

ASELSAN ELEKTRONİK 4Ç2022 Sonuçları

HARUN DERELİ hdereli@ziraatyatirim.com.tr

"Aselsan'ın Son Çeyrek Ana Ortaklık Net Dönem Karı 6.124mn TL ile Beklentileri Yine Aştı..."**Öneri "EKLE"****Hedef Hisse Fiyatı : 65,10TL**

Reuters/Bloomberg	ASELS.IS/ASELS.TI		
Sektör	Savunma		
Dahil Olduğu Ulusal Endeksler	XU030, XU050, XU100		
İşlem Gördüğü Pazar	Yıldız Pazar		
Fiyat	55,20 TL	2,93 USD	
BİST 100	5.237 TL	278 USD	
TL/\$ (TCMB Alış)	18,8632		
Düşük / Yüksek Son 1 Yıl	21,51 TL	69,10 TL	
Hisse Adedi (mn)	2.280		
P. Değeri (mn TL)	125.856		
Net Borç (mn TL)	5.147		
Fiili Dolaşımdaki Pay Oranı	25,8%		
Halka Açıklık	26,0%		
Yabancı Yatırımcı Takas Oranı	25,1%		
Yerli Yatırımcı Takas Oranı	74,9%		
	1 Aylık	3 Aylık	1 Yıllık
TL Getiri	-2,8%	13,8%	149,4%
BİST-100	5,2%	5,2%	169,1%
BİST-100 Göreceli	-7,7%	8,1%	-7,3%
Günlük İşlem Hacmi (mn TL)	1.345,73		
(mn TL)	4Ç2021	4Ç2022	% Değ.
Net Satış	9.846,6	17.553,3	78,3%
Brüt Kar	3.248,2	6.341,2	95,2%
Faaliyet Karı /Zararı	6.106,7	5.267,4	-13,7%
Ana Ort. Net Dön. Kar/ Zarar	3.989,6	6.123,7	53,5%
	F/K FDI/FAVÖK		
ASELS	6,8 8,1		
BİST-100	6,1 a.d.		
Uluslararası Benzer Şirketler (Cari)	25,6 15,4		
Ortaklık Yapısı	Pay Oranı		
TÜRK SİLAHLI KUVVETLERİNİ GÜÇLENDİRME VAKFI	74,2%		
DİĞER	25,8%		

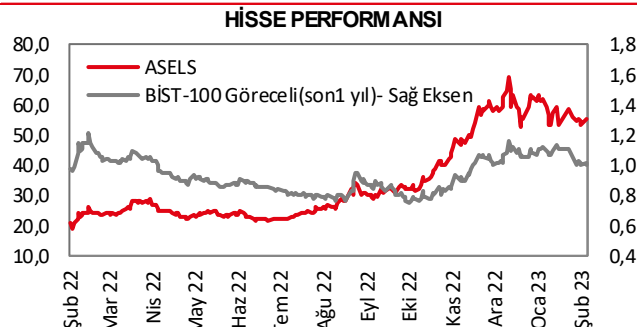
Aselsan'ın 2022 yılı son çeyrek ana ortaklık net dönem karı bir önceki yılın aynı dönemine göre %53,5 oranında artarak 6.124mn TL'ye yükselmiş ve hem bizim beklentimiz olan 4.356mn TL'nin hem de ortalama piyasa beklentisi olan 4.118mn TL'nin üzerinde gerçekleşmiştir. Tahminimizdeki sapmada satış gelirlerinin beklentimizden yüksek gerçekleşmesi ve yüksek vergi geliri etkili olmuştur. Şirket'in son çeyrek FAVÖK'ü de beklentimizden yüksek ciro ve karlılığa bağlı olarak 5.365mn TL ile 4.466mn TL'lik beklentimizin üzerinde gerçekleşmiştir.

Aselsan'ın satış gelirleri son çeyrekte bir önceki yılın aynı dönemine göre %78,3 oranında artarak 17.553mn TL'ye yükselmiştir. Satış maliyetleri aynı dönemde %69,9 oranında artarken, brüt kar da %95,2 oranında artarak 6.341mn TL olarak gerçekleşmiştir. Operasyonel giderler aynı dönemde özellikle araştırma ve geliştirme giderleri kaynaklı %232 oranında artarken, diğer faaliyetlerden 76mn TL net gelir (4Ç2021'de 3.205mn TL kur farkı kaynaklı net gelir) kaydedilmiştir. Bunlara bağlı olarak da faaliyet karı 4Ç2021'deki 6.107mn TL'den 4Ç2022'de 5.267mn TL'ye gerilemiştir.

Şirket'in FAVÖK'ü ise son çeyrekte %77,1 oranında artarak 5.365mn TL'ye ulaşırken, FAVÖK marjı da 4Ç2022'de %30,6 olarak gerçekleşmiştir. Finansman tarafında Şirket 4Ç2022'de 740mn TL finansman gideri (4Ç2021'de 2.018mn TL finansman gideri) kaydetmiştir. 1.568mn TL'lik vergi geliri sonrası şirketin son çeyrek ana ortaklık net dönem karı 6.124mn TL olmuştur.

Aselsan'ın bakiye sipariş miktarı, son çeyrekteki yüksek ciro rakamı ve eldeki projelerdeki ilerlemelere karşın, yeni alınan projelerle, Eylül 2022 sonundaki 7,6 milyar dolar seviyesinden Aralık 2022 sonunda 8,2 milyar dolar seviyesine yükselmiştir.

Aselsan'ın hedef hisse fiyatını, iskonto oranındaki düşüş, tahminlerimizdeki yukarı yönlü güncellemeler ve piyasa çarpanlarındaki değişikliklere bağlı olarak 39,56TL'den **65,10TL'ye** yükseltiyoruz. Daha önceki **"EKLE"** önerimizi de koruyoruz.



Kaynak: Bloomberg, Finnet, Matriks; 28.02.2023 verileri kullanılmıştır.

2022 yılı karı 11,9 milyar TL...

Son çeyrek yüksek kar rakamıyla birlikte Aselsan'ın 2022 yılı ana ortaklık net dönem karı %67,1 oranında artarak 11.916mn TL'ye ulaşmıştır.

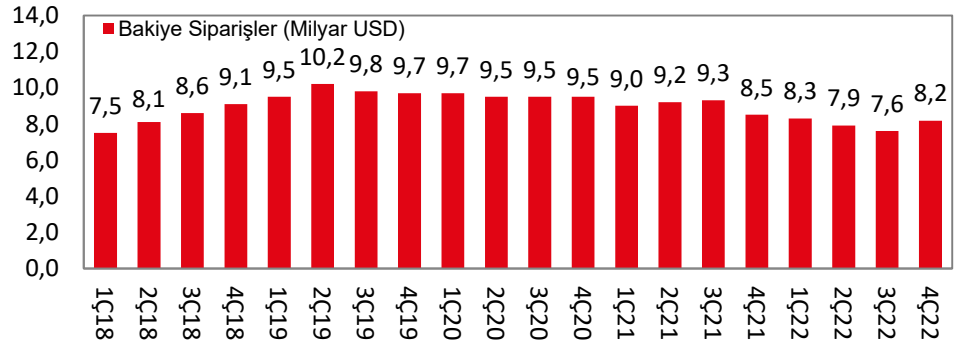
ÖZET GELİR TABLOSU (Mn TL)	1Ç21	2Ç21	3Ç21	4Ç21	1Ç22	2Ç22	3Ç22	4Ç22	4Ç22- 4Ç21 % Değ.	2021	2022	%Değ.
SATIŞLAR	3.173,1	3.801,5	3.317,7	9.846,6	4.365,3	6.476,0	6.887,2	17.553,3	78,3%	20.139	35.282	75,2%
Satışların Maliyeti (-)	2.241,4	2.157,6	2.492,6	6.598,4	3.052,5	4.369,5	4.864,2	11.212,1	69,9%	13.490	23.498	74,2%
BRÜT KAR/ZARAR	931,7	1.643,9	825,1	3.248,2	1.312,8	2.106,5	2.023,0	6.341,2	95,2%	6.649	11.783	77,2%
Genel Yönetim Giderleri (-)	110,8	150,9	147,4	167,1	186,0	247,9	350,5	421,1	152,1%	576	1.206	109,3%
Pazarlama Giderleri (-)	113,7	302,4	98,9	155,1	86,8	200,0	212,2	378,6	144,1%	670	878	31,0%
Araş.ve Geliş. Giderleri (-)	43,0	148,6	117,0	24,1	134,3	127,3	205,3	350,0	a.d.	333	817	145,5%
Diğer Faaliyet Gelir/Giderleri	896,9	314,6	-68,2	3.204,9	948,5	1.383,0	799,2	76,0	-97,6%	4.348	3.207	-26,3%
NET FAALİYET KARI/ZARARI	1.561,2	1.356,6	393,6	6.106,7	1.854,2	2.914,2	2.054,2	5.267,4	-13,7%	9.418	12.090	28,4%
FAVÖK	761,0	1.140,3	571,9	3.029,0	1.036,6	1.668,7	1.401,5	5.365,4	77,1%	5.502	9.472	72,2%
Yatırım Faaliyet Gelirleri/Gid.	2,1	0,0	7,9	0,5	0,3	5,3	0,8	0,5	-15,4%	11	7	-36,0%
Faaliyet Dışı Fin. Gelirler/Gid.	-229,8	-74,5	92,7	-2.017,9	-475,1	-555,7	-445,2	-739,6	-63,3%	-2.230	-2.216	a.d.
Özkaynak Yönt. Değer. Yat.	-5,0	-2,2	-13,8	18,1	-8,4	2,9	-13,2	36,6	101,9%	-3	18	a.d.
Kar/Zarar Payları	99,7	-25,3	-121,0	115,6	-305,9	246,8	-341,9	-1.568,0	a.d.	69	-1.969	a.d.
Vergi Gideri/Geliri(-)	1.228,8	1.305,2	601,4	3.991,8	1.676,9	2.119,9	1.938,4	6.132,9	53,6%	7.127	11.868	66,5%
Net Dönem Karı / Zararı	1.228,8	1.305,2	601,4	3.991,8	1.676,9	2.119,9	1.938,4	6.132,9	53,6%	7.127	11.868	66,5%
ANA ORT. NET DÖN. KAR / ZAR	1.233,9	1.304,6	602,5	3.989,6	1.695,6	2.140,0	1.956,4	6.123,7	53,5%	7.131	11.916	67,1%
FİNANSAL ORANLAR	1Ç21	2Ç21	3Ç21	4Ç21	1Ç22	2Ç22	3Ç22	4Ç22		2021	2022	
Brüt Kar Marjı	29,4%	43,2%	24,9%	33,0%	30,1%	32,5%	29,4%	36,1%	-	33,0%	33,4%	-
Faaliyet Kar Marjı	49,2%	35,7%	11,9%	62,0%	42,5%	45,0%	29,8%	30,0%	-	46,8%	34,3%	-
FAVÖK Marjı	24,0%	30,0%	17,2%	30,8%	23,7%	25,8%	20,4%	30,6%	-	27,3%	26,8%	-
Net Kar Marjı	38,7%	34,3%	18,1%	40,5%	38,4%	32,7%	28,1%	34,9%	-	35,4%	33,6%	-

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

Yurtdışı siparişlerin bakiye siparişteki payı %12,9...

8,2 milyar dolarlık bakiye siparişlerin %8'i savunma dışı iş alanlarından oluşurken, para birimi cinsinden ise %23'ü TL, %43'ü dolar ve %34'ü de euro cinsidir. Bakiye siparişlerde yurtdışı siparişlerin payı %12,9 seviyesindedir.

BAKİYE SİPARIŞLER



Kaynak: Aselsan

Son çeyrekte net borçta gerileme...

Şirket'in net borcu 3Ç2022'deki 7.643mn TL'den Aralık sonu itibariyle 5.147mn TL'ye gerilemiştir.

Aselsan 2023 yılında satış gelirlerinde %40'ın üzerinde büyüme öngörüyor...

Aselsan 2023 yılı beklentilerini de paylaşmıştır. Buna göre Aselsan 2023 yılında satış gelirlerinde %40'ın üzerinde (2022 yılı gerçekleşme %75,2) büyüme beklerken, FAVÖK marjının da %24'den büyük olacağını (2022 yılı gerçekleşme %26,8) öngörmektedir. Ayrıca şirket 2023 yılında 10 milyar TL'lik yatırım harcaması planlamaktadır.

Aselsan ile ilgili beklentilerimizi güncelliyoruz...

Aselsan ile ilgili tahminlerimizi, 2022 yılı gerçekleştirmeleri ardından, şirket beklentileri doğrultusunda güncelliyoruz. Buna göre, 2023 yılı için satış gelirleri tahminimizi 50.192mn TL'den 49.801mn TL'ye çekerken, FAVÖK tahminimizi ise 12.046mn TL'den 12.550mn TL'ye yükseltiyoruz.

Finansal Tahminler (mn TL)	2022	2023 Tahmin		2024 Tahmin	
		Eski	Yeni	Eski	Yeni
Satış Gelirleri	35.282	50.192	49.801	63.653	63.809
FAVÖK	9.472	12.046	12.550	14.640	15.761
Net Kar	11.916	12.212	12.739	14.160	15.300
FAVÖK Marjı	26,8%	24,0%	25,2%	23,0%	24,7%
Net Kar Marjı	33,8%	24,3%	25,6%	22,2%	24,0%

Kaynak: Ziraat Yatırım

Aselsan için hedef hisse fiyatını 65,10TL olarak güncelliyoruz...

Aselsan'ın hedef piyasa değerini, iskonto oranındaki düşüş, tahminlerimizdeki güncellemeler ve piyasa çarpanlarındaki değişikliklere bağlı olarak, 90.206mn TL'den 148.418mn TL'ye; hedef hisse fiyatımızı da 39,56TL'den **65,10TL'ye** yükseltiyoruz. Güncellenmiş hedef hisse fiyatına göre Aselsan hisseleri %15,2 oranında iskontolu işlem görmektedir. Bu nedenle Aselsan için daha önceki **"EKLE"** önerimizi koruyoruz.

Özet Değerleme Tablosu		
Kullanılan Yöntem	Açıklama	(Mn TL)
İndirgenmiş Nakit Akımları	(%20 iskonto, %8 büyüme)	144.688
Benzer Şirket Karşılaştırması	(2023T FD/FAVÖK: 12,9x)	157.122
Hedef Piyasa Değeri	(%80 İNA+%20 Benzer Şirket)	148.418
Hedef Hisse Fiyatı		65,10 TL
Aselsan Hisse Fiyatı*		55,20 TL
İskonto Oranı		15,2%

*01.03.2023 kapanış verileri kullanılmıştır.

ÖZET BİLANÇOLAR (MN TL)	2018	2019	2020	2021	2022	%Değ.
DÖNEN VARLIKLAR	11.617	13.976	19.594	23.175	38.299	65,3%
Nakit ve Nakit Benzerleri	3.116	3.520	4.100	2.492	5.687	128,2%
Ticari Alacaklar	3.072	3.885	7.147	9.803	14.888	51,9%
Diğer Alacaklar	204	381	672	723	1.027	42,1%
Stoklar	3.577	4.474	5.533	7.639	12.593	64,8%
Diğer Dönen Varlıklar	1.648	1.717	2.143	2.518	4.105	63,0%
DURAN VARLIKLAR	7.857	11.657	14.500	23.238	37.744	62,4%
Ticari Alacaklar	2.827	5.585	7.469	12.650	18.974	50,0%
Finansal Yatırımlar	779	988	1.183	2.149	4.288	99,6%
Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımlar	94	122	150	220	298	35,8%
Maddi Duran Varlıklar	1.336	1.574	2.342	3.432	6.327	84,4%
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	1.082	1.277	1.555	2.268	3.532	55,8%
Diğer Duran Varlıklar	1.739	2.111	1.800	2.519	4.324	71,7%
TOPLAM AKTİFLER	19.474	25.633	34.094	46.413	76.044	63,8%
KISA VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER	4.684	7.744	12.320	16.750	29.651	77,0%
Finansal Borçlar	699	1.612	1.618	1.956	5.603	186,4%
Uzun V. Borçlan.Kısa Vadeli Kısımları	67	611	1.389	3.114	4.161	33,6%
Ticari Borçlar	2.549	3.121	4.251	6.039	9.775	61,9%
Diğer Borçlar ve Karşılıklar	1.370	2.400	5.061	5.640	10.112	79,3%
UZUN VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER	4.612	4.320	3.676	3.828	6.531	70,6%
Finansal Borçlar	20	9	883	333	1.070	221,5%
Ticari Borçlar	1.768	21	0	25	73	a.d.
Diğer Borçlar ve Karşılıklar	2.824	4.290	2.793	3.470	5.389	55,3%
ÖZSERMAYE	10.177	13.569	18.098	25.835	39.861	54,3%
Ödenmiş Sermaye	1.140	1.140	2.280	2.280	2.280	0,0%
Geçmiş Yıllar Karları/Zararları	2.662	4.702	6.532	10.351	16.952	63,8%
Net Dönem Karı/Zararı	2.318	3.340	4.449	7.131	11.916	67,1%
Diğer	4.013	4.316	4.621	5.802	8.490	46,3%
Kontrol Gücü Olmayan Paylar	44	71	216	272	224	-17,6%
TOPLAM PASİFLER	19.474	25.633	34.094	46.413	76.044	63,8%
ÖZET GELİR TABLOSU (MN TL)	2018	2019	2020	2021	2022	%Değ.
SATIŞLAR	9.009	13.013	16.104	20.139	35.282	75,2%
Satışların Maliyeti (-)	6.797	9.641	11.499	13.490	23.498	74,2%
BRÜT KAR/ZARAR	2.211	3.372	4.605	6.649	11.783	77,2%
Genel Yönetim Giderleri (-)	222	343	400	576	1.206	109,3%
Pazarlama Giderleri (-)	151	204	281	670	878	31,0%
Araştırma ve Geliştirme Giderleri (-)	114,4	211,6	282,6	333	817	145,5%
Diğer Faaliyet Gelir/Giderleri	501	565	1.634	4.348	3.207	-26,3%
NET FAALİYET KARI/ZARARI	2.225	3.177	5.276	9.418	12.090	28,4%
Yatırım Faaliyet Gelirleri/Giderleri	5	6	8	11	7	a.d.
Faaliyet Dışı Finansal Gelirler/Giderler	21	123	-412	-2.230	-2.216	a.d.
Özkaynak Yönt. Değer. Yat. Kar/Zarar Payları	-9	2	12	-3	18	a.d.
Vergi Gideri/Geliri (-)	-78	-44	424	69	-1.969	a.d.
Net Dönem Karı / Zararı	2.319	3.353	4.461	7.127	11.868	66,5%
Ana Ortaklık Net Dönem Karı /Zararı	2.318	3.340	4.449	7.131	11.916	67,1%

a.d.: anlamlı değil

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