

ASELSAN ELEKTRONİK 1Ç2025 Sonuçları

TURGUT USLU tuslu@ziraatyatirim.com.tr

İsmail Furkan Bayrak ifbayrak@ziraatyatirim.com.tr

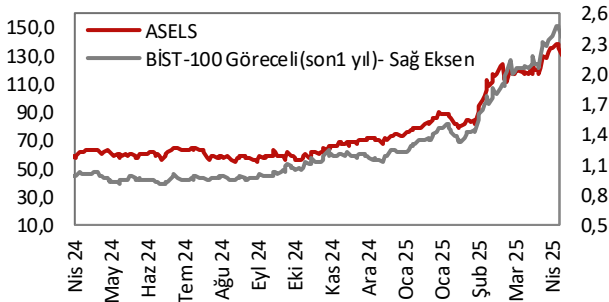
"Aselsan 1Ç2025'te İstikrarlı Büyümesini Sürdürdü..."

Öneri "AL"

Hedef Hisse Fiyatı : 168,50TL

Reuters/Bloomberg	ASELS.IS/ASELS.TI		
Sektör	Savunma		
Dahil Olduğu Ulusal Endeksler	XU030, XU050, XU100		
İşlem Gördüğü Pazar	Yıldız Pazar		
Fiyat	129,80 TL	3,38 USD	
BİST 100	9.112 TL	237 USD	
TL/\$ (TCMB Alış)	38,3695		
Düşük / Yüksek Son 1 Yıl	54,41 TL	138,60 TL	
Hisse Adedi (mn)	4.560		
P. Değeri (mn TL)	591.888		
Net Borç (mn TL)	20.113		
Fiili Dolaşımdaki Pay Oranı	25,8%		
Halka Açıklık	26,0%		
Yabancı Yatırımcı Takas Oranı	43,8%		
Yerli Yatırımcı Takas Oranı	56,2%		
	1 Aylık	3 Aylık	1 Yıllık
TL Getiri	12,6%	52,2%	122,6%
BİST-100	-6,0%	-9,3%	-9,6%
BİST-100 Göreceli	19,8%	67,7%	146,3%
Günlük İşlem Hacmi (mn TL)	3.039		
(mn TL)	1Ç2024	1Ç2025	% Değ.
Net Satış	20.908	22.791	9%
Brüt Kar	6.050	6.821	13%
FAVÖK	4.693	5.142	10%
Ana Ort. Net Dön. Kar/ Zarar	1.939	2.275	17%
	F/K FD/FAVÖK		
ASELS	34,4		
BİST-100	10,2		
Uluslararası Benzer Şirketler (Cari)	19,2		
Ortaklık Yapısı	Pay Oranı		
TÜRK SİLAHLI KUVVETLERİNİ GÜÇLENDİRME VAKFI	74,2%		
DİĞER	25,8%		

HİSSE PERFORMANSI



Kaynak: Bloomberg, Finnet, Matriks; 05.05.2025 verileri kullanılmıştır.

Aselsan'ın 1Ç2025'teki ana ortaklık net dönem karı yıllık bazda %17,3 oranında artarak 2.275mn TL olarak gerçekleşmiştir. Piyasanın kar beklentisi 2.535mn TL idi.

Şirket'in satış gelirleri aynı dönemde %9 oranında büyüme kaydederek 22.791mn TL TL'ye (Beklenti: 23.109mn TL) yükselmiştir. Öte yandan brüt kar %12,8 oranında artarak yılın ilk çeyreğinde 6.821mn TL olarak gerçekleşmiştir. Brüt kar marjı ise 1 puan oranında iyileşerek %29,9'a ulaşmıştır. Operasyonel giderler aynı dönemde %23,4 artarak 2.850mn TL'ye çıkarken, esas faaliyetlerden diğer gelir kaleminden faaliyetlerden kaynaklanan kur farkı gelirlerinin önemli etkisiyle 3.435mn TL kazanç sağlanmıştır. Böylelikle Şirket'in faaliyet karı 7.406mn TL'yi göstermiştir. Öte taraftan, FAVÖK 1Ç2025'te 5.142mn TL ile piyasa beklentisi olan 5.532mn TL'nin hafif altında gerçekleşmiştir. FAVÖK marjı ise yıldan yıla yatay kalarak %22,6 olarak gerçekleşmiştir. Aselsan bu çeyrekte 7.026mn TL parasal kayıp (1Ç2024: 4.763mn TL parasal kayıp) ve 4.269mn TL vergi geliri yazmıştır.

Şirket'in net borcu çeyrek bazda %15 oranında artarak ilk çeyrek sonunda 20,1milyar TL'ye çıksa da net borç /FAVÖK oranı 0,7x ile düşük kalmaya devam etmiştir.

2025'in ilk çeyreğinde Aselsan'ın bakiye sipariş miktarı 15 milyar USD seviyesine yükselmiştir (Önceki çeyrek 14milyar USD). Aynı dönemde 1,5milyar USD'lik yeni iş ilişkisi kurulmuştur.

2025 yılının ilk çeyrek finansalları, Aselsan'ın 2024'te yakaladığı güçlü performansı istikrarlı biçimde sürdürdüğünü göstermektedir. Bu dönemde, şirket reel olarak önemli bir büyüme kaydetmiştir. Nakit akışındaki iyileşme de devam etmiştir. Açıklanan sonuçlar, 2025 yılı hedeflerinin yakalanabileceğine işaret etmektedir.

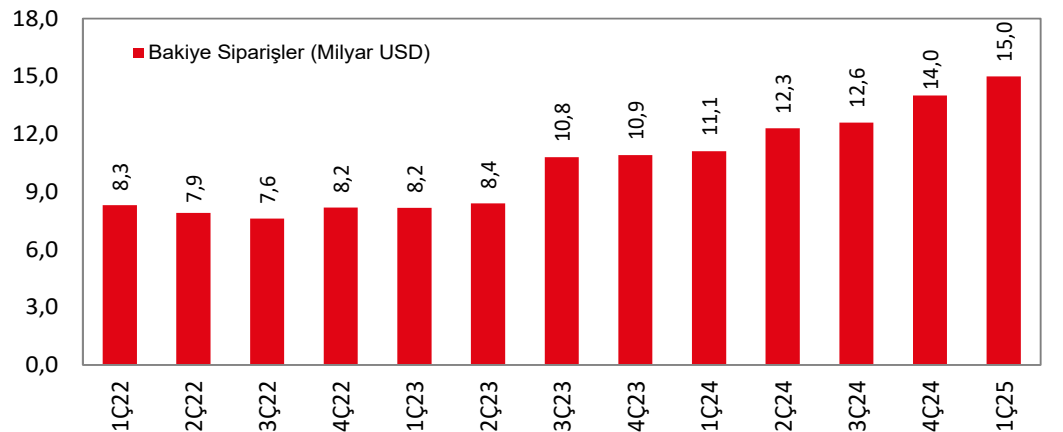
Aselsan'ın hedef hisse fiyatını, tahminlerimizdeki yukarı yönlü güncellemeler ve piyasa çarpanındaki değişikliğe bağlı olarak 137,50TL'den **168,50TL**'ye yükseltiyoruz. Aselsan için daha önceki "AL" önerimizi de koruyoruz

ÖZET GELİR TABLOSU (mn TL)	1Ç24	1Ç25	1Ç25-1Ç24 %Değ.
Hasılat	20.908	22.791	9,0%
Satışların maliyeti (-)	14.858	15.969	7,5%
BRÜT KAR	6.050	6.821	12,8%
Operasyonel Giderler	2.310	2.850	23,4%
ESAS FAALİYET KARI/ZARARI	3.740	3.971	6,2%
Diğer faaliyet gelir/giderleri	2.450	3.435	40,2%
FAALİYET KARI/ZARARI	6.190	7.406	19,6%
FAVÖK	4.693	5.142	9,6%
Yatırım faaliyet gelirleri/giderleri	21	34	65,2%
Özkaynak yönt. değerlenen yatırımlar	-38	-101	a.d.
FİNANS. ÖNCESİ FAAL. KARI/ZARARI	6.174	7.340	18,9%
Faaliyet dışı finansal gelirler/giderler	-2.147	-2.450	a.d.
Net parasal pozisyon kazançlar (kayıpları)	-4.763	-7.026	a.d.
Vergi Öncesi Kar	-736	-2.136	a.d.
Vergi gideri/geliri (-)	-2.447	-4.269	a.d.
Sürdürülen Faaliyetler Net Dönem Karı	1.711	2.133	24,7%
NET DÖNEM KARI/ZARARI	1.711	2.133	24,7%
Kontrol gücü olmayan paylar	-228	-141	a.d.
Ana Ortaklık Net Dönem Karı	1.939	2.275	17,3%
FİNANSAL ORANLAR	1Ç24	1Ç25	Değ.
Brüt Kar Marjı	28,9%	29,9%	1,0%
Esas Faaliyet Kar Marjı	17,9%	17,4%	-0,5%
Faaliyet Kar Marjı	29,6%	32,5%	2,9%
FAVÖK Marjı	22,4%	22,6%	0,1%
Net Kar Marjı	9,3%	10,0%	0,7%

Bakiye siparişler 15 milyar USD'ye çıktı...

2025'in ilk çeyreğinde 1,5 milyar USD'lik yeni iş ilişkisi sağlayan Aselsan'ın bakiye sipariş miktarı 15 milyar USD seviyesine yükselmiştir. İlk çeyrekte 14 adet proje imzalanırken, bu projelerin en büyüğü 310mn USD ile Aselsan ile yurt içi bir müşterisi arasında kara araclarına yönelik faydalı yükler sözleşmesi olmuştur.

BAKİYE SİPARİŞLER



Kaynak: Aselsan

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

Bakiye siparişlerin %97'si savunma alanından oluşurken, para birimi açısından dağılımı %58'i USD, %29'u EUR ve %13'ü TL şeklindedir. Sırasıyla Savunma Sanayi Başkanlığı ve Tusaş önemli ağırlıkta iş yapılan müşterilerdir. Aselsan 1Ç2025 döneminde yeni alınan siparişler bir önceki yılın aynı dönemine göre %46'lık bir artışla 1,5milyar USD seviyesine yükselmiştir. Aselsan, bir önceki çeyrek 1,4 milyar TL sipariş almıştı. Yeni siparişlerin 372mn USD'lik kısmı ihracattan kaynaklanırken, ihracat sözleşmelerindeki artış %220 olarak gerçekleşmiştir. En yüksek tutarlı proje yurt içi bir müşteriye kara araçları faydalı yük tedariki işinde gerçekleşmiştir. Bu projenin bedeli 310mn USD olmuştur. Yurtdışında alınan siparişler ise 372mn USD olarak gerçekleşmiştir. Aselsan, 92 ülkeye ihracat gerçekleştirmektedir.

Yatırımların ciroya oranı %25...

Aselsan 2025 yılının birinci çeyreğinde yaklaşık 5,8 milyar TL yatırım harcaması gerçekleştirmiştir. Yatırım harcamaların satışlara oranı %25 olurken, bu oran son beş yılki ortalamanın üzerindedir. Diğer yandan, Şirket Ar - Ge teşvikleri sayesinde 2029 yılına kadar kurumlar vergisi ödemeyecektir.

Stratejik yatırımlar devam ediyor...

Aselsan, önümüzdeki yıllarda artması beklenen tank modernizasyonu, obüs, gemi ve hava savunma projelerine yönelik olarak üretim ve test altyapılarını genişletme sürecindedir. ÇELİKKUBBE bileşenleri ile hava savunma sistemleri bu kapsamda öncelikli üretim alanları arasında yer almaktadır.

Akyurt yerleşkesinde elektro-optik sistemlerin üretimi devam etmekte; CATS, ASELPD, ASELFLIR serileri ve benzeri sistemlerin yanı sıra, ASELFLIR-600, Toygün, Pirana ve diğer yeni nesil çözümlerle üretim portföyü genişlemektedir. Bu doğrultuda, mevcut 40mn USD'lik yatırıma ek olarak önümüzdeki 3 yıl içinde 30mn USD'lik yeni yatırım planlanmaktadır. Foton dedektörler gibi stratejik bileşenlerde dışa bağımlılığı azaltmak amacıyla Akyurt'taki temiz alanda Ar-Ge çalışmaları başlamış, ancak sınırlı üretim kapasitesi nedeniyle ilave yatırım ihtiyacı doğmuştur.

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

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.

Aselsan ile ilgili beklentilerimizi güncelliyoruz...

Aselsan ile ilgili tahminlerimizi, 2025 yılı ilk çeyrek gerçekleştirmelerinin ardından güncelliyoruz. Buna göre, 2025 yılı satış geliri ve FAVÖK beklentimiz sırasıyla 171.574mn TL ve 40.644mn TL şeklindedir. FAVÖK marjı beklentimiz ise %23,7'dir. Şirket'in 2025 yılında düşük onlu seviyelerde reel büyüme kaydetmesini bekliyoruz.

Finansal Tahminler mn TL	2024	2025T	2026T
Satış Gelirleri	120.206	171.574	232.104
FAVÖK	30.234	40.644	54.777
Net Kar	15.299	22.007	36.756
FAVÖK Marjı	25,2%	23,7%	23,6%
Net Kar Marjı	12,7%	12,8%	15,8%

Kaynak: Ziraat Yatırım

Aselsan için "AL" önerimizi koruyoruz...

Aselsan'ın hedef piyasa değerini, tahminlerimizdeki güncellemeler ve piyasa çarpanındaki değişikliğe bağlı olarak, 626.991mn TL'den 768.362mn TL'ye; hedef hisse fiyatımızı da 137,50TL'den **168,50TL'ye** yükseltiyoruz. Aselsan için daha önceki **"AL"** önerimizi koruyoruz.

Özet Değerleme Tablosu		
Kullanılan Yöntem	Açıklama	(Mn TL)
İndirgenmiş Nakit Akımları	(%8 Büyüme)	773.234
Benzer Şirket Karşılaştırması	(2025T FD/FAVÖK: 18,9x)	748.875
Hedef Piyasa Değeri	(%80 İNA+%20 Benzer Şirket)	768.362
Hedef Hisse Fiyatı		168,50 TL
Aselsan Hisse Fiyatı*		129,80
İskonto Oranı		23,0%

*05.05.2025 kapanış verileri kullanılmıştır.

Özet Bilançolar (Mn TL)	1Ç2024	1Ç2025	%Değ.
DÖNEN VARLIKLAR	74.719	111.661	49,4%
Nakit ve Nakit Benzerleri	3.074	12.832	a.d.
Ticari Alacaklar	19.463	27.681	42,2%
Stoklar	36.302	46.501	28,1%
Peşin Ödenmiş Giderler	11.529	17.447	51,3%
Diğer Dönen Varlıklar	4.350	7.200	65,5%
DURAN VARLIKLAR	88.450	158.385	79,1%
Maddi Duran Varlıklar	27.212	41.528	52,6%
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	15.189	26.372	73,6%
Peşin Ödenmiş Giderler	2.616	3.828	46,3%
Ertelenmiş vergi varlığı	2.604	12.505	a.d.
TOPLAM AKTİFLER	163.168	270.046	65,5%
KISA VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER	45.567	74.404	63,3%
Finansal Borçlar	15.636	6.037	-61,4%
Uzun V. Borçların KV Kısımları	6.288	26.737	a.d.
Ticari Borçlar	11.731	13.735	17,1%
Çalışanlara Sağ. Fayda. Kapsam. Borçlar	2.095	3.437	64,1%
Diğer Borçlar	101	333	229,5%
Ertelenmiş Gelirler	4.765	15.315	221,4%
Dönem Karı Vergi Yükümlülüğü	7	0	a.d.
Kısa Vadeli Karşılıklar	4.822	8.726	81,0%
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	64	18	-71,5%
Diğer Borçlar ve Karşılıklar	58	66	14,5%
UZUN VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER	14.713	37.920	157,7%
Uzun Vadeli Borçlanmalar	886	172	-80,6%
Uzun Vadeli Karşılıklar	4.741	10.186	114,9%
ÖZSERMAYE	101.823	156.697	53,9%
Ödenmiş Sermaye	4.560	4.560	0,0%
Sermaye Düzeltme Farkları	18.360	27.093	47,6%
Kar/Zararda Yen. Sınıflandırılmayacak Diğ. Kap. Gel./Gid.	2.532	3.651	44,2%
Kar/Zararda Yen. Sınıflandırılacak Diğ. Kap. Gel./Gid.	20	-663	a.d.
Kardan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	4.007	5.589	39,5%
Geçmiş Yıllar Karları/Zararları	54.200	91.073	68,0%
Net Dönem Karı/Zararı	1.404	2.275	62,1%
TOPLAM PASİFLER	163.168	270.046	65,5%

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