

## Güçlü operasyonel sonuç

TUT (önceki: TUT)

Kapanış Fiyatı (TL)	53,00	Hedef Fiyat (TL)	60,00
Piyasa Değeri (TL / US\$ mn)	241,680 / 7,501	12A Nominal / Göreceli Getiri (%)	87 / 11
Halka Açıklık Oranı (%)	26	3A Ort. Günlük İşlem Hacmi (TL mn)	2,893
TLmn	2023/12	2022/12	Y/Y Δ
Net Satış	73,593	66,860	10,1%
VAFÖK (diğ. gel. (gid.) hariç)	16,027	14,040	14,2%
Net Kâr	7,290	1,282	a.d.
VAFÖK marjı	21,8%	21,0%	0,8pp

TMS29 (Enflasyon Muhasebesi), 2023/12 Finansal Tablolarıyla Uygulanmaya Başlandı için TMS29 ile Uyumlu Çeyreklik Sonuç ve Piyasa Tahmini Bulunmamaktadır

Kaynak: YKY Araştırma, Şirket, KAP, Research Turkey

## 4Ç23 Sonuçlar

- Güçlü operasyonel sonuç ve kârlılık.** Aselsan <ASELS TI> 2023 yılında TMS29 dahil 7.3 milyar TL net kâr açıkladı. Net satış, güçlü yurtiçi satışlar (yurtiçi: yıllık %18, yurtdışı: yıllık -%37) sayesinde reel olarak yıllık bazda %10 artışla 73.6 milyar TL oldu. Şirket 2023 yılında %22 marj ile 16.0 milyar TL VAFÖK elde etti. Yıllık bazdaki VAFÖK marj artışı, brüt marjdaki genişlemeden kaynaklanıyor. Aselsan 2023 yılında 10.2 milyar TL net parasal kayıp açıklarken, bu rakam 2022 yılında 14.6 milyar TL olarak gerçekleşti. Şirket ayrıca TMS29 hariç sonuçlarını da açıkladı. Buna göre, Aselsan 4Ç23'te 9.0 milyar TL VAFÖK (YKYe: 8.9 milyar TL ve konsensüs: 6.8 milyar TL) ve 9.1 milyar TL net kâr (YKYe: 9.9 milyar TL ve konsensüs: 7.7 milyar TL) açıkladı.
- Bakiye siparişler artmaya devam ediyor.** Şirket, 4Ç23'te bakiye sipariş 1.0 milyar ABD Doları tutarında yeni iş alımı gerçekleştirdi. Böylece, 3Ç23 itibarıyla 10.8 milyar ABD doları olan bakiye sipariş büyüklüğü, 4Ç23'te hafif bir artışla 11.0 milyar ABD doları oldu ve son 10 yıldan fazla süreden beri en yüksek seviyeye ulaştı. 2023 yılsonu itibarıyla 2.0x olan yeni iş-satış oranı 2018'den bu yana en yüksek orana işaret ediyor. Bakiye siparişlerdeki süregelen iyileşmeyi, özellikle Rusya-Ukrayna savaşı sonrası NATO'nun %2'lik hedefine olan uluslararası bağlılıkla birlikte savunma sanayiine olan ilgiye bağlıyoruz.
- Devam eden işletme sermayesi yükü.** 3Ç23'te 28.1 milyar TL olan net işletme sermayesi 4Ç23 itibarıyla 38.0 milyar TL'ye yükseldi. Böylece, 3Ç23'te %35 olan NİS'in satışlara oranı 2023 sonu itibarıyla %52'ye yükseldi. Bu artışın ana nedeni, ticari borç ödeme günlerinin kısılmasına rağmen alacak ve stok günlerinin çeyrek bazında uzaması. Dolayısıyla, nakit döngüsü 3Ç23'teki 140-145 güne kıyasla 185 günün üzerine çıktı.
- Net borçta iyileşme.** 3Ç23'te 14.7 milyar TL olan net borç 2023 sonu itibarıyla 13.3 milyar TL'ye geriledi. Net borçtaki azalma büyük ölçüde 4Ç23'teki güçlü nakit akışı sayesinde iyileşen nakit pozisyonundan kaynaklanıyor. Sonuç olarak, net borç/VAFÖK çarpanı 3Ç23'teki 0.9x seviyesinden 4Ç23 itibarıyla 0.4x seviyesine iyileşti.

## Özet Görüşümüz

Özet olarak, TMS29 dahil sonuçlar güçlü. 4Ç23'teki bakiye sipariş artışını ve güçlü yeni iş/satış performansını memnuniyetle karşılıyoruz. Ek olarak, 2024 yılı boyunca yeni iş alımlarının devam etmesini ve bakiye siparişlerin kuvvetlenmesini bekliyoruz. Yine de, işletme sermayesi finansman ihtiyacı ve nakit dönüşümünün toplam nakit akışı yaratımı üzerinde hala baskı unsuru olduğunu düşünüyoruz. Sonuçlara piyasanın olumlu tepki vermesini bekliyoruz. Şu an için, hisse başı 60.00 TL 12-aylık hedef fiyat ve 'Tut' tavsiyemizi koruyoruz. Model varsayımlarımızı gözden geçirdikten sonra, güncel hedef fiyat ve tavsiyemizi paylaşacağız.

**ASELS-Çeyreksele Finansal Sonuçlar**
**Gelir Tablosu**

TLmn	2023/12	2022/12
<b>Gelirler</b>	<b>73,593</b>	<b>66,860</b>
Brüt Kar	20,105	17,833
Faaliyet Giderleri	-7,480	-6,239
Net Faaliyet Karı	12,625	11,594
<b>VAFÖK (diğ. gel (gid) hariç)</b>	<b>16,027</b>	<b>14,040</b>
<b>VAFÖK (diğ. gel (gid) dahil)</b>	<b>28,376</b>	<b>20,403</b>
Net Finansman Gelir (Gider)	-7,652	-4,341
Parasal Kazanç (Kayıp)	-10,145	-14,574
Vergi Öncesi Kar Zarar	7,210	-912
Vergi	165	2,102
Azınlık Hissedarları	84	-93
<b>Net Kar</b>	<b>7,290</b>	<b>1,282</b>

**Bilanço**

TLmn	2023/12	2022/12
<b>Dönen Varlıklar</b>	<b>72,884</b>	<b>72,918</b>
Nakit ve Nakit Benzerleri	6,610	9,371
Ticari Alacaklar	20,593	24,532
Stoklar	32,176	27,648
<b>Duran Varlıklar</b>	<b>77,694</b>	<b>71,884</b>
Finansal Varlıklar	6,779	8,425
Maddi Duran Varlıklar	23,730	18,455
Kullanım Hakkı Varlıkları	0	0
Şerefiye	0	0
<b>Toplam Varlıklar</b>	<b>150,578</b>	<b>144,803</b>
<b>KV Yükümlülükler</b>	<b>50,179</b>	<b>51,666</b>
KV Finansal Borçlar	18,808	16,088
KV Kiralama Borçları	0	0
Ticari Borçlar	14,864	16,107
<b>UV Yükümlülükler</b>	<b>12,019</b>	<b>12,331</b>
UV Finansal Borçlar	1,130	1,763
UV Kiralama Borçları	0	0
<b>Azınlık Hissedarları</b>	<b>1,069</b>	<b>955</b>
<b>Toplam Özkaynaklar</b>	<b>87,311</b>	<b>79,851</b>
<b>Toplam Yükümlülükler</b>	<b>150,578</b>	<b>144,803</b>

**Nakit Akım Tablosu**

TLmn	2023/12	2022/12
Faaliyetlerden Nakit	8,375	12,044
Yatırım Faaliyetlerinden Nakit	-11,682	-11,855
Finansal Faaliyetlerden Nakit	540	2,434
Toplam Nakit Girişi	-2,766	2,623
Serbest Nakit Akımı (SNA)	-3,307	190
Gelirlere Oranı	-4%	0%

**Büyüme & Marjlar**

Büyüme (%)	2023/12	
Gelirler	1007%	
VAFÖK (diğ. gel (gid) hariç)	14.2	
VAFÖK (diğ. gel (gid) dahil)	39.1	
Net Kar	468.7	
Marjlar (%)	2023/12	2022/12
Brüt Kar Marjı	27.3	26.7
VAFÖK (diğ. gel (gid) hariç)	21.8	21.0
Parasal Kazanç (Kayıp)	-13.8	-21.8
VAFÖK (diğ. gel (gid) dahil)	38.6	30.5
Net Faaliyet Karı	17.2	17.3
Vergi Öncesi Kar Marjı	9.8	-1.4
Net Kar Marjı	9.9	1.9

**Nakit Döngü & NİS**

	2023/12	2022/12
Net Nakit Döngüsü (Gün)	217	217
Ticari Alacak Tahsilat	101	132
Stok Döngü	217	203
Ticari Borç Ödeme	100	118
Net İşletme Sermayesi (Ana) (*)	37,905	36,073
Gelirlere Oranı	52%	54%

**Borçluluk**

	2023/12	2022/12
Net Borç (Nakit)	13,328	8,480
Net Borç / Özkaynaklar (x)	0.1x	0.1x
Net Borç / VAFÖK (x)	0.4x	0.4x
Esas Faal.Karı / Net Fin.Gel. (Gid.)	1.4x	0.9x
Borç / (Borç + Özkaynak)	19%	18%

**Karlılık**

	2023/12
<b>Özkaynak Karlılığı</b>	9%
Net Kar Marjı	10%
Varlık Devir Hızı (x)	0.5
Finansal Kaldıraç Oranı (x)	1.8
<b>ROIC (**)</b>	28%

Kaynak: KAP, YKY Araştırma (\*) Sadece Ticari Alacaklar, Stoklar ve Ticari Borçlar (\*\*) Net Faaliyet Karı (Diğ. Dahil) / Net Operasyonel Varlıklar (\*\*\*) FD ilgili yılın değerleri dikkate alınarak hesaplanmıştır

## ÇEKİNCE:

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 dayanılarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Söz konusu rapor belli bir kişiye veya mali durumları, risk ve getiri tercihleri benzer nitelikteki bir gruba yönelik olarak hazırlanmamıştır. Belirli bir getirinin sağlanacağına dair herhangi bir vaat veya taahhütte bulunulmamaktadır. Tüm yorum ve tavsiyeler öngörü, tahmin ve fiyat hedeflerinden oluşmaktadır. Zaman içinde piyasa koşullarında meydana gelen değişiklikler nedeniyle söz konusu yorum ve tavsiyelerde değişikliğe gidilebilir. Size uygun olan yatırım araçlarının ve işlemlerin kapsam ve içeriği uygunluk testi neticesinde belirlenir. Uygunluk testi, yatırım kuruluşu tarafından pazarlanan ya da müşteri tarafından talep edilen ürün ya da hizmetin müşteriye uygun olup olmadığının değerlendirilmesi amacıyla, müşterilerin söz konusu ürün veya hizmetin taşıdığı riskleri anlayabilecek bilgi ve tecrübeye sahip olup olmadıklarının tespit edilmesidir. Bu raporda yer alan her türlü bilgi, yorum ve tavsiye uygunluk testi ile tespit edilecek risk grubunuz ve getiri beklentiniz ile uyumlu olmayabilir. Bu nedenle, uygunluk testi neticesinde risk grubunuz tespit edilmeden sadece burada yer alan bilgilere dayanılarak yatırım kararı verilmesi amaç, bilgi ve tecrübenize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Burada yer alan bilgi ve veriler, araştırma grubumuz tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan derlenmiş olup, doğrulukları ayrıca araştırılmamıştır. Bu nedenle, bu bilgilerin tam veya doğru olmaması nedeniyle doğabilecek zararlardan Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ve çalışanları sorumlu değildir. Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından farklı bölümlerde istihdam edilen kişilerin veya Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin ortaklarının ve iştiraklerinin bu raporda yer alan tavsiyelerle veya görüşlerle hemfikir olmaması mümkündür. Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ile piyasanın işleyişinden kaynaklanan makul nedenlerden dolayı, Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ortakları, çalışanları, yöneticileri ve bunlarla doğrudan ve dolaylı olarak ilişkileri bulunan istihdam ilişkisi doğuracak bir sözleşme çerçevesinde veya herhangi bir sözleşme olmaksızın çalışan ve tavsiyenin hazırlanmasına katılan tüm gerçek veya tüzel kişiler ile müşterileri arasında önlemeyen çıkar çatışması ve objektifliği etkilemesi muhtemel nitelikte ilişkiler doğabilir. Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş., ortakları veya iştirakleri, Sermaye Piyasası Kurulu tarafından yetkilendirildikleri yatırım hizmetleri ve faaliyetleri ile yan hizmetlerini, bu raporda bahsi geçen şirketlere, muhtelif zamanlarda, sunmayı teklif edebilir veya sunabilir. Muhtelif zamanlarda, Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin, ortaklarını, iştiraklerinin ve işbu kapsamdaki yöneticilerinin, yetkililerinin, çalışanlarının veya temsilcilerinin, doğrudan veya dolaylı olarak, raporda bahsi geçen işlemler, menkul kıymetler veya emtialar üzerinde pozisyonları bulunabilir veya farklı nedenlerle ilgi ve ilişkileri bulunabilir. Söz konusu çıkar çatışması durumlarında Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş., internet sitesinde yer alan Çıkar Çatışması Politikası uyarınca hareket eder. Bu rapor, sadece gönderildiği kişilerin kullanımı içindir. Bu raporun tümü veya bir kısmı Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin yazılı izni olmadan çoğaltılamaz, yayınlanamaz veya üçüncü kişilere gösterilemez, ticari amaçla kullanılamaz.