

ASELSAN ELEKTRONİK 2Ç2025 Sonuçları

TURGUT USLU tuslu@ziraatyatirim.com.tr

İsmail Furkan Bayrak ifbayrak@ziraatyatirim.com.tr

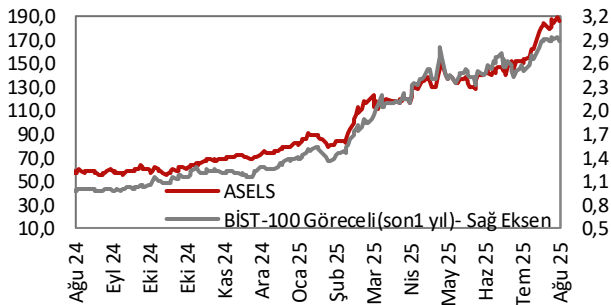
"Aselsan 2Ç2025'te de İstikrarlı Büyümesini Sürdürdü..."

Öneri "AL"

Hedef Hisse Fiyatı : 235,00TL

Reuters/Bloomberg	ASELS.IS/ASELS.TI		
Sektör	Savunma		
Dahil Olduğu Ulusal Endeksler	XU030, XU050, XU100		
İşlem Gördüğü Pazar	Yıldız Pazar		
Fiyat	181,60 TL	4,47 USD	
BİST 100	10.901 TL	268 USD	
TL/\$ (TCMB Alış)	40,6026		
Düşük / Yüksek Son 1 Yıl	54,41 TL	188,50 TL	
Hisse Adedi (mn)	4.560		
P. Değeri (mn TL)	828.096		
Net Borç (mn TL)	21.041		
Fili Dolaşımdaki Pay Oranı	25,8%		
Halka Açıklık	26,0%		
Yabancı Yatırımcı Takas Oranı	48,9%		
Yerli Yatırımcı Takas Oranı	51,1%		
	1 Aylık	3 Aylık	1 Yıllık
TL Getiri	24,7%	45,2%	210,5%
BİST-100	5,6%	18,4%	3,6%
BİST-100 Göreceli	18,0%	22,7%	199,7%
Günlük İşlem Hacmi (mn TL)	2.165		
(mn TL)	2Ç2024	2Ç2025	% Değ.
Net Satış	26.074	29.550	13%
Brüt Kar	8.995	9.957	11%
FAVÖK	6.768	8.016	18%
Ana Ort. Net Dön. Kar/ Zarar	3.075	3.993	30%
	F/K FD/FAVÖK		
ASELS	43,3	23,0	
BİST-100	13,8	a.d.	
Uluslararası Benzer Şirketler (Cari)	30,4	21,5	
Ortaklık Yapısı	Pay Oranı		
TÜRK SİLAHLI KUVVETLERİNİ GÜÇLENDİRME VAKFI	74,2%		
DİĞER	25,8%		

HİSSE PERFORMANSI



Kaynak: Bloomberg, Finnet, Matriks; 06.08.2025 verileri kullanılmıştır.

Aselsan'ın 2Ç2025'teki ana ortaklık net dönem karı yıllık bazda %30 oranında artarak 3.993mn TL olarak gerçekleşmiştir. Ortalama piyasa beklentisi 3.108mn TL idi. İkinci çeyrek karıyla beraber Aselsan'ın yılın ilk altı ayındaki ana ortaklık net dönem karı 6.405mn TL'ye ulaşmış ve geçen yılın aynı dönemine göre %25 oranında yükselmiştir.

Aselsan'ın satış gelirleri yıllık bazda %13,3 oranında büyüme kaydederek 2Ç2025'te 29.550mn TL'ye (Beklenti: 28.612mn TL) yükselmiştir. Öte yandan brüt kar %10,7 oranında artarak yılın ikinci çeyreğinde 9.957mn TL olarak gerçekleşmiştir. Brüt kar marjı ise hafif daralarak %33,7'ye gerilemiştir. Operasyonel giderler aynı dönemde %5,8 azalarak 2.945mn TL'ye gerilerken, esas faaliyetlerden diğer gelir kaleminden 2.595mn TL gelir yazılmıştır (2Ç2024: 147mn TL). Böylelikle Şirket'in faaliyet karı 9.607mn TL'yi göstermiştir. Öte taraftan, yıllık bazda %18,4 oranında artan FAVÖK 2Ç2025'te 8.016mn TL ile ortalama piyasa beklentisi olan 7.008mn TL'nin üzerinde gerçekleşmiştir. FAVÖK marjı ise yıldan yıla 1,2 puan iyileşerek %27,1 olarak gerçekleşmiştir. Aselsan bu çeyrekte 6.538mn TL parasal kayıp (2Ç2024: 5.180mn TL parasal kayıp) ve 3.256mn TL net finansman gideri kaydetmiştir. 4.270mn TL vergi geliri sonrasında Şirket'in yılın ikinci çeyreğindeki ana ortaklık net dönem karı 3.993mn TL olarak gerçekleşmiştir.

Aselsan'ın net borcu çeyrek bazda hafif artarak ikinci çeyrek sonunda 21milyar TL olarak gerçekleşirken, net borç /FAVÖK oranı 0,6x ile düşük kalmaya devam etmiştir. Öte yandan, 2025'in ikinci çeyreğinde Aselsan'ın bakiye sipariş miktarı yaklaşık 1 milyar USD artarak 16 milyar USD seviyesine yükselmiştir.

Aselsan'ın hedef hisse fiyatını, tahminlerimizdeki yukarı yönlü güncellemeler ve piyasa çarpanındaki değişikliğe bağlı olarak 168,50TL'den **235,00TL**'ye yükseltiyoruz. Aselsan için daha önceki **"AL"** önerimizi de koruyoruz.

**2025 yılında %10'dan
yüksek gelir büyümesi
bekleniyor...**

Yılın ilk yarısında 816mn TL serbest nakit akışı sağlayan Aselsan'ın aynı dönemdeki satış gelirleri 53,7 milyar TL ile yıllık bazda %11 oranında artış kaydetmiştir. FAVÖK ise %15 oranında yükselmiş ve 11,7milyar TL olarak gerçekleşmiştir. FAVÖK marjı 0,8 puan artarak %25,1'e çıkmıştır. Satış gelirlerinin önemli kısmını son çeyrekte kaydeden Şirket, 2025 yılı TMS-29 etkisi dahil konsolide finansal sonuçlarına ilişkin beklentilerinde revize yapmamıştır. Şirket'in konsolide gelirlerdeki artış (TL) beklentisi ">%10", konsolide kur farkından arındırılmış FAVÖK Marjı "> %23" ve konsolide yatırım harcamaları tahmini "> 20 Milyar TL" şeklinde idi.

ÖZET GELİR TABLOSU (mn TL)	2Ç24	2Ç25	2Ç25-2Ç24 %Değ.	6A2025	6A2024	%Değ.
Hasılat	26.074	29.550	13,3%	53.710	48.238	11,3%
Satışların maliyeti (-)	17.079	19.594	14,7%	36.522	32.829	11,2%
BRÜT KAR	8.995	9.957	10,7%	17.188	15.409	11,5%
Operasyonel Giderler	3.126	2.945	-5,8%	5.967	5.575	7,0%
Genel yönetim giderleri (-)	1.461	1.204	-17,6%	2.706	2.976	-9,1%
Pazarlama giderleri (-)	708	741	4,6%	1.367	1.204	13,6%
Ar-Ge (-)	957	1.001	4,6%	1.894	1.395	35,8%
ESAS FAALİYET KARI/ZARARI	5.869	7.011	19,5%	11.221	9.834	14,1%
Diğer faaliyet gelir/giderleri	147	2.595	a.d.	6.237	2.744	127,3%
FAALİYET KARI/ZARARI	6.016	9.607	59,7%	17.458	12.578	38,8%
FAVÖK	6.768	8.016	18,4%	13.467	11.742	14,7%
Yatırım faaliyet gelirleri/giderleri	64	167	159,0%	203	86	135,2%
Özkaynak yönt. değerlendirilen yatırımlar	12	-101	a.d.	-208	-28	a.d.
FİNANS. ÖNCESİ FAAL. KARI/ZARARI	6.093	9.673	58,8%	17.454	12.637	38,1%
Faaliyet dışı finansal gelirler/giderler	-1.442	-3.256	a.d.	-5.853	-3.718	a.d.
Net parasal pozisyon kazançlar (kayıpları)	-5.180	-6.538	a.d.	-13.986	-10.230	a.d.
Vergi Öncesi Kar	-530	-122	a.d.	-2.385	-1.310	a.d.
Vergi gideri/geliri (-)	-3.640	-4.270	a.d.	-8.796	-6.234	a.d.
Sürdürülen Faaliyetler Net Dönem Karı	3.110	4.149	33,4%	6.411	4.924	30,2%
NET DÖNEM KARI/ZARARI	3.110	4.149	33,4%	6.411	4.924	30,2%
Kontrol gücü olmayan paylar	35	156	a.d.	6	-206	a.d.
Ana Ortaklık Net Dönem Karı	3.075	3.993	29,9%	6.405	5.130	25%
FİNANSAL ORANLAR	2Ç24	2Ç25	Değ.	6A2025	6A2024	Değ.
Brüt Kar Marjı	34,5%	33,7%	-0,8%	32,0%	31,9%	0,1%
FAVÖK Marjı	26,0%	27,1%	1,2%	25,1%	24,3%	0,8%
Net Kar Marjı	11,8%	13,5%	1,7%	11,9%	10,6%	1,3%

Kaynak: Finnet, Ziraat Yatırım

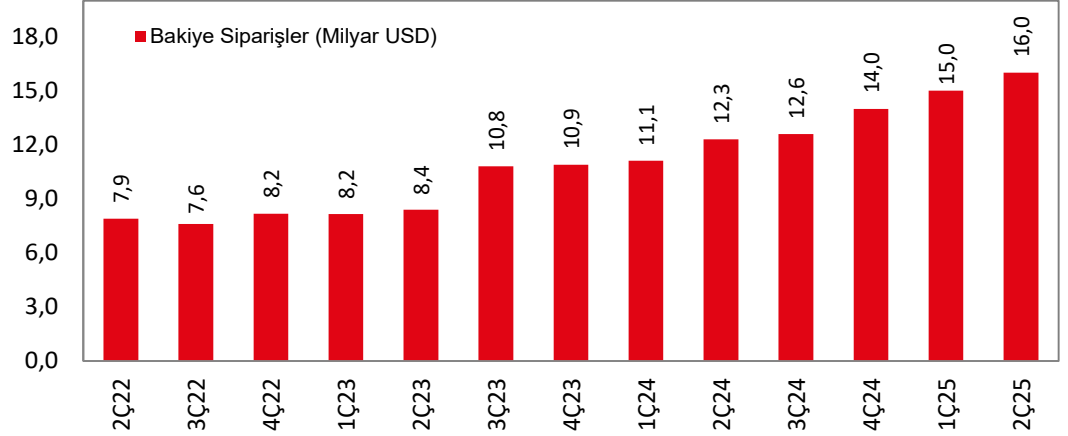
**Bakiye siparişler 16 milyar
USD'ye çıktı...**

2025'in ikinci çeyreğinde 1 milyar USD'lik yeni iş ilişkisi sağlayan Aselsan'ın bakiye sipariş miktarı 16 milyar USD seviyesine yükselmiştir. İkinci çeyrekte 5 adet proje imzalanırken, bu projelerin en büyüğü 159mn USD ile Aselsan ile yurt içi bir müşterisi arasında askeri haberleşme sistemleri sözleşmesi olmuştur.

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

Bakiye siparişlerin %97'si savunma alanından oluşurken, para birimi açısından dağılımı %56'sı USD, %33'ü EUR ve %11'i TL şeklindedir. Sırasıyla Savunma Sanayi Başkanlığı ve Tusaş önemli ağırlıkta iş yapılan müşterilerdir. Aselsan'ın 2Ç2025 döneminde yeni alınan siparişleri de dahil edildiğinde 2025 birinci yarıyılıda toplam 2,8 milyar USD'lik yeni iş ilişkisi kurulmuştur.

BAKİYE SİPARİŞLER



Kaynak: Aselsan

Yatırımların ciroya oranı %24...

Aselsan 2025 yılının ikinci çeyreğinde yaklaşık 7,2 milyar TL yatırım harcaması gerçekleştirmiştir. Yatırım harcamaların satışlara oranı yaklaşık %24 olurken, bu oran son beş yılki ortalamanın üzerindedir. Diğer yandan, Şirket Ar - Ge teşvikleri sayesinde 2029 yılına kadar kurumlar vergisi ödemeyecektir.

Çelikkube hikayesi devam ediyor...

Uzun yıllardır savunma sanayinde güçlü bir ekosistem oluşturan Aselsan, ihracatını da kayda değer oranda artırırken, yeni ürünlerle de gelirlerini büyütmektedir. Bu yıl finansal göstergelerdeki sağlıklı görüntünün yanı sıra stratejik hamleleriyle öne çıkan Aselsan mega projelerle büyüme hikayesi sunmaktadır. Özellikle geçen yıl tanıtılan Çelik Kubbe dışında çeşitli hava savunma sistemleri öncelikli üretim alanları arasında konumlanmaktadır. Hava savunma, radar, akıllı mühimmat, güdüm sistemleri ve elektro-optik gibi kritik alanlarda seri üretim kapasitesinin artırılması öngörülmektedir.

NATO kararı savunma sanayi için destekleyici...

Haziran sonunda sona eren NATO Zirvesi'nde, üye devletlerin gelecek on yılda gayrisafi yurtiçi hasılanının (GSYH) en az %3,5'ini temel savunma harcamalarına ayırma kararı çıkmıştır. Ek harcama yapılmasını öngören karar ile birlikte Çelik Kubbe hava savunma sistemine yatırımların artabileceğine yönelik beklentiler Şirket için katalizör olabilir. Türkiye'de askeri harcamalar 2024 yılı itibarıyla GSYH'nin %1,9'unu oluşturmaktadır.

Aselsan ile ilgili beklentilerimizi güncelliyoruz...

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

Finansal Tahminler mın TL	2024	2025T	2026T
Satış Gelirleri	120.206	179.271	247.989
FAVÖK	30.234	42.432	58.401
Net Kar	15.299	23.636	39.541
FAVÖK Marjı	25,2%	23,7%	23,6%
Net Kar Marjı	12,7%	13,2%	15,9%

Kaynak: Ziraat Yatırım

Aselsan için "AL" önerimizi koruyoruz...

Aselsan'ın hedef piyasa değerini, tahminlerimizdeki güncellemeler ve piyasa çarpanındaki değişikliğe bağlı olarak, 768.362mn TL'den 1.071.597mn TL'ye; hedef hisse fiyatımızı da 168,50TL'den **235,00TL'ye** yükseltiyoruz. Aselsan için daha önceki **"AL"** önerimizi koruyoruz.

Özet Değerleme Tablosu	Açıklama	(Mn TL)
Kullanılan Yöntem		
İndirgenmiş Nakit Akımları	(%8 Büyüme)	1.099.014
Benzer Şirket Karşılaştırması	(2025T FD/FAVÖK: 21,5x) (2026T FD/FAVÖK: 18,2x)	961.928
Hedef Piyasa Değeri	(%80 İNA+%20 Benzer Şirket)	1.071.597
Hedef Hisse Fiyatı		235,00 TL
Aselsan Hisse Fiyatı*		181,60
İskonto Oranı		22,7%

*06.08.2025 kapanış verileri kullanılmıştır.

Özet Bilançolar (Mn TL)	6A2024	6A2025	%Değ.
DÖNEN VARLIKLAR	83.777	121.483	45,0%
Nakit ve Nakit Benzerleri	1.919	15.792	a.d.
Ticari Alacaklar	25.561	26.261	2,7%
Stoklar	37.765	52.958	40,2%
Peşin Ödenmiş Giderler	13.784	19.136	38,8%
Diğer Dönen Varlıklar	4.749	7.336	54,5%
DURAN VARLIKLAR	101.732	168.789	65,9%
Maddi Duran Varlıklar	29.979	45.717	52,5%
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	18.421	29.546	60,4%
Peşin Ödenmiş Giderler	2.265	4.040	78,4%
Ertelenmiş vergi varlığı	5.529	17.062	208,6%
TOPLAM AKTİFLER	185.509	290.272	56,5%
KISA VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER	58.335	90.698	55,5%
Finansal Borçlar	19.737	6.869	-65,2%
Uzun V. Borçların KV Kısımları	6.521	29.809	a.d.
Ticari Borçlar	12.470	18.107	45,2%
Çalışanlara Sağ. Fayda. Kapsam. Borçlar	1.815	4.392	142,0%
Diğer Borçlar	597	1.301	117,8%
Ertelenmiş Gelirler	11.601	20.626	77,8%
Kısa Vadeli Karşılıklar	5.507	9.438	71,4%
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	24	89	266,8%
Diğer Borçlar ve Karşılıklar	58	66	14,5%
UZUN VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER	13.913	29.329	110,8%
Uzun Vadeli Borçlanmalar	629	154	-75,4%
Uzun Vadeli Karşılıklar	5.076	7.430	46,4%
ÖZSERMAYE	112.080	169.003	50,8%
Ödenmiş Sermaye	4.560	4.560	0,0%
Sermaye Düzeltme Farkları	20.286	28.994	42,9%
Geçmiş Yıllar Karları/Zararları	58.194	94.933	63,1%
Net Dönem Karı/Zararı	3.799	6.405	68,6%
TOPLAM PASİFLER	185.509	290.272	56,5%
ÖZET GELİR TABLOSU (Mn TL)	6A2024	6A2025	%Değ.
SATIŞLAR	48.238	53.710	11,3%
Satışların Maliyeti (-)	32.829	36.522	11,2%
TİCARİ FAAL. BRÜT KAR/ZARAR	15.409	17.188	11,5%
BRÜT KAR/ZARAR	15.409	17.188	11,5%
Genel Yönetim Giderleri (-)	2.976	2.706	-9,1%
Pazarlama Giderleri (-)	1.204	1.367	13,6%
Araştırma ve Geliştirme Giderleri (-)	1.395	1.894	35,8%
ESAS FAALİYET KARI/ZARARI	9.834	11.221	14,1%
Diğer Faaliyet Gelir/Giderleri	2.744	6.237	127,3%
FAALİYET KARI/ZARARI	12.578	17.458	38,8%
Yatırım Faaliyet Gelirleri/Giderleri	86	203	135,2%
Faaliyet Dışı Fin. Gelirler/Giderler	-3.718	-5.853	a.d.
Net parasal pozisyon kazançlar (kayıpları)	-10.230	-13.986	a.d.
Vergi Gideri/Geliri	-6.234	-8.796	a.d.
NET DÖNEM KARI/ZARARI	5.130	6.405	24,8%

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 dayanarak 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