

31 Ekim 2018 Çarşamba

Kısa Vadeli Öneri	Endeksin Üzerinde Getiri	Hedef Fiyat (TL)	42,1	FD/FAVÖK (Cari):	18x							
Uzun Vadeli Öneri	AL	Kapanış Fiyatı (TL)	24,9	F/K (Cari):	12x							
<b>UFRS Gelir Tablosu - Özet</b>												
		Açıklanan			Beklenti		Sapma %					
(mn TL)	3Ç18	2Ç18	Çeyreksel %	3Ç17	Yıllık %	9A18	9A17	Yıllık %	VKY	Kons.	VKY	Kons.
Net Satışlar	1.934	1.915	1,0%	1.239	56,1%	5.214	3.451	51,1%	1.954	1.968	-1%	-2%
Brüt Kar	453	488	-7,2%	264	71,4%	1.273	843	51,1%	-	-	m.d.	m.d.
FAVÖK	380	419	-9,3%	201	89,6%	1.083	677	59,9%	381	386	0%	-2%
Net Dönem Karı	794	590	34,4%	208	282,2%	1.736	752	130,7%	681	607	17%	31%
Brüt Kar Marjı	23,4%	25,5%	-2,1 yp	21,3%	2,1 yp	24%	24%	0 yp	m.d.	m.d.	m.d.	m.d.
FAVÖK Marjı	19,7%	21,9%	-2,2 yp	16,2%	3,5 yp	20,8%	19,6%	1,1 yp	19,5%	19,6%	0,2 yp	0 yp
Net Kar Marjı	41,0%	30,8%	10,2 yp	16,8%	24,3 yp	33%	22%	11,5 yp	34,8%	30,9%	6,2 yp	10,2 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

**Aselsan (ASELS) 3Ç18 Finansal Sonuçları: Beklediğimizden de güçlü net kâr büyümesi (+)**

Aselsan, 3Ç18'de beklentimize paralel gerçekleşen operasyonel kârlılığa karşın, kur ve faiz gelirlerinin etkisiyle beklentimizin %17, piyasa ortalama beklentisinin %31 üzerinde yıllık bazda %282 artışla 794 mn TL net kâr açıkladı. Şirket hisselerinin son 1 ve 3 aylık dönemde BIST100 endeksine paralel hareket etmesini de göz önünde bulundurarak, beklentilerden daha iyi net kâr büyümesinin hisse fiyatına olumlu yansıtacağını tahmin ediyoruz. Şirketin, kâr marjı yüksek proje teslimatlarının, genellikle mevsimsel olarak güçlü seyreden 4. çeyreğe kaymasının da etkisiyle 2018 yılının hem operasyonel kârlılık hem de net kâr göstergelerinde güçlü sonuçlarla tamamlanmasını bekliyoruz. Bu doğrultuda, i) yılın son çeyreğinde beklediğimiz güçlü finansallar, ii) devam eden büyüme hikâyesi ve iii) 2,2 mlr TL'lik net nakit pozisyonu ile kur ve faiz riskine karşı sağlam bilanço yapısı ile beğenmeye devam ettiğimiz Aselsan için 42,1 TL hedef fiyat ile kısa vadede "Endeksin Üzerinde Getiri", uzun vadede "AL" yönündeki tavsiyemizi koruyoruz.

- **Bakiye siparişlerde yeni rekor** - Şirketin 3Ç18'de net satış gelirleri hem bizim hem de piyasa ortalama beklentisine paralel, yıllık bazda %56 artışla 1,9 mlr TL seviyesinde gerçekleşti. 2Ç18 sonu itibarıyla 8,1 mlr \$ büyüklüğünde olan bakiye siparişleri 3Ç18 sonu itibarıyla yeni rekor seviye olan 8,6 mlr \$'a ulaştı. Böylece yıllıklandırılmış bazda siparişlerin ciroya oranı 2,72'ye yükseldi (3Ç17: 1,45, 2017: 1,41).
- **Beklentimize paralel operasyonel kârlılık** - Aselsan'ın 3Ç18'de FAVÖK'ü beklentilere paralel yıllık bazda %90 artışla 380 mn TL'ye, FAVÖK marjı da yıllık bazda 3,5 yp artışla %19,7'ye yükseldi. Şirketin, yılın sonlarına doğru artan teslimatlarının yarattığı güçlü mevsimselliğe ek olarak 3.çeyrekte beklenen ancak son çeyreğe kayan kâr marjı yüksek proje teslimatlarının da etkisiyle, 4Ç18'de bu çeyrekte daha iyi operasyonel performans sergileyeceğini tahmin ediyoruz.
- **Net kârda pozitif sürpriz** - Şirketin, esas faaliyetleriyle ilgili olarak 3Ç18'de kaydettiği 626 mn TL'lik net kur farkı geliri (3Ç17: 65 mn TL) ve ikincil halka arz gelirleri kaynaklı 140 mn TL'lik net faiz geliri (3Ç17: -1,2 mn TL), net kârın beklentimizden daha iyi gerçekleşmesini sağladı.
- **Güçlü nakit pozisyonu** - Şirketin, 2Ç18 sonu itibarıyla 2,9 mlr TL seviyesindeki net nakit pozisyonu 3Ç18 sonu itibarıyla 2,2 mlr TL'ye hafif gerilese de güçlü kalmaya devam etti (son 12 aylık FAVÖK'ünün 1,5 katına denk gelmektedir).
- **2018 yılı beklentileri korundu** - Şirket yönetimi, 3Ç18 sonuçlarıyla birlikte yılın tamamına ilişkin beklentilerinde herhangi bir değişikliğe gitmedi. Buna göre 2018 yılı için ciro büyüme beklentisini "≥%40"de, FAVÖK marjı beklenti aralığını "%19-21"de ve yatırım harcamaları beklentisini 650 mn TL seviyesinde korudu.
- **Hissede pozitif fiyatlamaya bekliyoruz** - Şirket hisseleri son 1 ve 3 aylık dönemlerde BIST100 endeksine paralel hareket etmiştir. Her ne kadar operasyonel kârlılık beklentilerle uyumlu gerçekleşse de, net kârdeki pozitif sapmanın hisse fiyatına olumlu yansıtacağını tahmin ediyoruz.

31 Ekim 2018 Çarşamba

Gelir Tablosu (mn TL)	Açıklanan								Beklenti		Sapma %	
	3Ç18	2Ç18	Çeyreksel %	3Ç17	Yıllık %	9A18	9A17	Yıllık %	VKY	Kons.	VKY	Kons.
Net Satışlar	1.934	1.915	1%	1.239	56%	5.214	3.451	51%	1.954	1.968	-1%	-2%
SMM	-1.481	-1.426	4%	-975	52%	-3.941	-2.609	51%	-	-	m.d.	m.d.
Brüt Kar	453	488	-7%	264	71%	1.273	843	51%	-	-	m.d.	m.d.
Operasyonel Gider	-116	-111	4%	-98	18%	-315	-261	21%	-	-	m.d.	m.d.
FVÖK	338	378	-11%	167	103%	958	582	65%	-	-	m.d.	m.d.
FAVÖK	380	419	-9%	201	90%	1.083	677	60%	381	386	0%	-2%
Op. Olmayan Gelir/Gider	531	213	149%	31	1602%	816	34	2271%	-	-	m.d.	m.d.
VÖK	869	591	47%	198	339%	1.775	616	188%	-	-	m.d.	m.d.
Net Dönem Karı	794	590	34%	208	282%	1.736	752	131%	681	607	17%	31%
Brüt Kar Marjı	23%	26%	-2,1 yp	21%	2,1 yp	24%	24%	0 yp	m.d.	m.d.	m.d.	m.d.
FAVÖK Marjı	20%	22%	-2,2 yp	16%	3,5 yp	21%	20%	1,1 yp	19,5%	19,6%	0,2 yp	0 yp
Net Kar Marjı	41%	31%	10,2 yp	17%	24,3 yp	33%	22%	11,5 yp	34,8%	30,9%	6,2 yp	10,2 yp
<b>Bilanço (mn TL)</b>	<b>9A18</b>	<b>6A18</b>		<b>9A17</b>		<b>9A18</b>	<b>9A17</b>					
Dönen Varlıklar	11.004	9.905	11%	4.698	134%	11.004	4.698	134%				
Hazır Değerler	3.083	3.447	-11%	332	828%	3.083	332	828%				
Menkul Kıymetler	0	0	a.d.	0	a.d.	0	0	a.d.				
KV Ticari Alacaklar	2.869	2.153	33%	1.554	85%	2.869	1.554	85%				
Stoklar	3.457	2.922	18%	1.704	103%	3.457	1.704	103%				
Diğer Dönen Varlıklar	1.596	1.382	15%	1.107	44%	1.596	1.107	44%				
Duran Varlıklar	6.807	6.205	10%	4.775	43%	6.807	4.775	43%				
Aktif Toplamı	17.811	16.110	11%	9.473	88%	17.811	9.473	88%				
KV Borçlar	4.043	3.395	19%	2.887	40%	4.043	2.887	40%				
KV Finansal Borçlar	851	499	70%	377	126%	851	377	126%				
KV Ticari Borçlar	1.754	1.607	9%	1.584	11%	1.754	1.584	11%				
Diğer KV Borçlar	1.438	1.289	12%	926	55%	1.438	926	55%				
UV Borçlar	4.386	4.139	6%	2.143	105%	4.386	2.143	105%				
UV Finansal Borçlar	35	46	-25%	66	-48%	35	66	-48%				
UV Ticari Borçlar	1.545	1.464	6%	386	300%	1.545	386	300%				
Diğer UV Borçlar	2.806	2.629	7%	1.690	66%	2.806	1.690	66%				
Öz Sermaye	9.382	8.576	9%	4.443	111%	9.382	4.443	111%				
Pasif Toplamı	17.811	16.110	11%	9.473	88%	17.811	9.473	88%				
<b>Net Borç</b>	<b>-2.197</b>	<b>-2.901</b>	<b>-24%</b>	<b>111</b>	<b>a.d.</b>	<b>-2.197</b>	<b>111</b>	<b>a.d.</b>				
Alacak Tahsilat Süresi	106	102		117		106	117					
Stok İşleme Süresi - Yıllık	175	163		131		175	131					
Ticari Borç Ödeme Süresi - Yı	115	116		95		115	95					
Nakit Döndürme Süresi	195	177		176		195	176					

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**

Genel Müdür Yardımcısı - Hisse Senedi Strateji, SGMK

**Mehmet Emin ZÜMRÜT**

Direktör - Hisse Senedi Strateji, SGMK

**Selahattin AYDIN**

SELAHATTIN.AYDIN@vakifyatirim.com.tr

Müdür

Teknik Strateji, Çimento, Cam, Demir Çelik, Taahhüt, Küçük ve Orta Ölçekli Şirketler

**Mehtap İLBI**

MEHTAP.ILBI@vakifyatirim.com.tr

Müdür Yardımcısı

Beyaz Eşya, Otomotiv, Perakende, Gıda-İçecek, Havacılık, Telekomünikasyon, Enerji

**Tuğba SAYGIN**

TUGBA.SAYGIN@vakifyatirim.com.tr

Kıdemli Analist

Bankacılık, Sigortacılık, GYO

**Nazlıcan ŞAHAN**

NAZLICAN.SAHAN@vakifyatirim.com.tr

Analist

Makro Ekonomi, Strateji, SGMK

**Umut Deniz PAK**

UMUTDENIZ.PAK@vakifyatirim.com.tr

Analist

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 olursa olsun üçüncü kişilerin uğrayabileceği her türlü zararlardan dolayı Vakıf Yatırım Menkul Değerler A.Ş. sorumlu tutulamaz.