

Aselsan

28/10/2026

2026 3.Ç Mali Tablo Analizi

AL

Yükselme Potansiyeli 57%

Beklentilerin oldukça üzerinde güçlü 3Ç26 sonuçları. Beklentilerin oldukça üzerinde (İş Yatırım: 8,11 milyar TL; Piyasa: 8,96 milyar TL), Aselsan 3Ç26'da yıllık bazda %82 artışla 11,23 milyar TL net kar açıkladı. Artan net finansman giderleri ve parasal kayıplara rağmen net kardaki artışın ana nedeni daha güçlü faaliyet karı oldu. Tahminimizdeki sapmanın ana sebebi beklentimizden daha iyi gelen operasyonel performans oldu. Şirketin cirosu beklentilerin üzerinde (İş Yatırım: 54,5 milyar TL; Piyasa: 55,2 milyar TL) 58,1 milyar TL olarak gerçekleşti; yıllık büyüme reel olarak %35, dolar bazında ise %49 oldu. İhracatın toplam satışlardaki payı 3Ç25'teki %6,2'den 3Ç26'da %18,6'ya yükseldi (2Ç26: %20,3). FAVÖK de tahminlerin üzerinde (İş Yatırım: 13,9 milyar TL; Piyasa: 14,4 milyar TL) yıllık %51 artışla 16,0 milyar TL oldu. FAVÖK marjı yıllık 2,9 yüzde puan artışla %27,6'ya yükseldi (3Ç25: %24,7). Brüt kar marjı 3Ç25'teki %29,0'dan 3Ç26'da %30,7'ye yükselirken faaliyet giderleri/ciro oranı %8,3'ten %8,7'ye hafif yükseldi.

Bakiye siparişler 30 milyar doları aştı. Bakiye sipariş büyüklüğü 3Ç26 sonu itibarıyla 30,7 milyar dolarla rekor seviyeye ulaştı (2Ç26 sonu: 23,2 milyar dolar; 3Ç25 sonu: 17,9 milyar dolar). Yeni sözleşme edinimleri 3Ç26'da 9,12 milyar dolar oldu (3Ç25: 2,86 milyar dolar) ve 9A26 toplamı 14,0 milyar dolara ulaştı (9A25: 5,70 milyar dolar). Şirketin açıkladığı bakiye sipariş ve yeni sözleşme rakamlarının Ekim ayının ilk yarısında imzalanan yüksek tutarlı sözleşmeleri de içerdiğini belirtmek isteriz. İlgili dönemde kamuoyuna duyurulan sözleşme tutarını yaklaşık 7,9 milyar dolar olarak hesaplıyoruz. Sipariş/teslimat oranı 9A26 itibarıyla 4,4x seviyesinde gerçekleşti (9A25: 2,5x). Yurt dışındaki müşterilerden alınan yeni siparişler 3Ç26'da 1,0 milyar dolar oldu. Böylece 9A26 toplamı, 9A25'teki 1,45 milyar dolara kıyasla %34 artışla 1,93 milyar dolara ulaştı.

Yatırım harcamaları ve işletme sermayesi serbest nakit akımını baskılıyor. Net borç, 2Ç26 sonundaki 35,7 milyar TL'den çeyreklik %54 artışla 3Ç26 sonunda 55,2 milyar TL'ye yükseldi (Net borç/FAVÖK: 0,8x). 10,7 milyar TL'lik işletme sermayesi ihtiyacı nakit yaratımını sınırlarken, operasyonel nakit akışı 3Ç25'teki 12,2 milyar TL'den 3Ç26'da 6,94 milyar TL'ye geriledi. Yatırım harcamasının yıllık bazda neredeyse iki katına çıkarak 26,0 milyar TL'ye yükselmesiyle (3Ç25: 13,0 milyar TL) serbest nakit akımı 3Ç25'teki -0,77 milyar TL'den -19,0 milyar TL'ye düştü. Oğulbey Teknoloji Üssü'nün ilk fazı bu çeyrekte faaliyete başladı.

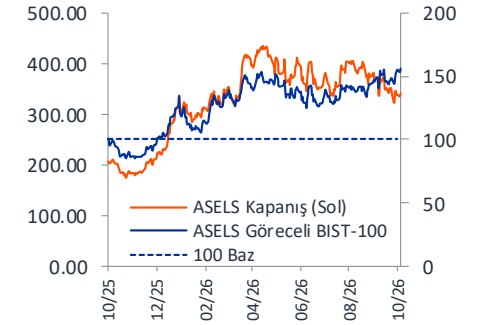
Fiyat Bilgileri	TL
Kapanış	340.75
12 Aylık Hedef Fiyat*	535.00
12 Aylık Önc.Hedef Fiyat	450.00
Piyasa Değeri (mn)	1,553,820
Halka Açık PD (mn)	400,419
Ort. İşlem Hacmi (3Ay)	11269.6
Hisse sayısı (Adet mn)	4,560
Takas Saklama Oranı (%)	26
Yabancı Oranı (%)	51

*Güncelleme tarihi: 28/10/2026

Çarpanlar (\$)	2026	2027	2028
F/K	24.2	17.7	13.2
PD/DD	4.5	3.8	3.1
FD/FAVÖK	19.6	14.4	10.9

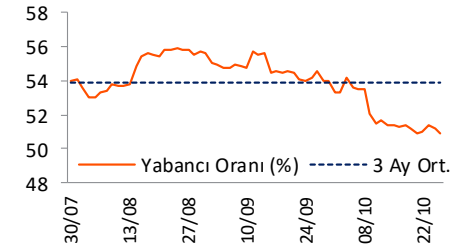
Fiyat Perf. (%)	1 Ay	Yılıçi	12 Ay
TL	-8.5	47.1	63.4
ABD \$	-10.1	26.8	37.7
BIST-100 Relatif	5.9	48.5	59.1

Fiyat / BIST-100'e Göreceli Fiyat



3 Aylık Fiyat Aralığı (₺)	322.25	404.00
---------------------------	--------	--------

Yabancı Oranı (%)	Cari (%)	50.88
-------------------	----------	-------



Anıl Ulaş Köseoğlu

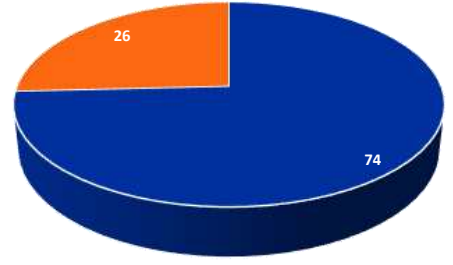
aukoseoglu@isyatirim.com.tr

+90 212 350 21 82

Aselsan

Yorum & Değerleme. Aselsan'ın 3Ç26 sonuçlarına pozitif piyasa tepkisi bekliyoruz. Net kardaki beklenti üstü sonuç operasyondan kaynaklandı: FAVÖK tahminimizin %16, piyasa beklentisinin %12 üzerinde geldi. Rekor yeni sipariş edinimleri ve ihracat gelirlerindeki artış da bu tabloyu destekliyor. Şirket yönetimi 2026 yılı için %10 üzeri reel ciro büyümesi, %24 üzeri FAVÖK marjı ve 50 milyar TL üzeri yatırım harcaması beklentilerini korudu; 9A26 gerçekleştirmeleri (%28 reel ciro büyümesi, %26,8 FAVÖK marjı) bu beklentilerin oldukça üzerinde seyrediyor. 2026 yılı yeni sözleşme tahminimizi 14 milyar dolardan 17,5 milyar dolara yükseltiyoruz (2025G: 9,6 milyar dolar). 2026T/2027T FAVÖK tahminlerimizi de 1.455/1.903 milyon dolardan 1.614/2.188 milyon dolara çıkarıyoruz. Değerlemede kullandığımız hedef benzer şirket çarpanları, benzer şirketlerin hisse fiyatlarındaki düşüş ve F/K tarafında daha yüksek iskonto uygulamamız nedeniyle geriledi (FD/FAVÖK 20x yerine 17,5x; F/K 30x yerine 25x). Buna rağmen tahminlerimizdeki yukarı yönlü revizyon, makro varsayımlarımızdaki güncellemeler ve İNA modelimizin 2027'ye ileri taşınmasıyla (2027 yıl sonu dolar/TL: 59,9) ASELS için 12 aylık hedef fiyatımızı 450 TL/hisseden 535 TL/hisseye yükseltiyoruz. Yeni hedef fiyatımız %57 getiri potansiyeline işaret ediyor. AL tavsiyemizi sürdürüyoruz, hisseyi model portföyümüzde tutmaya devam ediyoruz. ASELS, 19,5x 2026T ve 14,4x 2027T FD/FAVÖK çarpanlarıyla seçili küresel benzerlerine göre sırasıyla %14 ve %22 iskontolu işlem görüyor. Seçili küresel benzer şirketler 1,18x FD/Bakiye Sipariş çarpanıyla işlem görürken Aselsan şu an 1,05x seviyesinde işlem görüyor; 32 milyar dolarlık 2026 yıl sonu bakiye sipariş tahminimizle bu çarpanın 2026 sonunda 1,0x'e gerilemesini bekliyoruz. Bloomberg tahminlerine göre benzer şirketlerin 2026–28 dönemi dolar bazlı ciro bileşik büyüme oranı medyanının %17 olması beklenirken, Aselsan için aynı dönemde %33 bileşik büyüme öngörüyoruz. STOXX Europe savunma endeksi yılbaşından bu yana yaklaşık %7 kaybederken, hisse dolar bazında %26 değer kazandı; buna karşın dolar bazında Mayıs başındaki zirvesinin %29 altında işlem görüyor.

Ortaklık Yapısı (%)



■ Türk Silahlı Kuvvetlerini Güçlendirme Vakfı ■ Diğer

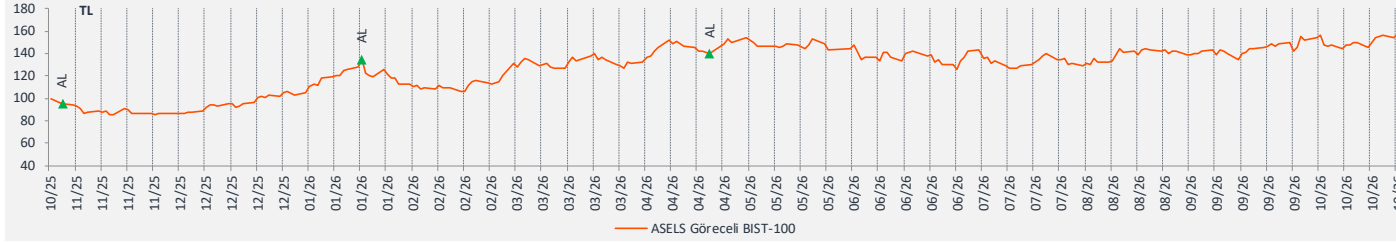
Tablo 1: Özet Finansallar

UMS 29				Çeyreksele Finansallar		9A Finansallar			Tahminler	
TL mn	3Ç26	3Ç25	Y/Y Δ	2Ç26	Ç/Ç Δ	9A26	9A25	9A Y/Y Δ	Piyasa Tahmini	İş Yatırım Tahmini
Ciro	58,063	42,983	35%	54,666	6%	151,486	117,890	28%	55,166	54,492
Brüt Kar	17,835	12,468	43%	17,757	0%	47,496	36,439	30%		
Brüt Kar Marjı	30.7%	29.0%	1.7ppt	32.5%	-1.8ppt	31.4%	30.9%	0.4ppt		
Faaliyet Giderleri*	-5,059	-3,572	42%	-5,422	-7%	-14,773	-11,894	24%		
Faaliyet Gideri/Ciro	-8.7%	-8.3%	-0.4ppt	-9.9%	1.2ppt	-9.8%	-10.1%	0.3ppt		
Faaliyet Karı	12,776	8,895	44%	12,335	4%	32,723	24,545	33%		
Amortisman	3,252	1,730	88%	2,440	33%	7,832	4,863	61%		
FAVÖK*	16,028	10,626	51%	14,774	8%	40,555	29,408	38%	14,372	13,876
FAVÖK Marjı	27.6%	24.7%	2.9ppt	27.0%	0.6ppt	26.8%	24.9%	1.8ppt		
Finansman Gelir (Gider), net	-4,195	-2,242	87%	-3,320	26%	-9,374	-10,405	-10%		
Parasal Kazanç (Kayıp)	-1,194	-850	40%	-300	298%	-7,947	-20,355	-61%		
VÖK	10,210	6,769	51%	10,954	-7%	23,565	3,443	584%		
VÖK Marjı	17.6%	15.7%	1.8ppt	20.0%	-2.5ppt	15.6%	2.9%	12.6ppt		
Vergi Gelir/ Gider	885	-677	a.d.	-1,969	a.d.	2,785	11,590	-76%		
Net Kar	11,095	6,092	82%	8,985	23%	26,350	15,033	75%		
Ana Ortaklık Net Karı	11,227	6,182	82%	8,985	25%	26,471	15,115	75%	8,964	8,110
Net Kar Marjı	19.1%	14.2%	4.9ppt	16.4%	2.7ppt	17.4%	12.8%	4.6ppt		

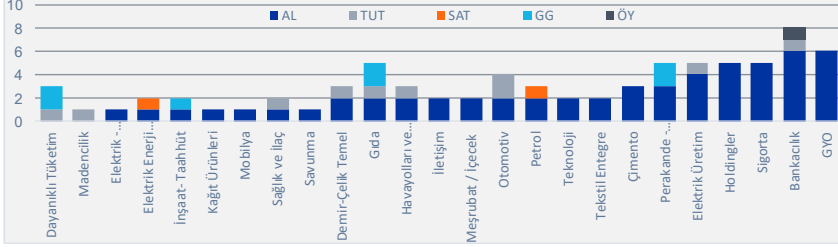
* Faaliyet Giderleri = Satış, Genel Yönetim ve Ar-Ge giderleri.

* FAVÖK = Faaliyet Karı + Amortisman.

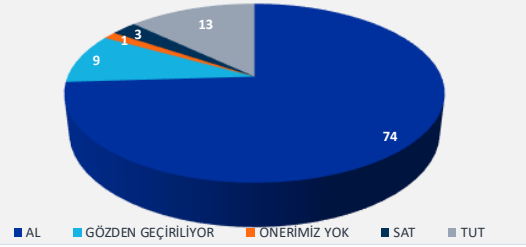
Göreceli Getiri / Öneriler



Şirket Sayısı



Takip Listesi Dağılımı



Burada yer alan bilgiler İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından bilgilendirme amacı ile hazırlanmıştır. Yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde sunulmaktadır. 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 görüşler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

Burada yer alan fiyatlar, veriler ve bilgilerin tam ve doğru olduğu garanti edilemez; içerik, haber verilmeksizin değiştirilebilir. Tüm veriler, İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan alınmıştır. Bu kaynakların kullanılması nedeni ile ortaya çıkabilecek hatalardan İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş. sorumlu değildir.

Bu içeriğe ilişkin tüm telif hakları İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'ye aittir. Bu içerik, açık iznim olmaksızın başkaları tarafından herhangi bir amaçla, kısmen veya tamamen çoğaltılamaz, dağıtılamaz, yayımlanamaz veya değiştirilemez.