

## ASELSAN

## Hedef Fiyat: 146,10 TL

## Öneri: TUT

**ASELSAN'ı, son yıllarda artan küresel savunma harcamaları ve şirketin finansallarındaki iyileşmelerin de etkisi ile araştırma kapsamımıza alıyoruz. Rekor seviyelere ulaşan bakiye siparişlerin, 2025 yılında da büyümeye devam etmesini bekliyoruz. Şirketin gelecekte imzalanması beklenen projeleri arasında yer alan ÇelikKubbe, KAAAN ve gelişmiş insansız hava araçları projeleri, artan jeopolitik riskler nedeniyle ön plana çıkmaktadır. ASELSAN için 12 aylık hedef fiyatımızı 146,10 TL olarak belirlemekteyiz. Hedef fiyatımıza göre %26'lık getiri potansiyeli bulunan hissede, tavsiyemiz "TUT" yönündedir.**

**Katalizörler:** Dünya'da artan jeopolitik riskler ile birlikte artan savunma harcamaları, Şirketin gelir yapısının dövize endeksli olması, tarihi zirveye ulaşan bakiye siparişlerinde yükselişin devam etmesi beklentisi ve finansal yapısındaki iyileşme

**Riskler:** Olası ekonomik ve jeopolitik gelişmelere bağlı olarak savunma bütçesinin kısıtlanması, döviz fazlası bulunan şirketin TL'deki değer kazancı ile birlikte kur farkı gelirlerinde azalış

**Net karlılıkta olumlu görüntü...**

Şirketin 2024 yılı dördüncü çeyrek ana ortaklık net dönem karı yıllık bazda %47 oranında artarak 8,8 milyar TL olarak gerçekleşmiştir. Net karda ortalama piyasa beklentisi 6,6 milyar TL'de bulunuyordu. Şirketin dördüncü çeyrek sonuçları ile birlikte 2024/12 sonunda ana ortaklık net dönem karı bir önceki yılın aynı dönemine göre %45,3 oranında artarak 15,3 milyar TL olarak gerçekleşmiştir.

**Satış gelirlerindeki artış net kara destek verdi...**

Şirketin satışları 2024 yılı sonunda, bir önceki yıla göre %13 oranında artarak 120,2 milyar TL'ye ulaşmıştır. 2024 yılında toplam satış gelirleri içerisinde yurtdışı satışların payı %14,1'e yükselmiştir. Bu oran 2023 yılında %8,8'de bulunuyordu. Yurt dışı satışlarda hem tutar, hem de oransal bazda kuvvetli büyüme sağlandığı görülmektedir. 2024 yılı hasılatında Hava Savunma, Radar, Elektronik Harp, Güdüm, Aviyonik, Elektro-Optik, Deniz Sistemleri ve Askeri Haberleşme Sistemlerine yönelik teslimatlar önemli pay oluşturmaktadır.

Net satış gelirleri 4Ç24'te çeyreklik %140,2, yıllık %12 oranlarında artış göstererek 55,7 milyar TL'ye yükselmiştir. Son çeyrekteki satış gelirlerindeki artışın, SMM artış oranından daha yüksek olması brüt kar artışına destek vermiştir. Şirketin 4Ç24 döneminde brüt kar rakamı bir önceki çeyrek dönem olan 3Ç24'e göre %170 oranında artmıştır. Brüt kar 4Ç23 dönemine göre de %37,5 oranında artarak 18,2 milyar TL'ye yükselmiştir. Brüt kar marjı da bu artışa paralel olarak, bir önceki çeyreğe (3Ç24) göre 3,6 baz puan, 2023'ün son çeyreğine göre de 6,1 baz puan iyileşme kaydetmiş ve 2024 yılının son çeyreğinde %32,7 seviyesinde gerçekleşmiştir. Yıllık olarak bakıldığında ise 2023 yılının brüt kar marjı %27'de iken, 2024 yılı sonunda brüt kar marjı %32'ye yükselmiştir. ASELSAN'ın 2024 yılı finansman giderleri 12,7 milyar TL'den 6,98 milyar TL'ye gerilemiştir. Ertelenmiş vergi geliri de 1,86 milyar TL'den, 7 milyar TL'ye yükselmiştir. Böylelikle 2023 yılında 10,5 milyar TL olan şirketin ana ortaklık net karı, 2024 yılı sonunda 15,3 milyar TL'ye yükselmiştir.

Piyasa Bilgileri	26.03.2025
Sektör	Savunma
Kapanış (TL)	116,00
12 Aylık Hedef Fiyat (TL)	146,10
Prim Potansiyeli	26%
Piyasa Değeri (mn TL)	528.960
Halka Açık Piy. Değ. (mn TL)	137.530
Bugünkü Sermaye (bin TL)	4.560.000
Halka Açık Sermaye (bin TL)	1.176.697
Halka Açıklık Oranı	25,80%

Relatif Performans (TL) (BIST-100'e Göre)	% Değ.
1 Aylık	33,82
3 Aylık	60,75
Yılbaşına göre	63,00
Son 1 Yıl	100,09

Piyasa Çarpanları	
F/K	34,58
PD/DD	3,77
FD/FAVÖK	18,02

Finansal Tahminler			
(mn TL)	2024	2025T	2026T
Satış Gelirleri	120.206	166.485	215.598
FAVÖK	30.234	43.248	55.821
Net Kar	15.299	21.227	31.046
<b>Marjlar</b>			
FAVÖK Marjı	25,2%	26,0%	25,9%
Net Kar Marjı	12,7%	12,8%	14,4%

Bilanço Özeti (bin TL)	2024/12
Aktif Toplamı	242.797.511
Net Borç	15.925.058
Net Satışlar	120.205.594
FAVÖK	30.234.204
Net Kar / Zarar	15.298.743



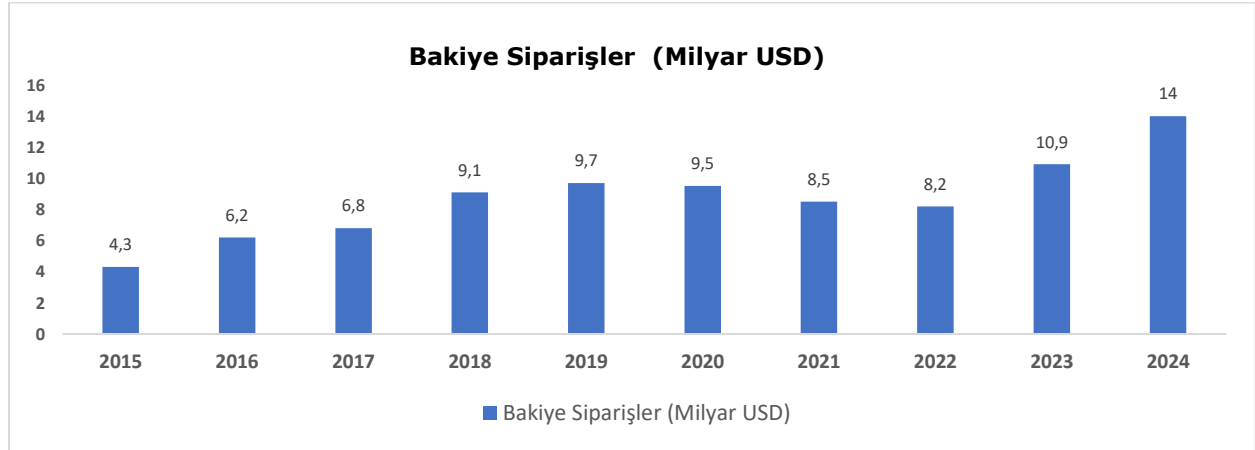
**FAVÖK Marjında iyileşme**

Şirketin 4Ç24 döneminde FAVÖK karı bir önceki yılın aynı dönemine göre %55,1 oranında artış ile 14,9 milyar TL'ye yükselmiş ve olumlu performans göstermiştir. FAVÖK marjı yıllık bazda 7,5 baz puan iyileşme göstererek %26,8 olmuştur. Şirketin 2024/12 döneminde FAVÖK'ü bir önceki yıla göre %31 oranında artış ile 30,23 milyar TL'ye yükselerek, olumlu performans göstermiştir. FAVÖK marjı 3,4 baz puan iyileşme göstererek 2024 yılında %25 seviyesine yükselmiştir.

**İmzalanan Sözleşmeler**

Şirket, 2024 yılında geçen yıla göre %32 oranında artışla toplam 6,5 Milyar USD tutarında sözleşme imzalamıştır. Böylelikle 2023 yılsonunda 11 Milyar USD olan şirketin bakiye siparişleri %28 oranında artarak 14 milyar USD'ye yükselmiştir. Öte yandan 2024 yılında imzaladığı yurt dışı sözleşme tutarı da geçen yılın aynı dönemine göre %70 oranında artarak, 1 Milyar USD olarak gerçekleşmiştir.

ASELSAN'ın 2024 yılı sonunda bakiye siparişlerinin %97'si savunma alanında bulunmaktadır. Bakiye siparişlerin para birimi açısından dağılımı incelendiğinde ise %56'sının USD, %29'unun EUR ve %15'inin de TL'den oluştuğu görülmektedir. Şirketin bakiye siparişlerinin müşteri dağılımında %33,5'i Savunma Sanayi Başkanlığı, %25,4'ü Tusaş ve %9,4 BMC ile ön plana çıkmaktadır.



Kaynak: Aselsan

**Beklentiler**

Şirket yönetimi 2025 yılı TMS-29 etkisi dahil konsolide finansal sonuçlarına ilişkin beklentilerini açıkladı. Şirket'in TL bazında konsolide gelirlerdeki artış beklentisinin %10'un üzerinde, konsolide kur farkından arındırılmış FAVÖK Marjının ise %23'ün üzerinde olduğu belirtilmiştir. Son olarak, konsolide yatırım harcamaları tahmini 20 Milyar TL üzerindedir.

Şirketin planlanan yatırımları arasında ÇelikKubbe projesi, Tank modernizasyon, obüs, gemi, hava savunma projeleri gibi büyük platform işlemleri öne çıkmaktadır.

ASELSAN'ın 2025 yılı için yeni alınan işler bakiyesinin 2023 ve 2024 yıllarında olduğu gibi yüksek seyredeceğini tahmin etmekteyiz. Şirketin Yeni Alınan Siparişler / Net Satışlar oranının 1,5-2 olması beklenmektedir. Öte yandan yurt dışında benzer şirketlerde bu rasyo 1,2 seviyesinde bulunmaktadır. ASELSAN'ın 2024 yılsonu finansal sonuçlarına göre 0,70 olan Firma Değeri / Bakiye Siparişler çarpanı, şirketin son dönem performansındaki artış ile birlikte 1 seviyesinde seyretmektedir. ÇelikKubbe

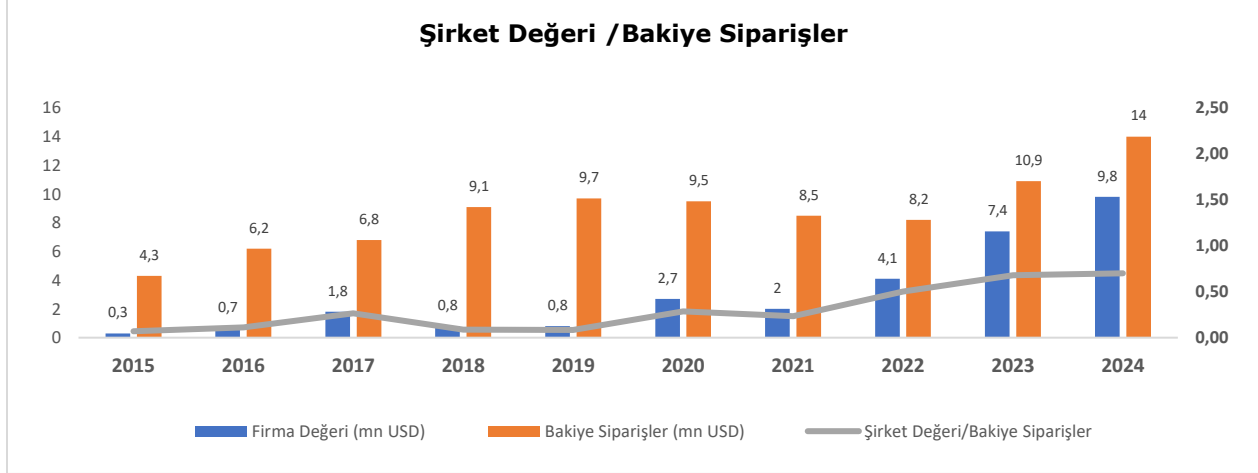
27 Mart 2025 Perşembe

arastirma@anadoluyatirim.com.tr

projesinin Şirketin bakiye siparişlerine pozitif katkı sağlayacağını ve bu sayede Şirketin hava savunma sistemleri alanında elde ettiği ivmeyi artıracaklarını düşünmekteyiz.

### Şirket Değeri / Bakiye Siparişler

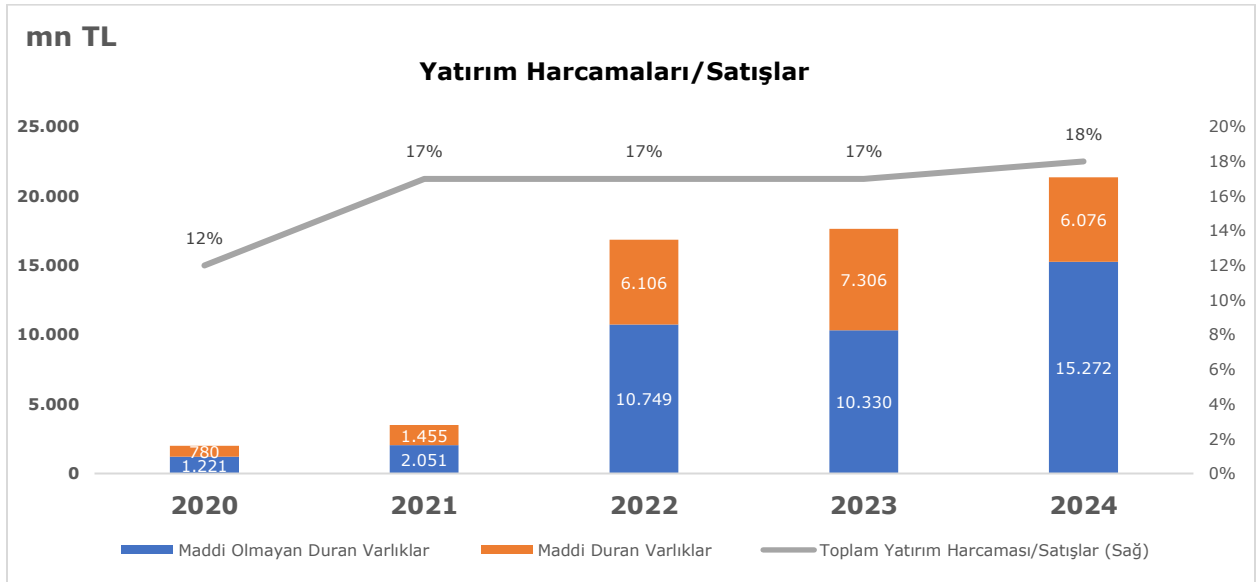
Şirketin 2024 yılında bakiye siparişleri 14 Milyar USD'ye yükselmiştir. 2023 yılında bakiye sipariş tutarı 10,9 Milyar USD'de bulunuyordu. Bu artışta 6,5 milyar USD tutarında proje ilavesinin katkısı olduğu görülmektedir. ASELSAN'ın 2025 yılına ilişkin beklentileri incelendiğinde ilave 5,00-5,80 Milyar USD tutarında proje eklenebileceğini tahmin etmekteyiz.



Kaynak: Aselsan

### Yatırım Harcamaları / Satışlar

Şirketin 2023 yılında 17,6 milyar TL olan yatırım harcamaları tutarı, 2024 yılında %21 oranında artarak 21,3 milyar TL'ye yükselmiştir. 2024 yılında yatırım harcamalarının satışlara oranı %18 olurken, bu oran Şirket'in kamuya duyurduğu yatırım planları ile birlikte son üç yılki ortalamanın biraz üzerinde gerçekleşmiştir. Şirket, artan iş hacmi dolayısıyla üretim kapasitelerini artırmak amacıyla önemli altyapı yatırımları yapmaktadır.



Kaynak: Aselsan

3

**Savunma Sektörü**

Savunma sanayii sektörü, ülkelerin ulusal güvenliğini sağlamak amacıyla savunma malzemeleri, silah, teçhizat, araç ve diğer askeri sistemleri, askeri hava araçları, kara araçları, denizaltılar, silahlar, mühimmat, elektronik sistemler, radarlar, yazılımlar ve diğer askeri teknolojilerin üretimi ile birlikte bakım ve modernizasyonunu da kapsamaktadır. Yüksek teknoloji yatırımlarının ön planda olduğu sektör, genellikle devlet desteklidir. Savunma sektörü genellikle ülkenin askeri gücünü ve stratejik savunma kapasitesini artırmak amacıyla çalışmalar yürütmektedir. Bu sektörde faaliyet gösteren şirketler, askeri uçaklar, füzeler, denizaltılar ve diğer askeri teçhizatın tasarımı, üretimi ve bakımı konusunda uzmanlaşmışlardır.

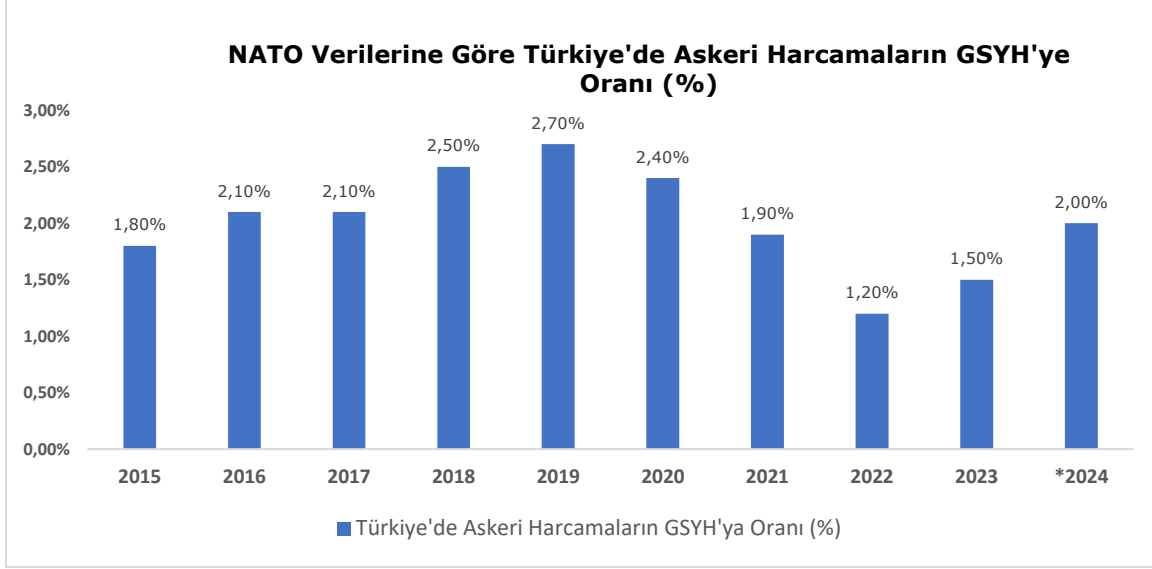
Türkiye savunmaya en yüksek harcama yapan ülkelerden biridir. 2023 yılında 15,8 milyar ABD dolarının üzerindeki savunma harcaması ile Türkiye dünyanın en büyük savunma bütçesine sahip ülkeler arasında 22. sırada yer almıştır. Savunma sanayiinin iş hacmi son on yılda üç katın üzerinde artışla 2023 yılında 15 milyar ABD Dolarına ulaşmıştır.

Türkiye İhracatçılar Meclisi (TIM) verilerine göre 2024 yılında savunma ve havacılık sanayi sektörü ihracatı yıllık bazda %21,4 oranında büyüme kaydetmiştir. 2023 yılında savunma ve havacılık ihracatı sektör payının toplam sanayi içerisindeki payı %4,08'de bulunuyorken bu oran 2024 yılında %4,84'e yükselmiştir. Öte yandan toplam ihracat içindeki payı da 0,5 puan artış ile %3'e ulaşmıştır.

Türkiye, savunma ve havacılık sektörü son yıllarda en hızlı gelişen ülkeler arasında bulunmakta olup, sektördeki şirketler, uluslararası projelerde kilit roller üstlenmektedirler. Ulusal savunma sanayiinin MİLGEM savaş gemisi, ALTAY ana muharebe tankı, ATAK helikopterleri ve insansız hava araçları (İHA) gibi çok sayıda savunma projesini başarıyla yürütmesini sağlamıştır. Türkiye, bu deneyimlerden faydalanarak, ANKA insansız hava aracı, HÜRKUŞ hafif taarruz ve silahlı keşif uçağı, GÖKTÜRK uydusu, hafif sınıf genel maksat helikopteri ve savaş jeti gibi yerli projelere imza atmaya başlamıştır.

Sektörün 2013 yılında 1,6 milyar USD olan ihracatı 2024 yılında 7,1 Milyar USD üzerine çıkmıştır. 2022 yılında sektörde alınan siparişlerin toplam tutarı 8,8 Milyar USD olarak gerçekleşmiştir. Sektörde savunma projeleri 2002 yılında yaklaşık 5,5 Milyar USD'de bulunuyorken, 2023 yılına gelindiğinde proje hacmi 60 Milyar USD'ye ulaşmıştır.

Ayrıca son dönemde Avrupa'da savunma harcamalarının artırılmasına yönelik girişimler artış göstermektedir. NATO, üye ülkeler için Savunma harcamalarının GSYH'ye oranının %2 üzerinde olması yönünde beklentileri olduğunu açıklamıştır. Rusya -Ukrayna savaşının devamı, ABD Başkanı Trump'ın tarife uygulamaları ve savunma alanında AB ülkelerinin aksiyon alması gerektiği tutumu, dünyada savunma harcamalarında artışın devam edebileceğine işaret etmektedir. Türkiye'nin de 2024 yılında savunma harcamalarının GSYH'ye oranının %2 üzerinde gerçekleşmesi beklenmektedir.



Kaynak: NATO,  
\*NATO tahmini

### **Finansal Tahminler**

2024 yılında 120 Milyar TL olarak gerçekleşen satış gelirinin, 2025 yılında 166,5 Milyar TL'ye yükselmesini beklemekteyiz. 2025 yılında 43,2 milyon TL FAVÖK karı açıklayacağını tahmin ettiğimiz Şirketin, FAVÖK marjının da %26 olmasını beklemekteyiz. 2025 yılı sonunda net karının 21,2 milyar TL olarak gerçekleşmesini beklemekteyiz.

Finansal Tahminler-milyon TL			
Finansal Sonuçlar	2024	2025T	2026T
Satış Gelirleri	120.206	166.485	215.598
FAVÖK	30.234	43.248	55.821
Net Kar	15.299	21.227	31.046
<b>Marjlar</b>			
FAVÖK Marjı	25,2%	26,0%	25,9%
Net Kar Marjı	12,7%	12,8%	14,4%

### **Şirket Değerleme**

2024 yılı sonu finansal sonuçları ardından yaptığımız şirket değerlendirme çalışmasında; şirketin satış gelirlerinde, beş yıllık (2025-2029) projeksiyonlarda %29-38 aralığında büyüme öngörülmüştür. Şirketin FAVÖK marjının da %25,2-35,9 aralığında gerçekleşeceği varsayılmıştır. Şirketin net kar marjı, sırasıyla 2025 ve 2026 yıllarında %12,8 ve %14,4 oranlarında tahmin edilmiştir. Net kar marjı 2024 yılında %12,7 olarak gerçekleşmiştir.

27 Mart 2025 Perşembe

arastirma@anadoluyatirim.com.tr

Aselsan için değerlendirme yöntemi olarak indirgenmiş nakit akımları (İNA) ve benzer şirket çarpanları yöntemi kullanılmıştır. Şirket ile ilgili yaptığımız değerlendirme hesaplamaları sonrasında %75 oranında ağırlık verdiğimiz İNA yöntemine göre 671.591mn TL hedef piyasa değeri ve %25 ağırlık verdiğimiz benzer şirket yöntemine göre 650.303mn TL ile hedef piyasa değeri bulunmuştur. Her iki yöntem sonucunda bulunan şirket değerlerinde yapılan ağırlıklandırma sonucunda hedef piyasa değerini 666.269mn TL olarak hesaplamaktayız. Bu değer üzerinden **12 aylık hedef fiyatı 146,10 TL**'ye ulaşılmaktadır. Hissenin hedef piyasa değerimize göre %26 oranında yükseliş potansiyeli bulunmaktadır.

## Özet Değerleme Tablosu

Yöntem	Ağırlık	Değerleme Sonucu -mnTL
İndirgenmiş Nakit Akımları	75%	671.591
Yurtiçi+Yurtdışı Benzer Şirket Karşılaştırması	25%	650.303
<b>Hedef Piyasa Değeri</b>		666.269
Ödenmiş Sermaye		4.560,0
<b>Hisse Başı Hedef Değer</b>		<b>₺146,10</b>
Son Fiyat(26.03.2025)		₺116,0
Yükseliş Potansiyeli		25,95%

## Özet Gelir Tablosu (bin TL) – Çeyreksel

Özet Gelir Tablosu (bin TL)	4Ç24	4Ç23	%Değ.	4Ç24	3Ç24	% Değ.
Net Satışlar	55.682.735	49.861.832	11,7	55.682.735	23.178.903	140,2
Brüt satış karı	18.210.065	13.246.876	37,5	18.210.065	6.741.490	170,1
Faaliyet Giderleri	4.189.176	5.261.195	-20,4	4.189.176	2.256.442	85,7
Finansal Gelir/Gider	56.595	-3.649.865	a.d.	56.595	-2.077.595	a.d.
Esas Faaliyet Karı	12.046.718	11.850.697	1,7	12.046.718	4.488.209	168,4
FAVÖK	14.935.899	9.628.998	55,1	14.935.899	5.234.052	185,4
Ana Ortaklık Net Kar	8.771.942	5.973.329	46,9	8.771.942	2.129.642	311,9
Oranlar	4Ç24	4Ç23	Fark	4Ç24	3Ç24	% Değ.
Brüt Kar Marjı (%)	32,7	26,6	6,1	32,7	29,1	3,6
Esas Faa.Kar Marjı (%)	21,6	23,8	-2,1	21,6	19,4	2,3
FAVÖK Marjı (%)	26,8	19,3	7,5	26,8	22,6	4,2
Net Kar Marjı (%)	15,8	12,0	3,4	15,8	9,2	6,6

6

## Özet Bilanço ve Gelir Tablosu (bin TL) – Yıllık

(bin TL)	2024/12	2023/12	% Değ.
Dönen Varlıklar	106.118.918	105.228.911	0,8
Hazır Değerler	16.637.264	9.543.479	74,3
Duran Varlıklar	136.678.593	112.173.590	21,8
Aktif Toplamı	242.797.511	217.402.501	11,7
Borç Toplamı	101.438.362	89.799.997	13,0
Finansal Borç Toplamı	32.562.322	28.786.115	13,1
Özsermaye	140.298.941	126.058.597	11,3
<b>Özet Gelir Tablosu</b>	<b>2024/12</b>	<b>2023/12</b>	<b>% Değ.</b>
Net Satışlar	120.205.594	106.252.343	13,1
Brüt satış karı	38.158.191	29.027.612	31,5
Faaliyet Giderleri	11.223.521	10.799.570	3,9
Net Finansal Gelir/Gider	-5.207.462	-11.047.580	a.d.
Esas Faaliyet Karı	27.315.635	36.056.785	-24,2
FAVÖK	30.234.204	23.140.045	30,7
Ana Ortaklık Net Kar	15.298.743	10.525.898	45,3
Net Nakit Pozisyonu	-15.925.058	-19.242.636	a.d.
Yabancı Para Pozisyonu	25.483.988	24.814.793	3

**Anadolu Yatırım Araştırma Bölümü****Sevgül Yırtar**

Anadolu Yatırım Araştırma Departmanı | Bölüm Başkanı

[Syirtar@anadoluyatirim.com.tr](mailto:Syirtar@anadoluyatirim.com.tr) | [www.anadolubank.com.tr](http://www.anadolubank.com.tr) (216) 649 77 35**Ezgi Gündoğdu**

Anadolu Yatırım Araştırma Departmanı | Yönetmen Yardımcısı

[Egundogdu@anadoluyatirim.com.tr](mailto:Egundogdu@anadoluyatirim.com.tr) | [www.anadolubank.com.tr](http://www.anadolubank.com.tr) (216) 649 77 37

**Uyarı:** Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti, yetkili kuruluşlar tarafından kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler ise genel niteliktedir. Bu 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.

Bu rapor tarafımızca doğruluğu ve güvenilirliği kabul edilmiş kaynaklar kullanılarak hazırlanmış olup yatırımcılara kendi oluşturacakları yatırım kararlarında yardımcı olmayı hedeflemekte ve herhangi bir yatırım aracını alma veya satma yönünde yatırımcıların kararlarını etkilemeyi amaçlamamaktadır. Yatırımcıların verecekleri yatırım kararları ile bu raporda bulunan görüş, bilgi ve veriler arasında bir bağlantı kurulamayacağı gibi, söz konusu kararların neticesinde oluşabilecek yanlışlık veya zararlardan kurum çalışanları ile Anadolubank A.Ş. ve Anadolu Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş.'nin herhangi bir sorumluluğu bulunmamaktadır.