Hisse Senedi / Büyük Şirket / Teknoloji

Aselsan

16.07.2018

AL

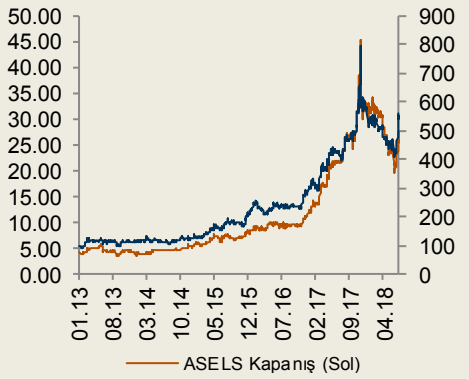
Defansif büyüme hikayesi

Yükselme Potansiyeli* 21%

Kodu		ASELS
Fiyat Bilgileri	**TL**	**USD**
Kapanış 13 07 2018	26.00	5.36
12 Aylık Hedef Fiyat TL	31.50	6.24
12 Aylık Önceki Hedef Fiyat TL	29.00	6.93
Piyasa Değeri (mn)	29,640	6,110
Halka Açık PD (mn)	7,612	1,569
Ortalama İşlem Hacmi (3Ay)	457.0	99.3
Hisse sayısı (mn)		1,140
Takas Saklama Oranı (%)		25.68
Çarpanlar	**2018T**	**2019T**
F/K	12.3	8.9
PD/DD	2.9	2.2
FD/FAVÖK	14.8	9.8

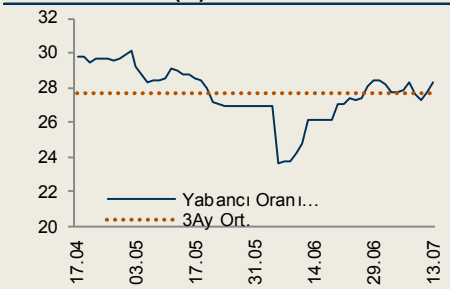
Fiyat Performansı (%)	1 Ay	3 Ay	12 Ay
TL	22	-4	20
ABD $	15	-19	-11
BIST-100 Relatif	30	18	40

Fiyat / BIST-100'e Göreceli Fiyat



52 Hafta Fiyat Aralığı (TL)	19.53	45.17

Yabancı Oranı (%)



Bu yatırım tavsiyesi ile yeniden takip listemize ekliyoruz. Güncel hisse hedef değerimiz 31,5TL (önceki: 29TL) %21 getiri potansiyeline işaret ediyor.

İkincil halka arzdan beri hisse %22 yükselirken endeksin %31 üzerinde getiri sağladı. Emsal savunma şirketlerine göre daha hızlı büyümesine, daha yüksek öngörülebilirliğe ve daha yüksek karlılığa sahip olmasına rağmen hisse halen benzer şirketlere iskontolu işlem görmektedir. 2018 ve 2019 F/K ve FD/FAVÖK çarpanlarını %50-50 ağırlıklandırdığımızda benzer şirketlere göre sırasıyla %6 ve %29 iskontoya işaret etmektedir.

Aselsan'ın güçlü yanları

Aselsan 5,1x ciro karşılama oranı (bakiye sipariş / ciro) ile rakiplerine göre (2,0x) çok daha yüksek öngörülebilirlik sunuyor. Yılbaşından beri kazanılan 2,3 milyar dolarlık kontrat bu rasyonun daha da iyileşeceğine işaret ediyor.

7,5 milyar dolarlık rekor yüksek bakiye siparişi ve 2018-2020 dönemi için öngördüğümüz toplam 8,7 milyar dolarlık yeni sipariş varsayımı ile 2018 - 2020 dönemi tahmini yıllık ciro büyümesinin dolar bazında %28 (benzer şirket ortalaması %8) olmasını öngörüyoruz. 2018-2020 kümülatif ciro tahminimizin yaklaşık %73'ünün mevcut projelerden gelmesi öngörülüyorken %27'lik kısmının yeni imzalanacak projelerden gelmesini tahmin ediyoruz.

2017 yılında elde edilen %19,3 FAVÖK marjı (benzer şirket ortalaması % 15,9) ve Türk lirasının değer kaybına karşı dirençli faaliyet karlılığı (gelirlerinin %78'i, giderlerinin %55'i döviz bazlı) ile halka açık şirketler arasında özel bir konuma sahip.

Savunma Sanayi Müsteşarlığı tarafından zorunlu tutulan ofset anlaşmaları, araştırma-geliştirme harcamalarının finansmanının çoğunlukla müşteriler tarafından karşılanması ve araştırma-geliştirme giderlerinin %100'ünün vergi matrahından düşülmesi gibi teşvikler şirketin karlılığını ve nakit yaratma gücünü destekliyor.

Son yıllarda ihraç pazarlarında elde edilen başarı ve Suudi Arabistan şirketi TAQNIA ile ortak üretim ve teknoloji transferi konusunda yapılan işbirliği Aselsan'ın faaliyet verimliliğini daha da artıracak bir ölçek ekonomisine ulaşmasını sağlayacak.

Savunma sanayi için üretilen yeni teknolojilerin özel sektör tarafından kullanılması gelişmiş ülkelerde çok yaygın ve ekonomilerin verimliliğini artıran bir gelişme. Henüz emekleme aşamasında olan ikili teknoloji kullanımı orta vadede Aselsan'a kamu güvenliği, sivil iletişim, ulaştırma, enerji, sağlık gibi sektörlerde yeni iş alanları açacak bir gelişme olarak görülmelidir.

Mustafa Küçükmeral
mkucukmeral@isyatirim.com.tr
+90 212 350 25 16

YATIRIMCI ÖZETİ

Türkiye savunma sanayi güçlü temel dinamiklere sahip

Türkiye'nin milli, yerli ve güçlü bir savunma sanayi kurma kararı Kıbrıs askeri müdahalesi nedeniyle NATO üyesi ve müttefikimiz olan ülkeler tarafından uygulanan silah ambargosuna kadar uzanır.

İçinde bulunduğumuz zorlu coğrafya, komşu ülkelerde yaşanan iç savaşlar ve ülkemize karşı artarak devam eden terörist saldırılar güçlü ve kendi kendine yeten bir savunma sanayisine sahip olmayı olmazsa olmaz bir zorunluluk haline getirdi.

Milli, yerli ve güçlü bir savunma sanayi hedefleyen hükümet, ofset anlaşmaları (%70 yerel üretim zorunluluğu), arazi tahsisi, proje bazlı avanslar, araştırma & geliştirme harcamalarının %100'ünün vergiden düşülmesi gibi teşvik mekanizmaları ile sektörü destekliyor.

Savunma harcamalarına ayrılan kaynak artıyor

Türkiye savunma harcamaları için milli gelirin %2'sinin üzerinde kaynak ayırıyor. 2017 yılında savunma harcamaları 18,2 milyar dolar düzeyinde gerçekleşti. Bu tutarın yaklaşık %30'u askeri harcamalarda ve modernizasyon projelerinde kullanıldı.

Hükümet 2018 bütçesinde savunma ve güvenlik harcamalarına ayırdığı kaynağı %40 artırdı. Jeopolitik risklerdeki artış nedeniyle savunma harcamalarının 2020 yılına kadar reel olarak bu seviyede tutulması planlanıyor. 2018 yılında bu tutarın yaklaşık %34'ü – geçtiğimiz sene ortalaması %30'un üstünde - askeri harcamalarda kullanılması planlanıyor.

Harcamalar içinde yerel üreticilerin payı artıyor

Savunma harcamaları içinde yerel üreticilerin payının artması sektörün büyüme dinamiklerini destekleyen diğer bir faktör. Atılan destekleyici adımlar sayesinde savunma harcamaları içinde yerli üreticilerin aldığı pay 2002 yılındaki %24 seviyesinden 2016 yılında %68 seviyesine yükseldi.

Orta vadeli hedef, 2023 yılında Cumhuriyetin kuruluşunun yüzüncü senesinde kendi kendine yeten ve dünyada ilk 10'a giren bir savunma sanayi yaratmak. Ulaşılması zor da olsa hükümetin bu konuda iddialı bir hedef koymasını önemsiyoruz.

Savunma sektöründeki büyümeden yararlanmak için Aselsan iyi konumlanmış

Türk silahlı Kuvvetlerinin haberleşme ihtiyaçlarının karşılanması için kurulan Aselsan son yıllarda yaptığı atılımla elektronik teknolojileri ve sistem entegrasyonu alanında uluslararası anlamda rekabetçi bir teknoloji şirketine dönüşerek, savunma sanayinin ileri gelen şirketlerinden biri oldu.

Yaygın kullanım alanına sahip ve katma değeri yüksek ürünleri, Aselsan'ın sektörün büyüme dinamiklerinden etkin bir şekilde yararlanmasını sağlıyor. İç piyasada rakipsiz olması ve pazara girişin zor olması şirketin büyüme dinamikleriyle ilgili riskleri sınırlıyor.

Rekor bakiye siparişler ve yeni projeler orta vadeli büyümeyi destekliyor

Şirketin 2014 yılında 3,9 milyar dolar olan bakiye siparişleri 2018 yılı ilk çeyrek itibariyle 7,5 milyar dolar düzeyine yükseldi. Mevcut bakiye sipariş miktarı 5,1x ciro karşılama oranı (bakiye sipariş / ciro) ile rakiplerine göre (2,0x) öngörülebilirliği artırıyor. Ayrıca Aselsan ilk çeyrekten beri 1,4 milyar dolarlık yeni sipariş aldı. Yıl başından beri kazanılan sipariş miktarı 2,3 milyar dolara ulaştı.

7,5 milyar dolarlık rekor yüksek bakiye siparişi ve 2018-2020 dönemi için öngördüğümüz toplam 8,7 milyar dolarlık yeni sipariş varsayımı ile 2018 - 2020 dönemi tahmini yıllık ciro büyümesinin dolar bazında %28 (benzer şirket ortalaması %8) olması bekleniyor. 2018-2020 kümülatif gelir tahminimizin yaklaşık %73'ü imzalanmış mevcut projelerden gelmesi öngörülüyorken sadece %27'lik kısmının yeni projelerden gelmesini öngörüyoruz.

Yurtdışı pazarlardaki fırsatlar

Türkiye'nin savunma sanayi ihracatı geçtiğimiz 10 yılda ortalama %13 yükselerek 2017 yılında 1.8 milyar dolara ulaştı.

Aselsan'ın ihracatı ise aynı dönemde ortalama %26 büyüyerek 215 milyon dolar ile şirketin toplam cirosunun %15'ine, Türkiye'nin savunma ürünleri ihracatının %10'una ulaştı.

Suudi Arabistan devlet şirketi TAQNIA ülkenin ihtiyaç duyduğu radar, elektronik savaş donanımları ve elektro-optik sistemlerini üretmek üzere Aselsan ile %50 - %50 ortak bir şirket kurdu. Aselsan'ın uzmanlığını ve tecrübesini koyduğu girişimin finansman ihtiyacı Suudi Arabistan şirketi tarafından sağlanacak.

Türk şirketlerinin teknoloji transferi ve birlikte üretim konusunda çok daha esnek olması uluslararası arenada önemli bir rekabet avantajı sağlıyor. İhraç pazarlarında elde edilen başarı ve Suudi Arabistan şirketi TAQNIA başta olmak üzere yurtdışında ortak üretim ve teknoloji transferi konusunda yapılan işbirlikleri Aselsan'ın faaliyet verimliliğini daha da artıracak bir ölçek ekonomisine ulaşmasını sağlayacak.

İkili teknoloji kullanımı savunma dışı sektörlerde yeni pazarlar yaratabilir

Savunma sanayinde yaratılan yenilikçi teknolojilerin savunma dışı sektörlerde de kullanılması sektörün uluslararası rekabetçi üretim yapabilmesi için gerekli ölçek ekonomisine ulaşmasını sağlayacak önemli bir adım. Teknolojinin güvenlik, iletişim, ulaştırma, sağlık, enerji gibi sektörlerde ikili kullanımı savunma sanayine kaldıraç sağlayacak ve savunma dışı sektörlerin daha rekabetçi olmasına imkan verecek bir gelişme.

Araştırma ve geliştirme harcamaları katma değeri artırıyor

Aselsan cirosunun %6'sından daha fazlasını düzenli bir şekilde araştırma geliştirme harcamaları için ayırarak değer zincirinden aldığı payı yıllar içinde kademeli olarak artırdı. Müşterileri tarafından finanse edilen araştırma geliştirme harcamalarını da eklendiğinde bu harcamaların ciroya oranı %30'a ulaşmaktadır. Harcamaların %100'ünün vergi matrahından düşülmesi ve gerekli finansmanın büyük kısmının avans olarak Savunma Sanayi Müsteşarlığı başta olmak üzere müşteriler tarafından sağlanması, Şirket'in güçlü bir nakit yaratma döngüsüyle çalışmasını sağlıyor.

Güçlü ve istikrarlı kar marjı

Aselsan 2017 yılında %19,3 FAVÖK marjı (FRS 15 ve IFRS 9'a göre %21,4) elde etti. Son 10 yılın ortalama FAVÖK marjı %18,6 düzeyinde gerçekleşti. Aselsan'ın küresel rakiplerinin 2017 ortalama FAVÖK marjı %15,9 düzeyinde.

Kar marjının rakiplerine göre yüksek olmasında aşağıdaki nedenler belirleyici oldu. (i) Savunma Sanayi Müsteşarlığının şirketin organik büyümesini teşvik etmek için cömert fiyatlaması, (ii) araştırma-geliştirme giderlerinin ağırlıklı olarak müşteriler tarafından karşılanması, (iii) emek maliyetinin dünyaya göre düşük olması, (iv) gelirlerin döviz giderlerin Türk lirası ağırlıklı olması.

Şirket 2018 yılı için %18-20 bandında bir kar marjı hedefliyor. Bizim beklentimiz Türk lirasının değer kaybının da etkisiyle 2018 yılı kar marjının %20,7 seviyesinde gerçekleşmesi.

2018 – 2020 yılında Aselsan'ın ortalama %20,4 marjla çalışıp FAVÖK'ünü ortalama %25 büyüteceğini tahmin ediyoruz.

Türk lirasının değer kaybına karşı dirençli karlılık

Gelirlerinin %78'inin döviz bazlı, giderlerinin %55'inin döviz bazlı olması Aselsan'ın Türk lirasının değer kaybına karşı dirençli bir faaliyet karlılığına sahip olmasını sağlıyor.

İkincil arz gelirleri nerede kullanılacak?

Yatırımcıların rüçhan hakkı kısıtlanarak ikinci piyasada yapılan satış sonucunda şirkete yaklaşık 3 milyar TL nakit girişi oldu. Şirket'in ödenmiş sermayesi %14 oranında yükselerek 1,14 milyar TL'ye yükselirken halka açıklık oranı %15,3'ten %25,7'ye yükseldi. Söz konusu nakdin %40'ı yapay zeka, akıllı şehir altyapısı, uydu teknolojisi gibi alanlarda, %30'u şirket satın alımında, Orta Doğu ve Uzak Doğu'daki ortaklıklarda, %20'si araştırma geliştirme giderlerinin şirket tarafından finanse edilecek kısmında, %10'u işletme sermayesi ihtiyacında kullanılacak.

Riskler

Türkiye'nin ABD ve Almanya ile Ortadoğu'da izlenen politikalar ve FETÖ ile mücadele gibi konularda ayrışması Türkiye savunma sanayinin ve dolayısıyla Aselsan'ın NATO üyesi ülkelerden ara ürün tedarikinde gecikmelere yol açabilir. Ancak şirket yönetimi bu tip senaryolarda devreye girecek alternatif tedarik planları olduğunu vurguluyor.

Türkiye sınır güvenliğini sağlamak amacıyla S-400 uzun menzilli füze koruma sistemi almak için Rusya ile anlaşmak üzere. NATO üyesi olmayan bir ülkeden savunma sistemi alınması ABD'nin Türkiye'ye potansiyel yaptırımlar uygulamasına neden olabilir. Konu ile doğrudan bir ilişki olmamasına rağmen söz konusu yaptırımlar Aselsan'ın bazı projelerinde gecikmelere yol açabilir.

Savunma Sanayi Müsteşarlığı (SSM) tarafından sağlanan avantajlar sayesinde Şirket'in faaliyet karlılığı ve aldığı avanslar yurtdışındaki benzer şirketlerin oldukça üzerinde seyrediyor. Savunma Sanayi Müsteşarlığı'nın bu konuda politika değişikliğine gitmesi şirketin kar marjını ve nakit akışını olumsuz etkileyebilir.

Değerleme

İndirgenmiş Nakit Akışı Modeli

İndirgenmiş Nakit Akışı modeline göre Aselsan'ın 12A hedef değerini 31.5/hisse hesaplıyoruz. Hisse hedef değerimize %21 getiri potansiyeli sunuyor.

Şekil 1: İndirgenmiş Nakit Akışı Modeli

US$ mn	2018T	2019T	2020T	2021T	2022T	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T
Bakiye Sipariş Büyüklüğü (yıl sonu)	9,019	9,049	8,572	8,548	8,812	9,275	9,927	10,790	11,683	12,594
Yeni Proje Edinimi	3,500	2,600	2,600	3,125	3,473	3,773	4,102	4,464	4,854	5,218
US$/TL (ortalama)	4.28	5.05	5.50	5.95	6.53	7.13	7.70	8.27	8.90	9.59
US$/TL (yıl sonu)	4.80	5.30	5.70	6.20	6.85	7.40	8.00	8.55	9.25	9.92
Gelirler	1,981	2,570	3,077	3,149	3,209	3,309	3,451	3,601	3,960	4,308
Büyüme	33.5%	29.7%	19.7%	2.4%	1.9%	3.1%	4.3%	4.3%	10.0%	8.8%
Esas Faaliyet Karı	377	489	579	577	576	595	615	636	696	753
Amortisman	33	34	40	47	52	52	57	62	67	72
% gelirlere oranı	1.7%	1.3%	1.3%	1.5%	1.6%	1.6%	1.7%	1.7%	1.7%	1.7%
FAVÖK	410	524	619	624	628	647	672	699	763	825
Büyüme	29.0%	27.8%	18.1%	0.8%	0.7%	2.9%	4.0%	3.9%	9.3%	8.0%
FAVÖK Marjı	**20.7%**	**20.4%**	**20.1%**	**19.8%**	**19.6%**	**19.5%**	**19.5%**	**19.4%**	**19.3%**	**19.1%**
Faaliyet Karı Üzerinden Vergi	0	0	0	0	0	0	-123	-127	-139	-151
Net İşletme Sermayesinde Değişim	-15	-286	-245	-21	4	-28	-19	-19	-84	-95
% gelirlere oranı	-0.7%	-11.1%	-8.0%	-0.7%	0.1%	-0.8%	-0.6%	-0.5%	-2.1%	-2.2%
Yatırım Harcamaları	-152	-188	-214	-210	-204	-200	-199	-197	-206	-215
% gelirlere oranı	-7.7%	-7.3%	-7.0%	-6.7%	-6.4%	-6.1%	-5.8%	-5.5%	-5.2%	-5.0%
Net Nakit Akışı	**244**	**50**	**160**	**393**	**428**	**418**	**332**	**355**	**333**	**364**
Net Nakit Akışı Marjı	**12%**	**2%**	**5%**	**12%**	**13%**	**13%**	**10%**	**10%**	**8%**	**8%**
İndirgenmiş Nakit Akışı	**233**	**44**	**128**	**288**	**288**	**259**	**189**	**187**	**162**	**163**

Toplam İndirgenmiş Nakit Akışı	**1,882**
Artık Büyüme Oranı	4.0%
Artık Değer	**3,813**
İşletme Değeri	**5,695**
Düzeltilmiş Net Nakit / (Borç) 1Ç18	597
Roketsan Payı	144
Hedef Piyasa Değeri (US$ mn)	**7,112**
Hedef Piyasa Değeri (TL mn)	**35,913**
Hisse Sayısı (mn)	1,140
12A Hedef Değer	**31.5**
Güncel Fiyat	**26.0**
Artış Potansiyeli	**21%**

Kaynak: İş Yatırım

Şekil 2: Benzer Şirket Analizi

Şirket	F/K			FD/FAVÖK			FAVÖK YBBO	3 Yıllık Ort. FAVÖK Marjı	Net Borç (Nakit) / FAVÖK	Piyasa Değeri (US$ mn)
Türkiye	2018	2019	2020	2018	2019	2020	2018-2020	2018-2020	2017	
Aselsan	12.3	8.9	7.3	14.8	9.8	7.6	25%	20%	-1.9	6,138
Aselsan'ın Prim/(iskontosu)	**-37%**	**-48%**	**-53%**	**25%**	**-11%**	**-25%**				
Blended (50% P/E - 50% EV/EBITD	-6%	-29%	-39%							
Benzer Şirketler Genel										
Ortalama	**23.4**	**18.4**	**16.2**	**12.6**	**11.4**	**10.5**	**7%**	**18%**	**1.3**	**21,290**
Medyan	**19.4**	**17.2**	**15.6**	**11.8**	**11.1**	**10.1**	**8%**	**16%**	**1.4**	**7,756**
Avrupa	2018	2019	2020	2018	2019	2020	2018-2020	2018-2020	2017	
BAE SYSTEMS -ADR	15.8	14.6	13.5	10.3	9.7	9.1	1%	12%	0.4	28,756
MEGGITT PLC	17.1	15.9	14.6	11.8	10.9	10.6	-3%	23%	1.9	5,717
COBHAM PLC	27.3	19.7	16.9	12.4	11.3	10.3	4%	16%	1.2	4,036
ULTRA ELECTRONIC	16.2	14.3	13.5	11.0	10.2	9.7	-2%	17%	0.6	1,709
QINETIQ GROUP PL	16.0	16.3	16.0	9.2	8.9	8.5	6%	18%	-1.6	2,086
CHEMRING GROUP	17.8	16.3	14.0	9.1	8.5	8.0	6%	17%	1.3	845
EADS NV	23.9	19.2	15.7	9.6	8.1	7.0	14%	13%	-2.5	96,443
SAFRAN SA	23.9	19.9	17.0	12.9	11.2	10.0	11%	19%	-0.5	55,497
THALES SA	21.8	18.3	16.5	10.4	9.1	8.1	10%	14%	-1.7	28,537
LEONARDO SPA	11.5	9.1	7.8	5.7	5.3	4.9	3%	14%	3.8	6,044
GARMIN LTD	20.1	19.3	18.5	12.1	11.6	11.3	4%	25%	-3.0	11,890
ELBIT SYSTEMS	19.0	17.7	16.9						1.0	5,123
Ortalama	**19.2**	**16.7**	**15.1**	**10.4**	**9.5**	**8.8**	**5%**	**17%**	**0.1**	**20,557**
Medyan	**18.4**	**17.0**	**15.9**	**10.4**	**9.7**	**9.1**	**4%**	**17%**	**0.5**	**5,881**
Amerika	2018	2019	2020	2018	2019	2020	2018-2020	2018-2020	2017	
HONEYWELL INTL	18.4	16.9	15.4	12.7	11.9	11.2	8%	22%	1.0	110,463
LOCKHEED MARTIN	19.5	17.2	14.4	12.6	11.6	9.9	13%	17%	1.5	89,459
GENERAL DYNAMICS	17.5	15.5	13.8	11.6	10.4	9.7	10%	14%	0.5	57,518
NORTHROP GRUMMAN	19.5	16.8	15.7	14.2	12.5	11.8	11%	15%	1.3	56,174
ROCKWELL COLLINS	19.2	17.9	15.6	14.0	13.1	12.0	14%	24%	3.6	22,490
L3 TECHNOLOGIES	20.9	18.2	16.0	13.9	12.7	11.6	9%	14%	2.6	15,857
TRANSDIGM GROUP	20.2	21.3	18.8	15.6	14.6	13.7	8%	50%	6.4	18,677
TRIUMPH GROUP	7.8	10.8	9.2	9.4	9.7	7.5	-10%	8%		975
ALLIANT TECHSYS	19.2	17.1	13.7	11.7	11.1	9.9	9%	16%	1.9	7,778
MOOG INC-CLASS A	18.0	15.6	14.4	10.7	9.3	8.8	8%	13%	2.2	2,794
ESTERLINE TECH	20.2	16.5	15.9	9.3	8.2	8.0	2%	15%	1.5	2,189
RAYTHEON CO	19.9	17.4	15.0	11.8	11.5	10.7	13%	19%	0.6	56,738
TELEDYNE TECH	26.5	24.8	23.4	16.7	15.8	15.1	7%	18%	2.0	7,330
ASTRONICS CORP	21.0	16.0	15.4	13.0	10.9			14%	5.1	1,057
CUBIC CORP	131.1	31.4	19.6	21.3	15.2	12.1	19%	11%	3.4	1,902
HEICO CORP	42.1	39.1	33.7	22.3	20.7	18.9	13%	26%	1.6	9,065
HEXCEL CORP	22.2	19.4	17.2	13.2	11.8	10.9	11%	24%	1.7	6,012
LEIDOS HOLDINGS	14.3	13.1	11.9	11.6	10.9	10.4	4%	10%	3.2	9,481
ORBITAL ATK INC	19.2	17.1	13.7	11.7	11.1	9.9	9%	16%	1.9	7,778
HARRIS CORP	22.7	19.1	16.8	15.3	13.6	12.4	7%	24%	2.8	17,517
Ortalama	**26.0**	**19.1**	**16.5**	**13.6**	**12.3**	**11.3**	**9%**	**18%**	**2.4**	**25,063**
Medyan	**19.7**	**17.2**	**15.5**	**12.9**	**11.7**	**10.9**	**9%**	**16%**	**1.9**	**9,273**
Dünyanın Geri Kalanı	2018	2019	2020	2018	2019	2020	2018-2020	2018-2020	2017	
SINGAP TECH ENG	19.2	17.6	16.3	12.5	11.6	10.8	7%	12%	-0.3	7,734
AVICHINA INDUS-H	17.0	14.6	13.2	9.0	7.8	7.6	8%	12%	0.0	3,550
CHINA AVIONICS-A	38.5	33.4	30.4	21.8	20.0	18.1	7%	17%		3,516
BHARAT ELECTRON	16.9	15.4	13.6	10.7	9.6	8.4	12%	19%	-2.1	3,694
Ortalama	**22.9**	**20.2**	**18.4**	**13.5**	**12.3**	**11.2**	**9%**	**15%**	**-0.8**	**4,624**
Medyan	**18.1**	**16.5**	**14.9**	**11.6**	**10.6**	**9.6**	**7%**	**15%**	**-0.3**	**3,622**

Kaynak: Bloomberg, İş Yatırım

ÖZET FİNANSALLAR

Şekil 3: Bilanço (TL, milyon)

	2015	2016	2017	2018T	2019T	2020T
Dönen Varlıklar	**3,519**	**5,463**	**6,435**	**14,028**	**18,581**	**22,881**
Nakit ve Nakit Benzerleri	681	1,169	1,263	5,353	6,037	7,008
Ticari Alacaklar	1,204	2,206	1,958	3,139	4,799	6,262
Stoklar	1,176	1,414	2,222	3,460	5,311	6,976
Peşin Ödenmiş Giderler	229	388	658	1,298	1,439	1,467
Diğer Dönen Varlıklar	228	286	335	777	994	1,168
Duran Varlıklar	**3,228**	**3,614**	**5,204**	**6,836**	**8,861**	**10,928**
Ticari Alacaklar	376	386	1,198	1,860	2,844	3,711
Finansal Yatırımlar	434	516	569	569	569	569
Maddi Duran Varlıklar	925	968	1,091	1,300	1,629	2,039
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	554	709	891	1,191	1,637	2,183
Peşin Ödenmiş Giderler	410	394	443	779	863	880
Diğer Duran Varlıklar	529	642	1,012	1,137	1,319	1,546
TOPLAM VARLIKLAR	**6,746**	**9,077**	**11,639**	**20,863**	**27,442**	**33,809**
Kısa Vadeli Yükümlülükler	**2,306**	**2,999**	**3,692**	**5,503**	**7,436**	**9,008**
Kısa Vadeli Borçlanmalar	447	372	472	518	713	837
Ticari Borçlar	1,063	1,390	1,790	2,941	4,514	5,930
Ertelenmiş Gelirler	512	797	900	1,514	1,679	1,711
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	283	440	529	529	529	529
Uzun Vadeli Yükümlülükler	**1,835**	**2,655**	**3,179**	**5,198**	**6,592**	**7,617**
Uzun Vadeli Borçlanmalar	156	122	62	98	149	195
Ticari Borçlar	223	253	1,262	1,903	2,921	3,837
Ertelenmiş Gelirler	1,270	2,092	1,643	2,985	3,310	3,374
Uzun Vadeli Karşılıklar	187	187	212	212	212	212
Özkaynaklar	**2,605**	**3,423**	**4,768**	**10,163**	**13,415**	**17,185**
Ödenmiş Sermaye	500	1,000	1,000	1,140	1,140	1,140
Rezervler ve Diğer Kalemler	1,992	1,661	2,392	6,533	8,774	11,750
Net Dönem Karı	113	762	1,376	2,490	3,501	4,295
TOPLAM KAYNAKLAR	**6,746**	**9,077**	**11,639**	**20,863**	**27,442**	**33,809**

2015-2017 Finansalları UFRS 15 ve UFRS 9'a göre düzeltilmiştir

Kaynak: Aselsan, İş Yatırım

Şekil 4: Gelir Tablosu (TL, milyon)

	2015	2016	2017	2018T	2019T	2020T
Hasılat	**2,740**	**3,851**	**5,412**	**8,488**	**12,976**	**16,930**
Satışların Maliyeti	-2,173	-2,900	-3,946	-6,315	-9,693	-12,731
Brüt Kar	**567**	**950**	**1,466**	**2,173**	**3,283**	**4,199**
Operasyonel Giderler	-301	-317	-439	-558	-812	-1,014
Esas Faaliyet Karı	**266**	**633**	**1,027**	**1,615**	**2,471**	**3,184**
Diğer Gelir / (Gider)	-312	60	138	750	847	884
Vergi Öncesi Kar	**-46**	**693**	**1,165**	**2,365**	**3,318**	**4,068**
Vergi Geliri / (Gideri)	159	69	211	125	183	227
Dönem Karı Ana Ortaklık Payı	**113**	**762**	**1,376**	**2,490**	**3,501**	**4,295**
Kontrol Gücü Olmayan Paylar	0	0	0	0	0	0
Net Kar	113	762	1,376	2,490	3,501	4,295
Düzeltilmiş Net Kar	**-25**	**700**	**1,157**	**2,415**	**3,318**	**4,068**
Esas Faaliyet Karı	266	633	1,027	1,615	2,471	3,184
FAVÖK	**370**	**743**	**1,159**	**1,756**	**2,645**	**3,405**
Amortisman	103	110	133	141	174	221
Büyüme						
Gelir	8.1%	40.5%	40.6%	56.8%	52.9%	30.5%
Esas Faaliyet Karı	-29.1%	137.8%	62.1%	57.3%	53.0%	28.8%
FAVÖK	-20.6%	101.1%	55.9%	51.5%	50.6%	28.7%
Net Kar	-71.2%	574.9%	80.5%	81.0%	40.6%	22.7%
Marjlar						
Brüt Kar	20.7%	24.7%	27.1%	25.6%	25.3%	24.8%
Esas Faaliyet Karı	9.7%	16.4%	19.0%	19.0%	19.0%	18.8%
FAVÖK	13.5%	19.3%	21.4%	20.7%	20.4%	20.1%
Net Kar	4.1%	19.8%	25.4%	29.3%	27.0%	25.4%
Öz Sermaye Karlılığı	4.4%	25.3%	33.6%	33.4%	29.7%	28.1%
Yatırım Karlılığı	6.5%	13.4%	16.5%	18.3%	19.6%	19.1%

2015-2017 Finansalları UFRS 15 ve UFRS 9'a göre düzeltilmiştir

Kaynak: Aselsan, İş Yatırım

2Ç18 beklentileri

Şirket 14 Ağustos'ta finansallarını açıklamayı planlıyor. Şirket'in artan bakiye sipariş büyüklüğü sayesinde 2Ç18'de güçlü gelir büyümesi göstermesini ve TL'nin dolar ve euroya karşı değer kaybetmesi nedeni ile FAVÖK marjının iyileşmeye devam etmesini bekliyoruz.

	2Ç18	2Ç17*	Yıllık
Gelirer	1,900	1,167	**63%**
FAVÖK	395	227	**74%**
FAVÖK Marjı	20.8%	19.5%	**1.3pp**
Net Kar	485	244	**99%**

* 2Ç17 rakamları UFRS 9 ve UFRS 15 nedeniyle bu çeyrek yeniden düzenlenebilir

Şekil 5: Nakit Akışı Tablosu (TL, milyon)

	2015	2016	2017	2018T	2019T	2020T
Net Kar	113	762	1,376	2,490	3,501	4,295
Amortisman	103	110	133	141	174	221
Diğer	544	472	1	-912	-1,015	-1,096
Net İşletme Sermayesinde Değişim	15	-364	-858	-310	-1,639	-1,611
İşletme Faaliyetlerinden Bet Nakit Akışı	**776**	**981**	**652**	**1,410**	**1,020**	**1,809**
Yatırım Harcamaları	-260	-353	-551	-650	-948	-1,178
Yatırım Harcamalarından Diğer Nakit	-5	-7	-7	9	9	9
Yatırım Faaliyetlerin Net Nakit Akışı	**-265**	**-359**	**-558**	**-641**	**-939**	**-1,169**
Finansman Faaliyetlerinden Nakit Akışı	75	-190	42	82	246	170
Temettü Ödemesi	-65	-42	-76	-85	-249	-525
Finansman Faaliyetlerinden Diğer Nakit	5	9	12	3,324	606	686
Finansman Faaliyetlerin Net Nakit Akışı	**15**	**-223**	**-21**	**3,321**	**603**	**331**
Nakit Net Artış/ (Azalış)	525	399	73	4,091	684	971
Kur Etkisi	23	89	21	0	0	0
Net Nakit Net Artış/ (Azalış)	548	488	94	4,091	684	971
Dönem Başı Nakit	132	681	1,169	1,263	5,353	6,037
Dönem Sonu Nakit	681	1,169	1,263	5,353	6,037	7,008

Kaynak: Aselsan, İş Yatırım

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.

İşbu rapor şirketten bağımsız olarak hazırlanmış olup raporda yer alan tüm tahmin, görüş ve beklentiler tamamen İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'ye aittir. İşbu rapor şirketin mevcut ve gelecekteki mali durumunu tamamen kapsama amacı gütmemektedir.