

ASELSAN ELEKTRONİK 2Ç2023 Sonuçları

TURGUT USLU tuslu@ziraatyatirim.com.tr

"Aselsan'ın İkinci Çeyrek Ana Ortaklık Net Dönem Karı 3,15 milyar TL ile Beklentilerin Altında Gerçekleşti..."

Öneri "AL"

Hedef Hisse Fiyatı : 49,30TL

Reuters/Bloomberg	ASELS.IS/ASELS.TI		
Sektör	Savunma		
Dahil Olduğu Ulusal Endeksler	XU030, XU050, XU100		
İşlem Gördüğü Pazar	Yıldız Pazar		
Fiyat	37,78 TL	1,39 USD	
BİST 100	7.717 TL	285 USD	
TL/\$ (TCMB Alış)	27,0937		
Düşük / Yüksek Son 1 Yıl	12,66 TL	39,50 TL	
Hisse Adedi (mn)	4.560		
P. Değeri (mn TL)	172.277		
Net Borç (mn TL)	13.857		
Fiili Dolaşımdaki Pay Oranı	14,8%		
Halka Açıklık	26,0%		
Yabancı Yatırımcı Takas Oranı	24,3%		
Yerli Yatırımcı Takas Oranı	75,8%		
	1 Aylık	3 Aylık	1 Yıllık
TL Getiri	5,3%	82,9%	193,2%
BİST-100	11,9%	69,3%	144,8%
BİST-100 Göreceli	-5,9%	8,0%	19,8%
Günlük İşlem Hacmi (mn TL)	1.858,42		
(mn TL)	2Ç2022	2Ç2023	% Değ.
Net Satış	6.476,0	9.769,7	50,9%
Brüt Kar	2.106,5	3.244,0	54,0%
Faaliyet Karı /Zararı	2.914,2	6.993,7	140,0%
Ana Ort. Net Dön. Kar/ Zarar	2.140,0	3.146,0	47,0%
	F/K FD/FAVÖK		
ASELS	12,8		
BİST-100	7,5		
Uluslararası Benzer Şirketler (Cari)	21,7		
Ortaklık Yapısı	Pay Oranı		
TÜRK SİLAHLI KUVVETLERİNİ GÜÇLENDİRME VAKFI	74,2%		
DİĞER	25,8%		

Aselsan'ın 2023 yılı ikinci çeyrek ana ortaklık net dönem karı bir önceki yılın aynı dönemine göre %47 oranında artarak 3.146mn TL'ye yükselmiş ve hem bizim beklentimiz olan 5.802mn TL'nin hem de ortalama piyasa beklentisi olan 4.426mn TL'nin altında gerçekleşmiştir. Tahminimizdeki sapmada, net finansman giderinin beklentimizin üzerinde gerçekleşmesi etkili olmuştur.

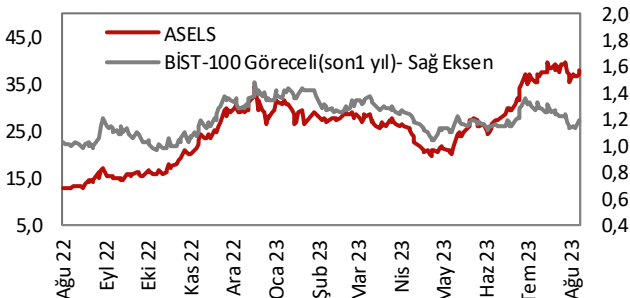
İkinci çeyrek karı sonrasında Şirket'in 6A2023'teki ana ortaklık net dönem karı geçen yılın aynı dönemine göre %41,1 oranında artarak 5.413mn TL'ye yükselmiştir.

Aselsan'ın satış gelirleri ikinci çeyrekte bir önceki yılın aynı dönemine göre %50,9 oranında büyüme kaydederek 9.770mn TL'ye yükselmiştir. Satış maliyetleri aynı dönemde %49,3 oranında artarken, brüt kar da %54 oranında artarak 3.244mn TL olarak gerçekleşmiştir. Operasyonel giderler aynı dönemde %67,1 oranında artarken, diğer faaliyetlerden kur farkı geliri kaynaklı 4.711mn TL net gelir kaydedilmiştir. Bunlara bağlı olarak da net faaliyet karı %140 oranında artarak 2Ç2023'te 6.994mn TL'ye yükselmiştir. Şirket'in FAVÖK'ü ise ikinci çeyrekte %49 oranında artarak 2.487mn TL'ye ulaşırken (ortalama piyasa beklentisi 2.489mn TL), FAVÖK marjı 2Ç2023'de %25,5 olarak (2Ç2022: %25,8) gerçekleşmiştir. Finansman tarafında Şirket 2Ç2023'de 3.023mn TL net finansman gideri (2Ç2022'de 556mn TL finansman gideri) kaydetmiştir. 835,7mn TL'lik vergi gideri sonrası şirketin ikinci çeyrek ana ortaklık net dönem karı 3.146mn TL olarak gerçekleşmiştir.

Şirket'in net borcu çeyreksel bazda %117 oranında artarak ilk yarı sonunda 13.857mn TL'ye yükselirken, net borç /FAVÖK (yıllıklandırılmış) 0,6 puan yükselerek 1,2x olmuştur.

Aselsan'ın hedef hisse fiyatını, tahminlerimizdeki yukarı yönlü güncellemeler ve piyasa çarpanlarındaki değişikliklere bağlı olarak 32,55TL'den (%100 bedelsiz sermaye artırımını sonrasında düzeltilmiş fiyat) **49,30TL**'ye yükseltiyoruz. Aselsan için daha önceki "EKLE" önerimizi ise "**AL**" olarak değiştiriyoruz.

HİSSE PERFORMANSI



Kaynak: Bloomberg, Finnet, Matriks; 25.08.2023 verileri kullanılmıştır.

Şirket'in 6A2023'teki ana ortaklık net dönem karı 5,4 milyar TL olmuştur...

Aselsan'ın 2023 yılının ilk yarındaki cirosu yıllık %66,7 oranında artarak 18,1 milyar TL'ye çıkarken, FAVÖK %62,4 oranında yükselmiş ve 4,4 milyar TL olarak gerçekleşmiştir. FAVÖK marjı ise %24,3 olarak gerçekleşmiştir. Geçen yılın ilk altı ayındaki marj %25 idi. Yılın ilk yarısında 3,4 milyar TL net finansman gideri yazılmasına karşın, güçlü operasyonel performans ve faaliyetlerden kaynaklanan kur farkı gelirlerinin desteğiyle Aselsan'ın yılın ilk yarısındaki ana ortaklık net dönem karı geçen yılın aynı dönemine göre %41,1 oranında artarak 5,4 milyar TL'ye çıkmıştır.

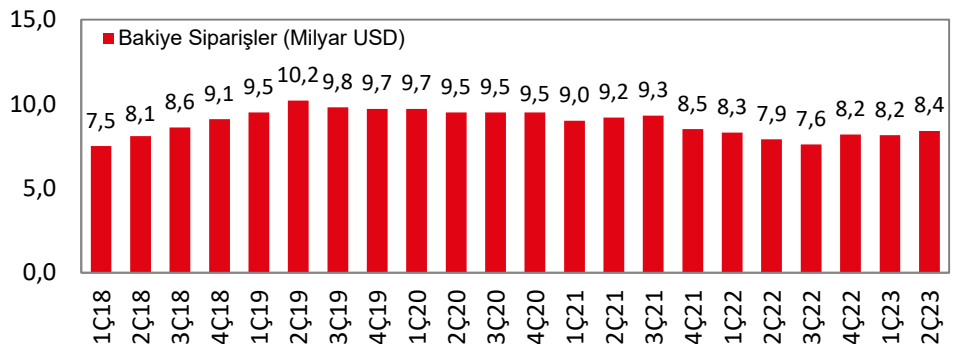
ÖZET GELİR TABLOSU (Mn TL)	1Ç22	2Ç22	3Ç22	4Ç22	1Ç23	2Ç23	2Ç23-		6A22	6A23	%Değ.
							2Ç22	% Değ.			
SATIŞLAR	4.365	6.476	6.887	17.553	8.297	9.770	50,9%		10.841	18.067	66,7%
Satışların Maliyeti (-)	3.052	4.369	4.864	11.212	5.784	6.526	49,3%		7.422	12.310	65,9%
BRÜT KAR/ZARAR	1.313	2.106	2.023	6.341	2.513	3.244	54,0%		3.419	5.757	68,4%
Genel Yönetim Giderleri (-)	186	248	350	421	415	499	101,4%		434	914	110,7%
Pazarlama Giderleri (-)	87	200	212	379	156	201	0,7%		287	358	24,8%
Araş.ve Geliş. Giderleri (-)	134	127	205	350	223	260	104,5%		262	483	84,6%
Diğer Faaliyet Gelir/Giderleri	949	1.383	799	76	842	4.711	240,6%		2.332	5.553	138,2%
NET FAALİYET KARI/ZARARI	1.854	2.914	2.054	5.267	2.561	6.994	140,0%		4.768	9.555	100,4%
FAVÖK	1.037	1.669	1.402	5.365	1.907	2.487	49,0%		2.705	4.394	62,4%
Yatırım Faaliyet Gelirleri/Gid.	0	5	1	0	-1	20	275,6%		6	19	241,1%
Faaliyet Dışı Fin. Gelirler/Gid.	-475	-556	-445	-740	-384	-3.023	443,9%		-1.031	-3.407	230,5%
Özkaynak Yönt. Değer. Yat.	-8	3	-13	37	-2	-3	a.d.		-6	-5	-10,7%
Kar/Zarar Payları											
Vergi Gideri/Geliri(-)	-306	247	-342	-1.568	-80	836	238,7%		-59	756	a.d.
Net Dönem Karı / Zararı	1.677	2.120	1.938	6.133	2.254	3.152	48,7%		3.797	5.406	42,4%
ANA ORT. NET DÖN. KAR / ZAR	1.696	2.140	1.956	6.124	2.267	3.146	47,0%		3.836	5.413	41,1%
FİNANSAL ORANLAR	1Ç22	2Ç22	3Ç22	4Ç22	1Ç23	2Ç23			6A22	6A23	
Brüt Kar Marjı	30,1%	32,5%	29,4%	36,1%	30,3%	33,2%	-		31,5%	31,9%	-
FAVÖK Marjı	23,7%	25,8%	20,4%	30,6%	23,0%	25,5%	-		25,0%	24,3%	-
Net Kar Marjı	38,4%	32,7%	28,1%	34,9%	27,2%	32,3%	-		35,0%	29,9%	-

Kaynak: Aselsan, Ziraat Yatırım
a.d.: anlamlı değil

Yurtdışı siparişlerin bakiye siparişteki payı %12,6...

Aselsan'ın bakiye sipariş miktarı, yeni alınan projelerle Mart sonundaki 8,2 milyar USD'den haziran sonunda 8,4 milyar USD'ye yükselmiştir. Şirket bakiye siparişlerin bu yıl 10 milyar USD'ye çıkmasını beklemektedir. Bu tutar 2019 yılından bu yana en yüksek bakiye siparişe işaret etmektedir. Bakiye siparişlerinin %6'sı savunma dışı iş alanlarından oluşurken, para birimi cinsinden ise %20'si TL, %45'si dolar ve %35'i de euro cinsindedir. Bakiye siparişlerde yurtdışı siparişlerin payı %12,6 seviyesindedir.

BAKİYE SİPARİŞLER



Kaynak: Aselsan

Şirket 2023 beklentilerini revize etmiştir...

Aselsan 2023 yılı konsolide finansal sonuçlarına ilişkin olarak revize edilmiş beklentilerini paylaşmıştır. Buna göre; konsolide gelirlerdeki artış (TL Bazında): >%65, Konsolide kur farkından arındırılmış FAVÖK Marjı: >%24, Konsolide yatırım harcamaları: 10 Milyar TL şeklindedir.

Aselsan ile ilgili beklentilerimizi güncelliyoruz...

Aselsan ile ilgili tahminlerimizi, 2023 yılı ilk yarı gerçekleştirmeleri ardından, Şirket beklentileri doğrultusunda güncelliyoruz. Buna göre, 2023 yılı için satış gelirleri tahminimizi 49.801mn TL'den 58.595mn TL'ye çıkarırken, FAVÖK tahminimizi 12.550mn TL'den 14.825mn TL'ye yükseltiyoruz.

Finansal Tahminler (mn TL)	2022	2023 Tahmin		2024 Tahmin	
		Eski	Yeni	Eski	Yeni
Satış Gelirleri	35.282	49.801	58.595	63.809	87.194
FAVÖK	9.472	12.550	14.825	15.761	21.711
Net Kar	11.916	12.739	17.612	15.300	23.168
FAVÖK Marjı	26,8%	25,2%	25,3%	24,7%	24,9%
Net Kar Marjı	33,8%	25,6%	30,1%	24,0%	26,6%

Kaynak: Ziraat Yatırım

Aselsan için hedef hisse fiyatını 49,30TL olarak güncelliyoruz...

Aselsan'ın hedef piyasa değerini, tahminlerimizdeki güncellemeler ve piyasa çarpanlarındaki değişikliklere bağlı olarak, 148.418mn TL'den 224.805mn TL'ye; hedef hisse fiyatımızı da 32,55TL'den (%100 bedelsiz sermaye artırımını sonrasında düzeltilmiş fiyat) **49,30TL'ye** yükseltiyoruz. Güncellenmiş hedef hisse fiyatına göre Aselsan hisseleri %23,4 oranında iskonto işlem görmektedir. Bu nedenle Aselsan için daha önceki "EKLE" önerimizi "**AL**" olarak değiştiriyoruz.

Özet Değerleme Tablosu		
Kullanılan Yöntem	Açıklama	(Mn TL)
İndirgenmiş Nakit Akımları	(%20,2 iskonto, %8 büyüme)	231.189
Benzer Şirket Karşılaştırması	(2023T FD/FAVÖK: 13,0x) (2024T FD/FAVÖK: 11,8x)	209.909
Hedef Piyasa Değeri	(%70 İNA+%30 Benzer Şirket)	224.805
Hedef Hisse Fiyatı		49,30 TL
Aselsan Hisse Fiyatı*		37,78 TL
İskonto Oranı		23,4%

*25.08.2023 kapanış verileri kullanılmıştır.

ÖZET BİLANÇOLAR (MN TL)	2020	2021	2022	06/2022	06/2023	%Değ.
DÖNEN VARLIKLAR	19.594	23.175	38.299	27.661	43.290	56,5%
Nakit ve Nakit Benzerleri	4.100	2.492	5.687	2.223	1.279	-42,5%
Ticari Alacaklar	7.147	9.803	14.888	11.150	17.645	58,3%
Diğer Alacaklar	672	723	1.027	498	795	59,7%
Stoklar	5.533	7.639	12.593	9.955	17.098	71,7%
Diğer Dönen Varlıklar	2.143	2.518	4.105	3.835	6.472	68,8%
DURAN VARLIKLAR	14.500	23.238	37.744	25.968	45.168	73,9%
Ticari Alacaklar	7.469	12.650	18.974	13.961	23.017	64,9%
Finansal Yatırımlar	1.183	2.149	4.288	2.160	4.295	98,8%
Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımlar	150	220	298	259	383	48,0%
Maddi Duran Varlıklar	2.342	3.432	6.327	4.208	7.413	76,2%
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	1.555	2.268	3.532	2.867	4.890	70,6%
Diğer Duran Varlıklar	1.800	2.519	4.324	2.513	5.170	105,7%
TOPLAM AKTİFLER	34.094	46.413	76.044	53.629	88.458	64,9%
KISA VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER	12.320	16.750	29.651	19.762	35.682	80,6%
Finansal Borçlar	1.618	1.956	5.603	4.098	7.603	85,5%
Uzun V. Borçlan.Kısa Vadeli Kısımları	1.389	3.114	4.161	3.006	5.267	75,2%
Ticari Borçlar	4.251	6.039	9.775	5.166	10.119	95,9%
Diğer Borçlar ve Karşılıklar	5.061	5.640	10.112	7.491	12.693	69,4%
UZUN VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER	3.676	3.828	6.531	4.764	7.932	66,5%
Finansal Borçlar	883	333	1.070	1.340	2.265	69,0%
Ticari Borçlar	0	25	73	7	274	-
Diğer Borçlar ve Karşılıklar	2.793	3.470	5.389	3.416	5.392	57,9%
ÖZSERMAYE	18.098	25.835	39.861	29.104	44.844	54,1%
Ödenmiş Sermaye*	2.280	2.280	2.280	2.280	2.280	0,0%
Geçmiş Yıllar Karları/Zararları	6.532	10.351	16.952	16.952	28.439	67,8%
Net Dönem Karı/Zararı	4.449	7.131	11.916	3.836	5.413	41,1%
Diğer	4.621	5.802	8.490	5.804	8.495	46,4%
Kontrol Gücü Olmayan Paylar	216	272	224	233	217	-6,9%
TOPLAM PASİFLER	34.094	46.413	76.044	53.629	88.458	64,9%
ÖZET GELİR TABLOSU (MN TL)	2020	2021	2.022	06/2022	06/2023	%Değ.
SATIŞLAR	16.104	20.139	35.282	10.841	18.067	66,7%
Satışların Maliyeti (-)	11.499	13.490	23.498	7.422	12.310	65,9%
BRÜT KAR/ZARAR	4.605	6.649	11.783	3.419	5.757	68,4%
Genel Yönetim Giderleri (-)	400	576	1.206	434	914	110,7%
Pazarlama Giderleri (-)	281	670	878	287	358	24,8%
Araştırma ve Geliştirme Giderleri (-)	282,6	332,7	817,0	262	483	84,6%
Diğer Faaliyet Gelir/Giderleri	1.634	4.348	3.207	2.332	5.553	138,2%
NET FAALİYET KARI/ZARARI	5.276	9.418	12.090	4.768	9.555	100,4%
Yatırım Faaliyet Gelirleri/Giderleri	8	11	7	6	19	241,1%
Faaliyet Dışı Finansal Gelirler/Giderler	-412	-2.230	-2.216	-1.031	-3.407	230,5%
Özkaynak Yönt. Değer. Yat. Kar/Zarar Payları	12	-3	18	-6	-5	-10,7%
Vergi Gideri/Geliri (-)	424	69	-1.969	-59	756	a.d.
Net Dönem Karı / Zararı	4.461	7.127	11.868	3.797	5.406	42,4%
Ana Ortaklık Net Dönem Karı /Zararı	4.449	7.131	11.916	3.836	5.413	41,1%

a.d.: anlamlı değil

*: Şirket'in ödenmiş sermayesi 2.280mn TL'den 4.560mn TL'ye çıkmıştır.

Ziraat Yatırım Araştırma - Öneri Listesi Tanımları

(Aksi belirtilmedikçe önümüzdeki 12 ay için hesaplanan iskonto oranı)

AL : %20,01 ve üzeri iskonto **EKLE** : %10,01 ile %20,00 aralığında iskonto **TUT** : %-10,00 ile %10,00 aralığında iskonto
AZALT : %-10,01 ile %-20,00 aralığında iskonto **SAT** : %-20,01 ve üzeri iskonto **İZLE** : Nötr

Uyarı Notu: Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. 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. Bu görüşler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanılarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

ZİRAAT YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.

Araştırma

e-mail: arastirma@ziraatyatirim.com.tr

Genel Müdürlük Pazarlama

Levent Mah. Gonca Sokağı No.22 (Emlak Pasajı) Kat.1 34330 Beşiktaş İSTANBUL
+90 212 339 8080 / info@ziraatyatirim.com.tr

Aracılık Hizmetleri Servisi

0 850 22 22 979

Yurt çapındaki tüm T.C. Ziraat Bankası A.Ş. Şubeleri