



Aselsan - 1Y 2006 Sonuçları

AL

Hedef PD: 665 Mn US\$

Cirodaki Artışa Rağmen Kambiyo Giderleri Karlılığı Sınırladı

Aselsan'ın 1Y 2006 net satışları 131 milyon US\$ olarak gerçekleşmiş ve şirketin cirosu geçen senenin aynı dönemine göre dolar bazında %35 artış kaydetmiştir.

Ağırlıklı olarak Türk Silahlı Kuvvetleri'ne üretim yapan Aselsan'ın cirosunun yaklaşık %92'ini yurt içi, %2'sini ise yurt dışı satışlar oluşturmaktadır. Şirket 1Y 2006'da yurt içi satışlarını geçen senenin aynı dönemine göre %46 arttırıp, yurt dışı satışlarını da %60 oranında azaltmıştır.

Şirketin SMM' deki artış ise aynı dönemde dolar bazında %39 oranında olmuş ve Aselsan'ın 1Y 2006 brüt karı geçen senenin aynı dönemine göre %40 oranında artarak 55 milyon US\$ seviyesinde gerçekleşmiştir. Brüt karın artmasında hizmet gelirlerinin 1Y 2006'da geçen senenin aynı dönemine göre %88 oranında artarak 15 milyon US\$'a ulaşması etkili olmuştur.

Şirketin 1Y 2006'da faaliyet giderleri ise 1Y 2006 göre %13 oranında artışla 42 milyon US\$ olarak gerçekleşmiştir.

Öte yandan, son verilere göre 219 milyon YTL seviyesinde bulunan döviz açık pozisyonu operasyonel karlılığı yüksek seviyesini sürdüren Aselsan'ın 1Y 2006 karlılığı üzerinde olumsuz etkide bulunmuş ve şirket 2Ç 2006'da döviz kurlarında yaşanan dalgalanma sonucunda 21.4 milyon US\$ kambiyo zararı yazmıştır. Ancak Aselsan'ın bilanço yapısı analiz edildiğinde 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 nedenle şirketin çoğu döviz cinsinden olan bu kaynaklar nedeniyle gelir tablosu üzerinde yazmış olduğu kambiyo zararının gerçek anlamda finansal risk yaratmadığını gözlemlemekteyiz.

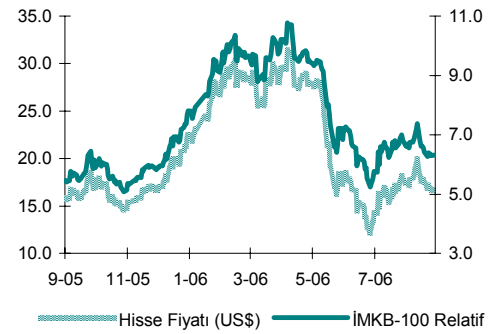
Sonuç olarak Aselsan'ın net kar rakamı bütün bu etkenlerin ışığında 1Y 2006'da geçen yılın aynı dönemine göre dolar bazında %80 oranında azalarak 3 milyon US\$ seviyesinde gerçekleşmiştir.

| | YTL | US\$ |
|------------------|--------|--------|
| Fiyat | 24.60 | 16.64 |
| İMKB-100 | 36,687 | 24,822 |
| US\$ (MB Alış): | 1.478 | |
| 52 Hafta Yüksek: | 41.81 | 31.42 |
| 52 Hafta Düşük: | 19.63 | 12.12 |
| İMKB Kodu: | ASELS | |

| | |
|---------------------------|-------|
| Hisse Senedi Sayısı (Mn): | 29.4 |
| Piyasa Değeri (YTL Mn): | 723.3 |
| Piyasa Değeri (US\$ Mn): | 489.4 |
| Halka Açıklık Oranı (%): | 15 |
| Halka Açık PD (YTL Mn): | 108.5 |
| Halka Açık PD (US\$ Mn): | 73.4 |

| | S1A | S1Y | YB |
|------------------------------|------|-------|------|
| YTL Getiri (%): | -7.2 | -18.6 | 18.9 |
| US\$ Getiri (%): | -5.5 | -25.8 | 10.2 |
| İMKB-100 Relatif Getiri (%): | -4.4 | 2.4 | 0.9 |
| Ort. İşlem Hacmi (YTL Mn): | 9.55 | | |
| Ort. İşlem Hacmi (US\$ Mn): | 6.97 | | |

| | |
|------------------------------|------|
| Beta | 1.08 |
| Yıllık Volatilite (Hisse) | 0.55 |
| Yıllık Volatilite (İMKB-100) | 0.39 |



| DEĞERLEME | 2003 | 2004 | 2005 | 2005/06 | 2006/06 |
|-------------------------|------|------|-------|---------|---------|
| F/K | 6.36 | 5.93 | 10.12 | 5.66 | 7.77 |
| PD/DD | 1.77 | 1.17 | 2.47 | 1.97 | 1.88 |
| FD/VAFÖK | 1.18 | - | 3.50 | 3.33 | 7.78 |
| FD/Satışlar | 0.36 | - | 1.42 | 1.20 | 1.01 |
| Hisse Başına Kar (US\$) | 1.38 | 1.44 | 2.30 | 1.16 | 0.23 |
| Firma Değeri (US\$ Mn) | 84 | (18) | 423 | 234 | 264 |
| VAFÖK (US\$ Mn) | 71 | 86 | 121 | 35 | 17 |

Gelişmeler

Aselsan'ın 2006-2013 yılları arasında gerçekleştireceği 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 önemisini 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. Aselsan son olarak Jandarma Entegre Muharebe ve Bilgi Sistemi (JEMUS) projesi Telsis Sistemi tedarik ve tesisi kapsamında 113 milyon US\$ tutarında bir sözleşme imzalamıştır. Söz konusu sözleşme kapsamında teslimatlar 2007-2009 yılları arasında gerçekleştirilecektir.

Öte yandan çalışmaları süren Türk Savunma Sanayisi yeniden yapılandırma projesi kapsamında, savunma sanayisi şirketlerinin bir holding çatısı altında birleştirilmesi hedeflenmekte ve Aselsan'ın da birleşecek şirketler arasında yer alması beklenmektedir. Bu birleşmeyle Aselsan'ın tüzel kişiliği devam ederken, birleşen şirketin cirosunun da 1 Milyar US\$'a ulaşacağı tahmin edilmektedir.

Beklentiler

2Ç 2006'da döviz kurlarında yaşanan artış nedeniyle bir sefere mahsus kambiyo zararı yazan Aselsan'ın 3Ç 2006'da piyasalardaki volatilitenin durulmasıyla birlikte yeniden yüksek karlılık rakamlarına ulaşacağını düşünüyoruz. Bu verilerin ışığında Aselsan'ın 3Ç 2006 dönemi için kar tahminimiz 15 milyon US\$ seviyesindedir.

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 iskontolu işlem görmeye devam ettiği gözlenmektedir.

| | F/K | PD/DD | FD/VAFÖK |
|---------------|------|-------|----------|
| ALCATEL | 5.4 | 3.07 | 3.9 |
| ANELTEK | 42.3 | 2.64 | 17.4 |
| NETAS | 16.6 | 1.15 | 4.2 |
| PIRELLİ KABLO | 18.6 | 1.23 | 5.1 |
| TURKCELL | 14.0 | 3.12 | 14.2 |
| AELSAN | 10.0 | 2.07 | 3.9 |
| ORT | 13.7 | 2.90 | 5.1 |
| İSKONTO/PRİM | -27% | -29% | -24% |

Gelişen Türk savunma sanayisinin önde gelen teknoloji şirketi konumunu sürdüreceği görüşümüzü koruduğumuz Aselsan için 1Ç 2006'da belirlediğimiz 673 milyon US\$'lık hedef piyasa değerini 1Y 2006'da 665 milyon US\$ olarak revize ediyoruz. 28 ağustos 2006 kapanış verilerine göre hedef değerimize oranla %26 iskontolu işlem gören Aselsan'ın 1Y 2006 kambiyo zararının önceki paragraflarda belirttiğimiz nedenlerle şirketin uzun vadeli performansı üzerinde belirleyici olmadığı görüşündeyiz. Tüm bu verilerin ışığında Aselsan için 1Ç 2006'da verdiğimiz AL önerisini koruyoruz.

| BİLANÇO (US\$ Mn) | 2003 | 2004 | 2005 | 2005/06 | 2006/06 | %Değ |
|---------------------------------|-------------|-------------|-------------|----------------|----------------|-------------|
| Maddi Duran Varlıklar | 100 | 127 | 140 | 126 | 120 | (4) |
| Maddi Olmayan Duran Varlıklar | 1 | 98 | 129 | 125 | 110 | (12) |
| Diğer Uzun Vadeli Kıymetler | 80 | 33 | 54 | 46 | 49 | 8 |
| Ticari Alacaklar | 34 | 76 | 38 | 26 | 42 | 63 |
| Hazır Değerler | 176 | 206 | 291 | 166 | 181 | 9 |
| Diğer Kısa Vadeli Varlıklar | 174 | 322 | 297 | 348 | 291 | (17) |
| Toplam Aktifler | 565 | 862 | 949 | 837 | 794 | (5) |
| Uzun Vadeli Borçlar | - | - | 0 | 0 | 0 | (62) |
| Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler | 285 | 390 | 395 | 338 | 337 | (0) |
| Kısa Vadeli Borçlar | 123 | 225 | 251 | 247 | 226 | (8) |
| Ticari Yükümlülükler | 9 | 29 | 23 | 23 | 11 | (55) |
| Toplam Yükümlülükler | 417 | 645 | 670 | 609 | 574 | (6) |
| Toplam Özsermaye | 148 | 217 | 279 | 228 | 220 | (4) |
| Toplam Pasifler | 565 | 862 | 949 | 837 | 794 | (5) |

| GELİR TABLOSU (US\$ Mn) | 2003 | 2004 | 2005 | 2005/06 | 2006/06 | %Değ |
|---------------------------------|-------------|-------------|-------------|----------------|----------------|-------------|
| Net Satışlar | 231 | 276 | 297 | 97 | 131 | 35 |
| SMM | 201 | 206 | 183 | 66 | 91 | 39 |
| Faaliyet Giderleri | 48 | 68 | 78 | 37 | 42 | 13 |
| Ana Faaliyet Karı (Zararı) | (17) | 2 | 36 | (6) | (3) | (56) |
| Finansman Gelirleri (Giderleri) | (0) | (0) | (2) | (0) | (1) | A.D. |
| Diğer Gelirler (Giderler) | 71 | 65 | 59 | 29 | 5 | (81) |
| Vergi Öncesi Kar (Zarar) | 53 | 67 | 93 | 23 | 1 | (94) |
| Vergi Giderleri | 11 | 26 | 25 | 6 | (2) | (134) |
| Azınlık Payı | 2 | (1) | - | - | - | A.D. |
| Net Kar(Zarar) | 41 | 42 | 68 | 17 | 3 | (80) |

| FİNANSAL ORANLAR | 2003 | 2004 | 2005 | 2005/06 | 2006/06 |
|--------------------------|-------------|-------------|-------------|----------------|----------------|
| Özsermaye Karlılığı | 33.9% | 23.2% | 27.3% | 13.4% | 2.7% |
| Aktif Karlılığı | 8.4% | 5.9% | 7.5% | 3.8% | 0.8% |
| Brüt Kar Marjı | 13.0% | 25.5% | 38.4% | 32.2% | 30.1% |
| Net Kar Marjı | 17.6% | 15.3% | 22.8% | 17.5% | 2.5% |
| VAFÖK Marjı | 30.8% | 31.1% | 40.7% | 36.1% | 13.0% |
| U.V. Borçlar/Özsermaye | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% |
| Satışlar/Toplam Aktifler | 40.9% | 32.1% | 31.3% | 23.2% | 32.9% |

Araştırma Müdürü: Mutlu Kseahmetoğlu

Araştırma Uzmanı: Soner Akın

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:55 sayılı "Yatırım Danışmanlığı Faaliyetine İlişkin ve Bu Faaliyette Bulunacak Kurumlara İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ" erevesinde 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 neriler, Alan Yatırım Menkul Değerler A.ř. tarafından, piyasa koşulları içerisinde ve güvenirliğine 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.