

ASELSAN ELEKTRONİK 4Ç2024 Sonuçları

TURGUT USLU tuslu@ziraatyatirim.com.tr

İsmail Furkan Bayrak ifbayrak@ziraatyatirim.com.tr

"Aselsan 2024 Yılında Beklentilerin Üzerinde Bir Performans Sergiledi..."

Öneri "AL"

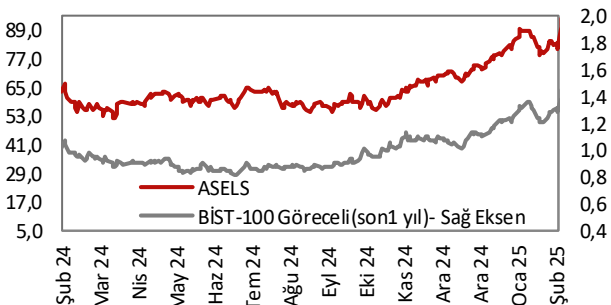
Hedef Hisse Fiyatı : 137,50TL

Reuters/Bloomberg	ASELS.IS/ASELS.TI	
Sektör	Savunma	
Dahil Olduğu Ulusal Endeksler	XU030, XU050, XU100	
İşlem Gördüğü Pazar	Yıldız Pazar	
Fiyat	105,40 TL	2,90 USD
BİST 100	10.189 TL	280 USD
TL/\$ (TCMB Alış)	36,4011	
Düşük / Yüksek Son 1 Yıl	52,36 TL	105,40 TL
Hisse Adedi (mn)	4.560	
P. Değeri (mn TL)	480.624	
Net Borç (mn TL)	15.925	
Fiili Dolaşımdaki Pay Oranı	25,8%	
Halka Açıklık	26,0%	
Yabancı Yatırımcı Takas Oranı	32,7%	
Yerli Yatırımcı Takas Oranı	67,3%	

	1 Aylık	3 Aylık	1 Yıllık
TL Getiri	15,0%	44,7%	74,0%
BİST-100	0,9%	0,1%	11,1%
BİST-100 Göreceli	14,0%	44,5%	56,6%
Günlük İşlem Hacmi (mn TL)	2.214		
(mn TL)	4Ç2023	4Ç2024	% Değ.
Net Satış	49.862	55.683	12%
Brüt Kar	13.247	18.210	37%
FAVÖK	9.629	14.936	55%
Ana Ort. Net Dön. Kar/ Zarar	5.973	8.772	47%

	F/K	FD/FAVÖK
ASELS	31,4	16,4
BİST-100	10,2	a.d.
Uluslararası Benzer Şirketler (Cari)	21,9	19,8
Ortaklık Yapısı	Pay Oranı	
TÜRK SİLAHLI KUVVETLERİNİ GÜÇLENDİRME VAKFI	74,2%	
DİĞER	25,8%	

HİSSE PERFORMANSI



Kaynak: Bloomberg, Finnet, Matriks; 05.03.2025 verileri kullanılmıştır.

Aselsan'ın 4Ç2024'teki ana ortaklık net dönem karı yıllık bazda %47 oranında artarak 8.772mn TL olarak gerçekleşmiştir. Piyasanın kar beklentisi 6.729mn TL idi.

Şirket'in satış gelirleri aynı dönemde %11,7 oranında büyüme kaydederek 55,7 milyar TL'ye (Beklenti: 52,7 milyar TL) yükselmiştir. Öte yandan brüt kar %37,5 oranında artarak yılın son çeyreğinde 18,2 milyar TL olarak gerçekleşmiştir. Brüt kar marjı ise 6,1 puan oranında iyileşerek %32,7'ye çıkmıştır. Operasyonel giderler aynı dönemde %20,4 azalarak 4,2 milyar TL'ye inerken, esas faaliyetlerden diğer kaleminden yaklaşık 2 milyar TL gider yazılmıştır. Böylelikle Şirket'in faaliyet karı 12 milyar TL'yi göstermiştir. Öte taraftan, FAVÖK 4Ç2024'te 14,9 milyar TL ile piyasa beklentisi olan 12,9 milyar TL'nin üzerinde gerçekleşmiştir. FAVÖK marjı ise 7,5 puan artışla %26,8 olmuştur. Aselsan bu çeyrekte 2,75 milyar TL parasal kayıp (4Ç2023: 3,1milyar TL parasal kayıp) ve 563mn TL vergi gideri yazmıştır.

Dördüncü çeyrek karı ile birlikte Aselsan'ın 2024'teki ana ortaklık net dönem karı bir önceki yıla göre %45 oranında artarak 15,3 milyar TL'ye yükselmiştir. Satış gelirlerinin %13 arttığı yılda, Şirket'in FAVÖK'ü 30,2 milyar TL, FAVÖK marjı ise %25,2 olarak gerçekleşmiştir. Böylece Aselsan bu yıl için büyüme (>10) ve marj tahminleri (>%22) üzerinde bir performans sergilemiştir.

Şirket'in net borcu çeyrekse bazda %50 oranında azalarak yıl sonunda 15,9 milyar TL'ye gerilerken, net borç /FAVÖK oranı 0,5x ile düşük kalmaya devam etmiştir.

2024'ün son çeyreğinde Aselsan'ın bakiye sipariş miktarı 14 milyar USD seviyesine yükselmiştir. (Önceki çeyrek 12,6 milyar USD)

Şirket, 2025 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 "> %23" ve konsolide yatırım harcamaları tahmini "> 20 Milyar TL" şeklindedir.

Aselsan'ın hedef hisse fiyatını, tahminlerimizdeki yukarı yönlü güncellemeler ve piyasa çarpanındaki değişikliğe bağlı olarak 88,70TL'den **137,50TL**'ye yükseltiyoruz. Aselsan için daha önceki **"AL"** önerimizi ise koruyoruz.

Yurtdışı satışların oranı yükseldi...

Aselsan'ın 2024'teki satışları %13 oranında yükselerek 120,2 milyar TL'ye çıkarken, yurtdışı satışlar yaklaşık iki kat artarak 17,2 milyar TL olmuştur. Böylece ihracatın payı yaklaşık 5 puan artarak %14 seviyesine çıkmıştır. 2024 yılında kur - enflasyon uyumsuzluğu, parasal ve finansman giderlere rağmen güçlü operasyonel performansla Şirket'in karı bir önceki yıla göre %45 oranında artarak 15,3 milyar TL olarak gerçekleşmiştir. FAVÖK %31 oranında yükselerek 30,2 milyar TL'ye çıkmıştır.

ÖZET GELİR TABLOSU (mn TL)	4Ç23	4Ç24	4Ç24-4Ç23 %Değ.	2023	2024	%Değ.
Hasılat	49.862	55.683	11,7%	106.252	120.206	13,1%
Satışların maliyeti (-)	36.615	37.473	2,3%	77.225	82.047	6,2%
BRÜT KAR	13.247	18.210	37,5%	29.028	38.158	31,5%
Operasyonel Giderler	5.261	4.189	-20,4%	10.800	11.224	3,9%
ESAS FAALİYET KARI/ZARARI	7.986	14.021	75,6%	18.228	26.935	47,8%
Diğer faaliyet gelir/giderleri	3.865	-1.974	a.d.	17.829	381	-97,9%
FAALİYET KARI/ZARARI	11.851	12.047	1,7%	36.057	27.316	-24,2%
FAVÖK	9.629	14.936	55,1%	23.140	30.234	30,7%
Yatırım faaliyet gelirleri/giderleri	8	11	29,1%	50	85	71,8%
Özkaynak yönt. değerlendirilen yatırımlar	7	-32	a.d.	-2	-58	a.d.
FİNANS. ÖNCESİ FAAL. KARI/ZARARI	11.866	12.025	1,3%	36.104	27.343	-24,3%
Faaliyet dışı finansal gelirler/giderler	-3.650	57	a.d.	-11.048	-5.207	a.d.
Net parasal pozisyon kazançlar (kayıpları)	-3.084	-2.752	a.d.	-14.647	-13.869	a.d.
Vergi Öncesi Kar	5.132	9.331	81,8%	10.409	8.266	-20,6%
Vergi gideri/geliri (-)	-884	563	a.d.	-238	-6.957	a.d.
Sürdürülen Faaliyetler Net Dönem Karı	6.016	8.767	45,7%	10.647	15.223	43,0%
NET DÖNEM KARI/ZARARI	6.016	8.767	45,7%	10.647	15.223	43,0%
Kontrol gücü olmayan paylar	43	-5	a.d.	121	-76	a.d.
Ana Ortaklık Net Dönem Karı	5.973	8.772	46,9%	10.526	15.299	45,3%
FİNANSAL ORANLAR	4Ç23	4Ç24	Değ.	2023	2024	Değ.
Brüt Kar Marjı	26,6%	32,7%	6,1%	27,3%	a.d.	-
FAVÖK Marjı	19,3%	26,8%	7,5%	21,8%	25,2%	-
Net Kar Marjı	12,0%	15,8%	-	9,9%	12,7%	-

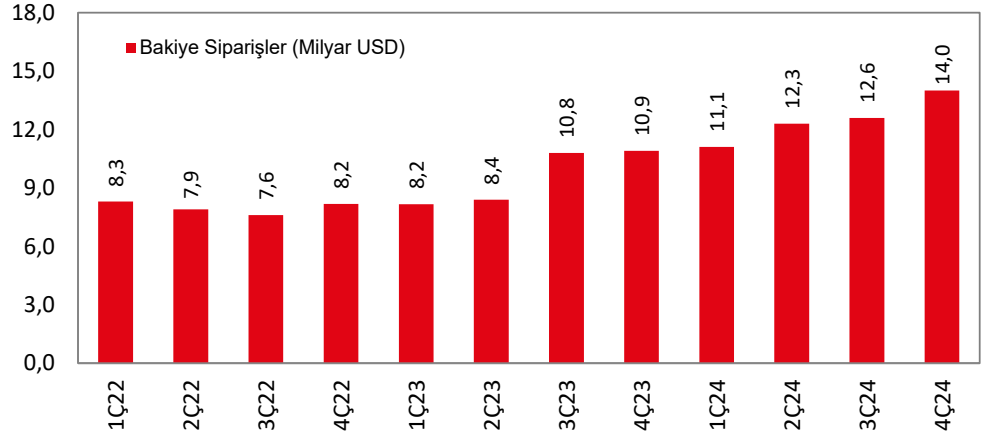
Yatırımların ciroya oranı %18...

Aselsan 2024 yılında yaklaşık 21,5 milyar TL yatırım harcaması gerçekleştirmiştir. Yatırım harcamalarının satışlara oranı %18 olurken, bu oran son üç yılki ortalamanın biraz üzerindedir. Diğer yandan, Şirket Ar - Ge teşvikleri sayesinde 2029 yılına kadar kurumlar vergisi ödemeyecektir.

Bakiye siparişler 14 milyar USD'ye çıktı...

2024'ün son çeyreğinde 1,4 milyar USD'lik yeni iş ilişkisi sağlayan Aselsan'ın bakiye sipariş miktarı yıl sonunda 14 milyar USD seviyesine yükselmiştir. Son çeyrekte 22 adet proje imzalanırken, bu projelerin en büyüğü 329mn USD ile Aselsan ile TUSAŞ arasında hava araçlarına yönelik faydalı yükler sözleşmesi olmuştur. Öte yandan, Aselsan, yurtdışından da yıl boyunca toplam 1.017mn USD tutarında yeni iş alınmıştır. 2024 yılında Şirket değeri /Bakiye siparişler oranı 0,70 olarak gerçekleşmiştir. Bir önceki yılda bu oran 0,68 idi. Son olarak, yeni alınan siparişlerin satışlara oranı 2 olarak gerçekleşmiştir. Söz konusu oranın bu yıl da korunması beklenmektedir.

BAKİYE SİPARİŞLER



Kaynak: Aselsan

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

Bakiye siparişlerin %97'si savunma alanından oluşurken, para birimi açısından dağılımı %56'sı USD, %29'u EUR ve %15'i TL şeklindedir. Sırasıyla Savunma Sanayi Başkanlığı ve Tusaş önemli ağırlıkta iş yapılan müşterilerdir.

2024 yılında sipariş alımları hızlandı...

Aselsan 2024 yılında 6,5 milyar USD yeni sipariş almıştır. Bir önceki yıl 5 milyar TL sipariş almıştır. Toplam siparişlerin 2,1 milyar USD'si 300mn USD'den büyük projelerden oluşmaktadır. En yüksek tutarlı proje Milli Savunma Bakanlığı'na askeri ekipman tedariki işinde gerçekleşmiştir. Bu projenin bedeli 556mn USD olmuştur. Şirket savunma dışı alanda da ulaşım alanında projeler almıştır. Yurtdışında alınan siparişler ise bir önceki yıla göre %69 oranında artış kaydetmiş ve 1 milyar USD olarak gerçekleşmiştir. Aselsan, 92 ülkeye ihracat gerçekleştirmektedir.

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

Şirket, 2025 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 "> %23" ve konsolide yatırım harcamaları tahmini "> 20 Milyar TL" şeklindedir. Yatırımlar arasında ÇELİKKUBBE bileşenleri ve hava savunma sistemlerinin üretimi öne çıkarken, tank modernizasyon, obüs, gemi, hava savunma projeleri gibi büyük platform işlerinin önümüzdeki yıllarda daha da artacağı öngörülerini yatırım beklentilerini artırmaktadır. Öte yandan, optik sistemlerde kullanılan foton dedektörle ilişkin AR – GE çalışmalarına başlanmıştır.

Aselsan ile ilgili beklentilerimizi güncelliyoruz...

Aselsan ile ilgili tahminlerimizi, 2024 yılı gerçekleştirmelerinin ardından güncelliyoruz. Buna göre, 2025 yılı satış geliri ve FAVÖK beklentimiz sırasıyla 170.373mn TL ve 39.186mn TL şeklindedir. FAVÖK marjı beklentimiz ise %23,5'tir. Şirket'in 2025 yılında düşük onlu seviyelerde reel büyüme kaydetmesini bekliyoruz.

Finansal Tahminler mn TL	2024	2025T	2026T
Satış Gelirleri	120.206	170.373	222.581
FAVÖK	30.234	40.104	52.306
Net Kar	15.299	21.482	33.964
FAVÖK Marjı	25,2%	23,5%	23,5%
Net Kar Marjı	12,7%	12,6%	15,3%

Kaynak: Ziraat Yatırım

Aselsan için "AL" önerimizi koruyoruz...

Aselsan'ın hedef piyasa değerini, tahminlerimizdeki güncellemeler ve piyasa çarpanındaki değişikliğe bağlı olarak, 404.453mn TL'den 626.991mn TL'ye; hedef hisse fiyatımızı da 88,70TL'den **137,50TL'ye** yükseltiyoruz. Güncellenmiş hedef hisse fiyatına göre Aselsan hisseleri %23,3 oranında iskontolu işlem görmektedir. Aselsan için daha önceki **"AL"** önerimizi koruyoruz.

Özet Değerleme Tablosu		
Kullanılan Yöntem	Açıklama	(Mn TL)
İndirgenmiş Nakit Akımları	(%8 Büyüme)	617.867
Benzer Şirket Karşılaştırması	(2025T FD/FAVÖK: 16,9x)	663.485
Hedef Piyasa Değeri	(%80 İNA+%20 Benzer Şirket)	626.991
Hedef Hisse Fiyatı		137,50 TL
Aselsan Hisse Fiyatı*		105,40
İskonto Oranı		23,3%

*05.03.2025 kapanış verileri kullanılmıştır.

ÖZET BİLANÇOLAR (MN TL)	2023	2024	%Değ.
DÖNEN VARLIKLAR	105.229	106.119	0,8%
Nakit ve Nakit Benzerleri	9.543	16.637	74,3%
Ticari Alacaklar	29.732	28.355	-4,6%
Stoklar	46.456	43.472	-6,4%
Diğer Dönen Varlıklar	17.114	15.169	-11,4%
DURAN VARLIKLAR	112.174	136.679	21,8%
Ticari Alacaklar	45.637	54.979	20,5%
Maddi Duran Varlıklar	34.261	37.409	9,2%
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	17.539	21.831	24,5%
Diğer Duran Varlıklar	4.950	13.038	163,4%
TOPLAM AKTİFLER	217.403	242.798	12%
KISA VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER	72.447	69.761	-3,7%
Finansal Borçlar	16.880	13.565	-19,6%
Uzun V. Borçlan.Kısa Vadeli Kısımları	10.275	9.271	-9,8%
Ticari Borçlar	21.461	19.761	-7,9%
Diğer Borçlar ve Karşılıklar	23.831	27.165	14,0%
UZUN VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER	17.353	31.677	82,5%
Finansal Borçlar	1.631	9.727	496,4%
Diğer Borçlar ve Karşılıklar	15.722	21.950	39,6%
ÖZSERMAYE	127.603	141.359	10,8%
Ödenmiş Sermaye	4.560	4.560	0,0%
Geçmiş Yıllar Karları/Zararları	57.483	67.448	17,3%
Net Dönem Karı/Zararı	10.526	15.299	a.d
Diğer	53.490	52.993	-0,9%
TOPLAM PASİFLER	217.403	242.798	12%
ÖZET GELİR TABLOSU (MN TL)	2023	2024	%Değ.
SATIŞLAR	106.252	120.206	13,1%
Satışların Maliyeti (-)	77.225	82.047	6,2%
BRÜT KAR/ZARAR	29.028	38.158	31,5%
Genel Yönetim Giderleri (-)	4.891	5.276	7,9%
Pazarlama Giderleri (-)	2.088	2.630	25,9%
Araştırma ve Geliştirme Giderleri (-)	3.820	3.318	-13,1%
Diğer Faaliyet Gelir/Giderleri	17.829	381	-97,9%
NET FAALİYET KARI/ZARARI	36.057	27.316	a.d
Özk. Yönt. Değer. Yat. Kar/Zar	-2	-58	a.d
Yatırım Faaliyet Gelirleri/Giderleri	50	85	a.d
Faaliyet Dışı Finansal Gelirler/Giderler	-11.048	-5.207	-52,9%
Vergi Gideri/Geliri	-238	-6.957	a.d
NET DÖNEM KARI/ZARARI	10.647	15.223	a.d

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

Levent Mah. Gonca Sokağı No.22 (Emlak Pasajı) Kat.1 34330 Beşiktaş 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