



# Aselsan

## Şirket Raporu

(Genel Yatırım Tavsiyesi)

12 Şubat 2020

### Endekse Paralel Getiri

**Aselsan'ın 4Ç sonuçları hem gelir tablosu hem de nakit akışı olarak beklentilerin üzerinde gerçekleşti.** Aselsan 4Ç19 döneminde 1365mn TL net kar açıkladı, açıklanan net kar 1149mn TL seviyesindeki piyasa beklentisinin %22 üzerinde gerçekleşti. Net kardaki güçlü performansın yanı sıra, şirketin son 1 yılda problemlili gözüken nakit akışında da bu çeyrekte kayda değer artış sağlandı. Aselsan'ın 3Ç19 döneminde 412 mn TL net borç pozisyonu bulunuyordu, şirket son çeyrekte kaydedilen güçlü nakit akışı sayesinde yılı 1.3 milyar TL net nakit pozisyonu ile tamamladı. Operasyonel işletme sermayesinin ciroya oranı, 3Ç'de %90 seviyesini aşmışken, sene sonunda %80 seviyesinde geriledi (2018 sonu: %78). Son çeyrekte kaydedilen güçlü FAVÖK'ün de katkısıyla, çeyreklik olarak serbest nakit üretimi 1.9 milyar TL oldu. Güçlü 4Ç performansına rağmen 2019 yılı 12 aylık serbest nakit akışı ise negatifte kaldı (-0.8 milyar TL / 2018 12 aylık: -1.5 milyar TL). Güçlü operasyonel performans ve bilançoda artan nakit pozisyonuna piyasa tepkisi olumlu olacaktır.

**2020 beklentileri piyasa tahminleri için yukarı yönlü revizyona yol açacaktır.** Şirketin gelirleri 4Ç'de %41, 2019 yılı tamamında %44 artış kaydetti. Böylece şirket yönetiminin 2019 yılı için belirlediği %40-50 arası büyüme hedefi tutturuldu. FAVÖK marjı 4Ç'de beklentilerin yaklaşık 3.5 puan üzerine çıkarak %24.2 seviyesinde açıklandı. Böylece 2019 yılı tamamında FAVÖK marjı %21.9'a ulaştı ve şirketin beklentisi olan %19-21 aralığının üzerinde gerçekleşti. 2020 yılı için Aselsan satış büyüme beklentisini %40-50 olarak açıklarken, verimlilik artışlarının sayesinde FAVÖK marjında %20-22 bandını hedeflediğini belirtti. Piyasa beklentileri 2020 yılında satış büyümesi için %29.5 ve FAVÖK marjı için %20 seviyesindedir, dolayısıyla şirketin paylaştığı beklenti piyasa tahminlerinde yukarı yönlü revizyonlara yol açacaktır.

**Aselsan için İNA yöntemine göre belirlediğimiz hedef fiyatımızı 24.80 TL'den 31.40 TL'ye revize ediyoruz.** 2020 yılı için satış geliri tahminimizi %11 yukarı çekerken, FAVÖK ve net kar tahminlerimizde sırasıyla %16 ve %17 yukarı yönlü revizyon yapıyoruz. Yeni tahminlerimize göre, hissenin 2020T F/K çarpanı 7.4x ve FD/FAVÖK çarpanı 6.7x seviyesindedir.

### Tavsiye

#### Hedef Fiyat

Hisse Fiyatı (12-02-2020)

Getiri potansiyeli

**TL31.40**

TL24.76

27%

Bloomberg Hisse Kodu

Piyasa Değeri (TLmn)

Halka Açıklık Oranı

Hisse adedi (mn)

Ortalama İşlem Hacmi -3 aylık (TLmn)

ASELS TI

28,226

26%

1,140

512

#### Fiyat Performansı

	1 Ay	3 Ay	1 Yıl
Nominal (TL)	9%	29%	7%
Nominal (USD)	6%	23%	-7%
BIST100'e göre	8%	13%	-9%

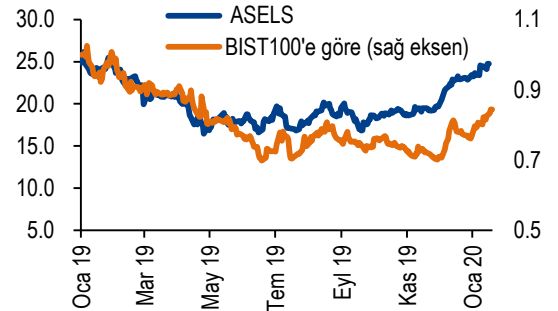
#### Tahminler (TLmn)

	2018	2019	2020T
Net Satışlar	9,009	13,013	18,125
FAVÖK	1,896	2,854	3,875
Net Kar	2,318	3,340	3,830

#### Değerleme

	2018	2019	2020T
F/K	12.2x	8.4x	7.4x
FD/FAVÖK	13.6x	9.1x	6.7x
F/DD	2.8x	2.1x	1.6x
Temettü verimi	0%	1%	1%

#### Fiyat Grafiği



**ASELS**

<b>YF Tahminler (Yeni)</b>	<b>2019</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>
Satış	13,013	18,125	21,328
FAVÖK	2,854	3,875	4,464
Net Kar	3,340	3,830	4,351

<b>YF Tahminler (Eski)</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>
Satış	16,298	19,101
FAVÖK	3,336	3,973
Net Kar	3,263	3,840

<b>Tahminlerde Revizyon</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>
Satış	11%	12%
FAVÖK	16%	12%
Net Kar	17%	13%

<b>Piyasa Beklentisi</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>
Satış	16,857	20,904
FAVÖK	3,363	4,084
Net Kar	3,437	3,976

<b>YF vs. Piyasa Beklentisi</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>
Sales	8%	2%
EBITDA	15%	9%
Net Income	11%	9%

## Değerleme

Milyon TL	2020T	2021T	2022T	2023T	2024T	2025T
<b>Net Satışlar</b>	<b>18,125</b>	<b>21,328</b>	<b>24,117</b>	<b>27,132</b>	<b>30,388</b>	<b>33,901</b>
% büyüme	39%	18%	13%	13%	12%	12%
<b>FAVÖK</b>	<b>3,875</b>	<b>4,464</b>	<b>5,015</b>	<b>5,601</b>	<b>6,256</b>	<b>6,955</b>
% marj	21.4%	20.9%	20.8%	20.6%	20.6%	20.5%
<b>İşletme Sermayesi İhtiyacı</b>	<b>-2,855</b>	<b>-1,278</b>	<b>-1,112</b>	<b>-1,202</b>	<b>-1,299</b>	<b>-1,401</b>
<b>Yatırım Harcamaları</b>	<b>-469</b>	<b>-525</b>	<b>-586</b>	<b>-651</b>	<b>-722</b>	<b>-798</b>
% satışlara oran	-2.6%	-2.5%	-2.4%	-2.4%	-2.4%	-2.4%
<b>Aktifleştirilen ArGe</b>	<b>-544</b>	<b>-640</b>	<b>-724</b>	<b>-814</b>	<b>-912</b>	<b>-1,017</b>
% satışlara oran	-3.0%	-3.0%	-3.0%	-3.0%	-3.0%	-3.0%
<b>Serbest Nakit Akımı</b>	<b>8</b>	<b>2,021</b>	<b>2,593</b>	<b>2,934</b>	<b>3,324</b>	<b>3,739</b>
% satışlara oran	0.0%	9.5%	10.8%	10.8%	10.9%	11.0%

İndirgenmiş Nakit Akımı (2019-2025)	8,027
Uç Değer	20,444
Firma Değeri	28,471
Net Borç	-1,287
+ Finansal Yatırımlar	1,110
Özsermaye Değeri	30,868
<b>12 Aylık Hedef Fiyat</b>	<b>31.4</b>
<i>Yükseliş Potansiyeli</i>	27%

Terminal growth rate	5.0%
Risksiz Getiri	13.0%
Risk Primi	5.0%
Beta	0.60
Vergi Oranı	0%
% borç	10%
% özsermaye	90%
Borç Maliyeti	15.0%
Özsermaye Maliyeti	16.0%
<i>Ortalama Sermaye Maliyeti</i>	15.9%

Kaynak: YF Araştırma Tahminleri

## Yatırım Finansman Menkul Değerler

Meclis-i Mebusan Cad. 81 Fındıklı 34427 Beyoğlu/İstanbul

Tel: +90 (212) 317 69 00 Faks: +90 (212) 282 15 50 - 51

### **UYARI NOTU:**

Bu e-posta mesajı ve ekleri gönderildiği kişi ya da kuruma özeldir ve gizlidir. Hiçbir şekilde üçüncü kişilere açıklanamaz ya da yayınlanamaz. Yetkili alıcılardan biri değilseniz, bu mesajın herhangi bir şekilde ifşa edilmesi, kullanılması, kopyalanması, yayılması veya mesajda yer alan hususlarla ilgili olarak herhangi bir işlem yapılmasının kesinlikle yasak olduğunu bildiririz. Eğer mesajın alıcısı veya alıcısına iletmekten sorumlu kişi değilseniz lütfen mesajı sisteminizden siliniz ve göndereni uyarınız. Gönderen ve Yatırım Finansman Menkul Değerler A.Ş., bu mesajın içerdiği bilgilerin doğruluğu, güncelliği ve eksiksiz olduğu konusunda bir garanti vermemektedir, içerik Yatırım Finansman Menkul Değerler A.Ş. tarafından her zaman değiştirilebilir. Bu e-posta yer alan bilgiler "Yatırım Finansman Menkul Değerler A.Ş." tarafından genel bilgilendirme amacı ile her türlü veri, yorum ve değerlendirmeler hazırlandığı tarih itibarıyla mevcut piyasa koşulları ve güvenilirliğine inanılan kaynaklara dayanılarak hazırlanmıştır. Bu kaynakların kullanılması nedeni ile ortaya çıkabilecek hatalardan Yatırım Finansman Menkul Değerler A.Ş. sorumlu değildir. Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti, kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Burada yer alan ve hiçbir şekilde yönlendirici nitelikte olmayan içerik, yorum ve tavsiyeler ise genel nitelikte olup, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Bu tavsiyeler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanılarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Bu e-posta içeriğinde yer alan çeşitli bilgi ve görüşlere dayanılarak yapılacak ileriye dönük yatırımlar ve ticari işlemlerin sonuçlarından ya da ortaya çıkabilecek zararlardan Yatırım Finansman Menkul Değerler A.Ş. sorumlu tutulamaz. Mesajın içeriğinden, iletilmesinden, alınmasından, saklanmasından, gizliliğinin korunamamasından, virüs içermesinden ve sisteminizde yaratabileceği zararlardan Yatırım Finansman Menkul Değerler A.Ş. sorumlu tutulamaz. Yatırım Finansman bu mesajın içeriği ve ekleri ile ilgili olarak hukuki açıdan herhangi bir sorumluluk kabul etmemektedir. Teşekkür ederiz.

Levent Durusoy Genel Müdür Yrd. levent.durusoy@yf.com.tr +90 (212) 334 98 33

### **Araştırma Bölümü**

Serhan Gök Müdür serhan.gok@yf.com.tr +90 (212) 334 98 39  
Hilmi Yavaş Ekonomist hilmi.yavas@yf.com.tr +90 (212) 334 98 37

### **Strateji ve Yatırım Danışmanlığı Bölümü**

Serhan Yenigün Müdür serhan.yenigun@yf.com.tr +90 (212) 334 98 44  
Vahap Taştan Yönetmen Yrd. vahap.tastan@yf.com.tr +90 (212) 334 98 47  
Onur Alkan Uzman onur.alkan@yf.com.tr +90 (212) 334 98 70

### **Kurumsal Finansman Bölümü**

Pervin Bakankuş Müdür pervin.bakankus@yf.com.tr +90 (212) 334 98 61

### **Hizmet Noktalarımız**

Genel Müdürlük	+90 (212) 317 69 00	Merkez	+90 (212) 334 98 00
Antalya	+90 (242) 243 02 01	Ankara	+90 (312) 417 30 46
Bakırköy	+90 (212) 543 05 04	Bursa	+90 (224) 224 47 47
Caddebostan	+90 (216) 302 88 00	İzmir	+90 (232) 441 80 72
Samsun	+90 (362) 431 46 71	Ulus	+90 (212) 263 00 24