

ÖZET BİLGİLER

ASELSAN, Türk Silahlı Kuvvetlerini Güçlendirme Vakfı'na bağlı bir anonim şirket olarak, Türk Silahlı Kuvvetleri'nin haberleşme ihtiyaçlarının milli imkanlarla karşılanması amacıyla 1975 yılında kurulmuştur. 1990 yılından itibaren BIST'te işlem görmektedir.

Şirket, başta Türk Silahlı Kuvvetleri olmak üzere yurtiçi ve yurtdışı ihtiyaç makamlarının, haberleşme, bilgi teknolojileri, siber güvenlik, uydu sistemleri, radar ve elektronik harp, elektro-optik, aviyonik, insansız sistemler, kara, deniz ve silah sistemleri, hava savunma ve füze sistemleri, komuta kontrol sistemleri, ulaştırma, güvenlik, trafik, otomasyon ve sağlık teknolojilerine yönelik ihtiyaçlarını karşılayabilecek ürünlerin üretimini yapmaktadır.

Şirketin genel müdürlüğü ve 4 adet üretim tesisinin tamamı Ankara'da bulunmaktadır. 4 adet üretim tesisinin kullanım alanı toplamda 771.000 metrekare şeklindedir. Şirket paylarının %74.20'si Türk Silahlı Kuvvetlerini Güçlendirme Vakfı'na ait olmakla beraber, geri kalan %25.7'lik pay halka açıktır. Şirketin ödenmiş sermayesi 1 milyar 140 milyon TL ve fiili dolaşımdaki pay tutarı 292,7 milyon TL şeklindedir. Şirketin yurtiçi ve yurtdışında çeşitli ülkelerde olmak üzere 12 adet bağlı ortaklığı bulunmaktadır.

Aselsan Savunma alanında faaliyet gösteren küresel firmalar arasında büyüklük açısından 57'nci sırada yer almaktadır.

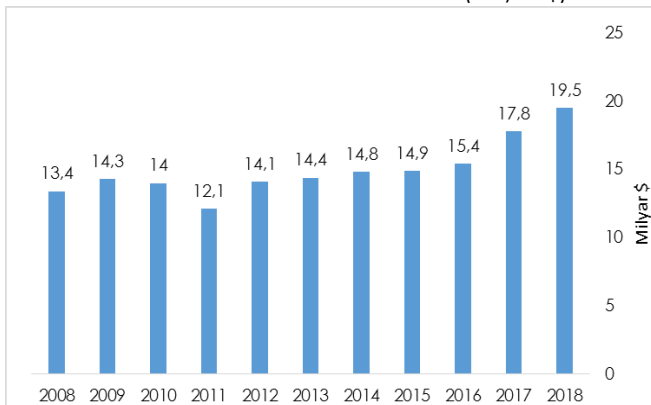
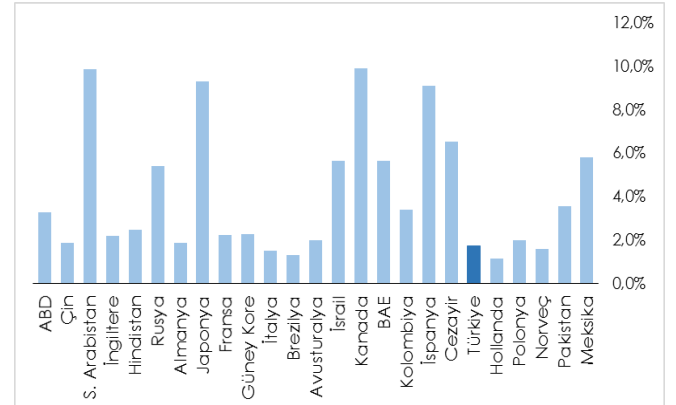
Ortaklık Yapısı


Şirketin Adı	Şirketin Sermayedeki Pay Yüzdesi	Şirketin Sermayedeki Payı
Aselsan Bakü Şirketi	%100	1,735,312 USD
Aselsanet Elektronik ve Haberleşme Sistemleri San. Tic. Ltd. Şti.	%100	3,300,000 TRY
Aselsan Malaysia Sdn. Bhd.	%100	100 MYR
Mikroelektronik Araştırma-Geliştirme Tasarım ve Ticaret Ltd. Şti.	%85	55,250 TRY
Yital Mikroelektronik Sanayi ve Ticaret A.Ş.	%51	8,905,875 TRY
Aselsan Hassas Optik San. ve Tic. A.Ş.	%50	6,500,000 TRY
Mikroelektronik Araştırma-Geliştirme Tasarım ve Ticaret Ltd. Şti.	%50	9,000,000 TRY
Saudi Arabian Defense And Electronics Company LLC	%50	11,250,000 SAR
IGG Aselsan Integrated Systems LLC	%49	98,000 AED
Kazakhstan Aselsan Engineering LLP	%49	3,464,300,000 KZT
Aselsan Middle East PSC LTD.	%49	1,225,000 JOD
Roketsan Roket San. Tic. A.Ş.	%15	21,906,222 TRY
Aspilsan Askeri Pil San. Tic. A.Ş.	%1	56,000 TRY

Kaynak: Aselsan

TÜRKİYE VE DÜNYADA SAVUNMA SANAYİİ

Türkiye savunma harcamalarında 18.2 milyar \$ ile dünyada 15. Sırada yer almaktadır ve mevcut durumda GSYH'nin %1.7'sini savunma harcamalarına ayırmaktadır. Global savunma harcamalarında 2017-2022 yılları arasındaki dönemde toplam savunma harcamalarında %3'lük bir artış beklenmektedir.

Ülkelerin 2018 Yılı Savunma Harcamaları (Milyar \$)

Ülkelerin GSYH'nin Yüzdesi Olarak Savunma Harcamaları


ÜRETİM ALANI

Aselsan, haberleşme sistemlerinde geliştirdiği hava ve deniz araçlarında kullanılmak üzere geliştirdiği telsizler, askeri telsizler ve kamu güvenliği haberleşmede, bilgi güvenliğinde geliştirdiği sistemler, yurtdışında yaygın olarak kullanılmaktadır. Şirketin geliştirdiği LTE-Advanced Makrocell Baz İstasyonu, Türkiye'de faaliyet gösteren üç GSM operatörü tarafından da tercih edilmiştir.

Savunma sistemlerinde Kara Sistemleri, Uzaktan Komutalı Silah Sistemleri, Komuta Kontrol ve Bilgi Sistemleri, Tank Sistemleri, Hava ve Füze Savunma Sistemleri, Hava Savunma Top ve Akıllı Mühimmat Sistemleri, Hava Savunma Komuta Kontrol Sistemleri, Su Altı/Su Üstü Deniz Sistemleri, Torpido ve Su Altı Sistemleri konularında ileri teknoloji ürün çözümleri için çalışmalar yürütmektedir.

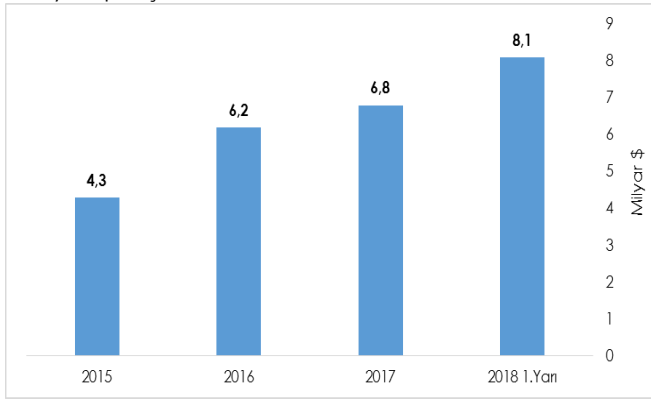
Şirket bünyesinde modern muharebe sahasının gereksinimleri çerçevesinde geliştirilen yüksek teknoloji ürün grubu Mikroelektronik, Aviyonik, Elektro-Optik, GÜDÜM ve İnsansız Sistemler, Türk Silahlı Kuvvetleri başta olmak üzere dünya ordularında görev yapmaktadır.

Aynı zamanda radar, elektronik harp ve mikrodalga alanında sistem tasarımı, donanım/yazılım tasarımı, algoritma geliştirme, sistem entegrasyonu, üretim, doğrulama ve geçerli kılma, platform entegrasyonu ve satış sonrası destek faaliyetleri sürdürmektedir.

BAKİYE SİPARİŞLER

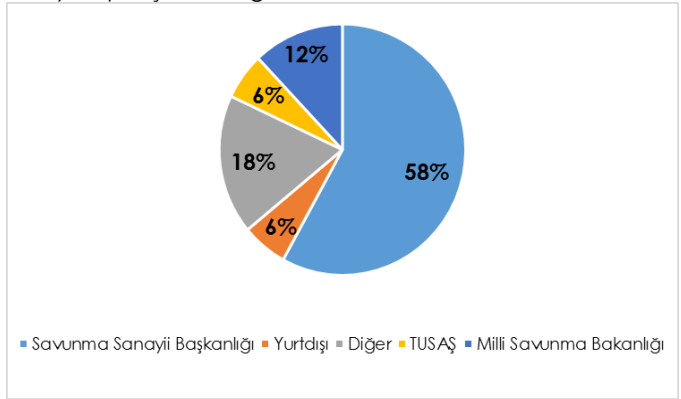
Şirketin 2018 yılında aldığı sözleşmelerin tutarı 2.1 milyar \$ şeklindedir. Mevcut durumdaki bakiye siparişleri 8.1 milyar \$ seviyesindedir. Bakiye siparişlerin %58'lik önemli bir kısmını Savunma Sanayii Bakanlığı oluşturmaktadır.

Bakiye Siparişler



Kaynak: Aselsan

Bakiye Siparişlerin Dağılımı

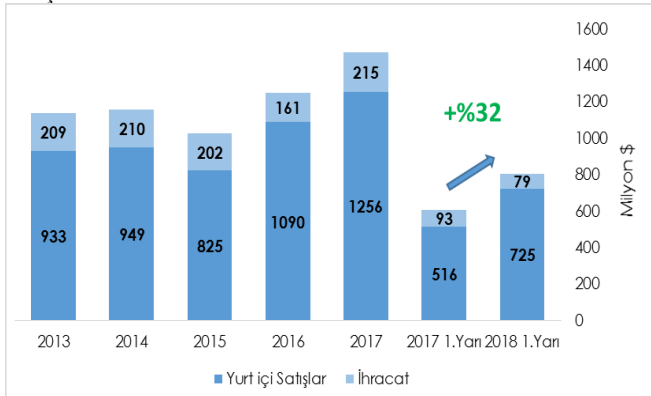


Kaynak: Aselsan

SATIŞLAR

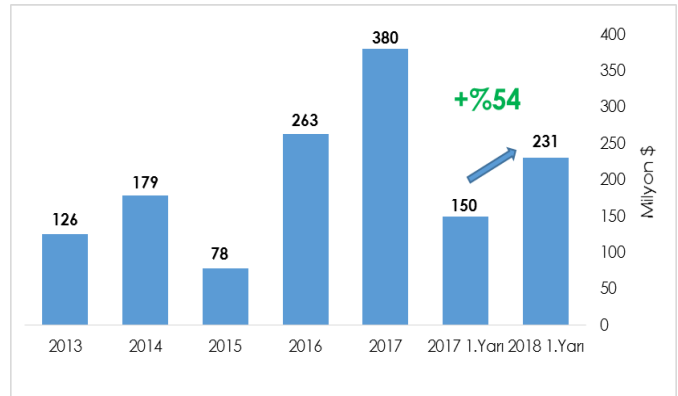
Şirketin yurtiçi satışları dolar bazında 2018 2.Yarıda, bir önceki yılın aynı dönemine göre %40 artarak 725 milyon \$ şeklinde, ihracatları ise %15 azalarak 79 milyon \$ şeklinde ve toplam satışlar 804 milyon \$ şeklinde gerçekleşmiştir. Şirketin 2017 1.Yarıda 150 milyon \$ şeklinde gerçekleşen net karı %54 artarak 2018 2.Yarıda 231 milyon \$ şeklinde gerçekleşmiştir. 2018 2.Yarıda dolar bazında FAVÖK 172 milyon \$ şeklinde gerçekleşerek bir önceki yılın aynı dönemine göre %31 artmıştır.

Satışlar



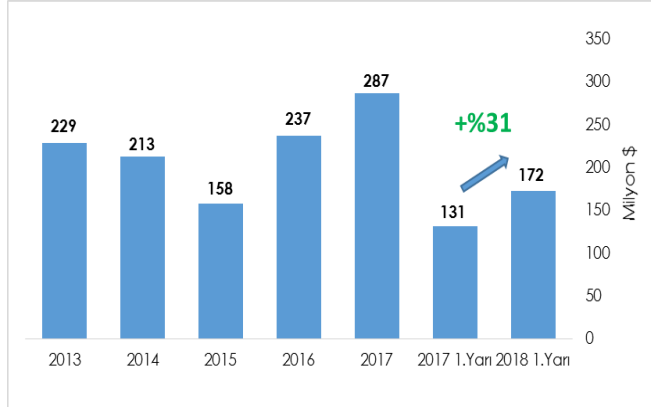
Kaynak: Aselsan

Net Kar



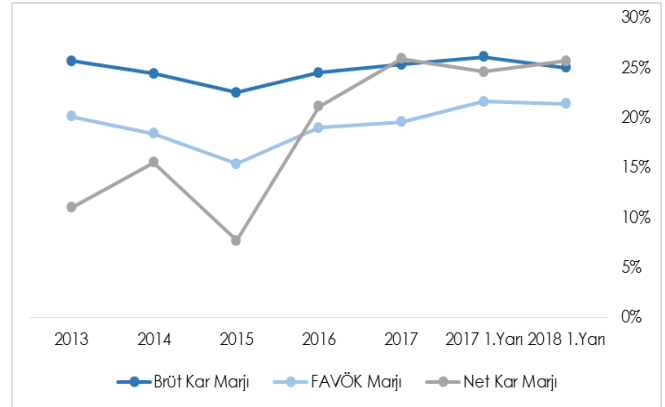
Kaynak: Aselsan

FAVÖK



Kaynak: Aselsan

Kar Marjlarının Yıllara Göre Gelişimi



Kaynak: Aselsan

DEĞERLEMELER

Fiyat Kazanç Oranına Göre Değerleme

Aselsan, 2018 Haziran dönemi sonunda 230 milyon \$ net kar açıklamıştır. Buna göre şirket için yıl sonu beklentilerimiz 461 milyon \$ net kar açıklaması yönündedir. Fiyat/Kazanç çarpanından tahmini hisse başı değer hesaplamasını yurtdışında benzer faaliyetler gösteren şirketler ile karşılaştırarak yaptık. Şirketin çarpanını global benzer şirketler ortalama çarpanları ile karşılaştırdığımızda iskontolu işlem görmekte olup, tahmini hisse başı değerini 6.14 \$ (39.92 TL) olarak hesaplamaktayız.

Fiyat/Kazanç	Piyasa Değeri (milyon \$)	2018 Tahmini Net Kar (milyon \$)	Aselsan	Global Benzer Şirketler Ortalama	Tahmini Piyasa Değeri (milyon \$)	Tahmini Hisse Başı Değer (\$)	Tahmini Hisse Başı Değer (TL)
F/K	4821	462	10.44	15.09	6967	6.14	39.92

Satışlara Göre Değerleme

2018 Haziran sonu itibariyle 803 milyon \$ ciro yapmış olan şirket için 2018 sonu ciro beklentimiz yaklaşık 1,601 milyon \$ seviyelerindedir. Şirketin 4,192 milyon \$'lık firma değeri baz alındığında Firma Değeri/Satışlar rasyosunu 2.62x hesaplamaktayız ve global benzer şirketler ortalaması ile karşılaştırdığımızda şirketin yaklaşık %120 primli ve tahmini hisse değerini ise 1.93 \$ (12.55TL) bulmaktayız.

Firma Değeri/Satışlar	Firma Değeri (milyon \$)	2018 Satışlar Tahmini (milyon \$)	Aselsan	Global Benzer Şirketler Ortalama	Tahmini Piyasa Değeri (milyon \$)	Tahmini Hisse Başı Değer (\$)	Tahmini Hisse Başı Değer (TL)
Firma Değeri/Satışlar	4192	1601	2.62	1.19	2533	1.93	12.55

FAVÖK'e göre değerlendirme

Şirket, 2018 Haziran döneminde 172 milyon \$ FAVÖK açıklamış olup, yıl sonu beklentimiz 352 milyon \$ olarak hesaplanmıştır. Şirketin değeri göz önüne alındığında Firma Değeri/FAVÖK Aselsan'ın 11.91x ve global benzer şirketler ortalaması 8.79x olarak hesaplanmıştır. Buna göre şirket yüzde 35% primli olmakla beraber tahmini piyasa değerini 3,724 milyon \$ ve tahmini hisse değerinin ise 3.14 \$ (20.40 TL) olması gerektiği hesaplanmıştır.

Firma Değeri/FAVÖK	Firma Değeri (milyon \$)	2018 FAVÖK Tahmini (milyon \$)	Aselsan	Global Benzer Şirketler Ortalama	Tahmini Piyasa Değeri (milyon \$)	Tahmini Hisse Başı Değer (\$)	Tahmini Hisse Başı Değer (TL)
Firma Değeri/FAVÖK	4192	352	11.91	8.79	3725	3.14	20.40

Defter Değerine Göre Değerleme

Şirketin defter değeri yaklaşık 2091 milyon \$ olarak açıklanmış olup, şirketin çarpanını global benzer şirketler ortalama çarpanı ile karşılaştırdığımızda %26 iskontolu işlem görmekte olup, tahmini hisse başı değerini 5.74\$ (37.28 TL) olarak hesaplamaktayız.

Piyasa/Defter Değeri	Piyasa Değeri (milyon \$)	Defter Değeri (milyon \$)	Aselsan	Global Benzer Şirketler Ortalama	Tahmini Piyasa Değeri (milyon \$)	Tahmini Hisse Başı Değer (\$)	Tahmini Hisse Başı Değer (TL)
Piyasa/Defter Değeri	4821	2092	2.31	3.11	5657	5.74	37.28

Benzer Rakip Şirket Rasyo Karşılaştırma Tablosu

Değerleme Yöntemleri	Hisse Çarpan	Sektör Çarpan	Tahmini Piyasa Değeri (milyon\$)	Tahmini Hisse Başına Fiyat (\$)	Tahmini Hisse Başına Fiyat (TL)
Fiyat Kazanç Oranına Göre Değerleme	10.44	15.09	6967	6.14	39.92
Satışlara Göre Değerleme	2.62	1.19	2533	1.93	12.55
FAVÖK'e göre değerlendirme	11.91	8.79	3725	3.14	20.40
Defter Değerine Göre Değerleme	2.31	3.11	5657	5.74	37.28
Ortalama					27.54
Hisse Kapanış Fiyatı					26.66
Potansiyel Yükseliş (%)					3%

Varsayımlar

*USD/TRY kuru 6.50 olarak alınıp hesaplama bunun üzerinden yapılmıştır.

*Kapanış Fiyatı 28/08/2018 tarihinin kapanış fiyatı olan 26.66 üzerinden alınmıştır.

*Bilanço hesaplanması ve tahmini USD baz alınarak yapılmıştır.

İndirgenmiş Nakit Akımları Tablosu

İndirgenmiş Nakit Akım Tablosu (Milyon \$)	2015	2016	2017	2018/06	2018	2019	2020	2021
Toplam Gelirler	1,023	1,247	1,469	804	1,601	1,746	1,903	2,074
Operasyonel Gelirler	120	201	251	152	241	263	287	312
FAVÖK	158	237	287	172	309	337	368	401
Vergi					53	58	63	69
Çalışma Sermayesindeki Değişim					0	0	0	0
Sermaye Harcamaları (Capex-USD)					158	173	188	205
İleri Vadeli Serbest Nakit Akım					204	223	243	265
İskonto Faktörü					1	1	1	2
İndirgenmiş Nakit Akım					182	176	171	166
Nihai Büyüme								5.0%
Nihai Büyümenin Bugünkü Değeri								2,025
Serbest Nakit Akımlarının Bugünkü Değeri								1,722
Şirket Değeri								3,747
Net Borç (-)								-630
Özsermaye Değeri								4,377
Piyasa Değeri								4,705
Yükseliş/Düşüş Potansiyeli								-7.0%
İşlem Fiyatı (TL) (28/08/2018)								26.36
Hedef Fiyat (TL)								24.52

Sonuç

Aselsan için 2 ayrı değerlendirme yöntemi uygulanmıştır. Bunlar indirgenmiş nakit akımları yöntemi ve benzer rakip şirket rasyo karşılaştırma yöntemidir. Mevcut benzer rakip şirketler Amerika, İngiltere, Fransa, İtalya, Rusya, Almanya, Hindistan gibi çeşitli ülkelerin savunma sanayi ve teknoloji şirketleri olup, Aselsan'ı benzer rakip rasyo karşılaştırma yönteminde bu ülkelerdeki çeşitli şirketleri baz aldık. Bu iki değerlendirme yöntemine %50'şer ağırlık verilmiş olup, olması gereken ortalama fiyatı 26.03 TL olarak hesaplamaktayız. Şirket 28/08/2018 kapanışına göre 26.66 TL den işlem görmektedir. Şirketin mevcut müşteri portföyünün %65' inin fazlasını Türkiye Cumhuriyet kurumlarının oluşturması ve alacaklarını döviz yerine TL cinsi tahsil edilebilme olasılığı karlılığı negatif yönde etkileyebilir. Ayrıca şirketin müşteri portföyü kaynaklı Türk Lirası cinsinden alacaklarında artış gözlemlenmesi ve Backlog içinde TL ağırlığının artma ihtimali, yurtiçi enflasyonist etkiden oluşabilecek hammadde ve üretim maliyeti artışlarının söz konusu şirketin kar marjlarını baskılayabilir. Global ekonomik riskler ile birlikte Türkiye'ye olabilecek herhangi bir dış yaptırım şirketin projelerinde aksamaya sebep olabilir. Diğer taraftan ülkede artış trendi gösteren Savunma Sanayi harcamaları şirketin satışları açısından pozitif bir etkidir. Aselsan'ın teknoloji şirketi olması ile beraber yeni inovatif ürünler sunması (TUFAN railgun projesi gibi) bölgesel pazarda şirketi önemli oyuncu haline getirebilir. Ayrıca şirketin ileride dolar bazlı siparişlerinin tutması ve devlet kurumunun müşteri bazlı ödemelerini düzenli yapması durumunda ileri vadeli pozitif düşünülebilir. Aselsan'ın Mevcut 2 değerlendirme yöntemi ile hesapladığımız fiyat 26.03 TL olup 28/08/2018 tarihindeki 26.66 TL kapanışına göre %2 düşüş potansiyeli bulunmaktadır ve hissenin prim potansiyelinin sermaye maliyetinden düşük olması sebebi ile endeks paralelinde hareket etmesini bekliyoruz.

GELİR TABLOSU TAHMİNİ – ÖZET

Milyon \$	2016	2017	2018 Yılısonu Tahmini	2017/06	2018/06
Totam Gelirler	1247	1469	1601	608	804
Toplam Giderler	-1047	1469	-1289	-494	-652
Operasyonel Gelirler	201	251	312	114	152
FAVÖK	237	287	352	131	172
Faliyet Dışı Diğer Gelirler	71	76	201	23	101
Net Finansal Gelirler	-28	-6	-61	-22	-31
Vergi Öncesi Net Kar	243	321	444	115	222
Vergi	-20	-59	-18	-35	-9
Net Kar/Zarar	263	380	462	150	231

Marjlar					
Faliyet Kar Marjı	16.1%	17.1%	19.5%	18.8%	18.9%
FAVÖK Marjı	19.0%	19.6%	22.0%	21.6%	21.4%
Net Kar Marjı	21.1%	25.9%	28.8%	24.6%	28.7%

Bilanço Büyüklükleri (Milyon \$)					
Yabancı Para Net Döviz Pozisyonu	295	85	0	328	0
Net Nakit	191	191	630	76	630
Özsermaye	1045	1251	2092	1191	1861
Ödenmiş Sermaye	283	262	352	285	247



Genel Müdürlük

Levent Mah. Levent Cad. No: 45 P.K. 34330 Beşiktaş / İSTANBUL

+90 212 370 22 22

www.alanyatirim.com.tr

Ankara İrtibat Bürosu

Anafartalar C. Papatya S. No: 2/6-8 Ulus / ANKARA

+90 312 312 69 80

İzmir İrtibat Bürosu

Akdeniz M. Cumhuriyet Bulvarı Çırpıcı İş Merkezi No: 77/402 Konak / İZMİR

+90 232 445 64 66

arastirma@alanyatirim.com.tr

Yasal Uyarı : Bu dokümanda yer alan her türlü bilgi, değerlendirme ve yorum güvenilir olduğu düşünülen Alan Yatırım A.Ş. Araştırma Departmanı tarafından burada sunulan bilgilerin doğruluğu ve bütünlüğü konusunda makul özen gösterilmiş olmakla beraber, olabilecek hatalar ve eksikliklerden sorumlu değildir. Burada yer alan fiyatlar, veriler ve bilgilerin tam ve doğru olduğu garanti edilemez, içerik haber verilmeksizin değiştirilebilir. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Herhangi bir yatırım aracının alım – satım önerisi ya da getiri vaadi olarak yorumlanmamalıdır. Bu belgede yer alan yatırımla ilgili bilgiler, yorumlar ve tavsiyeler yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti, yetkili kuruluşlar tarafından kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler ise genel niteliktedir. Burada yer alan görüşler, yatırımcının mali durumuna veya risk ve getiri tercihlerine uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanılarak yatırım kararı verilmesi beklentilere uygun sonuçlar doğurmayabilir. Burada yer alan bilgi, değerlendirme, yorum ve istatistiki şekil ve değerlendirmelerin kullanımı sonucunda ortaya çıkacak doğrudan ve /veya dolaylı zararlardan Alan Yatırım A.Ş. sorumlu olmayacaktır. Tüm hakları saklıdır.