

# Aselsan

**NÖTR**

Hisse Fiyatı: 45,26 TL  
12 Aylık Hedef: 38,50 TL

Bora Tezgüler

[bora.tezguler@akyatirim.com.tr](mailto:bora.tezguler@akyatirim.com.tr)

## Şirket artan sipariş bakiyesiyle yükseliyor

Son yıllarda yerli üretimi destekleyen atılımlarla Aselsan Türk Savunma Sanayii'nin en önemli oyuncularından biri haline geldi. Bu atılım Aselsan'ı satış hacminde 100.lükten sektöründe dünyanın en büyük 57.nci şirketi konumuna getirdi. Satışlar içerisinde ihracatın payının giderek artması da şirketin uluslararası düzeyde rekabet gücünün arttığına işaret ediyor.

**Sipariş bakiyesinde kuvvetli büyüme bekleniyor.** Aselsan'ın 2016 yılı satış hacmi 3,8 milyar TL (yaklaşık 1,2 milyar dolar) düzeyinde gerçekleşti. Şirketten aldığımız bilgiye göre Aselsan'ın elinde 2017/9 itibarıyla toplam bakiyesi 6,4 milyar dolara yaklaşan yaklaşık 150 proje bulunuyor ve bu projelerin 4-5 yıl içerisinde tamamlanıp teslim edilmesi öngörülüyor. İmzalanan yeni sözleşmelerle ve ileride alınması hedeflenen işlerle bu sayının hızlı bir şekilde artacağı ve şirketin bekleyen sipariş bakiyesinin 3-4 yıl içerisinde 10 milyar dolara ulaşması hedefleniyor.

**Cironun ilk etapta 2 milyar dolara ulaşması hedefleniyor.** Geçmiş yıllarda büyüyen bakiye siparişleri ile Aselsan'ın cirosu son 10 yılda ciro dolar bazında 4 katından fazla büyüdü. Artan siparişlere bağlı olarak şirketin satış hacminin TL bazında 2017 ve 2018 yıllarında da yıllık en az %40-45 civarında büyümesini bekliyoruz. Şirket bu büyümenin 2019 ve sonrasında da ivmesini koruması ile cironun yine 3-4 yıl içerisinde 2 milyar dolara ulaşmasını hedefliyor.

**FAVÖK'ü korumaya düşük maliyet planlaması yapılıyor:** Geçmiş yıllara baktığımızda Aselsan'ın cirosundaki 4 kat büyümeye karşın, personel sayısının son on yılda iki kattan daha az büyüdüğünü görüyoruz. Ayrıca Aselsan yıllar içerisinde artan iş hacminin giderek artan bir kısmını fason tedarikçilerden sağlama yoluna gitti. Fason üreticiler Aselsan'a kıyasla daha esnek çalışma koşullarına sahip olduklarından daha düşük sabit maliyetle çalışabiliyorlar ve bu durum Aselsan'ın maliyetlerini olumlu yönde etkiliyor. Şirket değişen maliyet yapısı ile Aselsan'ın %18 - %20 bandında seyreden FAVÖK marjının ileride de korunacağını öngörüyoruz.

**Savunma sanayinde yerli pazar dinamik bir yapıya sahip:** Türkiye jeopolitik ve coğrafi koşulları nedeniyle savunma harcamalarında önde gelen ülkelerden biri konumunda bulunuyor. Devletin yıllık savunma sanayi harcamasının geçtiğimiz yılların verileri incelendiğinde GSYİH'nin %2,0 - %2,2'si (15 milyar dolar – 20 milyar dolar) düzeyinde olduğu dikkat çekiyor. Söz konusu harcamaların yaklaşık %60'ı yurt dışı şirketlerden tedarik edilirken, bu harcamalardan Aselsan da yılda yaklaşık 1 milyar dolarlık ciro elde ediyor.

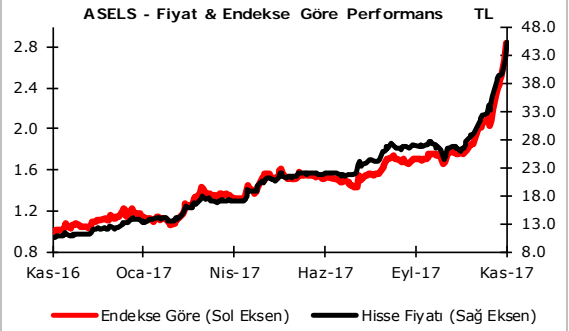
**İhracat pazarlarında hızlı büyüme sağlandı:** Aselsan 2016 yılında 300 milyon dolarlık ve 2017'nin ilk dokuz ayında 188 milyon dolarlık ihracat sözleşmesi imzaladı. Ayrıca 2016 yılı toplam satışlarının %20'ye yakın bir kısmı (230 milyon dolar) ihracat kaleminden oluştu. Şirketin en önemli ihracat pazarları Suudi Arabistan, Ürdün, Kazakistan, Azerbaycan olarak sıralanıyor. Şirketin ihracat yaptığı önemli pazarlarda savunma sanayi şirketlerine ortaklıkları bulunuyor. Bu şirketlerde Aselsan'ın payı %50'nin altında dolayısıyla hissedarlık kontrolü bulunmuyor ancak icrada eşit kontrole sahip bir yapı söz konusu.

**Riskler:** Aselsan açısından en büyük risk olarak artan sipariş bakiyesinin idare edilmesi zikredilebilir. Ancak fason işlerin devreye girmesiyle şirketin bu konuda önemli bir rahatlama sağladığı ve çalışmalarını daha etkin bir biçimde yürütmeye başladığı söylenebilir.

### Hisse Verileri

Hisse Kodu (Reuters, B.berg)	ASELS.IS, ASELS TI
Piyasa Değ. (milyon TL)	45.260
Hisse Adedi (000)	1.000
Halka Açıklık Oranı	%15
İşlem Hacmi (3 ay ort., mln.TL)	327,3
Net Borç (2017/09, milyon TL)	111
BIST-100 Endeksi (TL)	110.148

Hisse verileri 14 Kasım 2017 itibarıyla.



### Hisse Performansı

	1 Hafta	1 Ay	3 Ay	1 Yıl
TL	%16,5	%64,2	%68,2	%332,5
Göreceli*	%18,7	%58,4	%63,2	%192,2

\* BIST Getiri Endeksi'ne göre

### Tahminler (milyon TL)

	2015	2016	2017T	2018T
Net Satış	2.780	3.768	5.990	8.749
VAFÖK	428	716	1.150	1.688
VAFÖK marjı	%15,4	%19,0	%19,2	%19,3
Net Kâr	213	795	1.451	2.155
FD/Satışlar	2,5	2,6	7,3	4,8
FD/VAFÖK	16,1	13,6	38,0	25,1
F/K	32,7	12,1	30,5	20,1

### Ortaklık Yapısı

TSK Güçlendirme Vafkı	%84,6
Halka Açık ve Diğer*	%15,4

# AKYatırım

Bu rapor, Ak Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından, güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan elde edilen bilgi ve veriler kullanılarak hazırlanmıştır. Raporunda 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.

© Ak Yatırım Menkul Değerler A.Ş. 2017