

## ASELSAN (ASELS TI)

## Ertelenmiş vergi geliri ile güçlü net kâr

TUT (önceki: TUT)

Kapanış Fiyatı (TL)	59,60	Hedef Fiyat (TL)	60,00
Piyasa Değeri (TL / US\$ mn)	271,776 / 8,425	12A Nominal / Göreceli Getiri (%)	196 / 28
Halka Açıklık Oranı (%)	26	3A Ort. Günlük İşlem Hacmi (TL mn)	2,619
TLmn	2024/3	2023/3	Y/Y Δ
Net Satış	15.139	14.401	5,1%
VAFÖK (diğ. gel. (gid.) hariç)	3.398	3.304	2,9%
Net Kâr	1.239	-980	n.m.
VAFÖK marjı	22,5%	22,9%	-0,4pp

TMS29 ile uyumlu piyasa beklentileri bulunmamaktadır

Kaynak: YKY Araştırma, Şirket, KAP, Research Turkey

## 1Ç24 Sonuçlar

- Anlamlı net kâr iyileşmesi.** Aselsan <ASELS TI> 1Ç23'teki 980 milyon TL net zarara kıyasla 1Ç24'te 1.2 milyar TL net kâr açıkladı. Bu denli sapmanın ana nedeni 1Ç23'te 1.6 milyar TL ertelenmiş vergi gideri kaydedilirken 1Ç24'te 1.8 milyar TL ertelenmiş vergi geliri gerçekleşmesi oldu. Net satışlar, güçlü yurtdışı satışlar (yurtiçi: -%7, yurtdışı: %148) sayesinde reel olarak yıllık bazda %5 artarak 15.1 milyar TL oldu. Şirket 1Ç24'te %23 marj ile 3.4 milyar TL VAFÖK elde etti. Aselsan 1Ç23'te 2.9 milyar TL net parasal kayıp yazarken, 1Ç24'te 3.5 milyar TL net parasal kayıp açıkladı. Şirket ayrıca TMS29 hariç sonuçlarını da açıkladı. Buna göre, Aselsan 1Ç24'te 14.4 milyar TL net satış (1Ç23'te 8.3 milyar TL), 3.9 milyar TL VAFÖK (1Ç23'te 1.9 milyar TL) ve 5.8 milyar TL net kâr (1Ç23'te 2.3 milyar TL) elde etti.
- Rekor düzeyde bakiye sipariş büyüklüğü.** Şirket'in 1Ç24'te bakiye sipariş büyüklüğüne 1.0 milyar ABD Doları tutarında yeni iş eklendi. Böylece, 2023 yılsonu itibarıyla 10.9 milyar ABD Doları olan bakiye sipariş büyüklüğü 1Ç24'te hafif artışla 11.1 milyar ABD Doları düzeyine ulaştı. Yeni alınan sipariş/satış oranı 1Ç24 itibarıyla halen 2.0x seviyesinde korunmaya devam etti. Türki Cumhuriyetler ve MENA bölgeleri başta olmak üzere ihracat pazarlarında artan askeri harcamalar sayesinde bakiye sipariş büyüklüğü iyileşmesinin devam edeceğini düşünüyoruz. Aselsan'ın satışları içinde ihracatın payı 1Ç23'te %8 iken 1Ç24'te %18 olarak gerçekleşti.
- İşletme sermayesi ihtiyacı hala zorlayıcı.** 4Ç23'te 38.1 milyar TL olan net işletme sermayesi 1Ç24 itibarıyla 44.0 milyar TL'ye yükseldi. Bunun ana nedeni özellikle uzun stok ve kısa ticari borç gününden kaynaklanıyor. Bu nedenle, nakit dönüşüm döngüsü 4Ç23'teki 185 güne kıyasla 200 günün üzerinde seyretmekte. Artan ihracat payının, daha kısa sözleşme vadesi ve daha hızlı tahsilat sayesinde nakit dönüşüm gününü düşürebileceğini düşünüyoruz.
- Net borçta artış.** 4Ç23'te 13.3 milyar TL olan net borç 1Ç24 itibarıyla 19.7 milyar TL'ye yükseldi. Net borçtaki artışı büyük ölçüde net işletme sermayesi finansmanı nedeniyle azalan nakit pozisyona bağlıyoruz.
- Beklenti.** Şirket, net satışların TL bazında TMS29 hariç +%70 ve TMS29 dahil +%10 artmasını bekliyor. VAFÖK marjının TMS29 hariç +%26'ya ve TMS29 dahil +%22'ye ulaşması öngörülüyor. Ayrıca, yatırım harcaması 12-14 milyar TL olarak bütçelenmiş durumda.

## Özet Görüşümüz

- Genel olarak, TMS29 dahil operasyonel sonuçlar hafif bir iyileşme ile yıllık bazda yatay gelişim gösterdi. Bakiye siparişlerdeki iyileşmenin devam etmesini ve yeni alınan işler/satış oranının korunmasını memnuniyetle karşılıyoruz. Yeni alınan siparişlerin 2024 yılında da devam edeceğini ve bakiye sipariş büyüklüğünün 12.0 milyar ABD Doları seviyesine yükseleceğini öngörüyoruz. Yine de, işletme sermayesi ve nakit dönüşümünü toplam nakit akışı yaratımı için hala bir sorun olarak görüyoruz. Yıllık bazdaki anlamlı pozitif kârlılık değişimi olsa da, yataya yakın gerçekleşen operasyonlara bağlı olarak sonuçlara hafif olumlu/nötr piyasa tepkisi bekliyoruz. Şu an için, hisse başı 60.00 TL 12-aylık hedef fiyat ile 'Tut' tavsiyemizi koruyoruz. Model varsayımlarımızı yeniden gözden geçirdikten sonra, revize hedef fiyat ve tavsiyemizi buna göre güncelleyeceğiz.

**1Q24 - Çeyreksel Finansallar**

**TMS29 Uygulanmış (Mart 2024 TÜFE)**

Gelir Tablosu	TLmn		Büyüme (%)	Gelirlerin %'si		Değişim (pp)
	2024/03	2023/03		2024/03	2023/03	
<b>Gelirler</b>	<b>15,139</b>	<b>14,401</b>	↑ 5	<b>100</b>	<b>100</b>	
<b>SMM</b>	<b>-10,758</b>	<b>-10,141</b>	↓ 6	-71.1	-70.4	↑ -0.7
Brüt Kar	4,381	4,260	↑ 3	28.9	29.6	↓ -0.7
Faaliyet Giderleri	-1,672	-1,561	↓ 7	-11.0	-10.8	↑ -0.2
Net Faaliyet Karı	2,709	2,699	-	17.9	18.7	↓ -0.8
Diğer Faaliyet Gelir (Gider)	1,775	1,334	↑ 33	11.7	9.3	↑ 2.4
<b>Esas Faaliyet Karı</b>	<b>4,484</b>	<b>4,033</b>	↑ 11	<b>29.6</b>	<b>28.0</b>	↑ 1.6
Amortisman	690	606	↑ 14	4.6	4.2	↑ 0.4
<b>VAFÖK (diğ. gel (gid) hariç)</b>	<b>3,399</b>	<b>3,305</b>	↑ 3	<b>22.5</b>	<b>22.9</b>	↓ -0.4
<b>VAFÖK (diğ. gel (gid) dahil)</b>	<b>5,174</b>	<b>4,639</b>	↑ 12	<b>34.2</b>	<b>32.2</b>	↑ 2.0
Yatırımlardan Gelir (Gider)	15	10	↑ 50	0.1	0.1	↑ 0.0
İştiraklerden Gelir (Gider) (3)	-27	-3	-	-0.2	0.0	↓ -0.2
Net Finansman Gelir (Gider)	-1,565	-546	-	-10.3	-3.8	↓ -6.5
Parasal Kazanç (Kayıp)	-3,449	-2,846	↑ 21	-22.8	-19.8	↓ -3.0
<b>Vergi Öncesi Kar Zarar</b>	<b>-533</b>	<b>647</b>	-	<b>-3.5</b>	<b>4.5</b>	↓ -8.0
Vergi	1,772	-1,628	-	11.7	-11.3	↓ 23.0
Azınlık Hissedarları	-165	-17	-	-1.1	-0.1	↓ -1.0
<b>Net Kar</b>	<b>1,404</b>	<b>-964</b>	-	<b>9.3</b>	<b>-6.7</b>	↑ 16.0

Bilanço	TLmn		Büyüme (%)	Varlıkların %'si		Değişim (pp)
	2024/03	2023/12		2024/03	2023/12	
<b>Toplam Varlıklar</b>	<b>163,169</b>	<b>173,261</b>	↑ 5	<b>100</b>	<b>100</b>	
<b>Dönen Varlıklar</b>	<b>74,719</b>	<b>83,863</b>	↓ -12	<b>15.9</b>	<b>19.0</b>	↓ -3.0
Nakit ve Nakit Benzerleri	3,074	7,606	↑ 8	3.5	3.5	↑ 0.1
Ticari Alacaklar	19,463	23,695	↓ -29	4.7	7.1	↓ -2.3
Stoklar	36,302	37,023	↓ -10	6.4	7.5	↓ -1.1
Diğer Dönen Varlıklar	15,880	15,539	↑ 41	1.2	0.9	↑ 0.3
<b>Duran Varlıklar</b>	<b>88,450</b>	<b>89,398</b>	↑ 9	<b>84.1</b>	<b>81.0</b>	↑ 3.0
Finansal Varlıklar & Equity Pick Up	945	989	-	0.0	0.0	⇒ 0.0
Maddi Duran Varlıklar	27,212	27,305	↑ 10	57.5	55.0	↑ 2.5
Kullanım Hakkı Varlıkları	0	0	-	0.0	0.0	⇒ 0.0
Şerefiye	0	0	-	0.0	0.0	⇒ 0.0
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	15,189	13,977	↓ 0	0.2	0.2	↓ 0.0
Ertelenmiş Vergi Varlığı	2,604	826	↑ 10	25.3	24.2	↑ 1.1
Diğer Duran Varlıklar	42,500	46,301	↓ -28	1.1	1.6	↓ -0.5
<b>Toplam Yükümlülükler</b>	<b>60,281</b>	<b>71,566</b>	↑ 5	<b>100</b>	<b>100</b>	
<b>KV Yükümlülükler</b>	<b>45,567</b>	<b>57,737</b>	↑ 12	<b>24.7</b>	<b>23.2</b>	↑ 1.5
KV Finansal Borçlar	21,925	21,641	↑ 24	17.8	15.1	↑ 2.7
KV Kiralama Borçları	0	0	↓ -11	0.1	0.1	↓ 0.0
Ticari Borçlar	11,731	17,103	↓ -34	3.6	5.7	↓ -2.1
Ertelenmiş Gelirler	4,765	10,228	↑ 61	3.0	2.0	↑ 1.0
Diğer KV Yükümlülükler	7,146	8,765	↓ -14	0.3	0.4	↓ -0.1
<b>UV Yükümlülükler</b>	<b>14,714</b>	<b>13,829</b>	↓ -11	<b>28.3</b>	<b>33.4</b>	↓ -5.2
UV Finansal Borçlar	886	1,299	↓ -14	22.5	27.8	↓ -5.2
UV Kiralama Borçları	0	0	↓ -25	0.1	0.1	↓ 0.0
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	9,048	6,798	-	0.0	0.0	⇒ 0.0
Diğer UV Yükümlülükler	4,780	5,732	↑ 7	5.6	5.5	↑ 0.1
<b>Toplam Özkaynaklar</b>	<b>102,888</b>	<b>101,694</b>	↑ 14	<b>47.0</b>	<b>43.4</b>	↑ 3.6
Ödenmiş Sermaye	4,560	4,560	⇒ 0	2.9	3.0	↓ -0.2
Geçmiş Yıl Karları	54,200	45,811	↑ 74	25.9	15.7	↑ 10.2
Dönem Karı	1,404	8,389	↓ -49	5.8	12.0	↓ -6.2
Diğer Sermaye Kalemleri	42,724	42,934	↑ 3	12.3	12.6	↓ -0.3
<b>Azınlık Hissedarları</b>	<b>1,066</b>	<b>1,230</b>	-	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	⇒ 0.0

Nakit Akım Tablosu	TLmn		Büyüme (%)	Gelirlerin %'si		Değişim (pp)
	2024/03	2023/03		2023/12	2022/12	
<b>Faaliyetlerden Nakit</b>	<b>-2,288</b>	<b>4,329</b>	-	<b>71.5</b>	<b>-5.3</b>	↑ 76.8
Yatırımlardan Nakit	-2,417	-5,655	-	-74.8	-57.6	↓ -17.2
Finansal Faaliyetlerden Nakit	1,830	-1,804	↓ -92	7.8	72.1	↓ -64.4
<b>Toplam Nakit Girişi</b>	<b>-2,875</b>	<b>-3,130</b>	↓ -64	<b>4.5</b>	<b>9.2</b>	↓ -4.7
<b>Toplam SNA Girişi</b>	<b>-4,705</b>	<b>-1,326</b>	-	<b>-3.3</b>	<b>-62.9</b>	↑ 59.6

## ÇEKİNCE:

Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri 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 dayanılarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Söz konusu rapor belli bir kişiye veya mali durumları, risk ve getiri tercihleri benzer nitelikteki bir gruba yönelik olarak hazırlanmamıştır. Belirli bir getirinin sağlanacağına dair herhangi bir vaat veya taahhütte bulunulmamaktadır. 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. Size uygun olan yatırım araçlarının ve işlemlerin kapsam ve içeriği uygunluk testi neticesinde belirlenir. Uygunluk testi, yatırım kuruluşu tarafından pazarlanan ya da müşteri tarafından talep edilen ürün ya da hizmetin müşteriye uygun olup olmadığının değerlendirilmesi amacıyla, müşterilerin söz konusu ürün veya hizmetin taşıdığı riskleri anlayabilecek bilgi ve tecrübeye sahip olup olmadıklarının tespit edilmesidir. Bu raporda yer alan her türlü bilgi, yorum ve tavsiye uygunluk testi ile tespit edilecek risk grubunuz ve getiri beklentiniz ile uyumlu olmayabilir. Bu nedenle, uygunluk testi neticesinde risk grubunuz tespit edilmeden sadece burada yer alan bilgilere dayanılarak yatırım kararı verilmesi amaç, bilgi ve tecrübenize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Burada yer alan bilgi ve veriler, araştırma grubumuz tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan derlenmiş olup, doğrulukları ayrıca araştırılmamıştır. Bu nedenle, bu bilgilerin tam veya doğru olmaması nedeniyle doğabilecek zararlardan Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ve çalışanları sorumlu değildir. Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından farklı bölümlerde istihdam edilen kişilerin veya Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin ortaklarının ve iştiraklerinin bu raporda yer alan tavsiyelerle veya görüşlerle hemfikir olmaması mümkündür. Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ile piyasanın işleyişinden kaynaklanan makul nedenlerden dolayı, Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ortakları, çalışanları, yöneticileri ve bunlarla doğrudan ve dolaylı olarak ilişkileri bulunan istihdam ilişkisi doğuracak bir sözleşme çerçevesinde veya herhangi bir sözleşme olmaksızın çalışan ve tavsiyenin hazırlanmasına katılan tüm gerçek veya tüzel kişiler ile müşterileri arasında önlemeyen çıkar çatışması ve objektifliği etkilemesi muhtemel nitelikte ilişkiler doğabilir. Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş., ortakları veya iştirakleri, Sermaye Piyasası Kurulu tarafından yetkilendirildikleri yatırım hizmetleri ve faaliyetleri ile yan hizmetlerini, bu raporda bahsi geçen şirketlere, muhtelif zamanlarda, sunmayı teklif edebilir veya sunabilir. Muhtelif zamanlarda, Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin, ortaklarını, iştiraklerinin ve işbu kapsamdaki yöneticilerinin, yetkililerinin, çalışanlarının veya temsilcilerinin, doğrudan veya dolaylı olarak, raporda bahsi geçen işlemler, menkul kıymetler veya emtialar üzerinde pozisyonları bulunabilir veya farklı nedenlerle ilgi ve ilişkileri bulunabilir. Söz konusu çıkar çatışması durumlarında Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş., internet sitesinde yer alan Çıkar Çatışması Politikası uyarınca hareket eder. Bu rapor, sadece gönderildiği kişilerin kullanımı içindir. Bu raporun tümü veya bir kısmı Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin yazılı izni olmadan çoğaltılamaz, yayınlanamaz veya üçüncü kişilere gösterilemez, ticari amaçla kullanılamaz.