

Aselsan <ASELS> — 3Ç26 BİLANÇO ANALİZİ
Güçlü büyüme ve genişleyen sipariş portföyü

ASELSAN, 3Ç26'da satış gelirlerini yıllık reel %35,1 artırarak 58,06 milyar TL'ye, ana ortaklık net kârını %81,6 artışla 11,23 milyar TL'ye yükseltti. Şirket tanımıyla FAVÖK %50,8 büyüyerek 16,03 milyar TL oldu. Satışların üzerinde gerçekleşen FAVÖK büyümesi ve rekor sipariş portföyü sonuçların güçlü yönlerini oluşturuyor. Buna karşılık artan yatırım ve işletme sermayesi ihtiyacı, kârlılıktaki iyileşmenin nakit akışına yansımaları sınırlandırıyor. Sonuçları operasyonel açıdan olumlu değerlendirirken nakit dönüşümünü temel takip alanı olarak görüyoruz.

Marjlar iyileşti, gider baskısı sürüyor

Üçüncü çeyrekte brüt kâr marjı %29,0'dan %30,7'ye, FAVÖK marjı %24,7'den %27,6'ya yükseldi. Dokuz aylık FAVÖK ise %37,9 artışla 40,56 milyar TL'ye, marjı %24,9'dan %26,8'e ulaştı. Bununla birlikte çeyreklik faaliyet giderlerindeki %41,6 artışın ciro büyümesini aşması, ölçek kazanımlarının gider disipliniyle desteklenmesi gerektiğini gösteriyor.

İhracat ve yeni sözleşmeler büyümeyi destekliyor

İlk dokuz ayda ihracat gelirleri reel %142,5 artarak 26,87 milyar TL'ye ulaştı; toplam cirodaki payı %9,4'ten %17,7'ye yükseldi. Aynı dönemde yeni sözleşmeler %145,9 artışla 14,02 milyar dolar, yeni ihracat sözleşmeleri %34 artışla 1,93 milyar dolar oldu. Bakiye siparişler yıl sonuna göre %50,9 artarak 30,74 milyar dolara, alınan iş/satışlar oranı 2,5'ten 4,4'e yükseldi. Bilanço tarihinden sonra raporlanan 881 milyon dolarlık yeni sözleşme de talebin devamını destekliyor. Bu tutar, eylül sonu sipariş bakiyesinden ayrı değerlendirilmelidir.

9 aylık net kâr artışında parasal kayıptaki azalma etkili

Dokuz aylık ana ortaklık net kârı %75,1 artışla 26,47 milyar TL'ye ulaştı. Parasal kaybın 20,36 milyar TL'den 7,95 milyar TL'ye gerilemesi net sonucu 12,41 milyar TL desteklerken, toplam vergi gelirinin 11,59 milyar TL'den 2,78 milyar TL'ye düşmesi bu katkıyı sınırladı.

Yatırımlar büyümeyi desteklerken nakit ihtiyacını artırıyor

Kapasite ve yüksek teknoloji yatırımları dolar bazında %228 artarak 684 milyon dolara ulaştı. Oğulbey Teknoloji Üssü'nün ilk fazında üretim başladı; açıklanan 1,5 milyar dolarlık yerleşke yatırımı ise çok yıllık kapasite planının büyüklüğünü gösteriyor. Maddi ve maddi olmayan duran varlık harcamaları toplam 63,18 milyar TL, satışlara oranı %41,7 olarak veriliyor. Bu toplam ile 684 milyon dolarlık kapasite yatırımı farklı kapsamdadır. Yeni kapasitenin siparişleri teslimata dönüştürme hızı ve devreye giriş maliyetleri, yatırım getirisini belirleyecek.

Kâr büyümesine rağmen nakit dönüşümü zayıfladı

İşletme faaliyetlerinden nakit akışı %26,4 azalarak 23,00 milyar TL'ye geriledi; FAVÖK'e oranı %106,3'ten %56,7'ye düştü. Stoklar için 38,16 milyar TL, peşin ödemeler için 12,49 milyar TL nakit kullanılırken ertelenmiş gelirlerdeki değişim 33,39 milyar TL destek sağladı. Maddi ve maddi olmayan duran varlık alımlarına ilişkin 61,58 milyar TL nakit çıkışı düşüldüğünde, tanımladığımız serbest nakit akışı -38,59 milyar TL oldu; geçen yıl aynı hesaplama yaklaşık +0,10 milyar TL'ye işaret ediyordu. Borçlanmadan sağlanan net 39,29 milyar TL, finansman ihtiyacının belirgin bölümünü karşıladı.

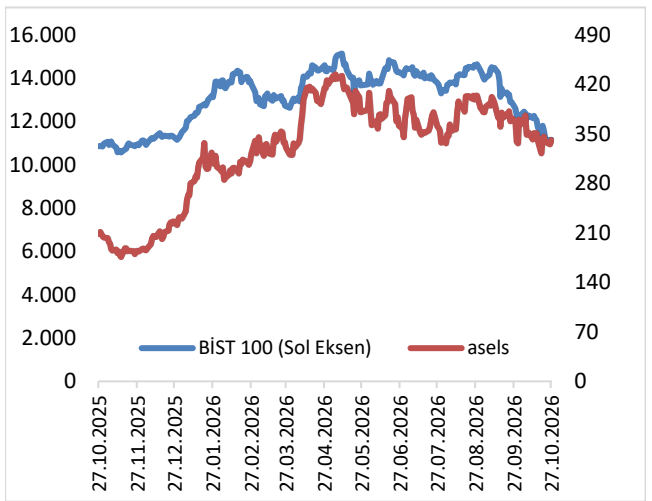
OLUMLU

Kapanış, TL (27.10.2026)	340,75 TL
Bugünkü Sermaye (bin TL)	4.560.000
Halka Açık Sermaye (bin TL)	1.176.698
Halka Açıklık Oranı	25,80

Piyasa Çarpanları

F/K	31,98
PD/DD	4,64
FD/FAVÖK	22,99

Özet Gelir Tablosu (milyon TL)	3Ç26	3Ç25	Değ.(%)
Net Satışlar	58.063	42.983	35,1
Brüt satış karı	17.835	12.468	43,0
Faaliyet Giderleri	5.059	3.572	41,6
Finansal Gelir/Gider	-4.195	-2.242	a.d.
Esas Faaliyet Karı	15.523	9.737	59,4
FAVÖK	16.028	10.626	50,8
Ana Ortaklık Net Kar	11.227	6.182	81,6
Oranlar	3Ç26	3Ç25	Fark
Brüt Kar Marjı (%)	30,72	29,01	1,7
Esas Faa. Kar Marjı (%)	26,73	22,65	4,1
FAVÖK Marjı (%)	27,60	24,72	2,9
Net Kar Marjı (%)	19,34	14,38	5,0



Stoklar ve borçluluk yakından izlenmeli

Stoklar yıl sonuna göre %43,1 artışla 131,05 milyar TL'ye çıktı; net işletme sermayesi/net satışlar oranı %27,0'den %33,9'a yükseldi. Toplam ticari alacaklar %10,8 gerilese de kısa vadeli alacaklar %22,4 arttı. Finansal borç 77,37 milyar TL'den 87,01 milyar TL'ye, net borç 35,71 milyar TL'den 55,16 milyar TL'ye yükseldi. Net borç/FAVÖK oranının 0,79x seviyesinde bulunması borç taşıma kapasitesini desteklese de borçların %78,3'ünün kısa vadeli olması tahsilat ve vade yönetimini önemli kılıyor.

2026 beklentileri ve gerçekleştirmeler

Gösterge	Şirketin 2026 hedefi	Dokuz aylık gerçekleşme
Reel hasılat büyümesi	%10'un üzerinde	%28,5
Kur farkından arındırılmış FAVÖK marjı	%24'ün üzerinde	%26,8
Yatırım harcamaları	50 milyar TL'nin üzerinde	63,18 milyar TL

Dokuz aylık büyüme ve FAVÖK marjı, açıklanan yıllık eşiklerin üzerinde bulunuyor. Bununla birlikte ara dönem performansı, yıl sonu hedeflerinin otomatik olarak karşılandığı anlamına gelmiyor; son çeyrek teslimatları, kabul süreçleri ve ürün karması sonucu belirleyecek.

Siparişlerin teslimata dönüşümü belirleyici olacak

Dönem	Bakiye sipariş aralığı milyar dolar
2026 kalan üç ay	2,4–2,8
2027	6,6–7,0
2028	6,6–7,9
2029	6,3–7,0
2030 ve sonrası	5,8–6,0

Portföyün %56'sının SSB, %13'ünün ihracat kaynaklı olması, yurt içi kamu talebinin ağırlığını koruduğunu gösteriyor. Siparişlerin %56'sı avro, %41'i dolar ve %3'ü TL cinsinden. Döviz ağırlığı gelirlerin kur duyarlılığını artırırken maliyetlerin para birimi, tedarik takvimi ve avans koşulları marjların korunması açısından önem taşıyor. Yeni sipariş büyümesinin yanında üretim kapasitesi ve teslimat takviminin birlikte ilerlemesini takip edeceğiz.

Ar Ge ve gelir kalitesinde takip noktaları

Toplam Ar-Ge harcaması %36 artışla 1,26 milyar dolara ulaştı; bunun 1,03 milyar doları müşteri kaynaklı, 228 milyon doları ASELSAN kaynaklı. Bu toplam, gelir tablosundaki 4,49 milyar TL Ar-Ge gideriyle aynı kapsamda değildir ve yatırım harcamalarına doğrudan eklenmemelidir. Maddi olmayan duran varlıkların 46,35 milyar TL'den 65,40 milyar TL'ye yükselmesi, geliştirme projelerinin ticarileşmesi ve ilerideki itfa yükünü önemli hale getiriyor. Ayrıca dokuz aylık hasılatın %55,3'ü zamana yaygın muhasebeleştirildiğinden proje ilerleme tahminleri, kabul süreçleri ve nakit tahsilatı birlikte izlenmeli.

Bakiye siparişlerinde artış devam ediyor

ASELSAN'ın bakiye siparişleri, 2025 yıl sonundaki 20,37 milyar dolar seviyesinden 2026 Eylül sonunda %50,9 artışla 30,74 milyar dolara yükseldi. Yaklaşık 10,38 milyar dolarlık artış, güçlü yeni sözleşme kazanımlarını yansıtırken önümüzdeki yıllara ilişkin gelir görünürlüğünü destekliyor. Genişleyen sipariş portföyünü olumlu değerlendirirken, kapasite yatırımlarının zamanında tamamlanması ve siparişlerin teslimatlara ve nakit üretimine dönüşmesi temel takip noktalarımız olacak.

Değerlendirme

ASELSAN'ın 3Ç26 sonuçlarını, reel satış büyümesi, genişleyen FAVÖK marjı ve güçlü sipariş kazanımı nedeniyle operasyonel açıdan olumlu değerlendiriyoruz. Buna karşılık net kâr artışında parasal kayıptaki azalmanın etkisi ve yatırımların nakit ihtiyacını artırması göz önünde bulundurulmalı. 31,98 F/K ve 22,99 FD/FAVÖK çarpanlarıyla birlikte düşünüldüğünde, büyümenin teslimatlara ve nakit üretimine dönüşmesi önem kazanıyor. Önümüzdeki dönemde stokların normalleşmesi, tahsilat performansı ve yeni kapasitenin devreye girişini temel takip noktaları olarak görüyoruz.

Sermaye Piyasası Kurulunun Seri:V, No:55 Yatırım Danışmanlığı Faaliyetine ve Bu Faaliyette Bulunacak Kurumlara İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ'i Uyarınca Yayımlanan Uyarı Notu:

Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri 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. Bu 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.

Çekince: Bu bilgiler ve görüşler önceden haber vermeksizin değiştirilebilir. İntegral Yatırım Menkul Değerler A.Ş. bilgilerin ve ifade edilen görüşlerin doğru, eksiksiz ve güncelleştirilmiş olduğuna dair (açıkça ifade edilmiş veya ima edilmiş) hiçbir beyan ve taahhütte bulunmaz. Herhangi bir yatırım konulu karar almadan önce bir uzmandan görüş alınmalıdır.

Sorumluluğun Sınırlandırılması: İntegral Yatırım Menkul Değerler A.Ş. herhangi bir sınırlandırma olmaksızın, dolaylı, direkt veya bir fiilin sonucu olarak ortaya çıkan zararlar da dâhil olmak üzere her türlü kayıp ve hasarla ilgili sorumluluk kabul etmez. Bu rapor tarafımızca doğruluğu ve güvenilirliği kabul edilmiş kaynaklar kullanılarak hazırlanmış olup yatırımcılara kendi oluşturacakları yatırım kararlarında yardımcı olmayı hedeflemekte ve herhangi bir yatırım aracını alma veya satma yönünde yatırımcıların kararlarını etkilemeyi amaçlamamaktadır. Yatırımcıların verecekleri yatırım kararları ile bu raporda bulunan görüş, bilgi ve veriler arasında bir bağlantı kurulamayacağı gibi, söz konusu kararların neticesinde oluşabilecek yanlışlık veya zararlardan kurum çalışanları ile Ulukartal Holding A.Ş. ve İntegral Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin herhangi bir sorumluluğu bulunmamaktadır.

İntegral Yatırım Araştırma

Sevgül YIRTAR

Araştırma Müdürü

✉ sevgulyirtar@integralyatirim.com.tr

☎ +90 212 329 3289

SORUMLU OLDUĞU SEKTÖRLER

Bankacılık, Holding, Savunma

Harun Raşit DEMİRCAN

Araştırma Uzmanı

✉ harundemircan@integralyatirim.com.tr

☎ +90 212 329 3288

SORUMLU OLDUĞU SEKTÖRLER

*Enerji-Üretim, Perakende, GYO,
İnşaat, Sigorta*

Sena ÇOBAN

Araştırma Uzman Yardımcısı

✉ senacoban@integralyatirim.com.tr

☎ 0212 329 3286

SORUMLU OLDUĞU SEKTÖRLER

*Enerji - Dağıtım, İlaç - Sağlık,
Teknoloji, Gıda*

Ertuğrul AKSOY

Araştırma Uzman Yardımcısı

✉ ertugrulaksoy@integralyatirim.com.tr

☎ +90 212 329 3285

DESTEK VERDİĞİ SEKTÖRLER

Demir-Çelik, Çimento

Ahmet Server DEDE

Araştırma Uzman Yardımcısı

✉ ahmetserverdede@integralyatirim.com.tr

☎ +90 212 329 3287

DESTEK VERDİĞİ SEKTÖRLER

Otomotiv, Petrokimya, Telekom, Havacılık

www.integralyatirim.com.tr