

07 Ağustos 2019 Çarşamba

|                                  |                          |                     |             |                  |          |          |       |          |       |       |         |        |
|----------------------------------|--------------------------|---------------------|-------------|------------------|----------|----------|-------|----------|-------|-------|---------|--------|
| Kısa Vadeli Öneri                | Endeksin Üzerinde Getiri | Hedef Fiyat (TL)    | 30,00       | FD/FAVÖK (Cari): | 9,8x     |          |       |          |       |       |         |        |
| Uzun Vadeli Öneri                | AL                       | Kapanış Fiyatı (TL) | 18,60       | F/K (Cari):      | 7,8x     |          |       |          |       |       |         |        |
| <b>UFRS Gelir Tablosu - Özet</b> |                          |                     |             |                  |          |          |       |          |       |       |         |        |
|                                  |                          |                     | Açıklanan   |                  |          | Beklenti |       | Sapma %  |       |       |         |        |
| (mn TL)                          | 2Ç19                     | 1Ç19                | Çeyreksel % | 2Ç18             | Yıllık % | 6A19     | 6A18  | Yıllık % | VKY   | Kons. | VKY     | Kons.  |
| Net Satışlar                     | 2.626                    | 1.998               | 31,4%       | 1.915            | 37,2%    | 4.624    | 3.280 | 41,0%    | 2.714 | 2.757 | -3%     | -5%    |
| Brüt Kar                         | 660                      | 466                 | 41,6%       | 488              | 35,2%    | 1.126    | 820   | 37,3%    | -     | -     | m.d.    | m.d.   |
| FAVÖK                            | 552                      | 395                 | 39,9%       | 419              | 31,8%    | 947      | 703   | 34,8%    | 576   | 571   | -4%     | -3%    |
| Net Dönem Karı                   | 704                      | 629                 | 11,8%       | 590              | 19,2%    | 1.333    | 942   | 41,5%    | 828   | 698   | -15%    | 1%     |
| Brüt Kar Marjı                   | 25,1%                    | 23,3%               | 1,8 yp      | 25,5%            | -0,4 yp  | 24%      | 25%   | -0,7 yp  | m.d.  | m.d.  | m.d.    | m.d.   |
| FAVÖK Marjı                      | 21,0%                    | 19,8%               | 1,3 yp      | 21,9%            | -0,9 yp  | 20,5%    | 21,4% | -0,9 yp  | 21,2% | 20,7% | -0,2 yp | 0,3 yp |
| Net Kar Marjı                    | 26,8%                    | 31,5%               | -4,7 yp     | 30,8%            | -4 yp    | 29%      | 29%   | 0,1 yp   | 30,5% | 25,3% | -3,7 yp | 1,5 yp |

Kaynak: Şirket, Research Turkey, VKY Araştırma ve Strateji

Kısaltmalar: yp: yüzde puan, m.d.: mümkün değil, a.d.: anlamlı değil, Ç: Çeyrek, A: Ay, Y: Yarıyıl, VKY: Vakıf Yatırım, Kons: Konsensüs

### İşletme sermayesinde düzelme yok (=)

Aselsan, 2Ç19'da beklentimizin %15 altında, piyasa beklentileri doğrultusunda yıllık bazda %19 artışla 704 mn TL net kâr açıkladı. Operasyonel tarafta sürpriz yaşanmazken, esas faaliyetlerden sağlanan kur farkı gelirlerinin beklentimizin altında gerçekleşmesi, net kârdaki sapmanın ana sebebi oldu. Diğer yandan, hisse senedinin yılbaşından bu yana endeksin %29 altında gösterdiği performansın ana nedeni olan işletme sermayesindeki bozulma bu çeyrekte de devam ederken, bu bozulmanın bir yansıması olarak Aselsan'ın azalan nakit varlıklarının yanında artan kısa vadeli borçlardan dolayı net nakit pozisyonu çeyrek bazda 1,3 mlr TL azalarak 165 mn TL'ye sert bir düşüş kaydetti. Her anlamda piyasa beklentilerine paralel gerçekleşen 2Ç sonuçlarına rağmen, bilançoda devam eden bozulmaya piyasa tarafından aşırı önem atfedildiğini ve hisseyi olumsuz etkileme ihtimali olduğunu değerlendiriyoruz. Bununla birlikte söz konusu bozulmanın Şirketin uzun dönemli seyrine baktığımızda doğal bir süreç olduğunu ve aşırı fiyatlandığını değerlendiriyor, tahminlerimize paralel gerçekleşen sonuçların ardından modelimizde ve tavsiyelerimizde herhangi bir değişikliğe gitmiyoruz (Hedef fiyat: 30,00 TL, KVÖ: Endeksin Üzerinde Getiri, UVÖ: AL).

- **Bakiye siparişlerde yeni rekor** - Aselsan'ın 2Ç19'da net satış gelirleri beklentilere paralel yıllık bazda %37 artışla 2,6 mlr TL'ye yükseldi. 1Ç19 sonu itibariyle 9,5 mlr \$ olan bakiye siparişleri 2Ç19 sonu itibariyle 10,2 mlr \$ ile yeni rekor seviyeye ulaştı, yıllıklandırılmış bazda yeni siparişlerin hasılatı oranı 1Ç'ye göre değişmeyecek yaklaşık 2x düzeyinde gerçekleşti.
- **Operasyonel tarafta sürpriz yok** - Şirketin 2Ç19'da FAVÖK'ü güçlü ciro büyümesinin desteğiyle beklentilere paralel yıllık bazda %31,8 artarak 552 mn TL, FAVÖK marjı da 0,9 puan düşüşle %21 seviyesinde gerçekleşti. Böylece yılın ilk yarısında %20,5 seviyesinde gerçekleşen FAVÖK marjı, Şirketin yılın tamamına ilişkin beklentisi (%19-21) ile uyumlu seyretti.
- **Operasyonel olmayan gelirlerin katkısı azaldı** - Şirketin, 2Ç19'da faaliyetlerden kaynaklı net kur farkı gelirleri 111 mn TL'ye gerileyerek (2Ç18: 282 mn TL) esas faaliyetlerden diğer net gelirlerin 98 mn TL ile (2Ç18: 280 mn TL) net kâra daha düşük katkıda bulunmasına neden oldu. Diğer yandan, 52,6 mn TL'ye yükselen ertelenmiş vergi geliri (2Ç18: 478 bin TL) ise net kârı destekleyen bir unsur oldu.
- **Net nakit pozisyonunda sert düşüş** - Şirketin, ilk çeyreğe göre artan stok (ç/ç +%12) ve alacaklar (ç/ç +%7) nedeniyle işletme sermayesindeki bozulma devam ederek, 1Ç19 sonu itibariyle 1,5 mlr TL seviyesindeki net nakit pozisyonunun 2Ç19 sonu itibariyle 165 mn TL'ye sert düşüş kaydetmesine neden oldu. Bununla birlikte Şirketin net nakit pozisyonunun FAVÖK'e oranı ve işletme sermayesinin ciroya oranı gibi verileri tarihsel olarak incelediğimizde, hisse performansında bu gerekçeyle oluşan baskının aşırı düzeyde olduğu görüşündeyiz. Örneğin Şirketin 2013-2016 arasında net borç ile çalıştığı, işletme sermayesi ciro ilişkisi açısından ise son dönemlerdeki artışa rağmen son 4 çeyreklik ortalamaların altında olduğu görülmektedir.
- **Değerleme ve öneri** - Şirketin 2Ç'de hem operasyonel hem de net kâr seviyesinde yıllık bazda büyüme kaydettiklerini ve 2019 yılı beklentileriyle uyumlu ilk yarı performansını olumlu buluyoruz. Her ne kadar öngörülerimiz dâhilinde olsa da, işletme sermayesi ihtiyacındaki artışa piyasanın vereceği tepkinin olumsuz olabileceği, ancak mevcut fiyatların bu olumsuzluğu fazlasıyla yansıttığı kanaatindeyiz. 2Ç19 sonuçlarının ardından tahminlerimizde herhangi bir değişikliğe gitmiyoruz, 30,00 TL hedef fiyatımızı, kısa vadeli "Endeksin Üzerinde Getiri" ve uzun vadeli "AL" tavsiyemizi koruyoruz.

Analist: Mehtap İLBI  
Tel: +90 212 403 41 60

07 Ağustos 2019 Çarşamba

| Gelir Tablosu (m n TL)            | Açıklanan     |               |             |               |             |               |               |             |       | Beklenti |         | Sapma % |  |
|-----------------------------------|---------------|---------------|-------------|---------------|-------------|---------------|---------------|-------------|-------|----------|---------|---------|--|
|                                   | 2Ç19          | 1Ç19          | Çeyreksel % | 2Ç18          | Yıllık %    | 6A19          | 6A18          | Yıllık %    | VKY   | Kons.    | VKY     | Kons.   |  |
| Net Satışlar                      | 2.626         | 1.998         | 31%         | 1.915         | 37%         | 4.624         | 3.280         | 41%         | 2.714 | 2.757    | -3%     | -5%     |  |
| SMM                               | -1.966        | -1.532        | 28%         | -1.426        | 38%         | -3.499        | -2.460        | 42%         | -     | -        | m.d.    | m.d.    |  |
| Brüt Kar                          | 660           | 466           | 42%         | 488           | 35%         | 1.126         | 820           | 37%         | -     | -        | m.d.    | m.d.    |  |
| Operasyonel Gider                 | -162          | -122          | 33%         | -111          | 47%         | -284          | -199          | 43%         | -     | -        | m.d.    | m.d.    |  |
| FVÖK                              | 498           | 344           | 45%         | 378           | 32%         | 841           | 621           | 36%         | -     | -        | m.d.    | m.d.    |  |
| FAVÖK                             | 552           | 395           | 40%         | 419           | 32%         | 947           | 703           | 35%         | 576   | 571      | -4%     | -3%     |  |
| Op. Olmayan Gelir/Gider           | 155           | 312           | -50%        | 213           | -27%        | 467           | 285           | 64%         | -     | -        | m.d.    | m.d.    |  |
| VÖK                               | 653           | 655           | 0%          | 591           | 10%         | 1.308         | 906           | 44%         | -     | -        | m.d.    | m.d.    |  |
| Net Dönem Karı                    | 704           | 629           | 12%         | 590           | 19%         | 1.333         | 942           | 42%         | 828   | 698      | -15%    | 1%      |  |
| Brüt Kar Marjı                    | 25%           | 23%           | 1,8 yp      | 26%           | -0,4 yp     | 24%           | 25%           | -0,7 yp     | m.d.  | m.d.     | m.d.    | m.d.    |  |
| FAVÖK Marjı                       | 21%           | 20%           | 1,3 yp      | 22%           | -0,9 yp     | 20%           | 21%           | -0,9 yp     | 21,2% | 20,7%    | -0,2 yp | 0,3 yp  |  |
| Net Kar Marjı                     | 27%           | 31%           | -4,7 yp     | 31%           | -4 yp       | 29%           | 29%           | 0,1 yp      | 30,5% | 25,3%    | -3,7 yp | 1,5 yp  |  |
| <b>Bilanço (mn TL)</b>            | <b>6A19</b>   | <b>3A19</b>   |             | <b>6A18</b>   |             | <b>6A19</b>   | <b>6A18</b>   |             |       |          |         |         |  |
| Dönen Varlıklar                   | 11.546        | 11.672        | -1%         | 9.905         | 17%         | 11.546        | 9.905         | 17%         |       |          |         |         |  |
| Hazır Değerler                    | 1.612         | 2.555         | -37%        | 3.447         | -53%        | 1.612         | 3.447         | -53%        |       |          |         |         |  |
| Menkul Kıymetler                  | 10            | 0             | a.d.        | 0             | a.d.        | 10            | 0             | a.d.        |       |          |         |         |  |
| KV Ticari Alacaklar               | 3.177         | 2.972         | 7%          | 2.153         | 48%         | 3.177         | 2.153         | 48%         |       |          |         |         |  |
| Stoklar                           | 4.548         | 4.048         | 12%         | 2.922         | 56%         | 4.548         | 2.922         | 56%         |       |          |         |         |  |
| Diğer Dönen Varlıklar             | 2.199         | 2.097         | 5%          | 1.382         | 59%         | 2.199         | 1.382         | 59%         |       |          |         |         |  |
| Duran Varlıklar                   | 9.581         | 8.543         | 12%         | 6.205         | 54%         | 9.581         | 6.205         | 54%         |       |          |         |         |  |
| <b>Aktif Toplamı</b>              | <b>21.127</b> | <b>20.215</b> | <b>5%</b>   | <b>16.110</b> | <b>31%</b>  | <b>21.127</b> | <b>16.110</b> | <b>31%</b>  |       |          |         |         |  |
| KV Borçlar                        | 5.436         | 4.312         | 26%         | 3.395         | 60%         | 5.436         | 3.395         | 60%         |       |          |         |         |  |
| KV Finansal Borçlar               | 1.456         | 1.057         | 38%         | 499           | 192%        | 1.456         | 499           | 192%        |       |          |         |         |  |
| KV Ticari Borçlar                 | 2.464         | 2.118         | 16%         | 1.607         | 53%         | 2.464         | 1.607         | 53%         |       |          |         |         |  |
| Diğer KV Borçlar                  | 1.516         | 1.136         | 33%         | 1.289         | 18%         | 1.516         | 1.289         | 18%         |       |          |         |         |  |
| UV Borçlar                        | 4.339         | 5.093         | -15%        | 4.139         | 5%          | 4.339         | 4.139         | 5%          |       |          |         |         |  |
| UV Finansal Borçlar               | 1             | 0             | a.d.        | 46            | -98%        | 1             | 46            | -98%        |       |          |         |         |  |
| UV Ticari Borçlar                 | 2.016         | 2.221         | -9%         | 1.464         | 38%         | 2.016         | 1.464         | 38%         |       |          |         |         |  |
| Diğer UV Borçlar                  | 2.322         | 2.872         | -19%        | 2.629         | -12%        | 2.322         | 2.629         | -12%        |       |          |         |         |  |
| Öz Sermaye                        | 11.353        | 10.810        | 5%          | 8.576         | 32%         | 11.353        | 8.576         | 32%         |       |          |         |         |  |
| <b>Pasif Toplamı</b>              | <b>21.127</b> | <b>20.215</b> | <b>5%</b>   | <b>16.110</b> | <b>31%</b>  | <b>21.127</b> | <b>16.110</b> | <b>31%</b>  |       |          |         |         |  |
| <b>Net Borç</b>                   | <b>-165</b>   | <b>-1.498</b> | <b>-89%</b> | <b>-2.901</b> | <b>-94%</b> | <b>-165</b>   | <b>-2.901</b> | <b>-94%</b> |       |          |         |         |  |
| Alacak Tahsilat Süresi            | 100           | 100           |             | 101           |             | 100           | 101           |             |       |          |         |         |  |
| Stok İşleme Süresi - Yıllık       | 173           | 165           |             | 165           |             | 173           | 165           |             |       |          |         |         |  |
| Ticari Borç Ödeme Süresi - Yıllık | 98            | 97            |             | 117           |             | 98            | 117           |             |       |          |         |         |  |
| Nakit Döndürme Süresi             | 199           | 192           |             | 179           |             | 199           | 179           |             |       |          |         |         |  |

Kaynak: Şirket, Research Turkey, VKY Araştırma ve Strateji

Kısaltmalar: yp: yüzde puan, m.d.: mümkün değil, a.d.: anlamlı değil, Ç: Çeyrek, A: Ay, Y: Yarıyıl, VKY: Vakıf Yatırım, Kons: Konsensüs



VakıfBank Grubu İştirakidir.

[www.vakifyatirim.com.tr](http://www.vakifyatirim.com.tr) | [www.vkyanaliz.com](http://www.vkyanaliz.com)

## Vakıf Yatırım Araştırma ve Strateji

Sezai ŞAKLAROĞLU, ACIFE

Genel Müdür Yardımcısı - Hisse Senedi Strateji, SGMK

|                  |                  |  |
|------------------|------------------|--|
| Selahattin AYDIN | Müdür            | Teknik Strateji, Çimento, Cam, Demir Çelik, Taahhüt, Küçük ve Orta Ölçekli Şirketler       |
| Mehtap İLBİ      | Müdür Yardımcısı | Savunma, Havacılık, Perakende, Gıda-İçecek, Beyaz Eşya, Otomotiv, Enerji, Telekomünikasyon |
| Tuğba SAYGIN     | Müdür Yardımcısı | Bankacılık, Sigortacılık, GYO, Holdingler  |
| Nazlıcan ŞAHAN   | Analist          | Makro Ekonomi, Strateji, SGMK  |
| Umut Deniz PAK   | Analist          | Kantitatif Analiz  |
| Ekin Cem EKE     | Analist          | Veri Tabanı  |

Akat Mah. Ebulula Mardin Cad. No:18 Park Maya Sitesi F-2/A Blok  
Beşiktaş 34335 İSTANBUL  
+90 212 352 35 77

Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, yatırım ve kalkınma bankaları ile müşteri arasında imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde ve 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 yorum ve tavsiyeler, mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Gerek bu yayındaki, gerekse bu yayında kullanılan kaynaklardaki hata ve eksikliklerden ve bu yayındaki bilgilerin kullanılması sonucunda yatırımcıların ve/veya ilgili kişilerin uğrayabilecekleri doğrudan ve/veya dolaylı zararlardan, kâr yoksunluğundan, manevi zararlardan ve her ne şekilde ve surette olursa olsun üçüncü kişilerin uğrayabileceği her türlü zararlardan dolayı Vakıf Yatırım Menkul Değerler A.Ş. sorumlu tutulamaz.