

Güçlü net kar büyümesi

TUT (önceki TUT)

Kapanış Fiyatı (TL)	309,00	Hedef Fiyat – 12ay (TL/pay)	350,00				
Piyasa Değeri (TL / US\$ mn)	1.409.040 / 32.186	Nominal / Görece Getiri – 12ay (%)	269 / 146				
Halka Açıklık Oranı	26	Ort. İşlem Hacmi – 3ay (TLmn)	11.086,7				
TMS/TFRS - TL milyon	4Ç25	4Ç24	Yıllık Δ	3Ç25	Çeyreklik Δ	YKYt	Piyasa Beklentisi
Net Satışlar	85.614	72.884	%17,5	34.575	%148	82.786	83.019
VAFÖK	23.674	19.550	%21,1	8.547	%177	21.783	21.317
Net Kar	17.791	11.482	%55,0	4.973	%258	11.310	11.146
VAFÖK Marjı	27,7%	26,8%	0,8pp	24,7%	2,9 pp	%26,3	%25,7

Kaynak: YKY Araştırma, Şirket, KAP

4Ç25 Sonuçları

- Net kar beklentilerin üzerinde.** Aselsan, 4Ç25'te yıllık %55 artışla 17,8 milyar TL net kar açıkladı; bu rakam hem bizim tahminimizin (11,3 milyar TL) hem de piyasa beklentisinin (11,1 milyar TL) oldukça üzerinde. Olumlu sapma, esas olarak varsayımlarımıza kıyasla daha yüksek kur farkı geliri ve parasal kazançlardan kaynaklanırken, VAFÖK tahminimiz genel olarak sonuçlara paraleldi. VAFÖK 23,7 milyar TL odu ve bu da %28'lik (yıllık +1 puan) bir marja tekabül ediyor. Yıllık 1 puanlık marj iyileşmesini ihracatın daha yüksek payına bağlıyoruz. Vergi öncesi kar şirket içi tahminimizin iki katından fazla oldu. 3,5 milyar TL'lik ertelenmiş vergi gideri, güçlü vergi öncesi kar performansını kısmen baskıladı. Şirketle konuştuktan sonra net kardaki sapmaya ilişkin nedenleri netleştireceğiz.
- Güçlü bakiye sipariş büyümesi.** Şirket, çeyrek boyunca 3,9 milyar USD'lik yeni sözleşme imzaladı; bu, şirket içi tahminimizin ~%40 üzerinde olup, çeyreklik yeni alınan işler/satışlar oranı 1,9x (2025'in tamamı için 2,2x) oldu. Yeni sözleşmelerin %84'ü yurt içi sözleşmelerden oluşmaktadır. Böylece, bakiye siparişler 20,4 milyar USD'ye ulaşarak 18,4 milyar USD olan tahminimizin oldukça üzerinde gerçekleşti ve bu da 4,8x bakiye siparişler/satış oranına denk gelmektedir. Böylece, gelirler 85,6 milyar TL (yıllık +%18 artış) oldu ve bu da devam eden teslimat ivmesini yansıtmaktadır. Mevcut bakiye sipariş durumunun, Aselsan'ın uzun vadeli büyüme görünümünü desteklediğine inanıyoruz.
- Güçlü nakit yaratımı** Net işletme sermayesi ihtiyacı (net avanslar ve uzun vadeli alacaklar dahil) 126,9 milyar TL'ye yükseldi (3Ç25'te 114,4 milyar TL idi). Şirket, çeyrekte 10,6 milyar TL serbest nakit akışı elde etti ve net borç 13,9 milyar TL'ye düştü (3Ç25'te 24,8 milyar TL idi). Net Borç/VAFÖK oranı bir önceki çeyreğe göre 0,5x'ten 0,2x'e geriledi; özkaynak karlılığı ve yatırılan sermaye getirisi (ROIC) ise sırasıyla %12 ve %22 oldu (3Ç25: %12 / %23).
- Bu arada yönetim, TMS29 dahil 2026 beklentilerini aşağıdaki gibi açıkladı:
 - (i) >%10 gelir büyümesi (ykyt: 20%),
 - (ii) >%24 VAFÖK marjı (ykyt: 29%) ve,
 - (iii) 50 milyar TL yatırım harcaması (ykyt: 53 milyar TL)

Özet Görüşümüz

Sonuçları, güçlü bakiye sipariş büyümesi ve VAFÖK gelişimiyle desteklenen, operasyonel açıdan olumlu olarak değerlendiriyor ve, net karın beklentilerin üzerinde gelmesiyle olumlu bir piyasa tepkisi bekliyoruz. Bununla birlikte, hissenin son bir yılda BIST-100'ün ~%150 üzerinde getiri sağlaması ve yüksek çarpanları (uluslararası benzerlerine göre ~%10 primli ~1,5x FD/bakiye siparişler) göz önüne alındığında, uzun vadeli olumlu görünümün büyük bir kısmının zaten

fiyatlara yansıdığını düşünüyoruz. Bu nedenle, şimdilik, ASELS için 12 aylık 8,1 USD/hisse hedef fiyatımızı ve "TUT" önerimizi koruyoruz. Hisse 2026 tahminlerimize göre 17,5x FD/VAFÖK'ten işlem görmektedir.

ASELS - Çeyreksele Finansal Sonuçlar

Gelir Tablosu (çeyreksele)					
TLmn	4Ç24	1Ç25	2Ç25	3Ç25	4Ç25
Gelirler	72.884	27.104	33.152	34.575	85.614
Brüt Kar	23.835	8.112	11.170	10.029	28.116
Faaliyet Giderleri	-5.483	-3.389	-3.304	-2.874	-6.079
Net Faaliyet Karı	18.352	4.723	7.866	7.155	22.037
VAFÖK (diğ. gel (gid) hariç)	19.550	6.116	8.993	8.547	23.674
VAFÖK (diğ. gel (gid) dahil)	16.966	10.201	11.904	9.225	23.365
Net Finansman Gelir (Gider)****	-3.527	-11.269	-10.988	-2.487	1.375
Vergi Öncesi Kar Zarar	12.213	-2.540	-136	5.445	23.621
Vergi	-737	5.077	4.791	-545	-5.796
Azınlık Hissedarları	-6	-168	175	-72	34
Net Kar	11.482	2.705	4.480	4.973	17.791

Gelir Tablosu (Son 4Ç Toplam)					
TLmn	2024/12	2025/03	2025/06	2025/09	2025/12
Gelirler	157.340	159.579	163.479	167.715	180.445
Brüt Kar	49.946	50.864	51.942	53.147	57.427
Faaliyet Giderleri	-14.691	-15.333	-15.131	-15.051	-15.647
Net Faaliyet Karı	35.255	35.530	36.811	38.096	41.780
VAFÖK (diğ. gel (gid) hariç)	39.574	40.109	41.509	43.205	47.329
VAFÖK (diğ. gel (gid) dahil)	40.073	41.779	45.926	48.295	54.694
Net Finansman Gelir (Gider)	-24.970	-28.021	-31.580	-28.271	-23.368
Vergi Öncesi Kar Zarar	10.819	9.156	9.613	14.982	26.391
Vergi	9.106	11.272	11.980	8.586	3.527
Azınlık Hissedarları	-100	3	139	-72	-32
Net Kar	20.025	20.425	21.455	23.640	29.950

Bilanço					
TLmn	2024/12	2025/03	2025/06	2025/09	2025/12
Dönen Varlıklar	138.901	132.793	136.287	145.616	174.984
Nakit ve Nakit Benzerleri	21.777	15.261	17.716	15.066	29.086
Ticari Alacaklar	37.115	32.920	29.462	30.161	38.860
Stoklar	56.901	55.302	59.412	68.345	73.661
Duran Varlıklar	178.901	188.359	189.359	192.828	256.603
Finansal Varlıklar	12.332	12.209	12.050	12.035	33.075
Maddi Duran Varlıklar	48.896	49.387	51.289	52.869	64.659
Kullanım Hakkı Varlıkları	69	0	0	0	16.089
Şerefiye	0	0	0	0	0
Toplam Varlıklar	317.803	321.152	325.646	338.444	431.587
KV Yükümlülükler	91.312	88.485	101.751	102.710	126.229
KV Finansal Borçlar	29.890	38.976	41.148	38.606	38.028
KV Kiralama Borçları	0	0	0	0	0
Ticari Borçlar	25.865	16.335	20.313	22.528	37.965
UV Yükümlülükler	41.463	45.096	32.903	39.941	53.572
UV Finansal Borçlar	12.732	204	173	1.264	5.028
UV Kiralama Borçları	0	0	0	0	0
Azınlık Hissedarları	1.388	1.220	1.394	1.322	1.356
Toplam Özkaynaklar	183.640	186.352	189.598	194.472	250.430
Toplam Yükümlülükler	317.803	321.152	325.646	338.444	431.587

Nakit Akım Tablosu (çeyreksele)					
TLmn	4Ç24	1Ç25	2Ç25	3Ç25	4Ç25
Faaliyetlerden Nakit	26.777	5.029	10.268	9.847	23.758
Yatırım Faaliyetlerinden Nakit	-7.389	-6.869	-7.512	-11.362	-13.142
Finansal Faaliyetlerden Nakit	-2.614	-4.731	-245	-1.135	3.405
Toplam Nakit Girişi	16.774	-6.571	2.511	-2.650	14.020
Serbest Nakit Akımı (SNA)	19.388	-1.840	2.756	-1.515	10.616
Gelirlere Oranı	27%	-7%	8%	-4%	12%

Nakit Akım Tablosu (Son 4Ç Toplam)					
TLmn	2024/12	2025/03	2025/06	2025/09	2025/12
Faaliyetlerden Nakit	28.034	37.943	46.208	51.921	48.902
Yatırım Faaliyetlerinden Nakit	-27.943	-30.842	-29.587	-33.132	-38.885
Finansal Faaliyetlerden Nakit	9.211	3.060	-1.808	-8.725	-2.707
Toplam Nakit Girişi	9.302	10.161	14.813	10.063	7.310
Serbest Nakit Akımı (SNA)	91	7.101	16.621	18.789	10.017
Gelirlere Oranı	0%	4%	10%	11%	6%

Çeyreksele Büyüme & Marjlar					
Önceki Yılın Aynı Çeyreğine Göre Büyüme (%)	4Ç24	1Ç25	2Ç25	3Ç25	4Ç25
Gelirler	12	9	13	14	17
VAFÖK (diğ. gel (gid) hariç)	55	10	18	25	21
VAFÖK (diğ. gel (gid) dahil)	-4	20	53	35	38
Net Kar	47	17	30	78	55
Çeyreksele Marjlar (%)	4Ç24	1Ç25	2Ç25	3Ç25	4Ç25
Brüt Kar Marjı	32,7	29,9	33,7	29,0	32,8
VAFÖK (diğ. gel (gid) hariç)	26,8	22,6	27,1	24,7	27,7
VAFÖK (diğ. gel (gid) dahil)	23,3	37,6	35,9	26,7	27,3
Net Faaliyet Karı	25,2	17,4	23,7	20,7	25,7
Vergi Öncesi Kar Marjı	16,8	-9,4	-0,4	15,7	27,6
Net Kar Marjı	15,8	10,0	13,5	14,4	20,8

Yıllıklandırılmış Büyüme & Marjlar					
Son 4Ç Büyüme (%)	2024/12	2025/03	2025/06	2025/09	2025/12
Gelirler	13,1	13,8	14,2	12,0	14,7
VAFÖK (diğ. gel (gid) hariç)	30,7	31,8	32,4	32,4	19,6
VAFÖK (diğ. gel (gid) dahil)	-25,3	-23,0	7,2	18,5	36,5
Net Kar	45,3	15,6	25,2	44,5	49,6
Son 4Ç Marjlar (%)	2024/12	2025/03	2025/06	2025/09	2025/12
Brüt Kar Marjı	31,7	31,9	31,8	31,7	31,8
VAFÖK (diğ. gel (gid) hariç)	25,2	25,1	25,4	25,8	26,2
VAFÖK (diğ. gel (gid) dahil)	25,5	26,2	28,1	28,8	30,3
Net Faaliyet Karı	22,4	22,3	22,5	22,7	23,2
Vergi Öncesi Kar Marjı	6,9	5,7	5,9	8,9	14,6
Net Kar Marjı	12,7	12,8	13,1	14,1	16,6

Nakit Döngü & NİS					
	2024/12	2025/03	2025/06	2025/09	2025/12
Net Nakit Döngüsü (Gün)	192	206	194	212	185
Ticari Alacak Tahsilat	86	75	66	66	79
Stok Döngü	193	186	194	218	219
Ticari Borç Ödeme	88	55	66	72	113
Net İşletme Sermayesi (Ana) (*)	68.151	71.887	68.560	75.978	74.556
Gelirlere Oranı	43%	45%	42%	45%	41%

Borçluluk					
	2024/12	2025/03	2025/06	2025/09	2025/12
Net Borç (Nakit)	20.845	23.920	23.605	24.804	13.970
Net Borç / Özkaynaklar (x)	0,1x	0,1x	0,1x	0,1x	0x
Net Borç / VAFÖK (x)	0,5x	0,5x	0,5x	0,5x	0,2x
Esas Faal.Kar / Net Fin.Gel. (Gid.) (x)	5,2x	5,1x	4,4x	5,2x	5x
Borç / (Borç + Özkaynak)	19%	17%	18%	17%	15%

Getiri Metrikleri					
	2024/12	2025/03	2025/06	2025/09	2025/12
Özkaynak Karlılığı	11%	11%	11%	12%	12%
Net Kar Marjı	13%	13%	13%	14%	17%
Varlık Devir Hızı (x)	49,5	49,7	50,2	49,6	41,8
Finansal Kaldıraç Oranı (x)	173,1	172,3	171,8	174,0	172,3
ROIC (**)	20%	20%	22%	23%	22%

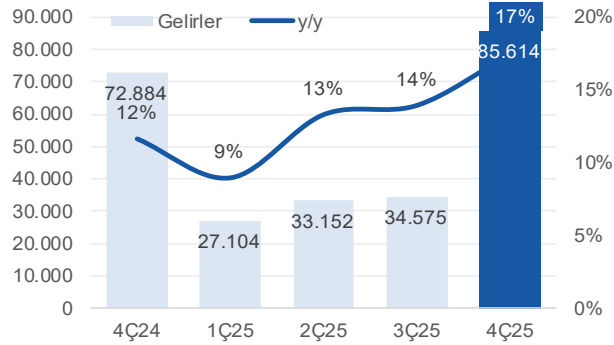
YKY Tahminler (Sonuçlar Öncesi)					
	Son 4Ç	2026T	reel Δ	2027T	reel Δ
Gelirler	180.445	267.189	20%	390.142	23%
VAFÖK (diğ. gel (gid) hariç)	47.329	78.890	35%	124.432	33%
Serbest Nakit Akımı (SNA)	10.017	34.386	177%	18.112	-56%
Net Kar	29.950	57.862	56%	70.454	3%
Toplam Özkaynaklar	250.430	310.434	0%	429.113	17%

Piyasa Çarpanları (x) (***)			
	Son 4Ç	2026T	2027T
FD / Gelirler	7,71	5,2	3,6
FD / VAFÖK	29,40	17,6	11,2
FD / SNA	138,90	40,5	76,8
F/K	47,05	24,4	20,0
F/DD	5,63	4,5	3,3

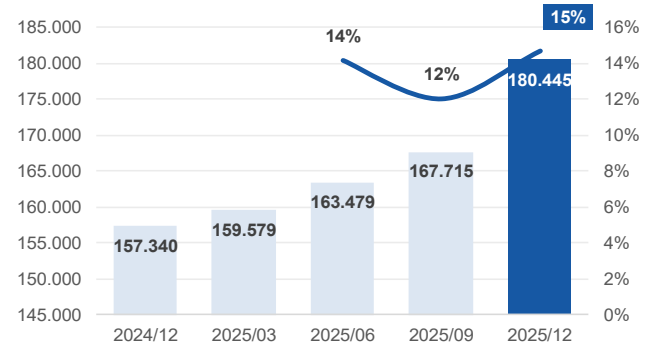
Kaynak: KAP, YKY Araştırma (*) Sadece Ticari Alacaklar, Stoklar ve Ticari Borçlar (**) Net Faaliyet Karı (Diğ. Dahil) / Net Operasyonel Varlıklar (***) FD ilgili yılın değerleri dikkate alınarak hesaplanmıştır (****) Net finansman gelir/gider kalemi parasal kazanç/kayıp içermektedir.

ASELS - Çeyrekssel ve Son 12 Aylık Finansallar

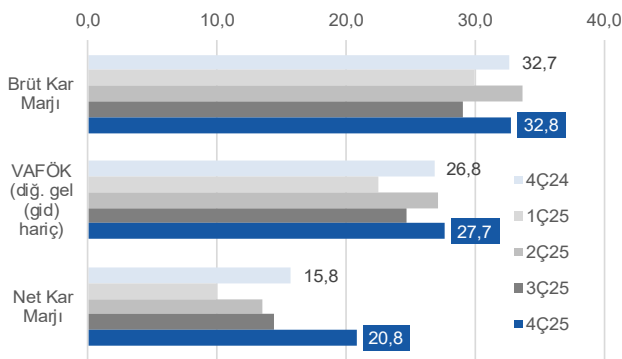
Önceki Yılın Aynı Çeyreğine Göre Büyüme (%)



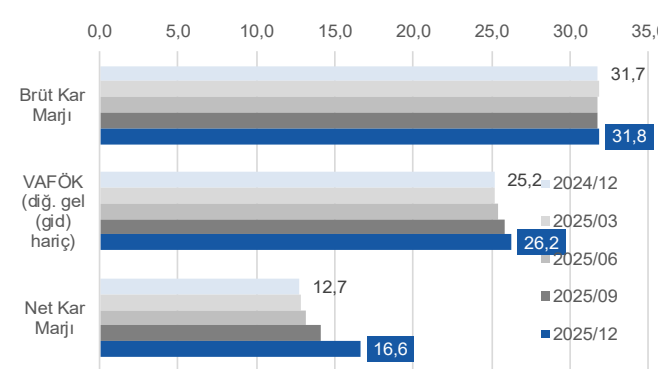
Son 4Ç Büyüme (%)



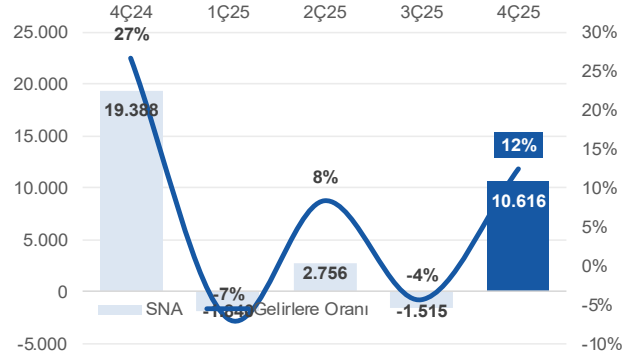
Çeyrekssel Marjlar (%)



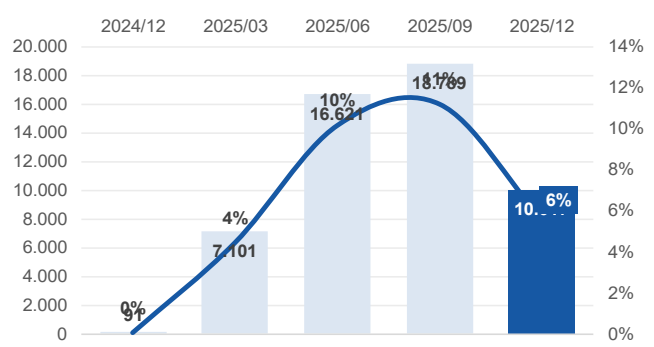
Son 4Ç Marjlar (%)



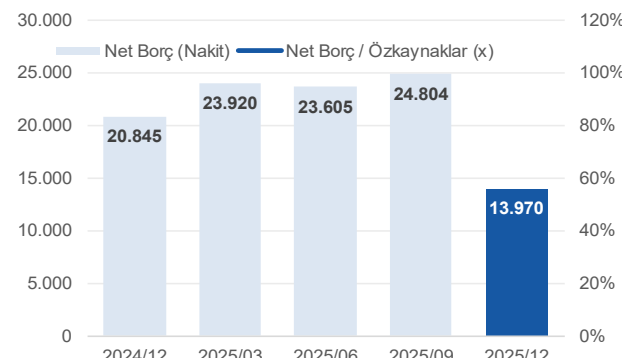
Çeyresel SNA (TLmn) & SNA Marjı



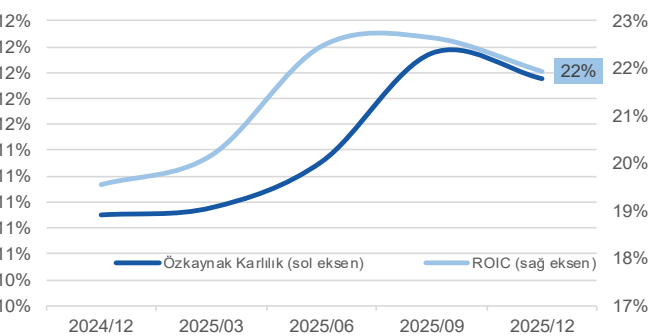
Son 4Ç SNA (TLmn) & SNA Marjı



Borçluluk



Getiri Metrikleri



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 dayanarak 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 dayanarak 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.