

Kısa Vadeli Öneri	Endeksin Üzerinde Getiri		Hedef Fiyat (TL)		272,00	FD/FAVÖK :	24,3
Uzun Vadeli Öneri	AL		Kapanış Fiyatı (TL)		197,30	F/K :	39,7
Gelir Tablosu - Özet			Açıklanan			Beklenti	
(mn TL)	3Ç25	2Ç25	Çeyrekse %	3Ç24	Yıllık %	VKY	Kons.*
Net Satışlar	33.132	29.550	12%	29.073	14%	32.064	32.300
FAVÖK	8.191	8.016	2%	6.565	25%	7.959	7.900
Net Dönem Karı	4.765	3.993	19%	2.671	78%	3.195	3.075
FAVÖK Marjı	24,7%	27,1%	-2,4 yp	22,6%	2,1 yp	24,8%	24,5%
Net Kar Marjı	14,4%	13,5%	0,9 yp	9,2%	5,2 yp	10,0%	9,5%

Kaynak: Rasyonet, VKY Araştırma ve Strateji

*Research Turkey

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

- Net parasal kayıp pozisyonundaki düşüş net karı beklentilerin üzerine taşıdı** – Yılın üçüncü çeyreğinde, şirketin satış gelirleri yıllık %14 yükselişle 33,1 mlr TL seviyesinde hem beklentimizin hem de piyasa tahminlerinin üzerinde açıklandı. Yılın ilk dokuz ayında ise, ASELSAN'ın toplam satış gelirleri 82,3 mlr TL'si yurt içi ve 8,5 mlr TL'si ihracat geliri olmak üzere yıllık %12,3 yükselerek 90,9 mlr TL seviyesine ulaştı. Üçüncü çeyrekte de hava savunma sistemleri, radar, elektronik harp ve elektro-optik sistemlerine yönelik teslimatlar hasılatla önemli bir paya sahip olmaya devam etti. Bu dönemde şirketin FAVÖK'ü yıllık %25 artışla 8,2 mlr TL seviyesinde gerçekleşirken, FAVÖK marjı ise yıllık bazda 2,1 puan iyileşerek %24,7 seviyesinde açıklandı. ASELSAN'ın net karı ise 3Ç25 döneminde hem beklentimizin hem de piyasa tahminlerinin üzerinde yıllık %78 artışla 4,8 mlr TL olarak kaydedildi. FAVÖK'teki iyileşmenin yanı sıra net finansman giderlerindeki yıllık %33,7'lik düşüş ve net parasal kayıp pozisyonundaki bir önceki yılın aynı dönemine göre görülen azalma net karı destekleyen unsurlar olarak öne çıkarken, 3Ç24 döneminde yazılan 2,7 mlr TL'lik ertelenmiş vergi gelirinin bu çeyrekte 551 mlr TL ertelenmiş vergi gideri olarak kaydedilmesi net karı baskıladı. ASELSAN'ın 9A25 döneminde, seri üretim alt yapılarını güçlendirmeye yönelik yatırım harcamaları bir önceki yılın aynı dönemine göre yaklaşık iki kat artarak 200 mn \$'a yükselirken, Ar-Ge harcamaları %40 oranında arttı. Şirketin net borç pozisyonu ise, 2Ç25 sonundaki 21 mlr TL seviyesinden, 3Ç25 dönemi sonunda %13 artarak 23,8 mlr TL'ye ulaştı. Net Borç/FAVÖK rasyosu ise üçüncü çeyrekte 0,57x (2Ç25: 0,53x) oldu.
- 3Ç25 dönemine dair önemli gelişmeler-** Küresel savunma sanayi pazarındaki konumunu güçlendirmek amacıyla 1,5 milyar dolar büyüklüğündeki Oğulbey Teknoloji Üssü yatırımının temellerini atıldığını duyuran ASELSAN, yeni yatırım ile birlikte ÇELİKKUBBE projesinin bileşenlerini yüksek adetlerde üreteceğini ve ilave tasarım, test ve üretim yetkinlikleri ve altyapılarının kazanılacağını açıklamıştı. Aynı dönemde hava savunma sistemlerinin tedarikine yönelik Savunma Sanayii Başkanlığı ile ASELSAN arasında imzalanan 1,65 mlr Avro tutarındaki sözleşme ise üçüncü çeyrekte yeni alınan işler arasında ön plana çıktı. Ayrıca, uluslararası müşterilerle imzalanan radar sistemleri ve hava savunma tedariklerine yönelik sözleşmeler 3Ç25'te şirketin ihracat odaklı büyüme stratejisine katkı sağladı. Şirketin 6A25 sonunda 16 mlr \$ olan sipariş tutarı, 2025 yılının ilk dokuz ayında 17,9 mlr \$ seviyesine yükselerek tarihi seviyesine ulaştı. İlk dokuz ayda imzalanan yeni sözleşmeler tutarı ise bir önceki yıla göre %76 artarak 5,7 mlr \$ oldu. İmzalanan yeni sözleşmelerin 1,45 mlr \$ tutarındaki kısmı ihracat sözleşmelerinden sağlandı. Bakiye siparişlerin %52'si dolar, %40'ı avro, kalanı ise TL'den oluşurken, %98'i savunma, kalan bölümü ise savunma harici alanları içermektedir.
- Değerleme ve öneri** – Şirketin üçüncü çeyreğe ilişkin finansalları, operasyonel performans ve net karlılık açısından beklentilerin üzerinde gerçekleşti. Finansallar öncesinde son bir ayda şirket hisseleri endeksten %9,2 negatif ayrışırken, yıl başından bu yana endeksin %145,1 üzerinde performans sergiledi. ASELSAN,

05 Kasım 2025 Çarşamba

2025 yıl sonu için %10'un üzerinde ciro büyümesi, %23'ün üzerinde FAVÖK marjı beklentisi ve 20 mlr TL'nin üzerindeki yatırım harcamaları öngörüsünü ise korudu. Yeni yatırımlarla ve ihracat odaklı stratejisiyle ASELSAN'ın büyüme ivmesini sürdüreceğini düşünüyoruz. ASELSAN için hisse başı fiyat hedefimizi **272 TL** (önceki: 247 TL) seviyesine güncelliyoruz. Kısa vadeli **"Endeksin Üzerinde Getiri"** ve uzun vadeli **"AL"** önerilerimizi ise koruyoruz.

Gelir Tablosu (mn TL)	Açıklanan							
	3Ç25	2Ç25	Çeyrekse %	3Ç24	Yıllık %	9A25	9A24	Yıllık %
Net Satışlar	33.132	29.550	12%	29.073	14%	90.873	80.931	12%
SMM	-23.522	-19.594	20%	-20.617	14%	-62.785	-55.910	12%
Brüt Kar	9.610	9.957	-3%	8.456	14%	28.088	25.021	12%
Operasyonel Gider	-2.754	-2.945	-7%	-2.830	-3%	-9.168	-8.823	4%
FVÖK	6.857	7.011	-2%	5.626	22%	18.920	16.198	17%
FAVÖK	8.191	8.016	2%	6.565	25%	22.668	19.189	18%
Diğer Gelir/Gider (Net)	649	2.595	-75%	4	16260%	7.354	2.954	149%
Yatırım Faal. Gelir/Gider	84	167	-50%	0	27866%	302	93	224%
Finansal Gelir/Gider (Net)	-2.383	-9.794	-76%	-5.554	-57%	-23.711	-20.548	15%
Parasal Kazanç/(Kayıp)	-655	-6.538	-90%	-2.948	-78%	-15.691	-13.945	13%
VÖK	5.287	-277	a.d.	-59	a.d.	2.717	-1.246	a.d.
Net Dönem Karı	4.765	3.993	19%	2.671	78%	11.651	8.187	42%
Brüt Kar Marjı	29,0%	33,7%	-4,7 yp	29%	-0,1 yp	31%	31%	0 yp
FAVÖK Marjı	24,7%	27,1%	-2,4 yp	23%	2,1 yp	25%	24%	1,2 yp
Net Kar Marjı	14,4%	13,5%	0,9 yp	9%	5,2 yp	13%	10%	2,7 yp

Bilanço (mn TL)	9A25	6A25		9A24	
Dönen Varlıklar	139.539	121.483	15%	92.709	51%
Hazır Değerler	14.438	15.792	-9%	3.597	301%
Menkul Kıymetler	0	0	a.d.	0	a.d.
KV Ticari Alacaklar	28.902	26.261	10%	26.856	8%
Stoklar	65.493	52.958	24%	42.150	55%
Diğer Dönen Varlıklar	30.706	26.472	16%	20.106	53%
Duran Varlıklar	184.780	168.789	9%	119.600	54%
Aktif Toplamı	324.319	290.272	12%	212.309	53%
KV Borçlar	98.423	90.698	9%	61.036	61%
KV Finansal Borçlar	36.995	36.679	1%	30.193	23%
KV Ticari Borçlar	21.588	18.107	19%	13.166	64%
Diğer KV Borçlar	39.840	35.913	11%	17.677	125%
UV Borçlar	38.274	29.329	30%	25.919	48%
UV Finansal Borçlar	1.211	154	684%	3.192	-62%
UV Ticari Borçlar	0	2	-100%	0	a.d.
Diğer UV Borçlar	37.063	29.173	27%	22.727	63%
Öz Sermaye	187.622	170.246	10%	125.354	50%
Pasif Toplamı	324.319	290.272	12%	212.309	53%

Net Borç	23.769	21.041	13,0%	29.788	-20,2%
-----------------	--------	--------	-------	--------	--------

Kaynak: Rasyonet, 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 | www.vkyanaliz.com

Vakıf Yatırım Araştırma ve Strateji

Tuğba AKCA	Direktör
Hande İrem YILDIZ	Analist
Dilara ÇAYAN	Analist
Şule ÖZKAN	Analist
Mevlüt Can KARABAYIR	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.