



ASELSAN - 1Ç 2006 Sonuçları

AL

Yurt İçi Satışlardaki Artış Ciroyu Olumlu Etkiliyor.

Aselsan'ın 1Ç 2006 net satışları 60 milyon US\$ olarak gerçekleşmiş ve şirketin cirosu geçen senenin aynı dönemine göre dolar bazında %96 artış kaydetmiştir.

Aselsan'ın cirosunun yaklaşık %91'ini yurt içi, %9'unu ise yurt dışı satışlar oluşturmaktadır. Şirket 1Ç 2006'da yurt içi satışlarını geçen senenin aynı dönemine göre %111 arttırıp, yurt dışı satışlarını da %50 oranında azaltmıştır.

Şirketin SMM' deki artış ise aynı dönemde dolar bazında %100 oranında olmuş ve 1Ç 2006 brüt karı geçen senenin aynı dönemine göre %124 oranında artarak 29 milyon US\$ seviyesinde gerçekleşmiştir.

Şirketin 1Ç 2006'da faaliyet giderleri 1Ç 2005'e göre %36 oranında artışla 21 milyon US\$ olarak gerçekleşmiştir. Sonuçta şirket geçen yılın aynı döneminde 4 milyon US\$ seviyesinde olan ana faaliyet zararını 1Ç 2006'da sıfırlamış ve hizmet gelirlerinin 8,6 milyon US\$'a yükselmesi sonucunda diğer gelirlerini 15 milyon US\$ seviyesine yükselterek 14 milyon US\$ vergi öncesi kar rakamına ulaşmıştır.

Sonuç olarak Aselsan'ın net kar rakamı bütün bu etkenlerin ışığında 1Ç 2006'da geçen yılın aynı dönemine göre dolar bazında %112 oranında artarak 10 milyon US\$ seviyesinde gerçekleşmiştir.

Aselsan'ın 1Ç 2005 döneminde 13 milyon US\$ olan VAFÖK rakamını bu dönemde %70 oranında arttırarak 23 milyon US\$ seviyesine çıkarması şirketin operasyonel karlılığının da güçlü olduğunu göstermektedir.

Proje Bazlı Avans Sistemi Finansal Riskleri Sınırlayan Olumlu Bir Etken

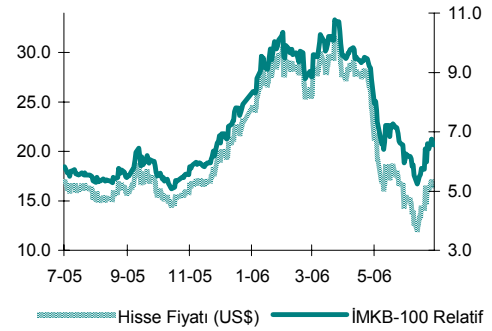
Aselsan'ın bilanço yapısını analiz ettiğimizde şirketin yükümlülüklerinin kendine özgü bir yapı gösterdiği görülmektedir. Şirket 2002 yılından itibaren strateji değişikliğine giderek almış olduğu ihalelerin proje maliyeti için gerekli olan nakit kaynakları anlaşma yapmış olduğu şirketlerden avans olarak sağlamaktadır. Bu uygulama sayesinde uzun vadeli

	YTL	US\$
Fiyat	25.50	16.52
İMKB-100	35,816	23,203
US\$ (MB Alış):	1.544	
52 Hafta Yüksek:	41.81	31.44
52 Hafta Düşük:	19.63	12.12
İMKB Kodu:	ASELS	

Hisse Senedi Sayısı (Mn):	29.4
Piyasa Değeri (YTL Mn):	749.8
Piyasa Değeri (US\$ Mn):	485.7
Halka Açıklık Oranı (%):	15
Halka Açık PD (YTL Mn):	112.5
Halka Açık PD (US\$ Mn):	72.9

	S1A	S1Y	YB
YTL Getiri (%):	0.0	-15.6	18.3
US\$ Getiri (%):	-0.1	-26.3	2.8
İMKB-100 Relatif Getiri (%):	0.0	1.6	0.6
Ort. İşlem Hacmi (YTL Mn):	9.87		
Ort. İşlem Hacmi (US\$ Mn):	7.30		

Beta	1.00
Yıllık Volatilite (Hisse)	0.54
Yıllık Volatilite (İMKB-100)	0.38



DEĞERLEME	2003	2004	2005	2005/03	2006/03
F/K	6.36	5.93	10.12	10.77	12.29
PD/DD	1.77	1.17	2.47	2.40	3.36
FD/VAFÖK	1.18	-	3.50	4.51	7.53
FD/Satışlar	0.36	-	1.42	1.98	2.87
Hisse Başına Kar (US\$)	1.38	1.44	2.30	0.67	1.41
Firma Değeri (US\$ Mn)	84	(18)	423	243	691
VAFÖK (US\$ Mn)	71	86	121	13	23

Aselsan

borçlarını çok düşük seviyelerde tutan Aselsan projelerin finansmanı için uygun maliyetli kaynaklar yaratarak finansman giderlerini düşük seviyelerde tutmayı başarmaktadır.

Gelişmeler

Aselsan'ın 2006-2013 yılları arasındaki, füze sistemleri, helikopter ve yerli tank projelerinin toplam bedeli 1,5 milyar US\$ değerindedir.

Şirket projeleri içerisinde toplam 576 milyon US\$ değerindeki Helikopter Elektronik Harp Sistemleri (EHS) en önemlisini oluşturmaktadır. Bu proje çerçevesinde TSK'nin 281 helikopteri ve 2 nakliye uçağı için EHS üretilecektir. Teslimatların 2012 yılında gerçekleşmesi planlanmaktadır.

Bir diğer proje de, Türk mühendisler tarafından TSK'nin ihtiyacı doğrultusunda geliştirilen Türk Milli Ana Muharebe Tank projesidir. Bu proje içindeki 1000 tankın 250'sinin 2006 yılı sonuna kadar bitmesi beklenmektedir. Tankın önemli bölümünü teşkil eden bilgisayar kontrollü atış kontrol sistemleri, gece görüş ve otomatik hedef takip kabiliyeti gibi ileri teknoloji donanımları Aselsan tarafından geliştirilip üretilecektir.

Hedefler

Türk Savunma Sanayisi, yeniden yapılandırma projesi kapsamında, savunma sanayi şirketlerinin bir holding çatısı altında birleştirilmesini hedeflemektedir. Aselsan'ın da birleşecek şirketler arasında yer alması bekleniyor. Bu birleşmeyle Aselsan'ın tüzel kişiliği devam ederken, birleşen şirketin cirosunun da 1 Milyar US\$'a ulaşması beklenmektedir.

Değerleme

Proje bazlı avans sistemi ile çalışan ve kendine özgü bir bilanço yapısı bulunan Aselsan için standart İNA yönteminin uygun bir değerlendirme modeli oluşturmadığını düşünüyoruz. Bu nedenle değerlememizi piyasa çarpanları yöntemine dayandırmayı tercih ettik. İMKB'de işlem gören diğer elektronik sektörü şirketleriyle kıyaslandığında Aselsan'ın hem F/K, hem PD/DD, hem de FD/VAFÖK oranları açısından ciddi ölçüde iskontolu işlem gördüğü görülmektedir.

	F/K	PD/DD	FD/VAFÖK
ALCATEL	547.5	4.04	21.0
ANELTEK	41.8	2.61	17.1
NETAS	12.8	1.33	4.6
PIRELLİ KABLO	7.9	0.97	4.4
TURKCELL	12.4	2.94	5.3
ASELSAN	7.7	2.09	2.7
ORT	12.5	2.90	5.3
İSKONTO/PRİM	-39%	-28%	-49%

Alanında giderek daha fazla tekelleşen ve gelişen Türk savunma sanayisinin önde gelen teknoloji şirketi konumunu sürdüreceğini düşündüğümüz Aselsan'ın bu fiyat seviyelerinden iyi bir yatırım fırsatı sunduğu görüşündeyiz. Bu etkenler altında Aselsan için belirlediğimiz hedef piyasa değeri 673 milyon US\$ seviyesindedir. Aselsan'ın 12 Temmuz 2006 kapanış piyasa değeri olan 486 milyon US\$'ın bu değere göre %39 iskontolu olduğunu görüyoruz. Sağlam finansal verilerinin hisse fiyatına yansımamış olduğunu düşündüğümüz sunan Aselsan için bu fiyat seviyelerinden AL önerisinde bulunuyoruz.

BİLANÇO (US\$ Mn)	2003	2004	2005	2005/03	2006/03	%Değ
Maddi Duran Varlıklar	100	127	140	123	141	15
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	1	98	129	109	134	23
Diğer Uzun Vadeli Kıymetler	80	33	54	43	58	35
Ticari Alacaklar	34	76	38	27	41	54
Hazır Değerler	176	206	291	212	205	(3)
Diğer Kısa Vadeli Varlıklar	174	322	297	337	323	(4)
Toplam Aktifler	565	862	949	850	902	6
Uzun Vadeli Borçlar	-	-	0	0	0	(67)
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	285	390	395	370	358	(3)
Kısa Vadeli Borçlar	123	225	251	243	259	7
Ticari Yükümlülükler	9	29	23	27	15	(44)
Toplam Yükümlülükler	417	645	670	639	632	(1)
Toplam Özsermaye	148	217	279	211	270	28
Toplam Pasifler	565	862	949	850	902	6

GELİR TABLOSU (US\$ Mn)	2003	2004	2005	2005/03	2006/03	%Değ
Net Satışlar	231	276	297	31	60	96
SMM	201	206	183	20	39	100
Faaliyet Giderleri	48	68	78	15	21	36
Ana Faaliyet Karı (Zararı)	(17)	2	36	(4)	0	108
Finansman Gelirleri (Giderleri)	(0)	(0)	(2)	(0)	(1)	A.D.
Diğer Gelirler (Giderler)	71	65	59	11	15	31
Vergi Öncesi Kar (Zarar)	53	67	93	7	14	100
Vergi Giderleri	11	26	25	2	4	76
Azınlık Payı	2	(1)	-	-	-	A.D.
Net Kar(Zarar)	41	42	68	5	10	111

FİNANSAL ORANLAR	2003	2004	2005	2005/03	2006/03
Özsermaye Karlılığı	33.9%	23.2%	27.3%	8.0%	15.1%
Aktif Karlılığı	8.4%	5.9%	7.5%	2.2%	4.5%
Brüt Kar Marjı	13.0%	25.5%	38.4%	36.3%	34.8%
Net Kar Marjı	17.6%	15.3%	22.8%	15.9%	17.2%
VAFÖK Marjı	30.8%	31.1%	40.7%	43.9%	38.1%
U.V. Borçlar/Özsermaye	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	0.0%
Satışlar/Toplam Aktifler	40.9%	32.1%	31.3%	14.5%	26.7%

Araştırma Uzmanı: Soner Akın

Stajyer Uzman Yardımcısı: Ümit Cantürk

Alan Yatırım Menkul Değerler A.ř.: Nispetiye Cad. Akmerkez E-3 Blok Kat:12 34337 Etiler-İstanbul

Santral: 0 212 350 08 00

E-mail: arqe@alanyatirim.com.tr

Bu çalışmada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeler yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti Sermaye Piyasası Kurulu tarafından yayımlanan Seri:V, No:52 sayılı ‘‘Yatırım Danışmanlığı Faaliyetine İlişkin ve Bu Faaliyette Bulunacak Kurumlara İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ’’ çerçevesinde aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde sunulmaktadır. Burada ulaşılan sonuçlar tercih edilen hesaplama yöntemi ve/veya yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmakta olup, mali durumunuz ile risk getiri tercihlerinize uygun olmayabileceğinden sadece burada yer alan bilgilere dayanılarak yatırım kararı verilmesi sağlıklı sonuçlar doğurmayabilir.

Burada yer alan her türlü haber, veri, bilgi, rapor, araştırma bulgusu, görüş ve öneriler, Alan Yatırım Menkul Değerler A.ř. tarafından, piyasa koşulları içerisinde ve güvenilirliğine inanılan kaynaklardan yararlanılarak, herhangi bir maddi manevi menfaat karşılığı olmaksızın, genel anlamda bilgi sunmak amacıyla hazırlanmıştır. Yer alan bilgilerin zamanlaması, tamlığı ve doğruluğu tarafımızca garanti edilmemekte olup bu bilgiler, belli bir kazancın sağlanmasıya yönelik olarak sunulmamaktadır. Bu nedenle, burada yer alan haber, veri, bilgi ve bulgulara dayanılarak yapılan işlemlerden doğacak her türlü maddi manevi zararlardan ve her ne şekilde olursa olsun üçüncü kişilerin uğrayabileceği her türlü kayıptan, Alan Yatırım Menkul Değerler A.ř. sorumlu tutulamaz.