

Rekor siparişler, kâr tahminlerinde yukarı yönlü revizyonu destekliyor.

3Ç26 sonuçları, 2026-27 tahminlerimizde yukarı yönlü revizyonu destekliyor.

12 aylık hedef fiyatımızı 587,00 TL'den 594,00 TL'ye yükseltiyor, "Endeksin Üzerinde Getiri" tavsiyemizi koruyoruz. ASELSAN'ın 3Ç26'da reel satış gelirleri %35 artarak 58,1 milyar TL'ye, FAVÖK'ü %51 artarak 16,0 milyar TL'ye ve ana ortaklık net kârı %82 artarak 11,2 milyar TL'ye ulaştı. Satış gelirleri/FAVÖK/net kâr piyasa beklentilerini sırasıyla %5/%12/%25 aşarken, %27,6 seviyesindeki FAVÖK marjı beklentinin 155 baz puanı üzerinde gerçekleşti. Nominal satış geliri/FAVÖK/net kâr tahminlerimizi 2026 için 281,5 milyar TL/75,3 milyar TL/55,1 milyar TL'ye, 2027 için ise 450,4 milyar TL/116,0 milyar TL/94,6 milyar TL'ye yükseltiyoruz. Artan teslimatlar, operasyonel kaldıraç ve rekor bakiye siparişler revizyonlarımızı destekliyor.

Rekor bakiye siparişler teslimat görünürliğini güçlendiriyor.

9A26'da yeni sözleşmeler yıllık %146 artışla 14,0 milyar ABD dolarına ulaşırken, bunun 1,93 milyar ABD dolarını uluslararası siparişler oluşturdu. Alınan siparişlerin satışlara oranı 4,4x'e yükselirken, bakiye siparişler haziran sonuna göre 7,5 milyar ABD doları artarak 30,7 milyar ABD dolarına ulaştı. Teslimat takvimi, 4Ç26 için 2,4-2,8 milyar ABD doları, 2027 için ise 6,6-7,0 milyar ABD doları tutarında teslimata işaret ediyor. Bakiye siparişlerin %97'sinin avro veya ABD doları cinsinden olması ve dokuz aylık ihracatın satış gelirleri içindeki payının %17,7'ye ulaşması, ASELSAN'ın teslimat görünürliğini ve uluslararası erişimini destekliyor. Kâr büyümesinde belirleyici unsur, sipariş alımlarının yanı sıra bunların teslimata ve müşteri kabulüne dönüşmesi olacak.

Yeni kapasite devreye girerken nakit dönüşümü geriden geliyor.

Oğulbey Teknoloji Üssü'nün ilk fazında üretim başladı. 9A26'da kapasite ve yüksek teknoloji yatırımları 684 milyon ABD dolarına ulaşırken, faaliyetlerden nakit akışı 23,0 milyar TL'ye geriledi ve net borç 55,2 milyar TL'ye yükseldi. Modelimizde 2026 için 64,7 milyar TL yatırım harcaması ve 43,8 milyar TL negatif firmaya serbest nakit akımı öngörüyoruz. İNA modelimizde, yatırım harcamalarının 2027'de 54,9 milyar TL'ye gerilemesi ve kârlılığın artmasıyla firmaya serbest nakit akımının 17,0 milyar TL ile pozitif dönüşmesini bekliyoruz. Net borç/FAVÖK oranı 1x'in altında kalırken, büyümenin nakde dönüşme hızını tahsilatlar, müşteri avansları ve üretim kapasitesinin kullanımındaki artış belirleyecek.

Daha hızlı kâr büyümesi yükseliş potansiyelini destekliyor.

ASELSAN, 358,50 TL hisse fiyatıyla 2026T/2027T için sırasıyla 22,5x/14,8x FD/FAVÖK ve 29,7x/17,4x F/K çarpanlarıyla işlem görüyor. Uluslararası benzer şirketlerin medyan çarpanları ise sırasıyla 16,2x/13,0x ve 25,9x/21,1x seviyesindedir. ASELSAN, 2027 FD/FAVÖK çarpanında %14 primli, F/K çarpanında ise %18 iskonto ile işlem görüyor. Teslimatlar ve nakit dönüşümünün bu büyümeye eşlik etmesi, primli değerlemeyi destekleyebilir. İNA bazlı 594.00TL hedef fiyatımız %66 yükseliş potansiyeline işaret ederken, yüksek yatırım ihtiyacı ve değerlemenin iskonto oranına duyarlılığı başlıca sınırlayıcı unsurlar olmaya devam ediyor.

TL mn	2025	2026T	2027T	2028T
Net Satışlar	180.445	281.494	450.391	729.633
FAVÖK	47.329	75.310	116.032	182.209
Net Kar	29.950	55.127	94.559	157.088
Brüt Kar Marjı	31,8%	31,6%	31,4%	31,0%
FAVÖK Kar Marjı	26,2%	26,8%	25,8%	25,0%
Net Kar Marjı	16,6%	19,6%	21,0%	21,5%
F/K (x)	54,7	29,7	17,4	10,5
PD/DD (x)	5,2	4,5	3,6	2,7
FD/FAVÖK (x)	35,0	22,5	14,8	9,8
FD/Satışlar (x)	9,17	6,03	3,82	2,46
Özsermaye Karlılığı	9,6%	15,1%	20,7%	25,8%
Şirket Nakit Akış Verimi	-0,6%	-2,6%	1,0%	1,0%
Temettü Verimi	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

ENDEKSİN ÜZERİNDE GETİRİ

Şirket Raporu

Hisse Bilgileri	Savunma
Sektör	ASELS.TI / ASELS.IS
Bloomberg / Reuters Kodu	358,50
Fiyat (TL/hisse)	594,00
Hedef Fiyat (TL/hisse)	66%
Potansiyel Getiri (%)	175,78-434,00
52 Haftalık Fiyat Aralığı (TL)	1.634,760
Piyasa Değeri (milyon TL)	1.689,923
Firma Değeri (milyon TL)	425,038
Fili Dolaşım PD (milyon TL)	4.560
Ödenmiş Sermaye (milyon TL)	%26
Dolaşımdaki Paylar	
Yabancı Oranı (Dolaşımdaki Pay %)	
En Son	%51,29
3 Ay Önce	%54,07

İşlem Hacmi	1H	1A	3A	1Y
Ortalama İşlem Miktarı (000)	38.013	38.006	34.197	34.191
Ortalama İşlem Hacmi (mnTL)	12.938	13.261	12.568	11.227
Fiyat Aralığı (TL/hisse)	335,00-358,50	322,25-376,00	404,00	175,78-434,00

Hisse Performansı	1A	3A	6A	12A
Nominal Getiri	-%2	%0	-%14	%70
BIST-100'e Göre Rölatif Getiri	%10	%23	%11	%65

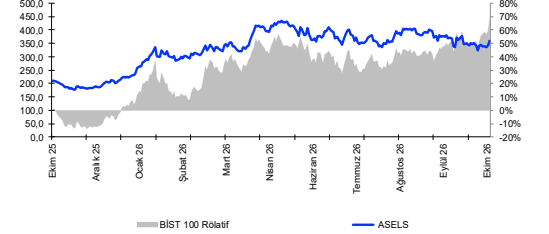
Ortaklık Yapısı	Sermayedeki Payı (%)
TÜRK SİLAHLI KUVVETLERİNİ GÜÇLENDİRME VAKFI	74,20
Diğer	25,80

Şirket Özeti

Her türlü kurum kuruluş ve tüketiciye yönelik olarak kara, hava, deniz ve uzay uygulamaları kapsamında her nevi elektrik, elektronik, mikrodalga, elektrooptik, güdüm, bilgisayar, bilişim, kriptoloji, güvenlik, mekanik, kimya ve benzeri konularda çeşitli yazılım, cihaz, sistem, araç gereç ve platformlarının araştırma, geliştirme, mühendislik, üretim, test, montaj, entegrasyon ve satışı yapmak, satış sonrası hizmetini vermek, ticaretini yapmak, yaptırmak ve proje mühendislik danışmanlık, servis, eğitim, taahhüt, inşaat, yayın, ticaret, işletme ve internet hizmetleri konusunda her türlü girişim ve faaliyetlerde bulunmak amacıyla kurulmuştur.

Hisse Performansı

Kaynak: Gedik Yatırım



* 28/10/2026 tarihli kapanış fiyatlarıyla hazırlanmıştır.

Dr. Övünç Gürsoy

Araştırma Direktörü

arastirma@gedik.com

+90 216 453 00 00

Lütfen raporun sonundaki yasal uyarıları göz önünde bulundurunuz.

Değerleme

İNA modelimiz, 2.125,6 milyar TL firma değerine ve 55,2 milyar TL net borç düşüldükten sonra 2.070,5 milyar TL öz sermaye değerine işaret ediyor. Mevcut adil değerimiz hisse başına 454 TL seviyesinde. Bu değeri modelimizdeki %30,9'luk 2027 öz sermaye maliyetiyle 12 ay ileri taşıyarak, önceki 587 TL hedefimizin %1,2 üzerinde olan 594 TL hedef fiyata ulaşıyoruz. Hedef fiyatımız, 358,50 TL referans fiyata göre %65,7 yükseliş potansiyeli sunuyor ve Endeks Üzeri Getiri tavsiyemizi destekliyor. Yukarı yönlü kâr tahminlerimiz değerlemeyi desteklerken, yüksek yatırım ihtiyacı ve öz sermaye değerinden düşülen net borcun artması hedef fiyat artışını sınırlıyor.

İNA modelimizde AOSM'nin 2026'daki %33,5 seviyesinden 2032'de %17,5'e gerileyeceğini varsayıyor ve %10 nihai büyüme oranı kullanıyoruz. Nihai değer bugünkü değeri, 1.820,4 milyar TL ile firma değerinin %85,6'sını oluşturuyor. Bu durum, değerlemeyi uzun vadeli büyümeye, iskonto oranlarına ve nakit dönüşümüne duyarlı kılıyor. Firmaya serbest nakit akımının 2027'den itibaren pozitif dönmeye, yatırım harcamalarının azalmasını ve teslimatların daha güçlü faaliyet nakit akışı yaratmasını gerektiriyor.

Tablo 1: Değerleme

milyon TL	2025	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	2032T
Net Satışlar	180.445	281.494	450.391	729.633	1.094.449	1.636.201	2.437.940	3.620.341
Büyüme%	14,7%	56,0%	60,0%	62,0%	50,0%	49,5%	49,0%	48,5%
FAVÖK	47.329	75.310	116.032	182.209	271.811	406.941	607.425	903.927
FAVÖK Marjı	26,2%	26,8%	25,8%	25,0%	24,8%	24,9%	24,9%	25,0%
FVÖK	41.780	66.433	104.491	164.897	248.440	373.054	558.288	832.678
Borçsuz Vergi	5431	-1329	-1045	-3298	-4969	-7461	-11166	-16654
Efektif Vergi Oranı	-13,0%	2,0%	1,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
VSNFK	47.212	65.104	103.446	161.599	243.471	365.593	547.123	816.025
VSNFK Marjı	26,2%	23,1%	23,0%	22,1%	22,2%	22,3%	22,4%	22,5%
Yatırım Harcamaları	-38.950	-64.744	-54.948	-56.911	-43.778	-34.360	-36.569	-36.203
Amortisman	5.549	8.878	11.541	17.312	23.371	33.888	49.137	71.248
Net İS Değişimi	24.534	53.088	43.049	103.776	144.688	214.824	317.159	466.648
Şirket Serbest Nakit Akımı	-10.723	-43.850	16.990	18.223	78.376	150.296	242.532	384.422
AOSM	34,2%	33,5%	27,1%	22,5%	20,6%	19,1%	18,3%	17,5%
İngirgeme Faktörü	0,00	1,00	0,79	0,64	0,53	0,45	0,38	0,32
İNA	0	-43.850	13.366	11.703	41.723	67.154	91.588	123.583

Toplam İNA	305.266
Terminal Oranı	10,0%
Terminal Değer	5.662.494
Şimdiki Terminal Değer	1.820.359
Firma Değeri	2.125.625
Net Borç (Nakit)	55.163
Özkaynak Değeri	2.070.462
Hisse Başı Şimdiki Değer	454,00
Hisse Başı Hedef Değer	594,00
Hisse Fiyatı	358,50
Getiri Potansiyeli	66%

Kaynak: Mali Tablolar, Bloomberg, Rasyonet, Gedik Yatırım Araştırma Bölümü Tahminleri

Tahmin Değişiklikleri

2026 yılı satış geliri tahminimizi %2,0 artırarak 281,5 milyar TL'ye, FAVÖK tahminimizi %4,1 artırarak 75,3 milyar TL'ye ve net kâr tahminimizi %1,2 artırarak 55,1 milyar TL'ye yükseltiyoruz. 2027 yılı için ise satış geliri tahminimizi %5,2 artışla 450,4 milyar TL'ye, FAVÖK tahminimizi %7,2 artışla 116,0 milyar TL'ye ve net kâr tahminimizi %6,5 artışla 94,6 milyar TL'ye çıkarıyoruz. Bu nominal tahminler, beklentileri aşan 3Ç26 sonuçları ve büyüyen bakiye siparişlerin ardından güçlenen teslimat beklentilerimizi yansıtıyor.

FAVÖK marjının 2026'da %26,8, 2027'de ise %25,8 olmasını bekliyoruz. Her iki tahmin de önceki beklentilerimizin 0,5 yüzde puan üzerinde bulunuyor. 2027'de öngördüğümüz marj normalleşmesi, son çeyrekteki marjın devam edeceği varsayımı yerine, üretim ölçeğinin büyütülmesine ilişkin maliyetleri dikkate alıyor.

İNA modelimizde 2026/2027 için sırasıyla 64,7 milyar TL/54,9 milyar TL yatırım harcaması ve 43,8 milyar TL negatif/17,0 milyar TL pozitif firmaya serbest nakit akımı öngörüyoruz. Açıklanan 3Ç26 sonuçları TMS 29 kapsamında hazırlanmış olup, yıllık tahminler ve revizyon oranları modelin nominal sunumunu esas alıyor.

Tablo 2: Tahmin Değişiklikleri

TLmn	2025	2026T			2027T		
		Eski	Yeni	Değişim	Eski	Yeni	Değişim
Net Satışlar	224.324	276.081	281.494	2,0%	427.925	450.391	5,2%
Yıllık Büyüme		23,1%	25,5%		55,0%	60,0%	
FAVÖK	58.838	72.376	75.310	4,1%	108.252	116.032	7,2%
Yıllık Büyüme		23,0%	28,0%		49,6%	54,1%	
FAVÖK Marjı	26,2%	26,2%	26,8%	0,5 ppt	25,3%	25,8%	0,5 ppt
Net Kar	37.232	54.470	55.127	1%	88.795	94.559	6%
Net Kar Marjı	16,6%	19,7%	19,6%	-0,1 ppt	20,8%	21,0%	0,2 ppt

Kaynak: Mali Tablolar, Gedik Yatırım Araştırma Bölümü Tahminleri

Katalizörler

Yukarı yönlü revize ettiğimiz 2026–2027 tahminlerini destekleyen teslimat ve müşteri kabul süreçlerinin tamamlanması; Oğulbey'in faaliyete geçen ilk fazında üretimin artırılması; ilave Çelik Kubbe ve ihracat sözleşmeleri; 30,7 milyar ABD dolarlık bakiye siparişlerin satış gelirlerine dönüşmesi ve ihracat katkısının yükselmesi başlıca katalizörler arasında yer alıyor. Marjların yönetimin belirttiği %24 eşliğinin üzerinde korunması, kârlılık görünümüne duyulan güveni destekleyecektir. Stok devir hızının, müşteri avanslarının ve tahsilatların iyileşmesi ile 2026 sonrasında yatırım harcamalarının azalması, İNA modelimizde 2027 için öngördüğümüz pozitif firmaya serbest nakit akımına duyulan güveni güçlendirecektir.

Riskler

Değerleme açısından temel risk, firma değerinin %85,6'sını oluşturan nihai değer uzun vadeli varsayımlara duyarlılığıdır. Gerekli getiri oranlarının yükselmesi, nihai büyümenin düşmesi veya nakit dönüşümünün zayıflaması adil değeri azaltacaktır. Operasyonel riskler arasında üretim, yeterlilik, müşteri kabulü ve teslimat süreçlerinde gecikmeler; uzun vadeli projelerde maliyet aşırımları ve teknolojik eskime bulunuyor. Savunma Sanayii Başkanlığı'nın (SSB) bakiye siparişler içindeki %56'lık payı, teslimat takvimini kamu alım önceliklerine, program bütçelerine ve kabul takvimlerine duyarlı kılıyor. Yüksek bakiye siparişler talep belirsizliğini azaltırken, uygulama ve tahsilat risklerini ortadan kaldırmıyor.

Nakit akışına ilişkin riskler, yatırım harcamaları ve işletme sermayesinde yoğunlaşıyor. Dokuz aylık faaliyet nakit akışı 23,0 milyar TL seviyesindeyken, maddi ve maddi olmayan duran varlıklara yönelik nakit harcamalar 61,6 milyar TL, raporlanan yatırım girişleri ise 63,2 milyar TL olarak gerçekleşti. Üretim artışının yavaşlaması, tahsilatların gecikmesi veya yatırım harcamalarının varsayımlarımızı aşması, firmaya serbest nakit akımının pozitif dönüşümü geciktirebilir ve borçlanmayı artırabilir. Yaptırımlar, ihracat lisansları ve bileşen tedarikine ilişkin kısıtlamalar, tedarik zincirini veya pazarlara erişimi olumsuz etkileyebilir. Bakiye siparişlerin %97'si avro veya ABD doları cinsinden olsa da döviz giriş ve çıkışlarının zamanlaması ile gelir ve maliyetlerin para birimleri arasındaki uyumsuzluklar sürüyor. Net döviz varlık pozisyonu 2,9 milyar TL'ye gerilemiş durumda. Ar-Ge teşviklerinde veya vergi düzenlemelerinde yapılabilecek değişiklikler de kârlılığı etkileyebilir.

Tablo 3: Finansallar

Gelir Tablosu (milyon TL)	2025	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	2032T
Net Satışlar	180.445	281.494	450.391	729.633	1.094.449	1.636.201	2.437.940	3.620.341
Satışların Maliyeti	123.018	192.542	308.968	503.447	751.887	1.119.162	1.660.237	2.454.591
Brüt Kar	57.427	88.952	141.423	226.186	342.563	517.040	777.703	1.165.750
Faaliyet Giderleri	15.647	22.520	36.932	61.289	94.123	143.986	219.415	333.071
Faaliyet Gelirleri	41.780	66.433	104.491	164.897	248.440	373.054	558.288	832.678
FAVÖK	47.329	75.310	116.032	182.209	271.811	406.941	607.425	903.927
Diğer Faaliyet Dışı Gelirler, net	7.365	2.815	2.252	3.648	5.472	8.181	12.190	18.102
Finansal Gelir, net	-23.368	-14.021	-12.619	-11.357	-10.221	-9.199	-8.279	-7.451
Vergi Gideri	3.527	-1.124	-1.211	-2.772	-4.695	-7.400	-11.319	-17.058
Net Kar	29.950	55.127	94.559	157.088	243.013	370.651	559.852	839.605
Pay Başına Kazanç	6,6	12,1	20,7	34,4	53,3	81,3	122,8	184,1
Pay Başına Temettü	0,2	0,4	0,8	1,3	2,2	3,5	5,3	8,0
Büyüme Oranları	2025	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	2032T
Satış	14,7%	56,0%	60,0%	62,0%	50,0%	49,5%	49,0%	48,5%
FAVÖK	19,6%	59,1%	54,1%	57,0%	49,2%	49,7%	49,3%	48,8%
Net Kar	49,6%	84,1%	71,5%	66,1%	54,7%	52,5%	51,0%	50,0%
Bilanço (milyon TL)	2025	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	2032T
Nakit ve Nakit Benzerleri	36.159	36.356	60.282	71.316	113.955	189.374	315.325	518.271
Ticari Alacaklar	48.309	61.697	92.546	149.925	224.887	336.206	500.947	743.906
Stoklar	91.572	131.878	177.762	275.861	411.993	613.239	909.719	1.344.981
Maddi Duran Varlıklar	80.382	100.477	102.487	104.536	106.627	108.760	110.935	113.153
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	46.348	67.205	70.565	74.093	77.798	81.688	85.772	90.061
Diğer Varlıklar	233.762	253.345	405.352	656.669	985.004	1.472.581	2.194.146	3.258.307
Toplam Varlıklar	536.532	650.957	908.993	1.332.401	1.920.263	2.801.848	4.116.843	6.068.679
Finansal Borçlar	53.526	93.401	140.641	218.993	321.591	474.285	700.572	1.034.596
Ticari Borçlar	47.196	47.803	81.487	133.188	199.593	297.335	441.397	652.971
Diğer Yükümlülükler	122.799	143.562	229.699	372.113	558.169	834.463	1.243.349	1.846.374
Toplam Yükümlülükler	223.521	284.766	451.827	724.293	1.079.353	1.606.083	2.385.318	3.533.940
Özkaynaklar	313.011	366.191	457.166	608.108	840.910	1.195.765	1.731.525	2.534.739
Net Borç / (Nakit)	17.367	57.046	80.359	147.676	207.636	284.911	385.247	516.325
Nakit Akış Tablosu (milyon TL)	2025	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	2032T
Vergi Öncesi Kar	26.391	56.183	95.654	159.668	247.410	377.596	570.484	855.632
Amortisman	5.549	8.878	11.541	17.312	23.371	33.888	49.137	71.248
İşletme Sermayesi Δ	24.534	53.088	43.049	103.776	144.688	214.824	317.159	466.648
Vergiler	-5.431	1.329	1.045	3.298	4.969	7.461	11.166	16.654
Yatırım Harcamaları	38.950	64.744	54.948	56.911	43.778	34.360	36.569	36.203
Serbest Nakit Akımları	-10.723	-43.850	16.990	18.223	78.376	150.296	242.532	384.422
Finansal Göstergeler	2025	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	2032T
Özsermaye Karlılığı	9,6%	15,1%	20,7%	25,8%	28,9%	31,0%	32,3%	33,1%
FAVÖK Marjı	26,2%	26,8%	25,8%	25,0%	24,8%	24,9%	24,9%	25,0%
Net Kar Marjı	16,6%	19,6%	21,0%	21,5%	22,2%	22,7%	23,0%	23,2%
Net Borç / Özsermaye (x)	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Net Borç / FAVÖK (x)	0,4	0,8	0,7	0,8	0,8	0,7	0,6	0,6
KV Borçlar / Toplam Borçlar	88,3%	85,3%	90,6%	94,3%	96,3%	97,6%	98,5%	99,0%
Sermaye / Toplam Varlıklar	58,3%	56,3%	50,3%	45,6%	43,8%	42,7%	42,1%	41,8%
Cari Oran (x)	1,4	1,4	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2
Nakit Kar Payı Ödemesi	5,9%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%

Kaynak: Mali Tablolar, Rasyonet, Gedik Yatırım Araştırma Bölümü Tahminleri

YASAL UYARI

Burada yer alan bilgiler Gedik Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından genel bilgilendirme amacı ile hazırlanmıştır. 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. Herhangi bir yatırım aracının alım-satım önerisi ya da getiri vaadi olarak yorumlanmamalıdır. 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. Burada yer alan fiyatlar, veriler ve bilgilerin tam ve doğru olduğu garanti edilemez; içerik, haber verilmeksizin değiştirilebilir. Tüm veriler, Gedik Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan alınmıştır. Bu kaynakların kullanılması nedeni ile ortaya çıkabilecek hatalardan Gedik Yatırım Menkul Değerler A.Ş. sorumlu değildir.