

## Aselsan 2020'de %50 Büyüme Hedefiyle Dikkat Çekiyor...

Analiz -Yorum

4 Mart 2020

28 Şubat Cuma günü Aselsan'ın düzenlediği analist toplantısına katıldık. Toplantıda ağırlıklı olarak 2019 yılında güçlü gelen bilançonun hikâyesi ve 2020 yılı stratejik planı üzerinde duruldu. Şirketin 2020 yılı için potansiyelini gösteren en önemli veri bizce FAVÖK kar marjında %20-22 (son 5 yılın ortalaması %21) ve satışlarda %40-50 (son 5 yılda ortalama %15) büyüme hedefi vermesiydi. Dünyanın ciro bakımından en büyük 100 savunma sanayii şirketi listesine 2006 yılında 93. sıradan giren Aselsan'ın 2019 yılında 52. sıraya kadar yükseldiği, bu seneki hedefin ise ilk 50'ye girmek olduğu ifade edildi. Şirketin Ar-Ge teşvikleri sayesinde 2023 yılına kadar kurumlar vergisinden muaf olması kurumun en önemli avantajlarından biri olarak öne çıkarken, şirket güçlü büyüme beklentileri, rekor seviyelerdeki bakiye siparişleri ve efektif alacak yönetimi dikkat çekiyor.

### ÖZET BİLGİLER

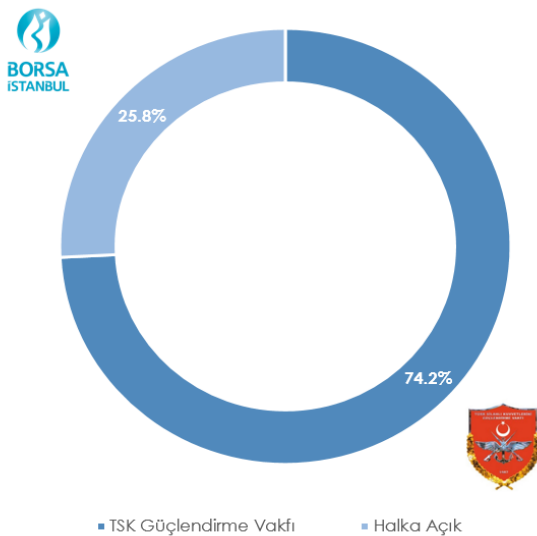
ASELSAN, Türk Silahlı Kuvvetlerini Güçlendirme Vakfı'na bağlı bir anonim şirket olarak, Türk Silahlı Kuvvetleri'nin haberleşme ihtiyaçlarının milli imkânlarla karşılanması amacıyla 1975 yılında kurulmuştur. 1990 yılının ağustos ayından beri BIST'de işlem gören şirketin, 2018 yılında talep toplama yöntemiyle gerçekleştirilen ikincil halka arzı sonrasında fiili dolaşım oranı %15,3'ten %25,7'ye yükselmiştir. Teknolojide öncü, savunmada lider olma hedefiyle yola çıkan Aselsan 44 yıldır ürettiği teknolojilerle dünyanın en büyük 52 savunma markasından biri haline gelmiş, güvenlik güçlerimizin ihtiyaçlarını milli kaynaklarla karşılama ve global düzeyde güvenilir bir iş ortağı olma hedefiyle çalışmalarına hız kesmeden devam etmektedir. Aselsan, sadece savunma alanıyla sınırlı kalmayıp; ulaşım, güvenlik, enerji, teknoloji ve sağlık gibi savunma dışı alanlarda da millileştirme çalışmalarını sürdürmekte; stratejik amaçları doğrultusunda yurt dışı pazar etkinliğini artırmayı hedeflemektedir.

### ORTAKLIK YAPISI

Şirket paylarının %74,2'si Türk Silahlı Kuvvetlerini Güçlendirme Vakfı'na ait olmakla beraber, geri kalan %25,8'lik pay halka açıktır. Şirketin ödenmiş sermayesi 1 milyar 140 milyon TL ve fiili dolaşımdaki pay tutarı 292,7 milyon TL şeklindedir. Şirketin yurt içi ve yurt dışında çeşitli ülkelerde olmak üzere 12 adet bağlı ortaklığı bulunmaktadır.

### Grup Ortaklık Yapısı

Grafik 1: Aselsan Dolaylı Ortaklık Yapısı



Kaynak: Aselsan

Tablo 1: Aselsan'ın İştirakleri

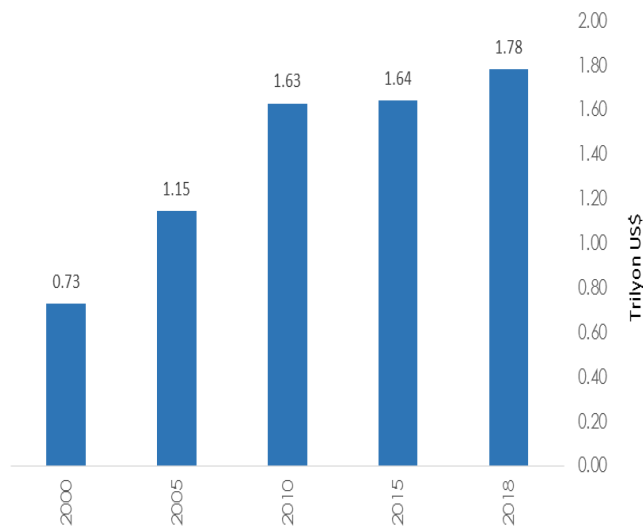
Şirketin Adı	Şirketin Sermayedeki Payı	Şirketin Sermayedeki Pay Yüzdesi
Aselsan Bakü Şirketi	100%	1,601,978 AZN
Aselsannet Ltd.Şti.	100%	15,000,000 TL
Aselsan Malaysia Sdn. Bhd.	100%	100 MYR
Aselsan Global Dış Tic. ve Pazarlama A.Ş.	100%	50,000 TL
Mikroelektronik Ltd.Şti.	85%	1,700,000 TL
Tüyar Mikroelektronik Sanayi ve Ticaret A.Ş.	51%	8,905,875 TL
Aselsan Konya Silah Sistemleri A.Ş.	51%	44,472,000 TL
Ulak Haberleşme A.Ş.	51%	11,730,000 TL
Bites Savunma Havacılık ve Uzak Teknolojileri A.Ş.	51%	127,500 TL
Aselsan Hassas Optik San. ve Tic. A.Ş.	50%	6,500,000 TL
Aselsan Bilkent Mikro Nano Tek. A.Ş.	50%	9,000,000 TL
Sadec LLC.	50%	11,250,000 SAR
TR Eğitim ve Teknoloji A.Ş.	50%	1,000,000 TL
Ehsim Elektronik Harp Sistemleri Mühendislik Tic. A.Ş.	50%	125,000 TL
IGG Aselsan LLC	49%	9,800,000 AED
Kae LLP	49%	3,464,300,000 KZT
Aselsan Middle East PSC	49%	1,225,000 JOD
Barq Qstp LLC.	48%	480,000 QAR
Teknohab Teknoloji Geliştirme Bölgesi Yönetici A.Ş.	30%	3,000,000 TL
Roketsan A.Ş.	14.9%	21,906,223 TL
Aspişan A.Ş.	1%	812,400 TL

Kaynak: Aselsan

## TÜRKİYE VE DÜNYA'DA SAVUNMA SANAYİ

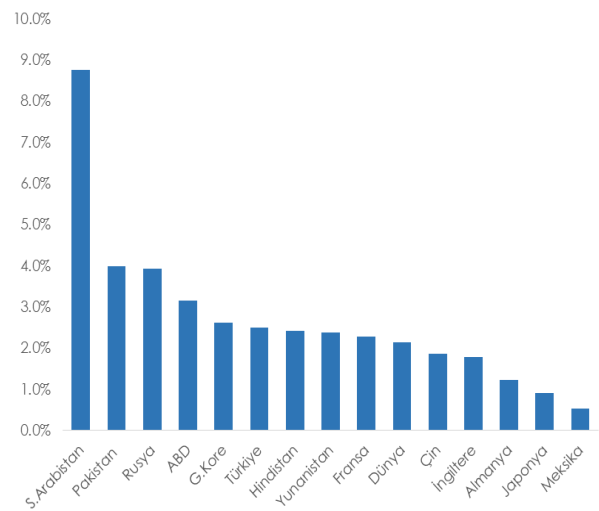
Dünyadaki savunma harcamaları özellikle son 10 yılda ülkeler arasındaki gerginlikler, terör olayları ve yoğunlaşan tehdit unsurlarıyla birlikte büyük bir artış kaydetmiştir. 2019 yılında %4 artış gösteren savunma harcamalarına silahlanma yarışı içerisinde bulunan ABD ve Çin öncülük etmektedir. Dünyanın en büyük iki gücünün ardından Suudi Arabistan, Hindistan ve Fransa dünyada savunmaya en fazla bütçe ayıran ülkeler arasında yer almaktadır. Global savunma harcamaları 2018 yılında 1.8 trilyon US\$'a ulaşmış olması sektörün büyüklüğünü gözler önüne sermektedir. ABD ve Çin'in 2017-2022 yılları arasındaki dönemde toplam savunma harcamalarının %3'lük bir artış kaydetmesi beklenilmektedir. Jeopolitik konumu ve Ortadoğu'da yaşanan bölgesel çatışmalara olan yakınlığı göz önünde bulundurulduğunda, güçlü ve kendi kendine yeten bir yerel savunma sanayisini geliştirmek Türkiye açısından elzem hale gelmiştir. Türkiye savunma harcamalarında 18.9 milyar US\$ ile dünyada 15. sırada yer almakla birlikte, mevcut durumda GSYH'nin %2,5'ini savunma harcamalarına ayırmaktadır. Yeni Ekonomi Programı'nda belirlenen hedefler doğrultusunda bu payın 2022 yılına kadar %2.8 seviyesine kadar yükselmesi beklenilmektedir.

Grafik 2: Yıllara Göre Dünya Savunma Harcamaları



Kaynak: Dünya Bankası

Grafik 3: Ülkelerin GSYH'nin Yüzdesi Olarak Savunma



Kaynak: Dünya Bankası

## YENİ TEKNOLOJİLER VE SAVUNMA SANAYİNDE ASELSAN'IN KONUMU

### ÜRETİM ALANI

Aselsan farklı yatırım ve üretim yapısı gerektiren proje konularına bağlı olarak beş ayrı sektör başkanlığı bünyesinde örgütlenmiştir ve oldukça geniş bir yelpazede üretim faaliyeti gerçekleştirmektedir. Aselsan savunma teknolojilerindeki kabiliyetini sivil alana aktarmaya başlamıştır ve 2019-2023 stratejik planlamasına göre sivil alanda raylı ulaşım, elektronik araç, trafik ve otomasyon sistemleri, enerji sistemleri, sağlık teknolojileri, haberleşme teknolojileri ve sivil aviyonik piyasalarında özgün ürünlerle yer almayı hedeflemektedir. Şirketin geliştirdiği ilk yerli baz istasyonu ULAK (LTE-Advanced Makrocell Baz İstasyonu) Türkiye'de faaliyet gösteren üç GSM operatörü tarafından da tercih edilmiştir. Şirket ayrıca 5G teknolojisinde ön plana çıkan konularda teknik altyapı oluşturma çalışmalarını sürdürmektedir.

2020 yılı Yatırım Programı'nda milli trenin yerli ve milli imkanlarla hayata geçirilmesi planlanmıştır. Programda araç ve ekipman tedarikinde yerli üretimin katkı oranının azami düzeyde gözetileceği belirtilirken, Türkiye Vagon Sanayi (TÜVASAŞ) ve Aselsan arasında aynı zamanda elektrikli trenin beyni olarak da kabul edilen Tren Kontrol ve Yönetim Sisremi ve Cer Zinciri Sistemi'nin Aselsan tarafından geliştirilmesi konusunda sözleşme imzalanmıştır. HAVELSAN iş ortaklığıyla oluşturulan MİLGEM 5, şirketin son dönemde imzaladığı büyük projelerin arasında yer almaktadır. 2021 ve 2023 yılları arasında teslimatı öngörülen projede Aselsan'ın sorumlu olduğu iş payı 663.4 milyon TL tutarında bulunmaktadır. Aselsan'ın geçen seneki 541 milyon US\$ Ar-Ge bütçesinin 60 milyon US\$'ı özkaynaklardan oluşmuştur. Şirket her sene cirosunun %7'sini Ar-Ge'ye ayırmaktadır. İnovasyon kabiliyetini şirketin başarısındaki en önemli anahtar olarak değerlendiren Aselsan'ın 6 adet Ar-Ge tesisi bulunmaktadır.

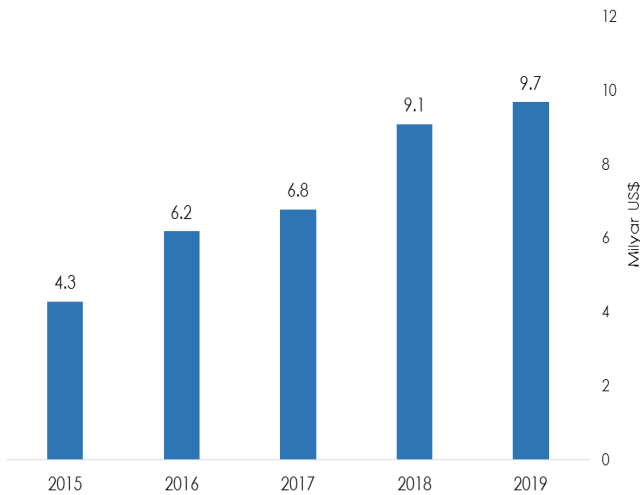
## YÜKSEK İŞGÜCÜ PROFİLİ

Şirket güçlü bir finansal sermaye yapısının yanında, nitelikli bir entelektüel sermaye gücüne de sahiptir. 2019 yılının ilk dokuz ayında 10 Milyar US\$ ile rekor bir sipariş seviyesine ulaşılırken, kurum 1,134 yeni işe alım gerçekleştirmiştir. Geçtiğimiz yıl işe başlayanların %70'ini mühendis kadrosu oluşturmaktadır. Toplamda ise personel sayısının yarısından fazlası mühendislerden oluşmakta ve Türkiye'deki mühendislik öğrencilerinin çalışmayı en çok istediği şirketlerin başında gelmektedir. Hem mühendislik hem Ar-Ge şirketi olan Aselsan'da çalışanların %30'u yüksek lisans veya doktora derecesinde yükseköğrenim seviyesine sahiptir. ASELSAN, Back to Turkey tersine beyin göçü projesi başlığı altında Türkiye'deki beyin gücünü geliştirilip güçlendirilmesine ek olarak yurt dışında bulunan vatandaşlarımızın ülkemize geri kazandırılması yönündeki çalışmalarını sürdürmektedir.

## BÜYÜYEN SİPARİŞLER

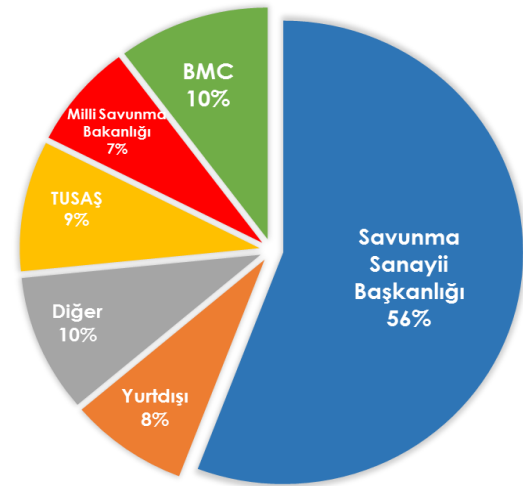
2018 yılını 9.1 milyar US\$ bakiye siparişe kapatan ASELSAN, 2019 yılında bugüne kadarki en yüksek bakiye sipariş tutarına ulaşmıştır. Bakiye siparişlerinin %95'lik kısmı katma değeri yüksek savunma sanayi siparişlerinden, %5'lik kısmı ise savunma harici siparişlerden oluşmaktadır. 2019 yılının sonu itibarıyla mevcut durumdaki bakiye siparişleri 9.7 milyar \$ seviyesindedir. Bakiye siparişlerin %55.8'lik önemli bir kısmını Savunma Sanayi Başkanlığı oluşturmaktadır. 2019 yılının ilk altı aylık dönemde yaptığı teslimatların yanı sıra, 1.8 milyar US\$ tutarında yeni sözleşme imzalayan şirket satış hacmini genişletmiştir. İmzaladığı sözleşmeler arasında Altay Milli Tank seri üretim projesi, Pakistan Atak Helikopteri ve Modüler Geçici Üs Bölgesi Projesi öne çıkmaktadır.

Grafik 4: Bakiye Siparişler



Kaynak: Aselsan

Grafik 5: Bakiye Siparişlerin Dağılımı

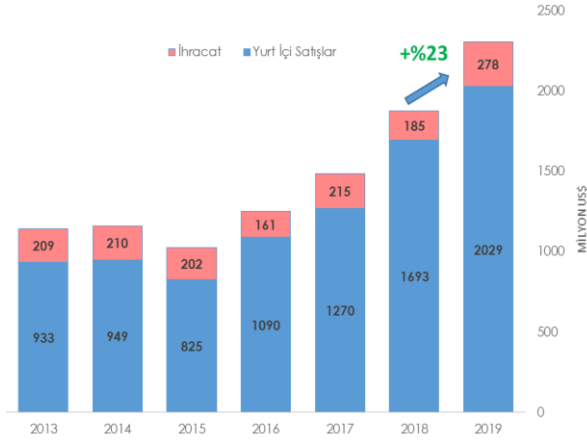


Kaynak: Aselsan

## SATIŞLAR

Aselsan 2019 yılında cirosundaki büyüme trendini devam ettirerek yurt içi ve yurt dışı satışlardan toplam 2.3 milyar US\$ hasılat elde etmiştir. 2019 yılında bir önceki yıla göre satışlarını dolar bazında %28 artırmıştır. Yurt içi satışlarını ise %40.8 artırmıştır. Aselsan 2020 yılı için yurt dışı ile imzalamış olduğu sözleşmelerle satışlarını ve satış ağını genişletmeyi hedeflemektedir. Türkiye'nin 1.14 dolar, savunma ve havacılık sektörünün 97 dolar olan ihracat kilogram değerine karşılık olarak Aselsan, katma değeri yüksek üretimi sayesinde her 1 kilogramlık ihracatına karşılık olarak 1500 dolar gelir elde etmiştir. Satışlardan elde ettiği gelir neticesinde 2018 yılına göre brüt karını %52, faaliyet karını %52, FAVÖK'ünü %51 artırmayı başardı. 2019 yılı içerisinde Uluslararası Pazarlama Departmanı'nı yeniden yapılandıran Aselsan, Türkiye Cumhuriyetleri, Asya ve Afrika ülkelerindeki etkinliğini artırmayı planlamakta, yurt dışı satış ağını genişletmeyi hedeflemektedir. Yaptığı yurt dışı sözleşmelerle satışlarını 2020 yılında %40-50 civarında büyütmeyi hedefleyen şirket, yatırım harcamalarını 1.5 milyar TL'ye çıkarmayı hedeflemektedir.

Grafik 6: Satışlar



Kaynak: Aselsan

Grafik 7: Net Kar



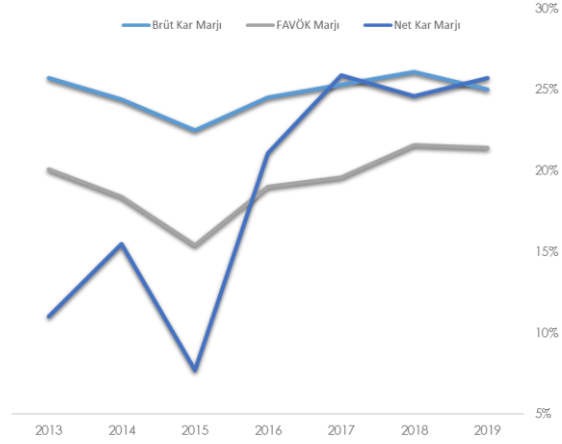
Kaynak: Aselsan

Grafik 8: FAVÖK



Kaynak: Aselsan

Grafik 9: Kar Marjlarının Yıllara Göre Gelişimi



Kaynak: Aselsan

## DEĞERLEMELER

### Fiyat Kazanç Oranına Göre Değerleme

Aselsan, 2019 Aralık dönemi sonunda 589 milyon \$ net kar açıklamıştır. Buna göre şirket için 2020 yıl sonu beklentilerimiz 650 milyon \$ net kar açıklayacağı 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 11.03 \$ (66.17 TL) olarak hesaplamaktayız.

Fiyat/Kazanç	Piyasa Değeri (milyon US\$)	2020 Tahmini Net Kar (milyon US\$)	ASELS	Global ve Yurtiçi Şirketler Ortalaması	Tahmini Piyasa Değeri(milyon US\$)	Tahmini Hisse Başı Değer (US\$)	Tahmini Hisse Başı Değer (TL)
F/K	5.512	650	8.47	19.53	12.704	11.03	66.17

### Satışlara Göre Değerleme

2019 Aralık sonu itibarıyla 2,191 milyon \$ ciro yapmış olan şirket için 2020 sonu ciro beklentimiz yaklaşık 3,098 milyon \$ seviyelerindedir. Şirketin 5,295 milyon \$'lık firma değeri baz alındığında Firma Değeri/Satışlar rasyosunu 1.71x hesaplamaktayız ve global benzer şirketler ortalaması ile karşılaştırdığımızda tahmini hisse değerini ise 4.72 \$ (28.31 TL) bulmaktayız.

Firma Değeri/Satışlar	Firma Değeri (milyon US\$)	2020 Satışlar Tahmini (milyon US\$)	ASELS	Global ve Yurtiçi Şirketler Ortalaması	Tahmini Firma Değeri(milyon US\$)	Tahmini Hisse Başı Değer (US\$)	Tahmini Hisse Başı Değer (TL)
Firma Değeri/Satışlar	5.295	3.098	1.71	1.62	5.221	4.72	28.31

## FAVÖK'e göre değerlendirme

Şirket, 2019 Aralık döneminde 480 milyon \$ FAVÖK açıklamış olup, yıl sonu beklentimiz 624 milyon \$ olarak hesaplanmıştır. Şirketin değeri göz önüne alındığında Firma Değeri/FAVÖK Aselsan'ın 8.49x ve global benzer şirketler ortalaması 9.71x olarak hesaplanmıştır. Buna göre şirket yüzde 30% iskontolu olmakla beraber tahmini piyasa değerini 6,058 milyon \$ ve tahmini hisse değerinin ise 5.47 \$ (32.84 TL) olması gerektiği hesaplanmıştır.

Firma Değeri/FAVÖK	Firma Değeri (milyon US\$)	2020 FAVÖK Tahmini (milyon US\$)	ASELS	Global ve Yurtiçi Şirketler Ortalaması	Tahmini Firma Değeri(milyon US\$)	Tahmini Hisse Başı Değer (US\$)	Tahmini Hisse Başı Değer (TL)
Firma Değeri/FAVÖK	5,295	624	8.49	9.71	6,058	5.47	32.84

## Defter Değerine Göre Değerleme

Şirketin defter değeri yaklaşık 2,809 milyon \$ olarak açıklanmış olup, şirketin çarpanını global benzer şirketler ortalama çarpanı ile karşılaştırdığımızda tahmini hisse başı değerini 8.02 \$ (48.14 TL) olarak hesaplamaktayız.

Piyasa/Defter Değeri	Piyasa Değeri (milyon US\$)	Defter Değeri	ASELS	Global ve Yurtiçi Şirketler Ortalaması	Tahmini Piyasa Değeri(milyon US\$)	Tahmini Hisse Başı Değer (US\$)	Tahmini Hisse Başı Değer (TL)
Piyasa/Defter Değeri	5,512	2,809	1.96	3.29	9,243	8.02	48.14

## Benzer Rakip Şirket Rasyo Karşılaştırma Tablosu

Global Benzer Şirketler	Piyasa Değeri milyon USD	Fiyat/Kazanç	FD/FAVÖK	FD/Ciro	PD/DD	Ülke
Navinfo Co China	4,624	112.45	-	13.51	4.40	Çin
Anhui Sun Create China	1,070	39.56	28.05	1.89	3.29	Çin
Codan Limited Australia	948	31.34	21.23	5.26	6.73	Avustralya
Cobham PLC	5,095	-	15.28	2.07	315.00	İngiltere
Ultra Electronics	1,993	32.23	14.35	2.19	357.86	İngiltere
Meggitt PLC	6,188	33.71	17.23	2.78	197.91	İngiltere
Thales SA	22,109	18.97	13.46	1.51	3.98	Fransa
Safran Sa	65,874	29.09	14.94	2.80	5.19	Fransa
CAE INC	8,026	30.05	17.93	3.59	4.50	Kanada
ITT Corp	5,995	19.63	11.65	2.05	3.00	ABD
Heico Corp	15,391	54.23	33.02	8.78	10.46	ABD
Senior PLC	847	14.79	7.38	0.84	117.96	İngiltere
Spirit AeroSystems	7,092	10.76	6.74	1.03	4.26	ABD
Triumph Group	1,350	-	11.87	0.86	-	ABD
Aselsan	5,382	9.82	10.88	2.44	1.96	Türkiye
Medyan		30.70	14.94	2.13	5.19	

Varsayımlar

Mevcut değerlendirilmede ülke iskontosu uygulanmış olup, tablodaki rasyolar iskontosuz rasyolardır.

Değerleme Yöntemleri	Hisse Çarpan	Sektör Çarpan	Tahmini Piyasa Değeri (milyonUS\$)	Tahmini Hisse Başına Fiyat (US\$)	Tahmini Hisse Başına Fiyat (TL)
Fiyat Kazanç Oranına Göre Değerleme	8.47	19.53	12,704	11.03	66.17
Satışlara Göre Değerleme	8.49	9.71	6,058	5.47	32.84
FAVÖK'e göre değerlendirme	1.71	1.62	5,221	4.72	28.31
Defter Değerine Göre Değerleme	1.96	3.29	9,243	8.02	48.14
Ortalama					43.86
Hisse Kapanış Fiyatı					28.24
Potansiyel (Yön-%)			Yükseliş		55%

Varsayımlar

\*Bilanço hesaplanması ve tahmini USD baz alınarak yapılmıştır.

\*Kapanış Fiyatı 02.03.2019 tarihinin kapanış fiyatı olan 28.24 üzerinden alınmıştır.

\*USD/TRY kuru 6 olarak alınıp hesaplama bunun üzerinden yapılmıştır.

## İndirgenmiş Nakit Akımları Tablosu

İndirgenmiş Nakit Akım Tablosu (mnUS\$)	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029
Toplam Satış Gelirleri	1,483	1,873	2,295	3,098	3,408	3,732	4,068	4,414	4,767	5,172	5,637	6,173	6,759
Operasyonel Kar	281	359	461	566	623	682	764	829	895	945	1,031	1,128	1,236
FAVÖK	318	394	503	624	686	751	839	911	984	1,041	1,135	1,243	1,361
Vergi			0	125	137	150	168	182	197	208	227	248	272
Çalışma Sermayesindeki Değişim			0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Sermaye Harcamaları (Capex-USD)			230	230	242	254	266	280	294	308	324	340	357
İleri Vadeli Serbest Nakit Akım			0	269	308	348	405	449	493	525	585	655	732
İskonto Faktörü			0.0	1.0	1.1	1.2	1.3	1.4	1.6	1.7	1.9	2.1	2.3
İndirgenmiş Nakit Akım			0	269	281	289	307	310	311	302	307	313	319
Nihai Büyüme													3.0%
Nihai Büyümenin Bugünkü Değeri													5,325
Serbest Nakit Akımlarının Bugünkü Değeri													3,332
Şirket Değeri													8,657
Net Borç (-)													217
Özsermaye Değeri													8,874
Piyasa Değeri													5,171
Yükseliş/Düşüş Potansiyeli													72%
İşlem Fiyatı (TL) (02/03/2020)													28.24
Hedef Fiyat (TL)													48.46

Varsayımlar

\*Şirketin olası risklerini göz önünde bulundurduğumuzda risk primi %6.5 alınmıştır.

\*Kapanış Fiyatı 02.03.2019 tarihinin kapanış fiyatı olan 28.24 üzerinden alınmıştır.

\*2020 yıl sonu tahminleridir.

Değerleme Yöntemi	Hedeflenen Fiyat TL	Potansiyel %	Ağırlık %
Global Benzer Şirketler Karşılaştırması	43.86	55%	50%
İndirgenmiş Nakit Akımlar	48.46	72%	50%
Ortalama Hedef Fiyat	46.16	63%	100%
Varsayımlar	*Kapanış Fiyatı 02.03.2019 tarihinin kapanış fiyatı olan 28.24 üzerinden alınmıştır.		

## SONUÇ

Türk savunma sanayisi politikası son dönemde ihtiyaçların yerli üretim ve tasarım ile karşılanması ve pazar alanını geliştirme çerçevesinde yön belirlemiştir. Dünyada savunma harcamalarına ayrılan kaynak artmakta, Aselsan ise savunma sektöründeki büyümeden yararlanmak için iyi konumlanmış durumdadır. Aselsan yüksek kalite ürün kapasitesi ile yurtdışı pazarlar bulma konusunda zorluk çekmemektedir. Şirketin ihracat kanallı büyüme potansiyeli bulunmaktadır. Türkiye Cumhuriyetlerinin yanı sıra AB ve NATO üyesi ülkelere de ihracat gerçekleştirmekte, yeni projeler ve anlaşmalar ise şirketin orta vadeli büyümesini desteklemektedir. Aselsan'ın yatırımlarının ve teknoloji kullanımının savunma dışı sektörlerde de yeni pazarlar yaratması beklenebilir. Aselsan'ın gelir yapısının %78'ini döviz bazlı siparişler oluştururken, maliyetlerinin %65'inin yerli para birimi cinsinden olması operasyonel karlılığının sürdürülebilir olmasına katkıda bulunacaktır. Dünyada son 10 yıldır artış trendi gösteren savunma sanayi harcamaları şirketin satışları açısından pozitif bir etki yaratma potansiyeli sunmaktadır. Aselsan'ın Ar-Ge teşvikleri sayesinde 2023 yılına kadar kurumlar vergisi ödemeyecek olması karlılığı üzerinde bir başka avantaj unsuru olarak öne çıkmaktadır. Global ekonomik risklere ek olarak Türkiye'nin diplomatik ilişkilerinde yaşanacak bir olumsuzluk ve dış yaptırım olasılığı şirketin projelerinde aksamaya sebep olabilir, TL'nin güçlenmesi satış gelirleri üzerinde baskı oluşturabilir.

Bu analizde Aselsan için 2 farklı değerlendirme yöntemi uygulanmıştır. Bunlardan ilki benzer rakip şirket rasyo karşılaştırma yöntemi, ikincisi ise indirgenmiş nakit akımları yöntemidir. Mevcut benzer rakip şirketler rasyo karşılaştırma yönteminde Amerika, İngiltere, Fransa, Çin, Avustralya ve Kanada gibi çeşitli ülkelerin savunma sanayi ve teknoloji şirketleri baz alınmıştır. Bu iki değerlendirme yöntemine %50'şer ağırlık verilmiş olup, yapılan değerlendirme sonucuna göre ortalama fiyatı 46.16 TL olarak hesaplanmış ve şirket %63 yükseliş potansiyeli sunmaktadır. 02.03.2020 kapanış fiyatına göre 28.24 TL fiyattan işlem görmektedir.

## ÖZET BİLANÇO VE GELİR TABLOSU

Milyon US\$	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020 T
<b>Satışlar</b>	1,160	1,027	1,251	1,485	1,879	2,310	3,098
Satışların Maliyeti	877	796	946	1,083	1,419	1,715	2,300
<b>Brüt Kar</b>	283	230	305	402	460	595	798
Operasyonel Kar	172	120	201	281	359	461	566
<b>FAVÖK</b>	213	158	237	318	394	503	624
Vergi Öncesi Net Kar	148	29	243	319	466	584	650
Vergi	-32	-49	-20	-58	-16	-8	0
<b>Net Kar/Zarar (Azınlık Payları Hariç)</b>	179	78	263	377	482	589	650
<b>Marjlar</b>							
Brüt Kar Marjı	26.2%	22.7%	23.5%	32.0%	24.5%	25.9%	25.8%
FAVÖK Marjı	17.4%	11.7%	18.6%	24.7%	21.0%	21.9%	20.1%
Net Kar Marjı	19.6%	7.1%	25.4%	32.1%	25.7%	25.7%	21.0%
<b>Bilanço Büyüklükleri</b>							
Yabancı Para Net Döviz Pozisyonu	94	137	295	85	1	437	191
Net Borç	-150	27	191	191	443	217	215
Özsermaye	1,095	977	1,045	1,251	1,926	2,272	2,809
Toplam Varlıklar	2,189	2,148	2,434	3,054	3,702	4,315	4,965



**Genel Müdürlük**

Levent Mah. Levent Cad. No: 45 P.K. 34330 Beşiktaş / İSTANBUL  
+90 212 370 22 22  
[www.alanyatirim.com.tr](http://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](mailto:arastirma@alanyatirim.com.tr)

**Yasal Uyarı :** Bu dokümanda yer alan her türlü bilgi, değerlendirme ve yorum güvenilir olduğu düşünülen Alan Yatırım A.Ş. 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 dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilere uygun sonuçlar doğurmayabilir. Burada yer alan bilgi, değerlendirme, yorum ve istatistikî şekil ve değerlendirmelerin kullanımı sonucunda ortaya çıkacak doğrudan ve /veya dolaylı zararlardan Alan Yatırım A.Ş. sorumlu olmayacaktır. Tüm hakları saklıdır.