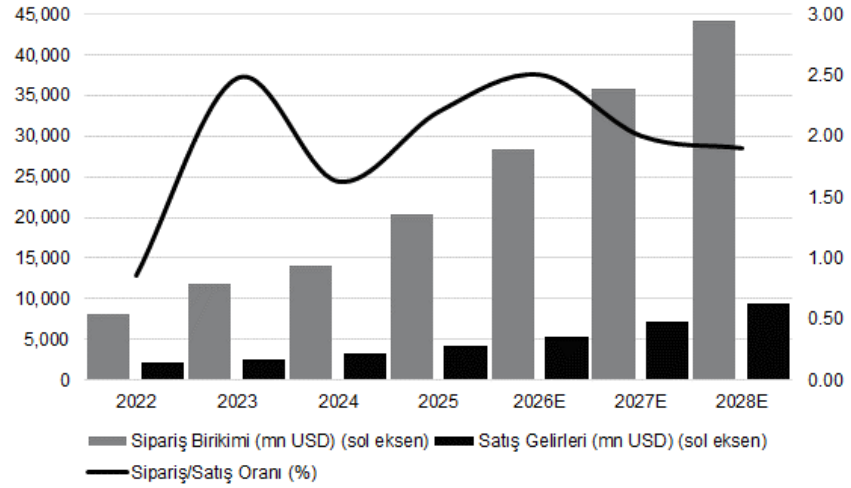
Kaynak: NATO, Vakıf Yatırım Araştırma

OVP'deki %229'luk savunma bütçesi artışı, yerli savunma teknolojilerinin gelişimini hızlandıracak

2027–29 Orta Vadeli Program (OVP), savunma harcamalarına ayrılan kaynakları bir önceki programa kıyasla %229 artırırken, harcamaları ithal ikamesine ve yerleştirmeye yönlendirmektedir. Programın öncelikleri arasında kritik bileşen ve teknolojilerin yurt içinde üretilmesi, Ar-Ge yatırımlarının artırılması, tedarik zincirlerinin çeşitlendirilmesi ve stratejik iş birliklerinin geliştirilmesi öne çıkmaktadır. Aselsan açısından yerleştirme hedefleri, yurt dışından tedarik edilen bileşen ve sistemlerin yurt içi kapsamına alınmasını sağlayarak platform başına erişilebilir pazar değerini artırmaktadır. OVP ayrıca savunma sanayinde uygulanan uzun vadeli tedarik modelinin sağlık, demiryolu, enerji, elektronik ve kritik sanayi girdileri gibi sivil sektörlerde yaygınlaştırılmasının önünü açmaktadır. Bu alanlardaki potansiyeli ise uygulama sürecine bağlı, mevcut tahminlerimize dahil edilmemiş ilave bir büyüme opsiyonu olarak değerlendiriyoruz.

Bakiye siparişler uzun vadeli görünürlük sağlıyor; dönüşüm hızı temel belirleyici

Güçlü kalan iş yükü büyüklüğünden ziyade bu birikimin gelire dönüşüm hızının asıl belirleyici olacağını düşünüyoruz. 2026T ve 2027T yıl sonu sipariş bakiyelerini sırasıyla 28,5 milyar ABD Doları ve 35,8 milyar ABD Doları olarak tahmin ediyoruz, bu da yaklaşık 2,5x ve 2,0x seviyelerinde sipariş/ciro oranına işaret etmektedir. Yıl başından bugüne alınan 12,8 milyar ABD Doları tutarındaki yeni siparişler, 2026T için öngördüğümüz yıllık sipariş varsayımımızın yaklaşık %95'ini şimdiden karşılamaktadır. Dolayısıyla sipariş birikimi tahminlerimiz açısından risk yukarı yönlü olurken, gelir büyümesini belirleyecek temel unsur yeni sipariş akışından ziyade teslimat kapasitesi olacaktır. 2026T için öngördüğümüz enflasyondan arındırılmış TL bazında %36 reel gelir büyümesi, şirketin %10'un üzerinde büyüme beklentisinin oldukça üzerinde bulunmaktadır. 2027T itibarıyla ise Oğulbey kapasitesinin devreye alınması ve Çelik Kubbe sistemlerinin seri üretime geçmesi, sipariş birikiminin gelire dönüşüm hızını belirleyecek temel unsurlar olacaktır. Sipariş birikiminin sözleşmeye bağlanmış olması nedeniyle, söz konusu kapasite artışının planlanandan daha yavaş gerçekleşmesi 2027–28T tahminlerimiz açısından bir değer kaybindan ziyade gelirin zamanlamasına ilişkin bir risk oluşturmaktadır.

Şekil 3: Sipariş ivmesi gelir büyümesini destekliyor, bakiye siparişler ve yeni sözleşmeler 2028T'ye kadar görünürlük sağlıyor

Kaynak: Aselsan, Vakıf Yatırım Araştırma Tahminleri

Oğulbey yatırımı, siparişlerin gelire dönüşümündeki kapasite kısıtını ortadan kaldırıyor

Oğulbey Teknoloji Üssü, sipariş birikiminin gelire dönüşümünü destekleyecek temel kapasite yatırımı olarak öne çıkmaktadır. Türkiye tarihindeki tek seferde en büyük savunma sanayi yatırımı olan tesisin temeli 2025 yılında atılırken, 3Ç26 döneminde Faz 1 kapsamında üretime başlanmıştır. Tesis, kritik alt sistemlerde seri üretim, test ve entegrasyon kapasitesini artırmaktadır. Faz 1 kapsamındaki kapasite kullanımının ve üretim verimliliğinin kademeli olarak artış hızı, gelirlerin zamanlamasını belirleyecek temel unsur olacaktır. Daha hızlı bir devreye alma süreci teslimatların 2027T'ye çekilmesini sağlarken, ekipman kurulumu veya parça tedarik sürelerindeki gecikmeler gelirlerin 2028T'ye ötelenmesine neden olabilir.

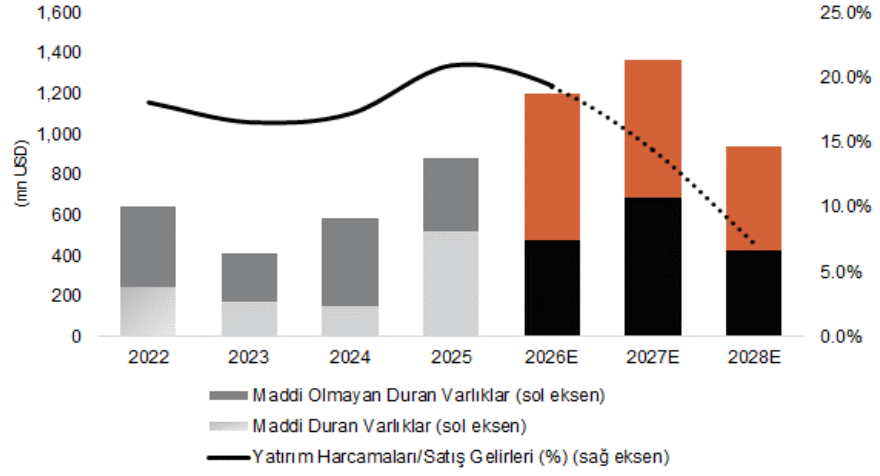
Çelik Kubbe: Seri üretimde hacim artışının temel kaynağı

Çelik Kubbe, 2027–29T döneminde çok yıllık yüksek hacimli siparişlerin temel dayanağını oluşturmaktadır. Aselsan, Savunma Sanayii İcra Komitesi'nin (SSİK) onayının ardından sistemi 2024 yılından bu yana Roketsan, TÜBİTAK SAGE ve MKE ile birlikte geliştirmektedir. Ağ merkezli ve katmanlı bir mimariye sahip olan sistem, çok sayıda sensör ve önleyici unsuru tek bir hava resmi altında birleştirirken yapay zeka destekli karar mekanizmalarından yararlanmaktadır. Hava savunma sistemleri, yılbaşından bugüne alınan siparişlerde şimdiden en yüksek paya sahip kategori olurken, hibrit hava savunma sistemleri için 2,46 milyar Euro ve uzun menzilli hava savunma sistemleri için 1,0 milyar avroluk siparişler öne çıkmaktadır. (Şekil 12). 2029 yılında tamamlanması hedeflenen Oğulbey yatırımı, esas olarak bu üretim artışını karşılayacak şekilde kapasitelendirilmektedir. Marj riski ise geliştirme aşamasında yoğunlaşmaktadır. Tasarımların kesinleşmesine kadar sabit fiyatlı projelerde nihai maliyet tahmini (EAC) kaynaklı risk bulunurken, seri üretime geçişle birlikte programın öğrenme eğrisine girmesi ve üretim verimliliğinde artış sağlanması beklenmektedir.

Ar-Ge gelecekteki siparişleri desteklerken, Yatırım harcamaları büyüklüğü 2027T'de zirveye ulaşıyor.

Aselsan gelecekteki sipariş alımının öncü göstergesi niteliğinde olan Ar-Ge yatırımlarını hızlandırmaktadır. Ar-Ge harcamaları 1Y26'da yıllık %41 artışla 804 milyon ABD dolarına ulaşırken, 2029 yılına kadar devam edecek Ar-Ge yatırımları kapsamındaki vergi istisnaları ve elverişli finansman koşulları bu artışı destekleyecektir. Modelimize göre yatırım harcamalarının satışlara oranı zirve seviyesini geride bırakmış durumda, devam eden projelerin tamamlanmasıyla yatırım harcamaları/satışlar oranının 2026T'de %19,3'ten 2027T'de %14,4'e gerilemesini bekliyoruz. Bununla birlikte toplam yatırım harcamalarının 2027T döneminde zirve yapmasını öngörüyoruz.

Şekil 4: Yatırım harcamaları yoğunluğunda kademeli normalleşme bekliyoruz

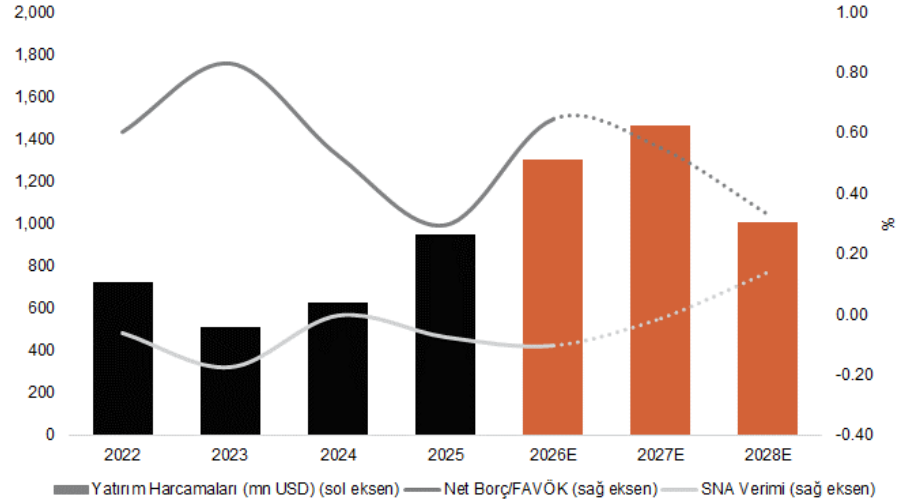


Kaynak: Vakıf Yatırım Araştırma Tahminleri

2026–27T’de yatırım harcamaları sonrası zirveye çıkmasını beklediğimiz borçluluk sonrasında geriliyor

İşletme sermayesi ihtiyacı, 2027T’ye kadar yatırım tezindeki zayıf halka olmaya devam etmektedir. İşletme sermayesi, seri teslimatlar öncesinde sözleşme varlıkları ve stoklardaki artış nedeniyle 2026T’de 54 milyar TL, 2027T’de ise 75 milyar TL nakit tüketirken, yatırım harcamalarının 2027T’de 83 milyar TL ile zirve yapmasını bekliyoruz. Modelimize göre serbest nakit akışı 2027T’ye kadar negatif kalmaktadır. Oğulbey yatırım harcamalarının sona ermesi ve proje ilerlemesine bağlı faturalandırmanın gelir kaydıyla yakınsamasıyla birlikte nakit dönüşümünde belirgin bir iyileşme bekliyoruz. ABD Doları bazlı İndirgeniş Nakit Akımı (İNA) modelimizde İNA’nın 2028T’de 1,3 milyar ABD Doları ile pozitif dönmesini öngörürken, net borç/FAVÖK oranının 2026T’deki 0,65x seviyesinden 2027T’de 0,55x’e ve 2028T’de 0,33x’e gerilemesini bekliyoruz.

Şekil 5: 2027’de zirve yapan yatırım harcamalarının ardından kaldıraç ve SNA’da iyileşme bekliyoruz



Kaynak: Vakıf Yatırım Araştırma Tahminleri

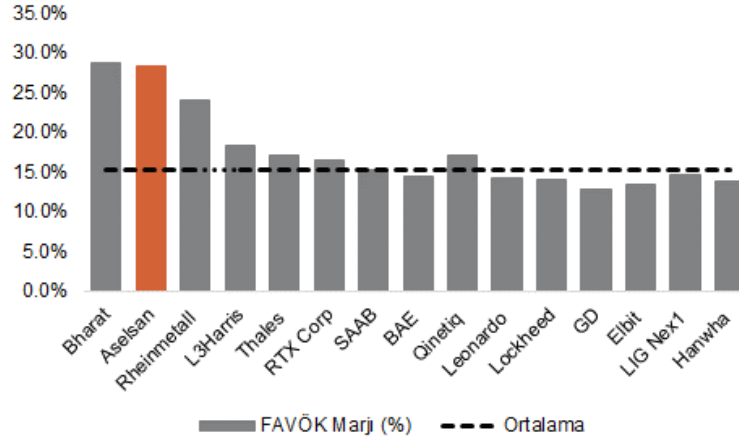
Aselsan, küresel ölçekte rekabetçi konuma yükseliyor

Aselsan’ın yakaladığı büyüme performansı, şirketi küresel ölçekte orta segment savunma ana yüklenicileri arasına taşımıştır. Savunma şirketlerini bir önceki yıl elde ettikleri savunma gelirlerine göre sıralayan Defense News Top 100 listesinde Aselsan, 43. sıradan 40. sıraya yükselirken, Türk şirketleri arasında lider konumunu korudu. Şirketin ulaştığı ölçek, ticari açıdan önemli bir avantaj sağlamaktadır. İhracat ihalelerinde yeterlilik açısından belirleyici olurken, Avrupa tedarik zincirlerine girişte de önemli bir kriter teşkil etmektedir.

Marj genişlemesinin temel belirleyicisi ihracat payı; ürün karması da destekliyor

Marj artışının temelinde ihracat payındave ürün karmasındaki iyileşme yatmaktadır. 2026T için enflasyondan arındırılmış %26,8 FAVÖK marjı öngörümüz, şirketin %24'ün üzerindeki beklentisini aşarken, 2028T FAVÖK marjını %27,7 ile %15,2 seviyesindeki emsal ortalamasının üzerinde tahmin ediyoruz. Marj artışının ana itici gücü, ihracatın toplam içindeki payının yükselmesi beklentisidir. İhracat sözleşmeleri yurt içi programlara kıyasla daha yüksek fiyatlandırma sağlarken, ihracatın mevcut sipariş birikimi içindeki payı yalnızca %14,7 seviyesinde bulunmaktadır ve bu durum ürün karmasındaki iyileşmenin zaman içinde marjları desteklemesi için önemli bir alan yaratmaktadır. İkinci önemli unsur ise ürün karmasındaki değişim olmasını bekliyoruz. Hava savunma, radar ve elektronik harp programlarının geliştirme aşamasından seri üretime geçmesiyle birlikte, sabit fiyatlı sözleşmeler kapsamında öğrenme eğrisinden kaynaklanan verimlilik kazanımlarının yükleniciye yansımaları bekliyoruz. Kur ise tahminlerimizde bir marj kaldıraç unsuru olarak yer almazken, marjların TL'nin ABD Doları veya Euro karşısındaki hareketleriyle sınırlı bir korelasyon gösterdiğini gözlemliyoruz.

Şekil 6: Aselsan'ın 2028 FAVÖK marjı emsal ortalamasının belirgin şekilde üzerinde bulunurken, şirketin güçlü karlılık avantajını ortaya koyuyor

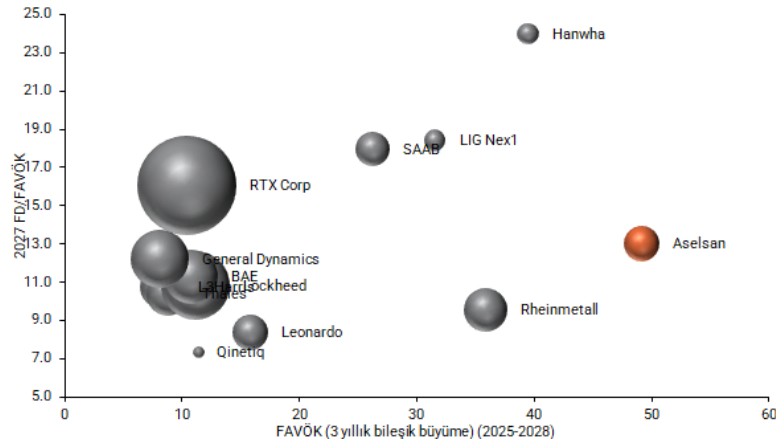


Kaynak: Bloomberg, Vakıf Yatırım Araştırma Tahminleri

Büyüme dikkate alındığında prim iskontooya dönüşüyor

Büyümeye göre düzeltilmiş çarpanlar açısından Aselsan cazip bir değerlendirme sunmaktadır. 2025–28T döneminde ABD doları bazında FAVÖK'ün yaklaşık %49 bileşik yıllık büyüme oranı ile artmasını bekliyoruz, küresel savunma sanayii şirketlerinin ortancasında bu oran %14 olarak hesaplanmaktadır. Aselsan, 2027T EV/FAVÖK çarpanında emsal ortancasına kıyasla %15 primle işlem görmektedir. (12.9x vs 11.3x); buna karşın 2027T F/K çarpanında %24 iskonto (14.0x vs 18.4x), 2028T F/K çarpanında ise %48 iskonto (14.0x vs 18.4x) işlem görmektedir. Emsallerin iki katından fazla büyüme oranına karşın sınırlı EV/FAVÖK primi, öngördüğümüz sipariş birikiminin gelire dönüşüm potansiyelini yeterince yansıtmamaktadır.

Şekil 7: Aselsan'ın emsalleri arasında en yüksek FAVÖK büyümesini kaydetmesini bekliyoruz



Kaynak: Bloomberg, Vakıf Yatırım Araştırma Tahminleri

2Ç26 Sonuçları

2Ç26: güçlü operasyonel performans

2Ç26, operasyonel tarafta beklentilerin üzerinde güçlü bir performansa işaret etti. Gelir yıllık %33 artışla 51,8 milyar TL'ye, FAVÖK ise %32 artışla 14,0 milyar TL'ye yükselirken, FAVÖK marjı yıllık 10 baz puan gerileyerek %27,0 oldu. Gelir ve FAVÖK sırasıyla piyasa beklentilerinin %9 ve %15 üzerinde gerçekleşti. Net kar yıllık %62 artışla 8,5 milyar TL'ye ulaşırken, 2Ç25'teki 5,7 milyar TL ertelenmiş vergi gelirine karşılık 2Ç26'da 2,4 milyar TL ertelenmiş vergi gideri kaydetti. Yatırım gelirlerindeki %143'lük artış, net finansman giderlerindeki düşüş ve parasal kayıpların 2Ç25'teki 8,6 milyar TL'den 284 milyon TL'ye gerilemesi bu etkiyi dengeledi. 1Y26'da 4,9 milyar ABD doları tutarında yeni sipariş alınmasıyla sipariş birikimi 23,2 milyar ABD dolarına ulaştı. Net borç 1Ç26 sonundaki 22,1 milyar TL'den 33,8 milyar TL'ye yükselirken, net borç/FAVÖK oranı 0,39x'ten 0,55x'e çıktı. Bu artış, 2Y26 teslimatları öncesinde işletme sermayesinde yaşanan artışla uyumlu görünmektedir.

Şekil 8: 2Ç26 Finansal Sonuçları: güçlü büyüme ve beklentilerin üzerinde performans

m nTL	2Ç26	2Ç25	y/y	2Ç26T	Δ	Cons.	Δ
Satış Gelirleri	51,782	39,039	32.6%	48,877	5.9%	47,461	9.1%
FAVÖK	13,995	10,590	32.2%	12,512	11.9%	12,189	14.8%
FAVÖK Marjı (%)	27	27.1	-9.9	25.6	142.8	25.7	134.4
Net Kar	8,511	5,275	61.3%	7,251	17.4%	6,917	23.1%

Kaynak: Research Türkiye, Vakıf Yatırım Araştırma

Yatırım tezimiz dönüşüm odaklı: piyasa beklentilerine göre mevcut iş yükünün net satışa daha hızlı dönüşeceğini öngörüyoruz.

Piyasa beklentisinden ayrıştığımız noktalar

Piyasa beklentisi, son dönemdeki güçlü sipariş kazanımlarını henüz yeterince fiyatlamamakta ve teslimatların hızlanmasına ilişkin potansiyeli de tam olarak yansıtmamaktadır. Gelir tahminlerimiz 2026T'de piyasa beklentisinin %13, 2027T'de %30 ve 2028T'de %46 üzerinde bulunurken, FAVÖK marjı tahminimiz piyasa beklentisinin yalnızca 0,8–1,4 puan üzerinde bulunmaktadır. Beklentimizin piyasa beklentisinden ayrıştığımız temel konu, Oğulbey Faz 1 ve Çelik Kubbe'nin seri üretime geçişinin yıllık sipariş birikiminin gelire dönüşümünü piyasa tahminlerinden daha hızlı artıracığı yönünde oluşudur. Yılbaşından bugüne alınan siparişlerin 12,8 milyar ABD dolarına ulaşması ve bunun yaklaşık 8 milyar ABD dolarınının 30 Haziran sonrasında alınmış olmasıyla birlikte, piyasa beklentilerinin tahminlerimize yakın, yukarı yönlü revize edilmesini bekliyoruz. Kendi tahminlerimiz açısından da ilave yukarı yönlü revizyon potansiyeli görüyoruz.

Şekil 9: Gelir tahminimiz 2027–28T'de piyasa beklentilerinin %30–46 üzerinde; fark marjdan değil, hacimden kaynaklanıyor

m nTL	2026T	Kons.	2027T	Kons.	2028T	Kons.
Satış Gelirleri	317,080	279,542	579,552	445,537	931,170	639,033
Gelir vs Kons (%)	13.4%		30.1%		45.7%	
FAVÖK	84,972	71,821	159,620	116,171	257,600	171,958
FAVÖK vs Kons (%)	18.3%		37.4%		49.8%	
Net Kar	61,056	51,866	141,188	91,100	264,473	134,044
Net Kar vs Kons (%)	17.7%		55.0%		97.3%	

Kaynak: Bloomberg, Vakıf Yatırım Araştırma Tahminleri

Değerleme

12 aylık hedef fiyatımızı %70 yükseliş potansiyeliyle 580 TL olarak belirliyoruz

Aselsan'ı ABD Doları bazlı İNA yöntemiyle değerlendiriyoruz. IAS 29 kapsamında uygulanan enflasyon muhasebesi, TL bazında raporlanan finansal sonuçlarda oynaklık yaratırken, sipariş birikiminin %96'sının ABD Doları veya Euro cinsinden sözleşmeye bağlanmış olması, ABD Doları bazlı nakit akışlarını daha sağlıklı bir değerlendirme temeli haline getirmektedir.

Hedef fiyatımız, (i) yeni sipariş alımının şirket beklentilerinin belirgin şekilde üzerinde seyretmesi ve bunun hem gelir büyümesini hem de marjları desteklemesi, (ii) 2028T'den itibaren işletme sermayesinin normalleşmesiyle nakit dönüşümünün iyileşmesi ve (iii) değerlendirme bazının Aralık 2027 olarak belirlenmesi olarak üç temel unsura dayanmaktadır.

İndirgenmiş nakit akışı (İNA) modelimiz, 12 aylık dönem için 43,1 milyar ABD doları özsermaye değerine işaret etmektedir. Model varsayımlarımız; %12,7 özsermaye maliyeti (%8,0 risksiz getiri oranı, %5,0 hisse senedi risk primi ve 0,95x beş yıllık beta), %8,0 USD bazlı borçlanma maliyeti, %52/%48 borç/özsermaye dağılımı, %2,0 vergi oranı, %10,8 ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti (AOSM) ve %1,0 terminal büyüme oranından oluşmaktadır. Terminal değer, firma değerinin %69'unu oluşturmakta ve 2033T FAVÖK'ü üzerinden 10,0x FD/FAVÖK çarpanına karşılık gelmektedir. Bu çarpanın, emsal şirketlerin 2027T için 11,3x olan medyan çarpanının altında kalması, terminal değer varsayımımızın görece ihtiyatlı olduğuna işaret etmektedir. Duyarlılık analizine göre AOSM'deki ± 50 baz puanlık değişim hedef fiyatı 545–620 TL aralığına, terminal büyüme oranındaki ± 50 baz puanlık değişim ise 559–605 TL aralığına taşımaktadır. AOSM'nin %11,8'e yükseldiği ve terminal büyüme oranının %0 olduğu senaryoda hedef fiyat 480 TL'ye gerilemektedir.

Emsal şirket çarpanları değerlememizin temelini oluşturmamakta, yalnızca değerlendirme sonuçlarımızı destekleyici bir referans niteliği taşımaktadır. Küresel ölçekteki 14 savunma sanayii şirketiyle karşılaştırıldığında Aselsan, 2027T FD/FAVÖK çarpanında 12,7x ile 11,3x medyanın %12 üzerinde, 2027T F/K çarpanında ise 13,7x ile 18,4x medyanın %26 altında işlem görmektedir.

Şekil 10: İNA bazlı değerlememiz 12 aylık 580 TL hedef fiyata işaret ediyor

mn USD	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033
Satış Gelirleri	5,386	7,279	9,460	11,380	13,645	16,269	18,208	20,588
Büyüme %	27.1	35.1	30.0	20.3	19.9	19.2	11.9	13.1
FAVÖK	1,337	1,973	2,678	3,346	4,061	4,869	5,513	6,310
Büyüme %	29.7	47.6	35.7	25.0	21.4	19.9	13.2	14.5
FAVÖK Marjı	24.8	27.1	28.3	29.4	29.8	29.9	30.3	30.7
FVÖK	1,231	1,800	2,401	3,001	3,709	4,530	5,190	6,005
Borçtan Arındırılmış Vergi	24.6	36.0	48.0	60.0	74.2	90.6	103.8	120.1
Efektif vergi oranı	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0
Vergi Sonrası Net Faaliyet Karı	1,206	1,764	2,353	2,941	3,635	4,440	5,086	5,884
Vergi Sonrası Net Faaliyet Karı Marjı	22.4	24.2	24.9	25.8	26.6	27.3	27.9	28.6
Yatırım Harcamaları	-1,197	-1,366	-944	-800	-605	-543	-509	-446
Amortisman ve İtfa Payları	106	173	277	345	351	339	323	306
Net İşletme Sermayesindeki Değişim	-678	-657	-360	-269	-442	-280	-189	-167
Serbest Nakit Akışı	-563	-87	1,326	2,217	2,940	3,955	4,711	5,577
AOSM			10.8	10.8	10.8	10.8	10.8	10.8
İNA			1,197	1,805	2,160	2,622	2,817	3,010

	(mn USD)
İNA değerlerinin toplamı	13,611
Terminal değer bugünkü değeri	30,628
Terminal değer	62,899
Sonsuz büyüme oranı	1.0
12A firma değeri	44,239
İştirakler	304
Net borç (2027E)	1,436
Cari piyasa değeri	32,383
12A hedef özsermaye değeri	43,107
12A Hedef Fiyat (TL)	580.0
Cari fiyat (TL)	341.75
Yükseliş Potansiyeli (%)	70

Kaynak: Vakıf Yatırım Araştırma Tahminleri

Şekil 11: Aselsan, 2027T FD/FAVÖK çarpanına göre emsal şirketlere kıyasla %12,3 primli işlem görürken, 2027T F/K çarpanına göre %25,5 iskontolu işlem görmektedir

BBG code	PD	2026T	F/K	2026T	FD/FAVÖK	2026T	2027T	2028T	FD/SNA	2026T	2027T	2028T
	(mn USD)	(x)	(x)	(x)	(x)	(x)	(x)	(x)	(x)	(x)	(x)	(x)
BAE SYSTEMS PLC	BA/ LN Equity	72,908	21.5	19.0	17.0	12.6	11.3	10.2	24.9	23.8	20.0	20.0
LEONARDO SPA	LDO IM Equity	30,131	19.3	15.7	13.2	9.9	8.4	7.2	21.2	20.0	16.7	16.7
LOCKHEED MARTIN CORP	LMT US Equity	117,731	16.7	15.6	14.5	11.6	10.8	10.1	18.5	19.2	17.8	17.8
RHEINMETALL AG	RHM GR Equity	49,093	25.7	17.4	12.7	13.6	9.6	6.8	21.2	20.7	16.2	16.2
THALES SA	HO FP Equity	50,415	20.3	17.8	15.5	11.5	10.4	9.0	18.0	16.8	14.4	14.4
QINETIQ GROUP PLC	QQ/ LN Equity	3,100	14.9	13.5	12.1	7.8	7.4	7.0	21.5	17.2	14.2	14.2
GENERAL DYNAMICS CORP	GD US Equity	89,644	19.5	17.8	16.3	13.5	12.2	11.2	18.9	17.8	16.5	16.5
L3HARRIS TECHNOLOGIES INC	LHX US Equity	44,300	19.6	17.4	15.2	11.9	10.7	9.8	17.0	15.9	14.1	14.1
RT CORP	RT US Equity	247,031	25.3	23.2	21.1	17.9	16.1	14.5	31.6	26.0	22.6	22.6
SAAB AB-B	SAABB SS Equity	32,344	39.7	31.0	25.2	22.5	18.0	14.9	103.8	68.5	40.6	40.6
BHARAT ELECTRONICS LTD	BHE IN Equity	28,571	45.8	39.6	33.6	33.7	28.6	24.2	46.9	32.1	47.2	47.2
ELBIT SYSTEMS LTD	ESLT US Equity	32,387	42.7	37.6	32.4	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
LIG NEX1 CO LTD	079550 KS Equity	10,819	38.8	27.4	20.1	24.7	18.4	13.7	115.7	41.8	24.6	24.6
HANWHA SYSTEMS CO LTD	272210 KS Equity	10,940	113.4	37.7	28.6	35.3	24.0	19.3	313.8	43.9	32.0	32.0
Median			23.4	18.4	16.7	13.5	11.3	10.2	21.5	20.7	17.8	17.8
Aselsan (USDmn)	ASELS TI	31,644	26.4	13.7	8.4	19.6	12.7	9.0	n.a	n.a	24.8	24.8
Prim/İskonto			13.0	-25.5	-49.6	45.1	12.3	-12.1	n.a	n.a	39	39

Kaynak: Bloomberg, Vakıf Yatırım Araştırma Tahminleri

Temel risk; tedarik zinciri kaynaklı teslimat gecikmeleri

Tavsiyemize yönelik başlıca riskler

Yukarı yönlü riskler:

- **Sipariş alımlarının 2026T için öngördüğümüz yaklaşık 2,5x yeni alınan işler/satışlar oranını aşması:** Yüksek tutarlı ihracat sözleşmeleri ve peşin avans ödemeleri, bakiye siparişlerin kapsamını genişletirken, işletme sermayesi ihtiyacını azaltacak ve 2027T'ye kadar negatif kalmasını beklediğimiz serbest nakit akışını destekleyecektir.
- **Teknoloji ve ürün karması:** Hava savunma, radar, elektronik harp, insansız sistemler ve akıllı mühimmat programlarında seri üretime geçişin hızlanması, daha yüksek katma değerli ürünlerin satışlar içindeki payını artırarak 2028T için öngördüğümüz %27,7'lik FAVÖK marjının aşılmasını sağlayabilir.
- **Birleşme ve satın almalar:** Olası satın almalar, teknoloji yetkinliklerini ve ürün portföyünü genişleterek Aselsan'ın faaliyet gösterebileceği pazarları büyütebilir.

Aşağı yönlü riskler:

- **Teslimat performansı ve tedarik zinciri:** Sözleşmelerde teslimat takvimlerinin aksaması, gelirlerin ve faturalandırmanın ertelenmesine, ayrıca toplam sözleşme maliyet tahminlerinin (EAC) revize edilmesine yol açabilir. Temel risk unsurları, kritik bileşenlerdeki tedarik sürelerinin uzaması ve girdilere yönelik yaptırımlardır. Oğulbey veya Çelik Kubbe programlarındaki olası gecikmeler, 2027T gelir tahminlerimizin ertelenmesine neden olabilir.
- **Jeopolitik riskler ve ambargolar:** Stratejik ortaklarla yaşanabilecek siyasi gerilimler ve ihracat kısıtlamaları, uzun vadede yerlileştirmeyi teşvik ederken kısa vadede ihracat büyümesini sınırlayabilir ve yurt dışından temin edilen alt sistemlerde teknolojik eskime riskini artırabilir. Aselsan, tedarik zincirindeki dışa bağımlılığı ve riskleri azaltmak amacıyla yürüttüğü program kapsamında son beş yılda 1.000 bileşenin yerlileştirilmesini sağlamıştır.
- **Kamu bütçesi kısıtları:** Ekonomik daralma veya mali sıkılaşma, Orta Vadeli Program (OVP) kapsamındaki kaynak aktarımını yavaşlatabilir. Mevcut sözleşmelere dayalı güçlü sipariş bakiyesi kısa vadeli etkiyi sınırlarken, temel risk yeni sipariş alımları ve 2027-2028T dönemine ilişkin yeni alınan siparişler/satışlar oranı üzerinde yoğunlaşmaktadır.

Ekler

Aselsan, haberleşme, aviyonik, radar, elektronik harp, komuta ve kontrol, deniz sistemleri, güdüm, elektro-optik, güvenlik ve sivil teknolojiler dahil olmak üzere geniş ve çeşitlendirilmiş bir ürün portföyüne sahip, Türkiye'nin önde gelen savunma sanayi şirketlerinden biridir. Şirket, ürün geliştirme ve üretimden sistem entegrasyonu, modernizasyon ve satış sonrası hizmetlere kadar uçtan uca çözümler sunmaktadır. Çeşitlendirilmiş ürün portföyü ve büyük ölçekli, uzun vadeli sözleşmelere yönelik güçlü pozisyonu, Aselsan'ın dayanıklı bir sipariş portföyüne sahip olmasını sağlarken, gelir görünürlüğünü de desteklemektedir.

Aselsan'ın Faaliyet Alanları

Mikroelektronik, Elektro-Optik, Aviyonik ve Güdüm	 AVİYONİK VE SEYRÜSEFER SİSTEMLER	 ELEKTRO-OPTİK SİSTEMLER	 GÜDÜM SİSTEMLERİ	 MİKROELEKTRONİK SİSTEMLER
Haberleşme ve Bilgi Teknolojileri	 ASKERİ HABERLEŞME	 KAMU GÜVENLİĞİ HABERLEŞME	 UYDU VE UZAY HABERLEŞME SİSTEMLERİ	 KRİPTOLOJİ & BİLGİ SİSTEMLERİ
Radar ve Elektronik Harp Sistemleri	 RADAR SİSTEMLERİ	 ELEKTRONİK HARP SİSTEMLERİ	 MİKRODALGA SİSTEMLER	 DÜŞÜK GÖRÜNÜRLÜK ÇÖZÜMLERİ
Savunma Sistem Teknolojileri	 HAVA VE FÜZE SAVUNMA SİSTEMLERİ	 KARA VE SİLAH SİSTEMLERİ	 DENİZ VE SU ALTI SİSTEMLERİ	 KOMUTA KONTROL (C4I) SİSTEMLERİ
Ulaşım, Güvenlik, Enerji, Otomasyon ve Sağlık	 GÜVENLİK SİSTEMLERİ	 ULAŞIM SİSTEMLERİ	 ENERJİ SİSTEMLERİ	 SAĞLIK SİSTEMLERİ

Kaynak: Aselsan, Vakıf Yatırım Araştırma

Yerleşkeler



MACUNKÖY

Macunköy Yerleşkesi, toplam 186.848 m² alan üzerinde faaliyet gösterirken, bunun 138.761 m²'sini kapalı alanlar oluşturmaktadır. Yerleşke, Aselsan'ın Genel Müdürlüğü'ne ev sahipliği yapmanın yanı sıra, Haberleşme ve Bilgi Teknolojileri Genel Müdür Yardımcılığı ile Ulaşım, Güvenlik, Enerji ve Sağlık Sistemleri Genel Müdür Yardımcılığı olmak üzere iki önemli iş birimini bünyesinde barındırmaktadır.



GÖLBAŞI

Gölbaşı Yerleşkesi, toplam 1.150.967 m² alana sahip olup, bu alanın 264.943 m²'sini kapalı alanlar oluşturmaktadır. Stratejik konumu ve güçlü altyapısıyla Aselsan'ın ileri teknoloji gerektiren başlıca savunma faaliyetlerinin yürütüldüğü merkezlerden biri olan yerleşke, Radar ve Elektronik Harp Sistemleri Genel Müdür Yardımcılığı ile Entegre Savunma Sistemleri Teknolojileri Genel Müdür Yardımcılığı birimlerine ev sahipliği yapmaktadır.



AKYURT

Akyurt Yerleşkesi, 695.071 m²'lik toplam alan içerisinde 158.246 m² kapalı alana sahiptir. İleri teknoloji geliştirme çalışmalarının yürütüldüğü önemli bir mühendislik merkezi olan yerleşke, Mikroelektronik ve Elektro-Optik Genel Müdür Yardımcılığı ile Aviyonik ve Güdüm Sistemleri Genel Müdür Yardımcılığı birimlerine ev sahipliği yapmaktadır.



TEMELLİ

Temelli Yerleşkesi, 381.730 m²'lik toplam alan içerisinde 37.788 m² kapalı alana sahiptir. Büyük ölçekli savunma sistemlerinin entegrasyonu ve devreye alınmasına yönelik faaliyetlerin yürütüldüğü yerleşke, ağırlıklı olarak Entegre Savunma Sistemleri Teknolojileri Genel Müdür Yardımcılığı bünyesindeki çalışmalara hizmet vermektedir.



GÖLBEG

Gölbeğ Yerleşkesi, 3.294.035 m² büyüklüğünde geniş bir test alanına sahiptir.



OĞULBEY TECHNOLOGY BASE

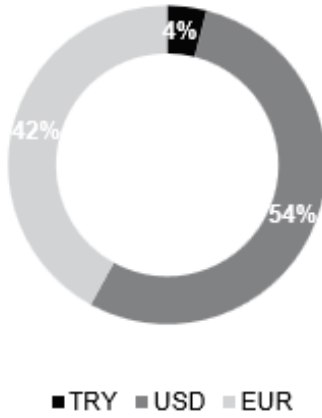
Aselsan'ın devam eden yatırımları arasında yer alan Oğulbey Teknoloji Üssü, şirketin küresel konumunu güçlendirmek amacıyla Ankara'da tahsis edilen 6.500 dönümlük yeni bir alan üzerine geliştirilmektedir. Cumhuriyet tarihinin tek seferde hayata geçirilen en büyük savunma sanayi yatırımı niteliğindeki projenin ilk fazı, üçüncü çeyrek itibarıyla faaliyete geçmiştir. Tesis, Çelik Kubbe kapsamında hava savunma sistemleri gibi kritik teknolojilerde yüksek hacimli seri üretim kapasitesini artırırken, tasarım, test ve üretim altyapısını da genişletmektedir.

Şekil 12: Yıl Başından Bu Yana İmzalanan Büyük Ölçekli Sözleşmeler

Proje Adı	Müşteri	Sözleşme Tutarı
Hibrit Hava Savunma Sistemleri	Savunma Sanayii Başkanlığı	2.460 mn Euro
Hava Savunma Sistemleri	Savunma Sanayii Başkanlığı	1.470 mn Euro
Uzun Menzilli Hava Savunma Sistemleri	Savunma Sanayii Başkanlığı	1.008 mn Euro
Hava Savunma Sistemleri	Savunma Sanayii Başkanlığı	780 mn Euro
Kamu Güvenliği Haberleşme ile Uydu ve Uzay Sistemleri	Savunma Sanayii Başkanlığı	845 mn USD
Hava Savunma Sistemleri	Uluslararası Müşteri	489 mn Euro
Yapay Zekâ Destekli Kent Güvenliği Yönetim Sistemleri	Savunma Sanayii Başkanlığı	470 mn USD
Radar ve Kamu Güvenliği Haberleşme Sistemleri	Savunma Sanayii Başkanlığı	272 mn USD
Radar Sistemleri	Savunma Sanayii Başkanlığı	195 mn USD
Haberleşme Sistemleri ve İnsansız Deniz Araçlarına Yönelik Faydalı Yükleri	Asya Pasifik Bölgesi Müşterileri	171 mn USD
Elektronik Harp, Elektro-Optik, Arayıcı Başlık, Keşif ve Gözetleme, Haberleşme ve Silah Sistemleri	Uluslararası Müşteri	158 mn USD
Hava Savunma, Radar, Elektronik Harp, Elektro-Optik, Aviyonik ve Haberleşme Sistemleri	Uluslararası Müşteri	125 mn USD
Silah ve Elektronik Harp Sistemleri	Uluslararası Müşteri	125 mn USD
Radar, Hava Savunma, Elektro-Optik ve Haberleşme Sistemleri ile İHA ve İDA Faydalı Yükleri	Uluslararası Müşteri	115 mn USD
Güdümlü Sistemleri	Savunma Sanayii Başkanlığı	112 mn USD

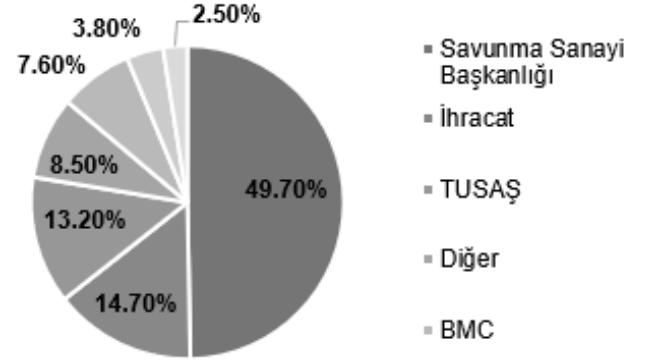
Kaynak: Aselsan, KAP, Vakıf Yatırım Araştırma

Şekil 13: Bakiye Siparişlerin Para Birimine Göre Dağılımı



Kaynak: Aselsan, Vakıf Yatırım Araştırma

Şekil 14: Bakiye Siparişlerin Müşteri Dağılımı



Finansallar ve değerlendirme

Şekil 15: Özet finansal tablolar ve değerlendirme

mn TL	2025	2026T	2027T	2028T
Gelir tablosu				
Satış gelirleri	180,445	317,080	579,552	931,170
Büyüme (%)	50.1%	75.7%	82.8%	60.7%
Brüt kâr	57,427	99,737	189,804	309,598
FAVÖK	47,329	84,972	159,620	257,600
FAVÖK marjı (%)	26%	27%	28%	28%
Amortisman	5,549	11,339	14,255	18,012
FVÖK	49,146	77,582	150,332	244,469
FVÖK marjı (%)	0.27	0.24	0.26	0.26
Vergi öncesi kâr	26,391	58,412	131,594	237,383
Vergi	3,527	2,607	9,553	27,046
Net kâr	29,950	61,056	141,188	264,473
HBK		13.4	31.0	58.0
HBT		-0.43	-0.87	-2.02
Nakit akımı				
FAVÖK	47,329	84,972	159,620	257,600
İşletme sermayesi değişimi	-10,541	-54,173	-75,468	-61,305
Faaliyet nakit akımı	48,902	-2,055	10,171	57,084
Yatırım harcamaları	-37,678	-61,165	-83,472	-66,296
Serbest nakit akımı	10,017	-63,220	-73,302	-9,211
Ödenen temettü		-1,950	-3,975	-9,193
Bilanço				
Maddi duran varlıklar	64,659	100,820	137,391	188,058
Şerefiye ve maddi olmayan varlıklar	37,283	59,994	139,219	348,899
Net işletme sermayesi	42,858	91,690	138,755	161,774
Yatırılan sermaye	144,799	252,504	415,365	698,731
Net borç	13,970	54,875	87,731	84,411
Özkaynaklar	251,786	408,388	623,512	1,051,935
Oranlar ve değerlendirme				
Özkaynak kârlılığı	0.1	0.1	0.2	0.3
Yatırılan sermaye getirisi	0.3	0.2	0.3	0.3
Net borç / FAVÖK	0.3	0.6	0.5	0.3
Temettü dağıtım oranı (%)		3.2	2.8	3.5
F/K	23.3	25.5	11.0	5.9
FD/FAVÖK	15.0	19.0	10.3	6.4
FD/Satışlar	3.9	5.1	2.8	1.8
PD/DD	2.8	4.0	2.6	1.6
SNA verimi (%)	1.4	n.a.	n.a.	n.a.
Temettü verimi (%)		0.1	0.3	0.6

Kaynak: Vakıf Yatırım Araştırma tahminleri.

Açıklamalar

Tavsiye tanımları

Analistlerimiz hisseler için "Endeks Üzeri Getiri", "Endekse Paralel Getiri" veya "Endeks Altı Getiri" önerisi vermektedir. Her öneri, hissenin önümüzdeki 12 ay için beklenen toplam getirisinin, analistin ya da ekibin araştırma kapsamındaki tüm hisselerin ortalama beklenen toplam getirisine göre konumunu yansıtır.

Tavsiye	Tanım
ENDEKS ÜZERİ GETİRİ	Önümüzdeki 12 ayda, araştırma kapsamındaki hisselerin ortalamasından daha yüksek getiri sağlaması beklenmektedir.
ENDEKSE PARALEL GETİRİ	Önümüzdeki 12 ayda, araştırma kapsamındaki hisselerin ortalamasına paralel getiri sağlaması beklenmektedir.
ENDEKS ALTI GETİRİ	Önümüzdeki 12 ayda, araştırma kapsamındaki hisselerin ortalamasından daha düşük getiri sağlaması beklenir.

Yasal Uyarı

İşbu Rapor, Vakıf Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("Vakıf Yatırım") tarafından hazırlanmış bir yatırım araştırma raporudur. Rapor'da yer alan tüm içerikler Vakıf Yatırım'ın fikri mülkiyetidir. Rapor'un tamamı veya bir kısmı, Vakıf Yatırım'ın önceden yazılı onayı alınmaksızın kopyalanamaz, çoğaltılamaz, dağıtılamaz, değiştirilemez veya herhangi bir surette üçüncü kişilerin erişimine sunulamaz. Rapor'da yer alan veya Rapor'un hazırlanmasına esas teşkil eden bilgiler (hep birlikte "Bilgiler") ile Rapor'da ifade edilen görüş, tahmin, öngörü ve projeksiyonlar; herhangi bir sermaye piyasası aracının, finansal aracın veya diğer yatırım ürünlerinin alımına, satımına ya da bunlar üzerinde herhangi bir işlem yapılmasına yönelik teklif, teklife davet, yönlendirme veya tavsiye niteliği taşımaz.

Rapor'da yer verilen yatırımlar her yatırımcı için uygun olmayabilir. İşbu Rapor, herhangi bir yatırımcının kendine özgü yatırım amaçları, mali durumu veya risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak hazırlanmamıştır. Rapor'u alan kişiler, yatırım kararlarını kendi kişisel koşullarını gözетerek vermeli ve gerekli hallerde bağımsız mali, hukuki ve/veya vergisel danışmanlık almalıdır. Sermaye piyasası araçlarına ve diğer finansal araçlara yapılan yatırımlar çeşitli riskler içerir ve yatırılan sermayenin bir kısmının veya tamamının kaybedilmesine yol açabilir. Yatırımın, yatırımcının kendi para biriminden farklı bir para birimi cinsinden olması halinde, döviz kurlarındaki dalgalanmalar yatırımın değeri veya getirisi üzerinde olumlu ya da olumsuz etki doğurabilir.

Bilgiler, Vakıf Yatırım tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan elde edilmiştir. Bununla birlikte, Bilgiler bağımsız olarak doğrulanmamış olabilir. Vakıf Yatırım, bilgilerin doğruluğu, eksiksizliği veya güncelliği hususunda açık ya da zımni hiçbir beyan, taahhüt veya garantide bulunmamaktadır. Rapor'da yer alan tüm görüş, tahmin, öngörü, projeksiyon, hedef fiyat ve değerlemeler, Rapor tarihi itibarıyla yazar(lar)ın değerlendirmelerini yansıtmaktadır. Bunlar belirli varsayımlara dayanmakta olup önceden bildirimde bulunulmaksızın değiştirilebilir ve hiçbir şekilde gelecekteki performansa ilişkin bir güvence olarak yorumlanamaz. Gerçekleşecek sonuçlar, Rapor'da açıkça ifade edilen veya zımnen öngörülen sonuçlardan önemli ölçüde farklılık gösterebilir. Geçmiş performans, gelecekteki sonuçların göstergesi değildir.

Vakıf Yatırım ve/veya grup şirketleri, zaman zaman Rapor'da adı geçen ihraççılara yatırım bankacılığı, aracılık, kurumsal finansman, danışmanlık veya diğer hizmetleri sunabilir. Bunun yanı sıra söz konusu ihraççılarla finansal veya ticari ilişki içinde bulunabilir ya da bu ihraççıların sermaye piyasası araçlarında pozisyon taşıyabilir.

Yürürlükteki sermaye piyasası mevzuatı uyarınca açıklanması zorunlu olan her türlü finansal çıkar, ilişki veya çıkar çatışması, mevzuata uygun şekilde açıklanacaktır. Kanunen izin verilen azami ölçüde, Vakıf Yatırım ile yönetim kurulu üyeleri, yöneticileri, çalışanları ve temsilcileri; Rapor'un veya Bilgilerin kullanılmasından ya da bunlara dayanılmasından kaynaklanan veya bununla bağlantılı olarak doğan doğrudan veya dolaylı hiçbir zarar, kayıp, maliyet veya masraftan sorumlu tutulamaz. İşbu Rapor'un hiçbir hükmü, hukuken kaldırılması veya sınırlandırılması mümkün olmayan herhangi bir sorumluluğu kaldırdığı veya sınırlandırdığı şeklinde yorumlanamaz.

Rapor'un Vakıf Yatırım dışındaki herhangi bir kişi tarafından iletilmesi veya başka bir şekilde üçüncü kişilerin erişimine sunulması halinde, Vakıf Yatırım söz konusu kişi tarafından Rapor üzerinde yapılan değişiklik veya eklemelerden sorumlu değildir. İşbu Rapor, dağıtımının veya kullanımının yürürlükteki mevzuata aykırılık teşkil edeceği ya da Vakıf Yatırım için herhangi bir kayıt veya lisans yükümlülüğü doğuracağı herhangi bir ülkede, herhangi bir gerçek veya tüzel kişiye dağıtılmak ya da bu kişilerce kullanılmak amacıyla hazırlanmamıştır. Rapor'u alan kişiler, tabi oldukları kısıtlamalar hakkında bilgi edinmekten ve bunlara uymaktan bizzat sorumludur.

Yatırım Danışmanlığı Uyarısı

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 tavsiyeler, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmakta olup genel niteliktedir. Bu görüşler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi veya bu bilgilere dayanarak tek başına işlem yapılması, beklentilerinize veya beklenen sonuçlara uygun sonuçlar doğurmayabilir. Yatırım kararları, tüm riskler dikkate alınarak ve nihai sorumluluk yatırımcıya ait olacak şekilde, yatırımcının kendi bağımsız değerlendirmelerine dayanarak verilmelidir.