

ASELSAN ELEKTRONİK 4Ç2025 Sonuçları

TURGUT USLU tuslu@ziraatyatirim.com.tr

İsmail Furkan Bayrak ifbayrak@ziraatyatirim.com.tr

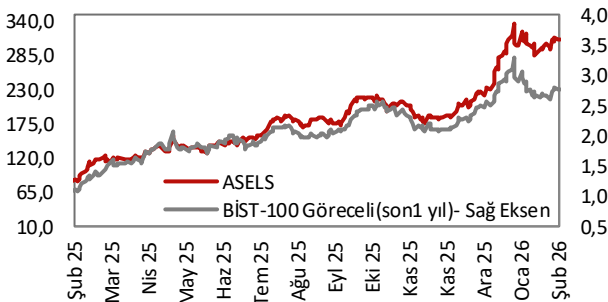
"Aselsan 4Ç2025'te Beklentilerin Üzerinde Performans Sergiledi..."

Öneri "AL"

Hedef Hisse Fiyatı : 385,00TL

Reuters/Bloomberg	ASELS.IS/ASELS.TI		
Sektör	Savunma		
Dahil Olduğu Ulusal Endeksler	XU030, XU050, XU100		
İşlem Gördüğü Pazar	Yıldız Pazar		
Fiyat	306,25 TL	7,00 USD	
BİST 100	13.810 TL	315 USD	
TL/\$ (TCMB Alış)		43,7775	
Düşük / Yüksek Son 1 Yıl	85,89 TL	336,75 TL	
Hisse Adedi (mn)	4.560		
P. Değeri (mn TL)	1.396.500		
Net Borç (mn TL)	13.970		
Fili Dolaşımdaki Pay Oranı	25,8%		
Halka Açıklık	26,0%		
Yabancı Yatırımcı Takas Oranı	51,1%		
Yerli Yatırımcı Takas Oranı	48,9%		
	1 Aylık	3 Aylık	1 Yıllık
TL Getiri	1,8%	70,0%	278,6%
BİST-100	6,3%	27,2%	46,1%
BİST-100 Göreceli	-4,2%	33,7%	159,1%
Günlük İşlem Hacmi (mn TL)	2.762		
(mn TL)	4Ç2024	4Ç2025	% Değ.
Net Satış	72.884	85.614	17%
Brüt Kar	23.835	28.116	18%
FAVÖK	19.550	23.429	20%
Ana Ort. Net Dön. Kar/ Zarar	11.482	17.791	55%
	F/K FD/FAVÖK		
ASELS	46,6		
BİST-100	14,7		
Uluslararası Benzer Şirketler (Cari)	23,9		
Ortaklık Yapısı	Pay Oranı		
TÜRK SİLAHLI KUVVETLERİNİ GÜÇLENDİRME VAKFI	74,2%		
DİĞER	25,8%		

HİSSE PERFORMANSI



Kaynak: Bloomberg, Finnet, Matriks; 25.02.2026 verileri kullanılmıştır.

Aselsan'ın 4Ç2025'teki ana ortaklık net dönem karı yıllık bazda %55 oranında artarak 17,8 milyar TL olarak gerçekleşmiştir. Piyasanın kar beklentisi 11,2 milyar TL idi. Dördüncü çeyrek karı ile birlikte Aselsan'ın 2025'teki ana ortaklık net dönem karı bir önceki yıla göre %50 oranında artarak 30 milyar TL'ye yükselmiştir.

Şirket'in satış gelirleri aynı dönemde %17,5 oranında büyümeye kaydederek 85,6 milyar TL'ye (Beklenti: 83 milyar TL) yükselmiştir. Seri üretim altyapısına yapılan yatırımların sağladığı kapasite artışı ve operasyonel verimlilik sayesinde Aselsan, tarihinin en yüksek yurt içi ve yurt dışı teslimat hacmine ulaşmış; bu güçlü teslimat performansı da satış gelirlerinin yüksek seviyede gerçekleşmesinin temel nedeni olmuştur. Öte yandan, Şirket'in brüt karı %18 oranında artarak yılın son çeyreğinde 28,1 milyar TL olarak gerçekleşmiştir. Brüt kar marjı ise geçtiğimiz yılın aynı dönemine göre yatay kalarak %32,2 seviyesinde gerçekleşmiştir.

Operasyonel giderler aynı dönemde %11 artarak 6,1 milyar TL'ye yükselirken, esas faaliyetlerden net 309mn TL gider yazılmıştır. Böylelikle Şirket'in faaliyet karı 21,7 milyar TL'yi göstermiştir. Öte taraftan, FAVÖK 4Ç2025'te 23,7 milyar TL ile piyasa beklentisi olan 21,3 milyar TL'nin üzerinde gerçekleşmiştir. FAVÖK marjı ise 0,8 puan iyileşmeyle %27,7'yi göstermiştir. Aselsan bu çeyrekte 2,8 milyar TL parasal kazanç (4Ç2024: 3,6 milyar TL parasal kayıp) ve 5,8 milyar TL vergi gideri yazmıştır. Şirket'in net borç /FAVÖK oranı 0,3x ile düşük kalmaya devam etmiştir.

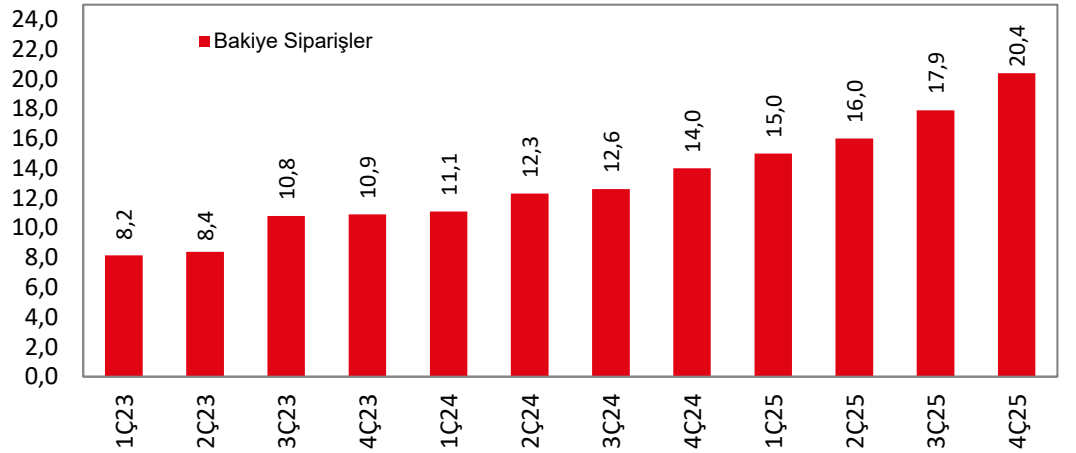
2025'in son çeyreğinde Aselsan'ın bakiye sipariş miktarı 20,4 milyar USD seviyesine yükselmiştir. (Önceki çeyrek 17,9 milyar USD) Aselsan 2026 yılı TMS-29 etkisi dahil konsolide finansal sonuçlarına ilişkin beklentilerini de paylaşmıştır. Buna göre; Şirket'in konsolide gelirlerdeki artış (TL) beklentisi ">%10", konsolide kur farkından arındırılmış FAVÖK Marjı "> %24" ve konsolide yatırım harcamaları tahmini "> 50 Milyar TL" şeklindedir.

Aselsan'ın hedef hisse fiyatını, tahminlerimizdeki yukarı yönlü güncellemeler ve piyasa çarpanındaki değişikliğe bağlı olarak 235,00TL'den **385,00TL**'ye yükseltiyoruz. Aselsan için daha önceki **"AL"** önerimizi de koruyoruz.

ÖZET GELİR TABLOSU (mn TL)	4Ç2024	4Ç2025	4Ç25-4Ç24 %Değ.	12A2025	12A2024	%Değ.
Hasılat	72.884	85.614	17,5%	180.445	157.340	14,7%
Satışların maliyeti (-)	49.049	57.499	17,2%	123.018	107.393	14,5%
BRÜT KAR	23.835	28.116	18,0%	57.427	49.946	15,0%
Operasyonel Giderler	5.483	6.079	10,9%	15.647	14.691	6,5%
Genel yönetim giderleri (-)	1.990	1.831	-8,0%	6.237	6.905	-9,7%
Pazarlama giderleri (-)	1.385	991	-28,5%	3.158	3.442	-8,3%
Ar-Ge (-)	2.109	3.257	54,5%	6.252	4.343	43,9%
ESAS FAALİYET KARI/ZARARI	18.352	22.037	20,1%	41.780	35.255	18,5%
Diğer faaliyet gelir/giderleri	-2.584	-309	a.d.	7.365	499	a.d.
FAALİYET KARI/ZARARI	15.768	21.728	37,8%	49.146	35.754	37,5%
FAVÖK	19.550	23.429	19,8%	47.329	39.574	19,6%
Yatırım faaliyet gelirleri/giderleri	14	552	a.d.	867	111	a.d.
Özkaynak yönt. değerlendirilen yatırımlar	-42	-34	a.d.	-254	-76	a.d.
FİNANS. ÖNCESİ FAAL. KARI/ZARARI	15.740	22.246	41,3%	49.759	35.789	39,0%
Faaliyet dışı finansal gelirler/giderler	74	-1.447	a.d.	-9.816	-6.816	a.d.
Net parasal pozisyon kazançlar (kayıpları)	-3.602	2.822	a.d.	-13.552	-18.154	a.d.
Vergi Öncesi Kar	12.213	23.621	93,4%	26.391	10.819	143,9%
Vergi gideri/geliri (-)	737	5.796	a.d.	-3.527	-9.106	a.d.
Sürdürülen Faaliyetler Net Dönem Karı	11.475	17.825	55,3%	29.918	19.925	50,1%
NET DÖNEM KARI/ZARARI	11.475	17.825	55,3%	29.918	19.925	50,1%
Kontrol gücü olmayan paylar	-6	34	a.d.	-32	-100	a.d.
Ana Ortaklık Net Dönem Karı	11.482	17.791	55,0%	29.950	20.025	49,6%
FİNANSAL ORANLAR	4Ç2024	4Ç2025	%Değ.	12A2025	12A2024	%Değ.
Brüt Kar Marjı	32,7%	32,8%	0,1%	31,8%	31,7%	0,1%
Esas Faaliyet Kar Marjı	25,2%	25,7%	0,6%	23,2%	22,4%	0,7%
Faaliyet Kar Marjı	21,6%	25,4%	3,7%	27,2%	22,7%	4,5%
FAVÖK Marjı	26,8%	27,4%	0,5%	26,2%	25,2%	1,1%
Net Kar Marjı	15,8%	20,8%	5,0%	16,6%	12,7%	3,9%

Kaynak: Aselsan, Ziraat Yatırım a.d.: anlamlı değil

BAKİYE SİPARİŞLER



Kaynak: Aselsan

Bakiye siparişlerin %97'si savunma sanayiden oluşmaktadır...

2025'in dördüncü çeyreğinde 2,5 milyar USD'lik yeni iş ilişkisi sağlayan Aselsan'ın bakiye sipariş miktarı 20,4 milyar USD seviyesine yükselmiştir. Dördüncü çeyrekte 6 adet proje imzalanırken, bu projelerin en büyüğü 1.122mn USD ile Aselsan ile SSB arasında hava savunma sistemleri sözleşmesi olmuştur.

Bakiye siparişlerin %97'si savunma alanından oluşurken, para birimi açısından dağılımı %49'u USD, %45'i EUR ve %6'sı TL şeklindedir. Sırasıyla Savunma Sanayi Başkanlığı ve Tusaş önemli ağırlıkta iş yapılan müşterilerdir. Aselsan'ın 4Ç2025 döneminde yeni alınan siparişleri de dahil edildiğinde 2025 12 aylık dönemde toplam 20,4 milyar USD'lik yeni iş ilişkisi kurulmuştur.

Yatırımların ciroya oranı %22...

Yatırım harcamaların satışlara oranı %22 olurken, bu oran son beş yılki ortalamanın oldukça üzerindedir. Diğer yandan, Şirket Ar – Ge teşvikleri sayesinde 2029 yılına kadar kurumlar vergisi ödemeyecektir.

Oğulbey'de yeni savunma Yatırımı...

Aselsan'ın Ankara Oğulbey'de 6.500 dönümlük alanda 1,5 milyar USD tutarında planladığı yatırım, Şirket'in kapasite artışına dayalı uzun vadeli büyüme stratejisinin önemli bir adımıdır. ÇELİKKUBBE başta olmak üzere hava savunma sistemlerinde daha yüksek adetli seri üretim imkanı, sipariş bakiyesinin daha hızlı gelire dönüşmesini ve operasyonel ölçek ekonomisini destekleyebilir. Kısa vadede yüksek CAPEX nedeniyle nakit akışı ve borçluluk üzerinde baskı oluşması muhtemel olsa da 2026 ikinci çeyreğinde devreye girecek ilk faz ile birlikte gelir büyümesi, marj dinamikleri ve ihracat potansiyeli açısından orta-uzun vadede değer yaratıcı bir etki beklenebilir.

İş hacmindeki artışın sürmesini bekliyoruz...

Aselsan'ın radar ve elektro-optik alanındaki iş hacminin, uzun sürelerdir genişleyen ürün gamının etkisiyle önümüzdeki dönemde artış eğilimini sürdürmesini bekliyoruz. Mevcut bakiye siparişler incelendiğinde burun radarları, deniz platform radarları, keşif-gözetleme ve erken ihbar sistemleri ile ÇELİKKUBBE bileşenlerine yönelik talebin üretim kapasitesinde ilave artışı zorunlu kıldığı görülmektedir. Ayrıca tank modernizasyonu, obüs, gemi ve hava savunma projeleri gibi büyük platform işlerinde beklenen artış, savunma sistem teknolojileri üretim ve test altyapısına yönelik yatırım ihtiyacını güçlendirmektedir.

Diğer taraftan optik alanda millileştirme ve kapasite artışı hedefi hem yurtdışı bağımlılığın azaltılması hem de üretim maliyetlerinin kontrol altına alınması açısından stratejik önem taşımaktadır. Opto-mekanik sistemlere yönelik üretim, hassas işleme, test ve doğrulama kabiliyetlerinin geliştirilmesi; aviyonik ve güdüm projelerinde kullanılan foton dedektörler gibi kritik bileşenlerde tedarik riskini azaltma amacını taşımaktadır. Halihazırda Akyurt yerleşkesinde yürütülen AR-GE çalışmaları sınırlı seri üretim kapasitesine sahip olduğundan, artan talep doğrultusunda ek yatırım ihtiyacı gündeme gelmektedir. Bu çerçevede söz konusu yatırımlar hem kapasite genişlemesi hem de kritik teknolojilerde yerlilik oranının artırılması yoluyla orta-uzun vadede operasyonel sürdürülebilirliği destekleyici nitelik taşımaktadır.

Hisse belirgin bir şekilde pozitif ayrıştı ...

Aselsan hisseleri olumlu finansallar ve küresel savunma harcamalarındaki artış beklentileriyle güçlü bir performans sergiledi. Hisse son bir yılda %279 oranında yükseldi. Aynı dönemde BIST100 endeksi yalnızca %46 oranında değer kazandı.

**Aselsan ile ilgili
beklentilerimizi
güncelliyoruz...**

Aselsan ile ilgili tahminlerimizi, 2025 yılı gerçekleştirmelerinin ardından güncelliyoruz. Buna göre, 2026 yılı satış geliri ve FAVÖK beklentimiz sırasıyla 179.271mn TL ve 58.401mn TL şeklindedir. FAVÖK marjı beklentimiz ise %23,6'dır. Şirket'in 2026 yılında orta onlu seviyelerde reel büyüme kaydetmesini bekliyoruz.

Finansal Tahminler mn TL	2025	2026T	2027T
Satış Gelirleri	180.445	256.956	366.325
FAVÖK	47.329	64.110	87.735
Net Kar	29.950	35.962	69.628
FAVÖK Marjı	26,2%	25,0%	24,0%
Net Kar Marjı	16,6%	14,0%	19,0%

Kaynak: Ziraat Yatırım

**Aselsan için "AL" önerimizi
koruyoruz...**

Aselsan'ın hedef piyasa değerini, tahminlerimizdeki güncellemeler ve piyasa çarpanındaki değişikliğe bağlı olarak, 1.071.597mn TL'den 1.755.589mn TL'ye; hedef hisse fiyatımızı da 235,00TL'den **385,00TL'ye** yükseltiyoruz. Aselsan için daha önceki **"AL"** önerimizi koruyoruz.

Özet Değerleme Tablosu	Açıklama	(Mn TL)
Kullanılan Yöntem		
İndirgenmiş Nakit Akımları	(%8 Büyüme)	1.833.415
Benzer Şirket Karşılaştırması	(2026T FD/FAVÖK: 22,7x)	1.444.285
Hedef Piyasa Değeri	(%80 İNA+%20 Benzer Şirket)	1.755.589
Hedef Hisse Fiyatı		385,00 TL
Aselsan Hisse Fiyatı*		306,25
İskonto Oranı		20,5%

*25.02.2026 kapanış verileri kullanılmıştır.

Özet Bilançolar (Mn TL)	2024	2025	%Değ.
DÖNEN VARLIKLAR	138.901	174.984	26,0%
Nakit ve Nakit Benzerleri	21.777	29.086	33,6%
Ticari Alacaklar	37.115	38.860	4,7%
Stoklar	56.901	73.661	29,5%
Peşin Ödenmiş Giderler	15.985	22.449	40,4%
Diğer Dönen Varlıklar	7.124	10.929	53,4%
DURAN VARLIKLAR	178.901	256.603	43,4%
Maddi Duran Varlıklar	48.896	64.659	32,2%
Kullanım Hakkı Varlıkları	69	16.089	a.d.
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	28.576	37.283	30,5%
Peşin Ödenmiş Giderler	4.894	7.197	47,1%
Ertelenmiş vergi varlığı	10.665	8.732	-18,1%
TOPLAM AKTİFLER	317.803	431.587	35,8%
KISA VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER	91.312	126.229	38,2%
Uzun V. Borçların KV Kısımları	12.135	24.902	105,2%
Ticari Borçlar	25.865	37.965	46,8%
Çalışanlara Sağ. Fayda. Kapsam. Borçlar	4.634	4.028	-13,1%
Diğer Borçlar	718	944	31,5%
Müşteri Sözleş. Doğan Yükümlülükler	0	0	a.d.
Ertelenmiş Gelirler	17.022	27.266	60,2%
Kısa Vadeli Karşılıklar	13.051	15.944	22,2%
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	46	117	156,7%
UZUN VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER	41.463	53.572	29,2%
Uzun Vadeli Borçlanmalar	12.732	5.028	-60,5%
Uzun Vadeli Karşılıklar	13.171	10.310	-21,7%
ÖZSERMAYE	183.640	250.430	36,4%
Ödenmiş Sermaye	4.560	4.560	0,0%
Sermaye Düzeltme Farkları	33.083	33.083	0,0%
Kar/Zararda Yen. Sınıflandırılmayacak Diğ. Kap. Gel./Gid.	4.342	23.941	a.d.
Kar/Zararda Yen. Sınıflandırılacak Diğ. Kap. Gel./Gid.	-794	17.517	a.d.
Kardan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	6.647	7.187	8,1%
Geçmiş Yıllar Karları/Zararları	88.284	106.698	20,9%
Net Dönem Karı/Zararı	20.025	29.950	49,6%
TOPLAM PASİFLER	317.803	431.587	35,8%
ÖZET GELİR TABLOSU (Mn TL)	2024	2025	%Değ.
SATIŞLAR	157.340	180.445	14,7%
Satışların Maliyeti (-)	107.393	123.018	14,5%
TİCARİ FAAL. BRÜT KAR/ZARAR	49.946	57.427	15,0%
BRÜT KAR/ZARAR	49.946	57.427	15,0%
Genel Yönetim Giderleri (-)	6.905	6.237	-9,7%
Pazarlama Giderleri (-)	3.442	3.158	-8,3%
Araştırma ve Geliştirme Giderleri (-)	4.343	6.252	43,9%
ESAS FAALİYET KARI/ZARARI	35.255	41.780	18,5%
Diğer Faaliyet Gelir/Giderleri	499	7.365	a.d.
FAALİYET KARI/ZARARI	35.754	49.146	37,5%
Yatırım Faaliyet Gelirleri/Giderleri	111	867	a.d.
Faaliyet Dışı Fin. Gelirler/Giderler	-6.816	-9.816	a.d.
Net parasal pozisyon kazançlar (kayıpları)	-18.154	-13.552	a.d.
Vergi Gideri/Geliri	-9.106	-3.527	a.d.
NET DÖNEM KARI/ZARARI	20.025	29.950	49,6%

Kaynak: Aselsan, Ziraat Yatırım a.d.: anlamlı değil

Ziraat Yatırım Araştırma - Öneri Listesi Tanımları

(Aksi belirtilmedikçe önümüzdeki 12 ay için hesaplanan iskonto oranı)

AL : %20,01 ve üzeri iskonto **EKLE** : %10,01 ile %20,00 aralığında iskonto **TUT** : %-10,00 ile %10,00 aralığında iskonto
AZALT : %-10,01 ile %-20,00 aralığında iskonto **SAT** : %-20,01 ve üzeri iskonto **İZLE** : Nötr

Uyarı Notu: 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 dayanmaktadır. Bu görüşler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanılarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

ZİRAAT YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.

Araştırma

e-mail: arastirma@ziraatyatirim.com.tr

Genel Müdürlük

Finanskent Mah. Finans Cad. B Blok No: 44b İç Kapı No: 15 Ümraniye /
İSTANBUL

+90 212 339 8080 / info@ziraatyatirim.com.tr

Aracılık Hizmetleri Servisi

0 850 22 22 979

Yurt çapındaki tüm T.C. Ziraat Bankası A.Ş. Şubeleri