

ASELSAN

Marjlar güçlenirken bakiye siparişler yeni zirvede...

Aselsan (ASELS TI, E.Ü.G., 12A HF: 542 TL) 3Ç26'da 11,2 milyar TL net kâr açıkladı. Bu rakam, tahminimizin %27, piyasa beklentisinin ise %26 üzerinde gerçekleşti. Ciro ve FAVÖK piyasa beklentisini ise %5 ve %11 aşarak operasyonel sonuçlarda geniş tabanlı bir pozitif sürprize işaret etti. Net kâr, güçlü operasyonel performans ve 3Ç25'teki vergi giderinin 3Ç26'da vergi gelirine dönmesinin desteğiyle, artan net finansman giderleri ve net parasal kayıptaki yükselişe rağmen yıllık bazda %82 arttı.

Marjlar güçlendi. Ciro yıllık bazda %35 artarak 58,1 milyar TL'ye, FAVÖK ise %51 artışla 16,0 milyar TL'ye ulaştı. FAVÖK marjı yıllık 2,9 puan artarak %27,6'ya yükselirken piyasa beklentisinin yaklaşık 1,5 puan üzerinde gerçekleşti. Brüt kâr marjı da yıllık 1,7 puan artarak %30,7'ye yükseldi. Kâr büyümesinin ağırlıklı olarak ciro artışından kaynaklandığı 2Ç26'nın aksine, 3Ç26'da güçlü ciro büyümesine marj genişlemesi de eşlik etti. 9A26'da ciro yıllık %28 artışla 151,5 milyar TL'ye, FAVÖK ise %38 artışla 40,6 milyar TL'ye ulaşırken FAVÖK marjı %26,8 olarak gerçekleşti.

Sipariş alımları belirgin şekilde hızlandı. Aselsan 9A26'da 14,0 milyar USD tutarında yeni sipariş aldı. Bakiye siparişler çeyreklik bazda %32, yıllık bazda %72 artarak 30,7 milyar USD ile tarihi zirveye ulaştı ve çok yıllı büyüme görünürlüğünü belirgin şekilde güçlendirdi. 9A26 sipariş alımları, 16,1 milyar USD seviyesindeki revize 2026T tahminimizin %87'sine karşılık geliyor. İhracat siparişleri ise 1,9 milyar USD ile değiştirmedığımız 3,1 milyar USD seviyesindeki 2026T tahminimizin %61'ine ulaştı.

Yorum: 3Ç26'yı, ciro büyümesi, marj genişlemesi ve sipariş alımlarının beklentilerin üzerinde gerçekleştiği güçlü bir çeyrek olarak değerlendiriyoruz. Bakiye siparişlerdeki güçlü artış orta vadeli büyüme görünürlüğünü daha da güçlendiriyor. Yüksek kapasite yatırımları nakit yaratımı üzerindeki temel baskı unsuru olmaya devam etse de kaldıraç seviyesi yönetilebilir, fonlama koşulları ise elverişli kalıyor. Model güncellememiz sonrası 12A hedef fiyatımızı 520 TL'den 542 TL'ye yükseltiyor ve tavsiyemizi koruyoruz.

Çeyreklik Özet

milyon TL	Özet Finansallar					Beklentilerle Karşılaştırma		
	3Ç26	3Ç25	y/y	2Ç26	ç/ç	AK	Piyasa	Fark
Net Satışlar	58,063	42,983	+35%	54,666	+6%	56,307	55,166	+5.3%
FAVÖK	16,028	10,626	+51%	14,774	+8%	14,640	14,372	+11.5%
FAVÖK Marjı	27.6%	24.7%	+2.9y.p.	27.0%	+0.6y.p.	26.0%	26.1%	+1.6y.p.
Net Kar	11,227	6,182	+82%	8,986	+25%	8,827	8,964	+25.2%

Kaynak: Şirket, Rasyonet, AK Yatırım

Endeksin Üzerinde Getiri

Analist: Yusuf Karagöz

yusuf.karagoz@akyatirim.com.tr

Bloomberg Kodu	ASELS TI
Tavsiye	Endeksin Üzerinde Getiri
Hedef Fiyat, TL	542.00 (önceki 520.00)
Güncel Fiyat, TL	340.75
Getiri Potansiyeli	59%
Piyasa Değeri, mn TL	1,553,820
Firma Değeri, mn TL	1,577,734

Finansal Veriler	2025	2026T	2027T	2028T
------------------	------	-------	-------	-------

Özet UFRS Finansallar

Ciro, mn TL	180,445	305,639	530,334	850,889
FAVÖK, mn TL	47,329	82,522	143,190	229,740
Net Kâr, mn TL	29,950	53,723	96,905	163,987

Borçluluk

Net Borç, mn TL	13,970	39,073	54,461	34,438
Net Borç/FAVÖK	0.3	0.5	0.4	0.1

Kârlılık

FAVÖK Marjı	26.2%	27.0%	27.0%	27.0%
Net Marj	16.6%	17.6%	18.3%	19.3%
Temettü Verimi	0.2%	0.1%	0.2%	0.4%

Büyüme

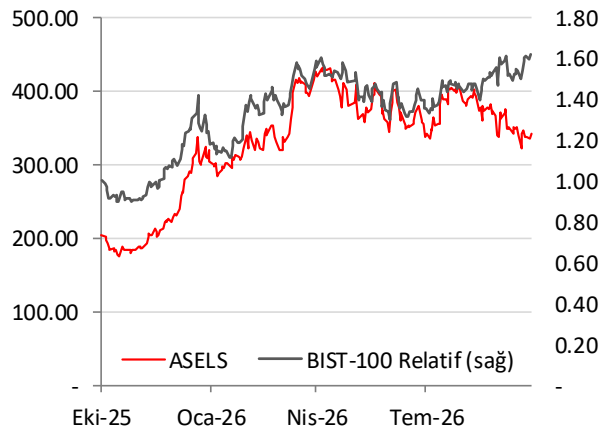
Ciro, y/y	50.1%	69.4%	73.5%	60.4%
FAVÖK, y/y	n.m.	74.4%	73.5%	60.4%
Net Kâr, y/y	95.8%	79.4%	80.4%	69.2%

Değerleme Verisi

	2025	2026T	2027T	2028T
F/K	23.3	28.9	16.0	9.5
FD/FAVÖK	14.4	18.9	11.0	6.8
FD/Ciro	3.8	5.1	3.0	1.8

Hisse Verileri

	1A	3A	12A	YBG
Nominal Getiri	-8.5%	-5.5%	63.4%	47.1%
BİST-100 Relatif	5.7%	16.4%	56.4%	46.4%
AOİH, mn TL	13,152	12,614	11,216	12,498



Nakit dönüşümü kârın gerisinde kalmaya devam etti. İşletme faaliyetlerinden nakit akışı 9A26'da yıllık %26 düşüşle 23,0 milyar TL'ye gerilerken, nakit bazlı yatırım harcamaları yaklaşık iki katına çıkarak 61,6 milyar TL'ye ulaştı ve serbest nakit akışı yaklaşık 38,6 milyar TL negatif gerçekleşti. Net borç 3Ç25'teki yaklaşık 24 milyar TL seviyesinden 3Ç26'da 55 milyar TL'ye yükselirken, yaklaşık 31 milyar TL'lik yıllık artış yatırım harcamalarındaki yaklaşık 30 milyar TL'lik artışla büyük ölçüde örtüşüyor. Dolayısıyla net borçtaki yükselişin ana nedeninin artan talebi yakalamak için yapılan kapasite artışına yönelik yatırım programı olduğunu düşünüyoruz. Bununla birlikte, yıl sonundaki güçlü teslimat ve tahsilatlar öncesinde stokların arttığı 3Ç'de işletme sermayesi ihtiyacı da sezonsal olarak ilave baskı yarattı. İşletme sermayesi gereksinimlerinin 4Ç26'da sezonsal olarak iyileşmesini bekliyoruz.

Tahmin revizyonları. 2026T yeni sipariş tahminimizi, tamamen daha güçlü yurt içi sipariş beklentilerimizin etkisiyle %35 artırarak 16,1 milyar USD'ye, 2026 sonu bakiye sipariş tahminimizi ise %15 artışla 30,5 milyar USD'ye yükseltiyoruz. 2027T ve 2028T bakiye sipariş tahminlerimizi de sırasıyla %13 ve %11 artırarak 35,1 milyar USD ve 38,6 milyar USD'ye çıkarıyoruz. 2026T ciro, FAVÖK ve net kâr tahminlerimizi sırasıyla %2, %4 ve %5 yukarı revize ederken, 2027-28T operasyonel tahminlerimizdeki değişiklikler sınırlı kalıyor. Değerleme çerçevemizi %70 İNA ve %30 2027T FD/FAVÖK harmanı olarak koruyoruz.

Milyar USD	Güncel Tahminler				Önceki Tahminler		
	2025	2026T	2027T	2028T	2026T	2027T	2028T
Alınan Siparişler	9.6	16.1	13.1	14.7	11.9	13.1	14.7
Yurt İçi Proje Edinimleri	7.5	13.0	8.6	9.1	8.8	8.6	9.1
İhracat Proje Edinimleri	2.1	3.1	4.5	5.6	3.1	4.5	5.6
Bakiye Siparişler	20.4	30.5	35.1	38.6	26.5	31.0	34.8
Gelirler	4.2	6.0	8.5	11.2	5.8	8.5	11.0
FAVÖK	1.1	1.6	2.3	3.0	1.5	2.3	3.0
Net Kar	0.7	1.0	1.6	2.2	1.0	1.5	2.1
Değişim							
Alınan Siparişler		35%	0%	0%			
Bakiye Siparişler		15%	13%	11%			
Gelirler		2%	0%	2%			
FAVÖK		4%	0%	2%			
Net Kar		5%	1%	4%			
12A Hedef Fiyat (TRY)	542				520		

Yatırım yoğunluğu yüksek seyrini sürdürüyor. Nakit bazlı yatırım harcamaları 9A26'da 61,6 milyar TL ile cironun yaklaşık %41'ine ulaşırken, şirket yönetiminin 2026 yılı için 50 milyar TL'nin üzerinde olan yatırım harcaması beklentisindeki alt sınırı şimdiden aştı. Kapasite ve teknoloji yatırımları ise 9A26'da yıllık %228 artışla 684 milyon USD'ye ulaştı. Hızlanan yatırım programının orta vadede bakiye siparişlerin ciroya dönüşümünü desteklemesini beklerken, yüksek yatırım harcamalarının kısa vadede serbest nakit akışını baskılamaya devam etmesini öngörüyoruz.

Bilanço riskini yönetilebilir görüyoruz. Net borç/FAVÖK 3Ç26 sonunda 0,79x ile, yatırım harcamalarındaki güçlü artışa rağmen 1x'in altında kalıyor. Fonlama maliyetleri de elverişli seyrediyor; brüt finansal borcun yaklaşık %54'ü döviz, %46'sı TL cinsinden bulunuyor. Döviz kredileri ağırlıklı olarak yaklaşık %2-8 faiz bandında bulunurken, TL borçların önemli bir bölümü sübvansiyonlu reeskont ve yatırım kredilerinden oluşuyor ve yaklaşık %8-22 faiz oranları taşıyor. 9A26'daki 7,0 milyar TL borçlanma faiz gideri, ortalama brüt finansal borç üzerinden yaklaşık %13 yıllıklandırılmış ortalama borçlanma maliyetine işaret ediyor. Vergi sonrası borçlanma maliyetinin özsermaye maliyetinin belirgin altında olması ve kaldıraç seviyesinin hâlen düşük kalması nedeniyle, mevcut seviyelerde borcun sermaye yapısındaki ağırlığının artmasının toplam sermaye maliyeti açısından destekleyici olduğunu düşünüyoruz. Bu nedenle kaldıraçtaki artışı bilanço profilinde yapısal bir bozulmadan ziyade hızlanan kapasite yatırımlarının bir sonucu olarak değerlendiriyoruz.

Gelir Tablosu (milyon TL)	3Ç25	4Ç25	1Ç26	2Ç26	3Ç26
Satış Gelirleri	42,983	106,434	38,757	54,666	58,063
Satışların Maliyeti	30,515	71,481	26,853	36,909	40,228
Brüt Kar	12,468	34,953	11,904	17,757	17,835
Operasyonel Giderler	3,572	7,557	4,292	5,422	5,059
Faaliyet Karı	8,895	27,395	7,612	12,335	12,776
Amortisman ve İtfa Payları	1,730	2,035	2,141	2,440	3,252
FAVÖK	10,626	29,431	9,753	14,774	16,028
Operasyonel Olmayan Gelir / (Gider)	(2,126)	1,970	(5,211)	(1,381)	(2,566)
Diğer Faaliyetlerden Gelir / (Gider)	842	(384)	2,047	1,792	2,747
Özkaynak Yöntemiyle Değ. Yatırım Karı / (Zarar)	15	(42)	(144)	(119)	(470)
Yatırım Faaliyetlerinden Gelir / (Gider)	108	686	1,197	567	546
Finansal Gelir / (Gider)	(2,242)	(1,799)	(1,858)	(3,320)	(4,195)
Parasal Kazanç / (Kayıp)	(850)	3,508	(6,453)	(300)	(1,194)
Vergi Öncesi Kar	6,769	29,365	2,401	10,954	10,210
Vergi Geliri / (Gideri)	(677)	(7,205)	3,869	(1,969)	885
Dönem Vergi Geliri / (Gideri)	37	(2,833)	(805)	518	(73)
Ertelenmiş Vergi Geliri / (Gideri)	(714)	(4,372)	4,673	(2,487)	958
Vergi Sonrası Net Kar	6,092	22,160	6,270	8,985	11,095
Azınlık Payları	(90)	42	11	(0)	(132)
Net Kar	6,182	22,118	6,258	8,986	11,227

Kaynak: Rasyonet, Ak Yatırım Araştırma. Rakamlar 3Ç26 sonu satın alma gücü ile ifade edildi.

Bilanço (milyon TL)	3Ç25	4Ç25	1Ç26	2Ç26	3Ç26
Dönen Varlıklar	181,026	217,533	234,620	262,621	281,300
Nakit ve Nakit Benzerleri	18,730	36,159	35,029	41,667	31,845
Finansal Yatırımlar	—	—	—	—	—
Ticari Alacaklar	37,495	48,309	46,911	49,794	59,112
Stoklar	84,965	91,572	96,868	112,416	131,049
Diğer Dönen Varlıklar	39,835	41,493	55,812	58,743	59,295
Duran Varlıklar	239,718	318,999	313,328	317,746	337,571
Finansal Yatırımlar	13,161	39,307	39,288	39,277	39,221
Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımlar	1,801	1,810	1,638	1,572	2,396
Maddi Duran Varlıklar	65,726	80,382	84,588	90,987	103,471
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	46,285	46,348	50,941	56,698	65,403
Şerefiye	—	—	—	—	—
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller	—	—	—	—	—
Diğer Duran Varlıklar	112,746	151,151	136,873	129,213	127,079
Toplam Varlıklar	420,744	536,532	547,947	580,367	618,871
Kısa Vadeli Yükümlülükler	127,686	156,923	152,382	178,416	193,955
Finansal Borçlar	47,994	47,275	55,098	68,311	68,097
Ticari Borçlar	28,007	47,196	32,864	39,291	51,961
Ertelenmiş Gelirler	29,937	33,896	38,408	41,380	45,426
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	21,748	28,556	26,012	29,434	28,470
Uzun Vadeli Yükümlülükler	49,653	66,598	76,144	76,242	84,847
Finansal Borçlar	1,571	6,251	4,880	9,064	18,911
Ertelenmiş Gelirler	39,450	47,215	61,965	58,840	57,180
Ertelenmiş Vergi Yükümlülükleri	—	—	—	—	—
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	8,632	13,132	9,299	8,338	8,757
Özkaynaklar	243,405	313,011	319,421	325,708	340,068
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	241,762	311,325	317,542	323,829	334,975
Azınlık Payları	1,644	1,686	1,880	1,880	5,093
Toplam Kaynaklar	420,744	536,532	547,947	580,367	618,871

Kaynak: Rasyonet, Ak Yatırım Araştırma. Rakamlar 3Ç26 sonu satın alma gücü ile ifade edildi.

AKYatırım

Bu rapor, Ak Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından, güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan elde edilen bilgi ve veriler kullanılarak hazırlanmıştır. Raporda yer alan ifadeler, hiçbir şekilde veya suretle alış veya satış teklifi olarak değerlendirilmemelidir. Ak Yatırım, bu bilgilerin doğru, eksiksiz ve değişmez olduğunu garanti etmemektedir. Bu sebeple, okuyucuların, bu raporlardan elde edilen bilgilere dayanarak hareket etmeden önce, bilgilerin doğruluğunu teyit ettirmeleri önerilir ve bu bilgilere dayanarak aldıkları kararlarda sorumluluk kendilerine aittir. Bilgilerin eksikliği ve yanlışlığından Ak Yatırım hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. Ayrıca, Ak Yatırım'ın ve Akbank'ın tüm çalışanları ve danışmanlarının, herhangi bir şekilde bilgiler dolayısıyla ortaya çıkabilecek, doğrudan veya dolaylı zararlarla ilgili herhangi bir sorumluluğu yoktur. Burada yer alan bilgiler, bir yatırım tavsiyesi, yatırım aracının alım-satım önerisi ya da getiri vaadi değildir ve Yatırım Danışmanlığı kapsamında yer almamaktadır. Yatırım Danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak Yatırım Danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde sunulmaktadır. Bunlara ilaveten, Ak Yatırım, raporların Internet üzerinden e-mail yoluyla alınması durumunda virüs, hatalı gönderim veya diğer herhangi bir teknik sebepten dolayı alıcının donanımına veya yazılımına gelebilecek herhangi bir zarardan dolayı sorumlu tutulamaz.