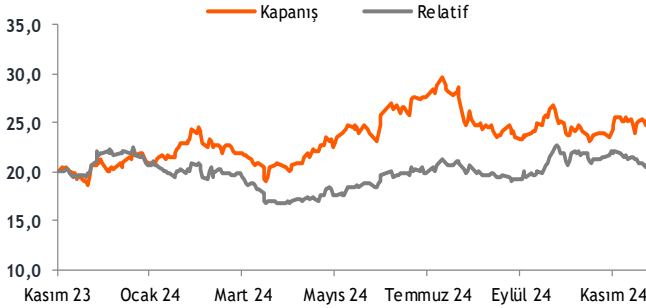


29 Kasım 2024 Cuma

Sektör	:	Savunma
Şirket	:	Aselsan
Hisse Kodu	:	ASELS TI/ ASELS IS
İşlem Gördüğü Pazar	:	Yıldız Pazar
Fiyat (TL)	:	70,15
Hedef Fiyatı (TL)	:	108
Yükselme Potansiyeli	:	54%
Öneri / Kısa Vade	:	Endeksin Üzerinde Getiri
Öneri / Uzun Vade	:	AL
Mevcut Piyasa Değeri (mn TL)	:	319.884
Hisse Adedi (mn)	:	4.560,0
İşlem Hacmi (mn TL) - Ort. 3	:	1.996
Fiili Dolaşım Oranı (%)	:	26,0%

Özet Finansallar (mn TL)	2023	2024T	2025T
Net Satışlar	73.593	110.265	190.806
FAVÖK	16.027	27.566	45.793
Net Kar	7.374	12.787	20.827
Özet Rasyolar (%)	2023	2024T	2025T
FAVÖK Marjı	21,8%	25,0%	24,0%
Net Kar Marjı	10,0%	11,6%	10,9%
Çarpanlar	2023	2024T	2025T
F/K	27,8	25,0	15,4
FD/Satışlar	3,0	3,2	1,8
FD/FAVÖK	13,9	12,7	7,6

## Hisse Performansı



Performans	1Ay	3Ay	12Ay
Mutlak %	5,39	6,06	24,35
Rölatif %	-2,20	7,34	4,40
En Yüksek (TL)	25,55	26,75	29,70
En Düşük (TL)	23,47	23,10	18,65

Analist	:	Dilara ÇAYAN
İletişim	:	0212 403 41 86 dilara.cayan@vakifyatirim.com.tr

## Yeni sözleşmeler istikrarlı büyümeyi desteklemeye devam edecek...

ASELSAN, savunma sanayi sektöründe önemli konuma sahip olup, haberleşme, radar, elektronik harp, elektro optik sistemler, silah ve komuta kontrol sistemleri, uyu, uzay, güvenlik, enerji ve sağlık gibi alanlarda geniş bir ürün yelpazesi sunmaktadır. Şirket, büyük ve uzun vadeli siparişlerle faaliyetlerini sürdürmektedir. Küreselde, Rusya-Ukrayna ve İsrail-Filistin çatışmalarının yarattığı savaş atmosferinin, sınır ülkeler başta olmak üzere savunma harcamalarını artırdığı gözlenmektedir. Ayrıca, NATO'nun savunma harcamalarını artırma çağrısı savunma sanayi sektörünü öne çıkarırken, ASELSAN'ın büyümesini desteklemekte ve şirketin savunma sanayi içindeki yerini ön plana çıkarmaktadır.

ASELSAN'ın yerel pazarda önemli bir paya sahip olmasının yanı sıra Orta Vadeli Program'daki savunma sanayi Ar-Ge çalışmalarına yapılan vurgunun ve yüksek teknoloji ürünlerinde millileştirme politikalarının şirket büyümesini olumlu etkilemesi beklenmektedir. Ek olarak, devletin savunma ve güvenlik bütçesindeki artışlar da şirket için olumlu gelişmeler olarak öne çıkmaktadır.

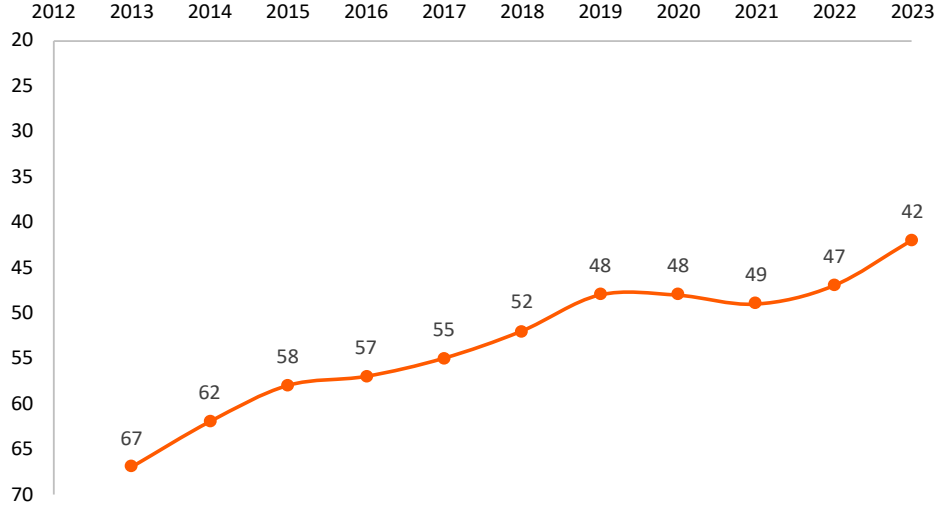
ASELSAN, mühendislik odaklı iş gücü sayesinde Ar-Ge alanında başarılı sonuçlar elde etmektedir. Şirket, 31.12.2028 tarihine kadar vergi muafiyeti ve avantajlı borçlanma imkanlarından faydalanmaktadır. Ayrıca, ASELSAN'ın gelecekteki yatırımları arasında foton dedektör ve nanoteknoloji tesisleri, EO FLIR sistem üretim tesisi ve radar entegrasyon merkezi gibi şirketin orta-uzun vadede büyümesini destekleyici projeler bulunmaktadır.

Bakiye siparişi ve alınan işler açısından rekor seviyeye ulaşarak güçlü bir yıl geçiren ASELSAN'ın, mevsimsel olarak genellikle güçlü gelen son çeyrek finansallarının yanı sıra, ihracat gelirlerinin ivmesinin hızlandırarak son çeyrekte tarihi zirvesine ulaşmasını bekliyoruz. ASELSAN için, 87,40 olan hisse başı fiyat hedefimizi **108 TL** olarak güncellerken, yıl başından bu yana endeksten %21,1 pozitif ayrışan ve hedef fiyatımıza göre %54 yükselme potansiyeli taşıyan ASELSAN için kısa vadeli **"Endeksin Üzerinde Getiri"**, uzun vadeli **"AL"** önerilerimizi koruyoruz.

## Yatırım Teması

- Savunma sanayi sektörü, başta ulusal savunma ihtiyaçlarını karşılamak amacıyla geliştirilen, üretilen ve tedarik edilen silah, teçhizat, araç ve diğer askeri sistemleri kapsayan, askeri hava araçları, kara araçları, denizaltılar, silahlar, mühimmat, elektronik sistemler, radarlar, yazılımlar ve diğer askeri teknolojilerin üretiminin yanı sıra bunların bakım ve modernizasyonunu da kapsayan yüksek teknoloji yatırımları gerektiren küresel stratejik ilişkilerle geliştirilen ve büyüyen bir sektördür. Yeni nesil savaş sistemlerinin geliştirilmesi, yapay zekâ, insansız hava araçları (İHA), siber savunma teknolojileri ve hipersonik silahlar gibi ileri düzey savunma teknolojilerinin hızla yayılması savunma şirketleri arasındaki rekabeti güçlendirirken, küreselde askeri harcamalarda anlamlı yükselişlere neden olmuştur. Rusya-Ukrayna savaşının yarattığı jeopolitik gerilim ve İsrail-Filistin çatışması gibi bölgesel savaşlar, savunma sanayi teknolojisine talebi artırmış ve büyümeyi ivmelendirmiştir. Çatışmaların oluşturduğu savaş atmosferi, ülkeleri savunma alanında daha fazla yenilik yapmaya ve yeni savunma sistemleri geliştirmeye itmiştir.
- Küresel savunma sanayinin önemli oyuncularından olan ASELSAN, Türkiye’de askeri ve sivil haberleşme sistemleri, aviyonik sistemler, elektronik harp ve istihbarat sistemleri, radar sistemleri, atış kontrol sistemleri, komuta kontrol sistemleri, deniz savaş sistemleri, güvenlik sistemleri, ulaşım sistemleri, enerji sistemleri, trafik ve otomasyon sistemleri, güdüm sistemleri, elektro-optik sistem ve ürünlerin tasarımı, geliştirilmesi, imalatı, sistem entegrasyonu/modernizasyonu ve satış sonrası hizmetleri alanlarında geniş ürün yelpazesi sunarken, büyük montanlı, çeşitlendirilmiş ve uzun döneme yayılmış siparişler olarak faaliyetlerini sürdürmektedir.
- Küresel düzeyde, Rusya-Ukrayna ve İsrail-Filistin savaşlarının yarattığı jeopolitik gerginliklerin, özellikle sınır ülkeler başta olmak üzere savunma harcamalarını artırdığı gözlenmektedir. NATO’nun, üye ülkelerin savunma harcamalarının GSYH’ye oranını %2’nin üzerine çıkarma hedefi, NATO’nun en büyük ikinci ordusuna sahip olan Türkiye’nin savunma sanayi ve ASELSAN’ın büyümesini desteklerken, şirketin savunma sanayi içindeki yerinin ön plana çıkmasını sağlamaktadır. Ayrıca ASELSAN, Defense News tarafından hazırlanan küresel savunma sıralamasında 2023 yılı itibarıyla 100 şirket arasından 47. sıradan 42. sıraya yükselmiştir.
- Ek olarak, ABD’de Donald Trump’ın yeniden başkan seçilmesi sonrasında, ortak savunma konseptini sorgulayan politikalarının, NATO üyesi ülkelerin savunma kapasitelerini artırma ihtiyacını doğurarak savunma harcamalarında artışa yol açabileceği değerlendirilmektedir.

Grafik 1: Aselsan Küresel Savunma Sıralaması

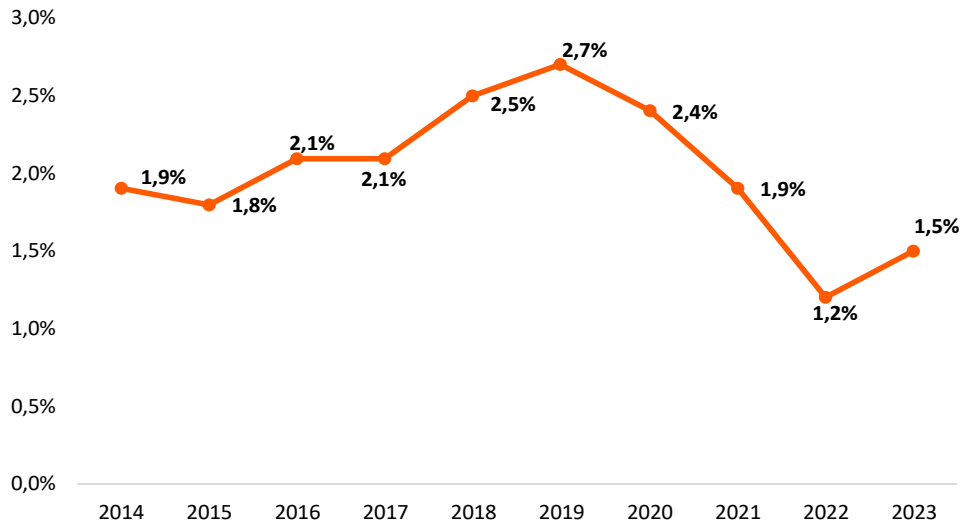


Kaynak: ASELSAN

\*Defense News Top 100

- Yurt içinde, iç pazarda önemli bir paya sahip olan ASELSAN'ın, Orta Vadeli Program'da (2025-2027) savunma sanayi alanında Ar-Ge çalışmalarına yapılan vurgudan ve yüksek katma değerli ürünlerin yerli üretiminin desteklenmesine yönelik politikardan olumlu etkilenmesi beklenmektedir. Savunma Sanayii İcra Komitesi tarafından açıklanan, ASELSAN öncülüğünde gerçekleştirilen Çelik Kubbe Projesi kapsamında HİSAR-A+, GÖKDEMİR, GÖKER, GÖKBERK, HİSAR-O+ ve SİPER gibi hava savunma sistemlerinden yararlanılarak Türk hava sahasının tamamını kapsayan bir entegre sistem yaratılacaktır. Ayrıca, devletin savunma ve güvenlik bütçesinde görülen artışlar da şirket için pozitif bir gelişme olarak öne çıkmaktadır.

Grafik 2: Türkiye'de Askeri Harcamaların GSYH'ya Oranı

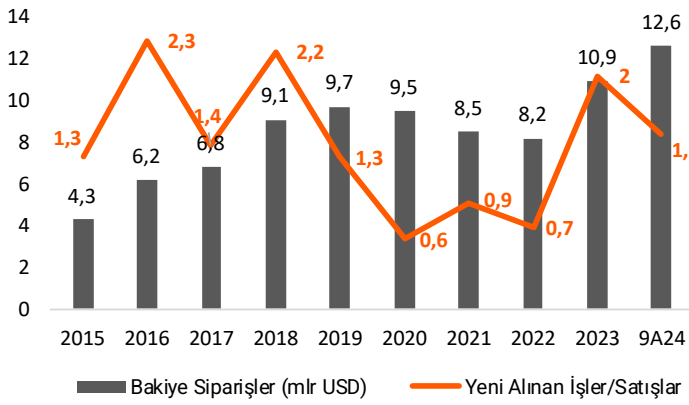


Kaynak: ASELSAN

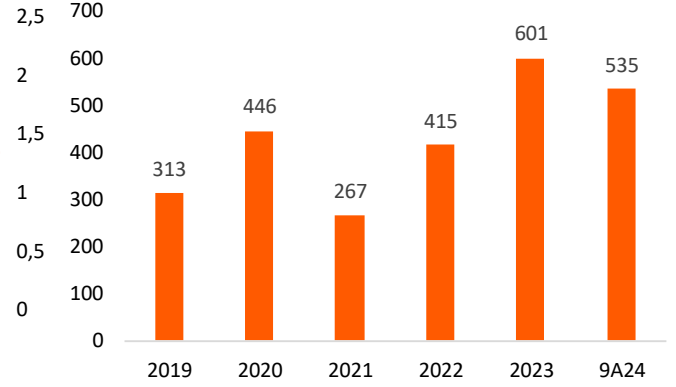
29 Kasım 2024 Cuma

- **ASELSAN yeni iş anlaşmaları ile güçlü bir yıl geçiriyor-** Savunma sanayi şirketlerinin sürdürülebilirlikleri noktasında oldukça önemli bir yere sahip olan, yeni iş anlaşmalarının imzalanması konusunda güçlü bir yıl geçiren ASELSAN'ın 9A24 itibarıyla 3,2 mlr dolarlık yeni iş ilişkisi mevcutken, 12,6 mlr dolar bakiye siparişi bulunmaktadır. Bakiye siparişlerin %49'u dolar, %33'ü avro, kalanı ise TL'den oluşurken, %95'i savunma, kalan bölümü ise savunma harici alanları içermektedir. Ayrıca bakiye siparişlerin maliyetlerinin %68'i TL'dir. Şirketin ana hedeflerinden biri olan ihracat odaklı büyüme çerçevesinde, 2024 yılının ilk dokuz ayında imzaladığı yurt dışı sözleşme tutarı geçen yılın aynı dönemine göre %52 oranında artış göstermiştir. ASELSAN'ın 2024 yılında alınan yeni siparişlerin toplamının 2023 yılı seviyesine yaklaşacağı beklenmektedir.

Grafik 3: Bakiye Siparişler (mlr TL)



Grafik 4: Yurt Dışından Alınan İşler (mn USD)



Kaynak: ASELSAN

## Yıl Başıdan Bugüne İmzalanan Büyük Projeler

Proje Adı	Müşteri	Sözleşme Tutarı
Askeri Ekipman Tedariği	Milli Savunma Bakanlığı	556 mn USD
MİLGEM 9-12 Gemileri Savaş Sistemleri ve Faydalı Yükleri	TAIS Ortak Girişimi ve STM İş Ortaklığı	458 mn USD
Kent Güvenliği	Savunma Sanayii Başkanlığı	354 mn USD
Güdümlü Kitler	Savunma Sanayii Başkanlığı	316,6 mn USD + 1,2 mlr TL
Hava Savunma Sistemleri	Savunma Sanayii Başkanlığı	135,1 mn Euro + 1,6 mlr TL
Savunma ve Uzay	TUSAŞ	110 mn USD
Elektronik Harp Sistemleri	Savunma Sanayii Başkanlığı	110 mn USD
Dost-Düşman Tanıma Sistemi, Uydu Haberleşme Sistemleri, Telsiz Sistemleri, Güdümlü Sistemleri ve Elektro-Optik Sistemleri	Baykar	95,1 mn USD
Yakın Hava Savunma Sistemleri	Savunma Sanayii Başkanlığı	89 mn USD
Füze Alt Sistemleri ile Arayıcı Başlık Üretimi	ROKETSAN	84 mn USD
Savunma Sistemleri	Uluslararası Müşteri	79 mn USD
Radar ve Dost-Düşman Tanıma Sistemleri	HAVELSAN	68 mn USD
Hava Savunma Füze Alt Sistemleri	ROKETSAN	64 mn USD
Hava Platformları İçin Aviyonik Süit Geliştirilmesi, Entegrasyonu ve Seri Üretimi	TUSAŞ	60 mn USD
Akıllı Ulaşım Sistemleri	Uluslararası Müşteri	59 mn USD
Elektronik Harp Süiti, Radar Sistemleri, Dost-Düşman Tanıma Sistemi ve Uzaktan Komutalı Silah Sistemi	STM	58,6 mn Euro
Araç Üstü Sinyalizasyon Ekipmanı	TCDD Taşımacılık A.Ş.	56 mn USD

Kaynak: ASELSAN

29 Kasım 2024 Cuma

## Geliştirme ve Seri Üretim Projeleri

## Proje Adı

Katmanlı Hava Savunma Sistemleri, Geliştirme ve Seri Üretim Çalışmaları  
İnsansız Deniz Araçları Geliştirme ve Seri Üretim Faaliyetleri (MARLIN)  
İlave Tank Modernizasyon Projeleri

Kaan / Kızıl Elma / Hürjet / Anka Faydalı Yükleri

MİLGEM / Açık Deniz Karakol Gemisi / Türk Tipi Hücüm Botu / Mayın Avlama Gemisi Faydalı Yükleri  
Göktürk 3 ve Diğer Uydu Projesi Faydalı Yükleri

Milli Muharip Uçağı Faydalı Yükleri (MURAD Muharip Uçak Radarı)

Yeni Nesil Zırhlı Muharebe Araçları Faydalı Yükleri

ALP Erken İhbar Radarı – STR Silah Tespit Radarı – Cenk Deniz Gözetleme Radarı İlave Üretim Projeleri  
Güdümlü Mühimmat (Tolun – Gözde – LGK ) Seri Üretim Çalışmaları

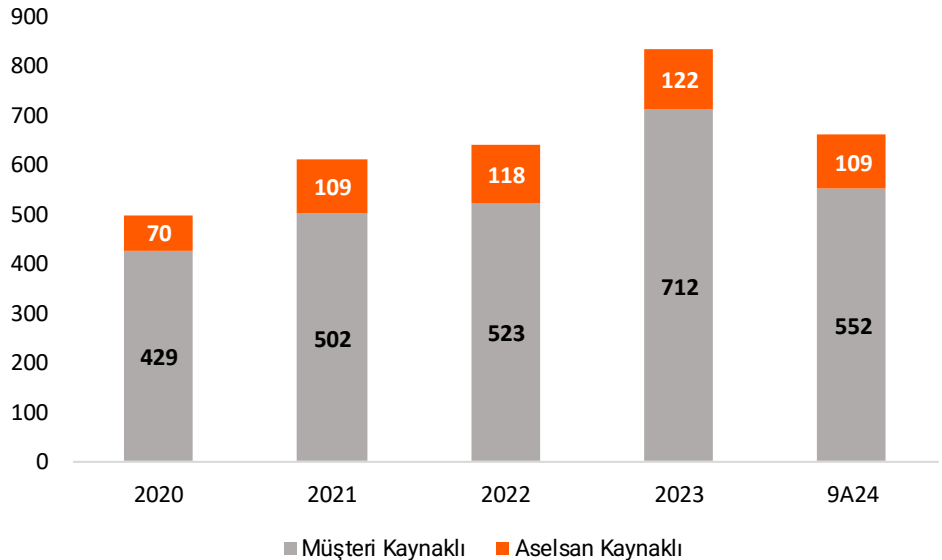
ASELFLIR 400 – 500 – 600 Geliştirme ve Seri Üretim Faaliyetleri

Yeni Aviyonik Sistemler Geliştirme ve Üretim Projeleri

Kaynak: ASELSAN

- **Ar-Ge çalışmaları uzun vadede büyüme için önemli bir faktör-** ASELSAN'ın sahip olduğu mühendis ağırlıklı iş gücü, şirketin Ar-Ge odaklı çalışmalarında başarı sağlarken, Ar-Ge teşvikleri kapsamında 31.12.2028 tarihine kadar vergi muafiyeti bulunan şirket, avantajlı borçlanma imkanlarına da sahiptir. 9A24 döneminde şirketin toplam 661 mn TL tutarındaki Ar-Ge harcamalarının 552 mn TL'lik kısmı müşteri kaynaklı oluşurken, 109 mn TL'lik kısım ASELSAN kaynaklı çalışmalardan oluşmaktadır. Ar-Ge çalışmaları şirketin yeni pazarlara açılmasını ve daha geniş müşteri kitlelerine ulaşmasını sağlayacak ve uzun vadeli büyümesini destekleyecektir.

Grafik 5: Ar-Ge Harcamaları (mn USD)

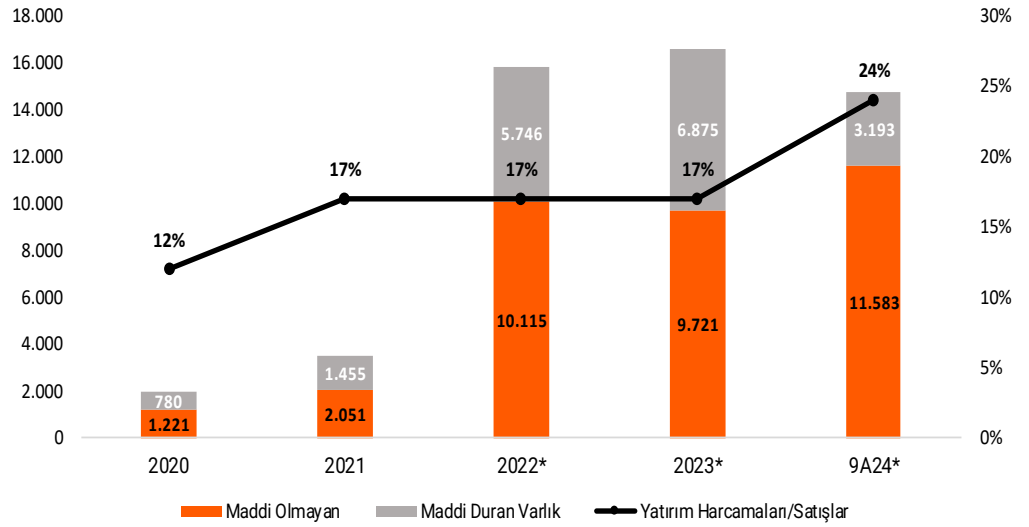


Kaynak: ASELSAN

29 Kasım 2024 Cuma

- Şirketin planlanan yatırımları arasında, foton dedektör ve nanoteknoloji tesisi, EO FLIR sistemleri üretim tesisi, savunma sistem teknolojileri üretim ve test tesisi ve radar sistem entegrasyon ve üretim otomasyon merkezi bulunmaktadır. Yılın ilk dokuz ayında, şirketin yatırım harcamaları toplam 14,8 mlr TL seviyesinde açıklanırken, yatırım harcamalarının satışlara oranı %24'e yükselmiştir.

Grafik 6: Yatırım Harcamaları (mn TL)



Kaynak: ASELSAN

\*TMS 29 Enflasyon Muhasebesi uygulanmış veriler

## Riskler

Şirketin sözleşmelerdeki taahhütleri zamanında yerine getirememesi ve hammadde tedarikine yönelik olası yaptırımlar operasyonlarda aksaklıklara sebep olabilir.

ASELSAN'ın stratejik iş ortaklığına sahip olduğu ülkelerle Türkiye arasında yaşanabilecek politik gerilimler ve savunma sanayi ürünlerine ambargo uygulanması şirketin iç pazardaki iş hacmini artırma etkisi gösterebilirken, ihracat tarafında diğer ülkelere yeni iş alma potansiyeli üzerinde risk oluşturabilir.

Ek olarak, faaliyet gösterilen ülke ekonomilerindeki daralmalar ya da politika değişiklikleri sonucunda savunma sanayi harcamalarına ayırdıkları bütçelerde olası azalışlar tahminlerimize yönelik risk unsurları arasında gösterilebilir.

### Son Finansallarda Öne Çıkanlar

Şirketin üçüncü çeyrek performansı piyasa beklentileriyle uyumlu gerçekleşti. 2024 yılının ilk dokuz ayında ASELSAN'ın toplam satış gelirleri 60,7 mlr TL (9A23:53 mlr TL) olurken, FAVÖK'ü bu dönemde 14,4 mlr TL (9A23: 12,7 mlr TL) seviyesinde gerçekleşti. Ayrıca, 9A24 döneminde satışlar, 52,7 mlr TL'si yurt içi ve 8 mlr TL'si ihracat geliri olmak üzere yıllık %14 yükselerek toplam 60,7 mlr TL seviyesine ulaştı. Şirketin net karı ise, 9A24 döneminde, 6 mlr TL (9A23: 4,4 mlr TL) olarak açıklandı. Şirketin 2024 yıl sonuna ilişkin tahminleri ise, %10'un üzerinde reel satış büyümesi, %22'nin üzerinde FAVÖK marjı ve 14 mlr TL seviyesinde yatırım harcaması yönünde oluşmakta.

### Tahminlerimiz ve Değerleme

ASELSAN'ın, mevsimsel olarak genellikle güçlü gelen son çeyrek finansalları dolayısıyla, 4Ç24 döneminde de güçlü ciro büyümesi ve operasyonel karlılık görmeyi bekliyoruz. Ayrıca, şirketin ihracat gelirlerinin ivmesini hızlandırarak son çeyrekte tarihi zirvesine ulaşmasını bekliyoruz.

Şirketin 2024 sonunda, yıllık %50 artışla 110,3 mlr TL satış gelirin ve 27,6 mlr TL FAVÖK'e ulaşacağını öngörüyoruz. Şirket net karının ise, yılı 12,8 mlr TL seviyesinde tamamlamasını bekliyoruz. Şirket, öngörülerimize göre 2024T 12,7x ve 2025T 7,6x FD/FAVÖK çarpanlarıyla işlem görmektedir.

Şirket yurt dışı benzer şirketlere göre ise, 2025T/2026T FD/FAVÖK bazında tahminlerimize göre sırasıyla %45,3 ve %56 iskontoya işaret etmektedir.

### Yurt Dışı Benzer Şirketler

Şirket Adı	Ülke	Piyasa Değeri (mn USD)	2025T FD/FAVÖK	2026T FD/FAVÖK
RTX Corp.	ABD	158.338	13,9	13,2
Lockheed Martin Corp.	ABD	126.401	13,8	13,2
General Dynamics Corp.	ABD	77.131	13,3	12,6
Northrop Grumman Corp.	ABD	71.539	14,1	13,5
BAE Systems plc	İngiltere	49.780	11,3	10,6
L3Harris Technologies Inc.	ABD	46.199	13,7	13,0
Thales S.A.	Fransa	33.480	10,4	9,6
Rheinmetall AG	Almanya	27.805	11,4	8,6
Bharat Electronics Ltd.	Hindistan	24.145	33,2	28,1
Leidos Holdings Inc.	ABD	21.121	12,0	11,5
Leonardo S.p.a.	İtalya	15.363	8,4	7,6
Saab AB (publ)	İsveç	12.151	13,2	11,0
Elbit Systems Ltd.	İsrail	11.026	16,8	15,5
Singapore Technologies Enginee	Singapur	10.660	12,0	11,2
Hensoldt AG	Almanya	4.347	10,8	9,4
Hanwha Systems Co.	Güney Kore	3.794	14,5	12,9
LIG Nex1 Co.	Güney Kore	3.632	13,4	10,8
Aselsan*	Türkiye	8.968	7,6	5,5
<b>Ortalama</b>			<b>13,9</b>	<b>12,5</b>
<b>Prim/İskonto</b>			<b>-45,3%</b>	<b>-56,0%</b>

29 Kasım 2024 Cuma

ASELSAN için, 87,40 olan hisse başı fiyat hedefimizi **108 TL** olarak güncellerken, yıl başından bu yana endeksten %21,1 pozitif ayrışan ve hedef fiyatımıza göre %54 yükselme potansiyeli taşıyan ASELSAN için kısa vadeli “**Endeksin Üzerinde Getiri**”, uzun vadeli “**AL**” önerilerimizi koruyoruz.





VakıfBank Grubu İştirakidir.

[www.vakifyatirim.com.tr](http://www.vakifyatirim.com.tr) | [www.vkyanaliz.com](http://www.vkyanaliz.com)

## Vakıf Yatırım Araştırma ve Strateji

Tuğba AKCA	Direktör
Hande İrem YILDIZ	Analist
Dilara ÇAYAN	Analist
Şule ÖZKAN	Analist
Mevlüt Can KARABAYIR	Analist

Akat Mah. Ebulula Mardin Cad. No:18 Park Maya Sitesi F-2/A Blok  
Beşiktaş 34335 İSTANBUL  
+90 212 352 35 77

Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, yatırım ve kalkınma bankaları ile müşteri arasında imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde ve yetkili kuruluşlar tarafından kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler ise genel niteliktedir. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler, mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanılarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Gerek bu yayındaki, gerekse bu yayında kullanılan kaynaklardaki hata ve eksikliklerden ve bu yayındaki bilgilerin kullanılması sonucunda yatırımcıların ve/veya ilgili kişilerin uğrayabilecekleri doğrudan ve/veya dolaylı zararlardan, kâr yoksunluğundan, manevi zararlardan ve her ne şekilde olursa olsun üçüncü kişilerin uğrayabileceği her türlü zararlardan dolayı Vakıf Yatırım Menkul Değerler A.Ş. sorumlu tutulamaz.