

PhillipCapital

Your Partner In Finance

40% Getiri Potansiyeli

Öneri, Hedef Fiyat ve Kotasyon Detayları

Bloomberg Ticker	ASELS TI
Öneri	Endeks Üzeri Getiri
Hisse Başına Fiyat, TL	390,0
Hisse Başına Hedef Fiyat, TL	546,6
Getiri Potansiyeli	40,2%
Fiili Dolaşım Oranı	25,8%
Piyasa değeri, milyon TL	1.778.400
Piyasa değeri, milyon ABD doları	36.804
BIST-100 Endeks Ağırlığı	10,2%
BIST Tüm Endeks Ağırlığı	7,2%
Yabancı Yatırımcı Oranı	52,1%
Emeklilik Fonları Oranı	6,8%
Yatırım Fonları Oranı	5,6%

Kaynak: Matriks, PhillipCapital Araştırma

Fiyat ve piyasa değeri 8 Eylül itibarıyla

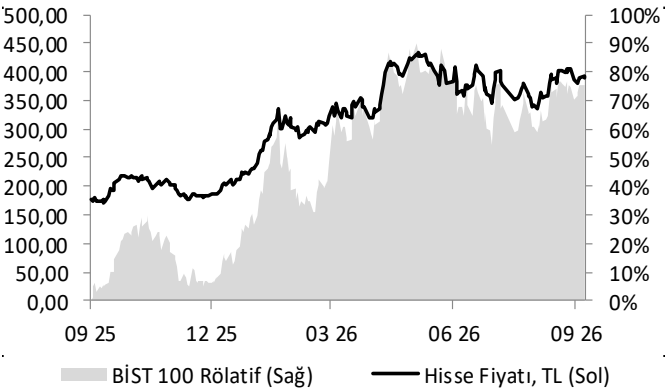
Finansallar, mn USD	2025A	2026T	2027T
Hasılat (mn USD)	4.239	5.819	7.550
Brüt kâr	1.349	1.839	2.401
Brüt kâr marjı	31,8%	31,6%	31,8%
FAVÖK	1.112	1.612	2.190
FAVÖK marjı	26,2%	27,7%	29,0%
FVÖK	981	1.402	1.882
FVÖK marjı	23,2%	24,1%	24,9%
Net kâr	703	1.321	1.755
Net borç	328	885	1.573
Net borç / FAVÖK	0,30x	0,55x	0,72x
F/K	52,4x	27,9x	21,0x
FD/FAVÖK	33,8x	23,3x	17,2x

Kaynak: Şirket Verileri, PhillipCapital Araştırma

Ortaklık Yapısı	Hisse Sayısı (milyon)	Oran (%)
TSKGV	3.383	74,2%
Halka açık / diğer	1.177	25,8%

Toplam	4.560	100,0%
--------	-------	--------

Kaynak: Finnet



	1a	3a	6a	1y
Nominal	10,2%	6,0%	16,9%	125,1%
Rölatif	5,5%	2,0%	3,9%	63,3%
İşlem Hacmi milyon \$	274,0	280,6	247,0	232,5

Kaynak: BİST, Finnet

anil.ozturk@phillip.com.tr

Sadrettin Bağcı

sarettin.bagci@phillip.com.tr

Aselsan

Şirket Raporu

ASELSAN'ı (ASELS) hisse başına 546,6 TL 12 aylık hedef fiyat ve "Endeks Üzeri Getiri" tavsiyesiyle araştırma kapsamımıza alıyoruz. Hedef fiyatımız 8 Eylül 2026 kapanışına göre %40,2 getiri potansiyeline işaret ediyor.

Gelir görünürlüğüne teslimat temposu tarafından desteklendiğini düşünüyoruz. Bakiye siparişler 2Ç26 itibarıyla 23,2 milyar USD ile son bir yılda %45 artarak son on iki aylık hasılatın 4,9 katına ulaştı. Şirketin açıkladığı yaşlandırma takvimine göre mevcut siparişlerin %65'inin 2028 sonuna kadar teslim edilmesini bekliyoruz. 2026 hasılat tahminimizin 4,9 milyar dolarlık bölümünün hâlihazırda defterde bulunan siparişlerden geleceğini tahmin ediyoruz. Temmuz 2026'da Türkiye Cumhuriyeti Savunma Sanayii Başkanlığı ile imzalanan 1,47 milyar euro tutarındaki hava savunma seri üretim sözleşmesinin de mevcut gelir görünürlüğüne daha da güçlendireceğini düşünüyoruz.

Marj genişlemesinin temel kaynağının ölçek etkisi olacağını düşünüyoruz. FAVÖK marjı 1Y26'da 120 baz puan iyileşerek %26,3'e ulaştı. 2026 ve 2028 için sırasıyla %27,7 ve %30,4 FAVÖK marjı öngörüyoruz. Şirketin 2026 rehberliği %24'ün üzerinde bulunuyor. Brüt marj varsayımımız 2026'da %31,6 ile son iki yılın gerçekleşmelerine yakın seyrediyor. Faaliyet giderlerinin hasılatı oranındaki gerilemenin marjları destekleyeceğini düşünüyoruz. Gelir tanıma yapısındaki değişimin de bu eğilimi desteklemesini bekliyoruz. Zamana yaygın proje muhasebesiyle tanınan cironun payı bir yıl önceki %69 seviyesinden 1Y26'da %55'e geriledi.

Yatırım harcamalarının satışlara oranının 2026-27'deki yaklaşık %25 seviyesinden 2030'da %20'ye ve 2035'te %12'ye gerilemesini bekliyoruz. Serbest nakit akımının 2Y26-2029 döneminde kümülatif yaklaşık 0,34 mr USD negatif olacağını, 2029'da başa baş seviyeye yaklaşacağını ve 2030 sonrasında belirgin şekilde pozitif dönerek 2035'te 3,9 mr USD'ye ulaşacağını tahmin ediyoruz. Net borç/FAVÖK oranı 2Ç26'da 0,58x seviyesinde bulunuyor. Yoğun yatırım dönemine rağmen bu oranın 2028'de 0,63x seviyesinde kalmasını bekliyoruz.

Değerleme tezimizi yeniden değerlendirme potansiyeline dayandırıyoruz. Hedef fiyatımızı %25 İNA ve %75 emsal çarpan analizi ile hesaplıyoruz. İNA ve emsal analizleri sırasıyla 385,1 TL ve 600,4 TL değerlemeye işaret ediyor. İki yöntem arasındaki fark nedeniyle hedef piyasa değerimizin yaklaşık %82'sinin emsal analizinden geldiğini hesaplıyoruz. ASELSAN'ın emsal medyanına göre FD/FAVÖK bazında 2026T ve 2027T'de sırasıyla yaklaşık %8,9 ve %8,5 iskontolu işlem gördüğünü hesaplıyoruz. F/K tarafındaki %32-37 bandındaki daha geniş iskontonun büyük ölçüde %2,75 seviyesindeki efektif vergi oranından kaynaklandığını düşünüyoruz.

Temel risk faktörlerini;

- hedef fiyatın yaklaşık %82'sinin emsal çarpanlarından gelmesi nedeniyle küresel savunma hisselerindeki olası yeniden fiyatlamaya açık olmamız,
- yatırım programının uzaması veya işletme sermayesi ihtiyacının artması durumunda serbest nakit akımının pozitif dönüş tarihinin ötelenmesi,
- bakiye siparişlerin %49,7'sinin tek bir kamu alıcısında yoğunlaşması olarak sıralıyoruz.

Sonuç olarak, sipariş defterinin sağladığı gelir görünürlüğüne, ölçek kaynaklı marj genişlemesinin ve normalleşen yatırım temposunun zaman içinde büyüme profilini çarpanlara yansıtacağını düşünüyoruz. Bu çerçevede 546,6 TL hedef fiyat ile "Endeks Üzeri Getiri" tavsiyesi veriyoruz.

Özet Finansallar

Finansal tablolar

	2025A	2026T	2027T	2028T
Gelir tablosu				
Hasılat	4.239	5.819	7.550	8.772
Brüt kâr	1.349	1.839	2.401	2.807
FAVÖK	1.112	1.612	2.190	2.663
Amortisman	(131)	(210)	(308)	(439)
FVÖK	981	1.402	1.882	2.224
Net finansman gideri	(356)	(44)	(78)	(98)
Vergi öncesi kâr	625	1.359	1.805	2.126
Vergi	78	(37)	(50)	(58)
Net kâr	703	1.321	1.755	2.067

Nakit akışı				
Faaliyetlerden nakit akışı	1.121	793	1.203	2.130
Yatırım harcamaları	(886)	(1.455)	(1.812)	(1.974)
Serbest nakit akışı (FAO - yatırım)	235	(662)	(609)	156
Ödenen temettü	(21)	(57)	(79)	(263)

Bilanço (dönem sonu)				
Nakit ve benzerleri	683	566	676	614
Ticari alacak + sözleşme varlığı	2.978	3.986	5.171	6.008
Stoklar	1.730	2.345	3.033	3.514
Duran varlıklar (net)	2.772	4.017	5.521	7.056
Toplam varlıklar	10.135	13.320	17.012	19.946
Finansal borç	1.011	1.451	2.249	2.294
Net borç	328	885	1.573	1.680
Özkaynak	5.913	7.604	9.280	11.084

Oran, büyüme ve hisse başına analiz

	2025A	2026T	2027T	2028T
Yıllık değişim				
Hasılat	26,4%	37,3%	29,7%	16,2%
FAVÖK	31,5%	45,0%	35,8%	21,6%
FVÖK	30,1%	42,9%	34,2%	18,1%
Net kâr	64,4%	88,0%	32,8%	17,8%

Oranlar				
Brüt marj	31,8%	31,6%	31,8%	32,0%
FAVÖK marjı	26,2%	27,7%	29,0%	30,4%
FVÖK marjı	23,2%	24,1%	24,9%	25,4%
Net kâr marjı	16,6%	22,7%	23,2%	23,6%
Özkaynak kârlılığı (ort.)	14,2%	19,6%	20,8%	20,3%
Aktif kârlılığı (ort.)	8,3%	11,3%	11,6%	11,2%
Net borç / özkaynak	5,5%	11,6%	17,0%	15,2%
Yatırım harcaması / hasılat	20,9%	25,0%	24,0%	22,5%
Net borç / FAVÖK	0,30x	0,55x	0,72x	0,63x

Hisse başına (TL)				
Net kâr	6,62	14,94	22,51	30,01
Ödenen temettü	0,23	0,65	1,02	3,82
Defter değeri	55,70	85,96	119,05	160,92

Kaynak: Şirket finansal tabloları; PhillipCapital Araştırma tahminleri, 2025 net finansman gideri net parasal pozisyon etkisini içerir. 2025 efektif vergi oranı net ertelenmiş vergi geliri nedeniyle negatiftir. Değerleme çarpanları USD bazlı piyasa değerleri ve finansal tahminler üzerinden hesaplanırken, hisse başına veriler TL bazında gösterilmiştir.

Tahmin varsayımları

	2025A	2026T	2027T	2028T
Dönem sonu sipariş defteri (mn USD)	20.368	26.042	33.214	41.109
Alınan yeni sipariş (mn USD)	9.573	11.639	14.723	16.667
Sipariş / ciro	2,26x	2,00x	1,95x	1,90x
Sipariş defteri / hasılat	4,81x	4,47x	4,40x	4,69x
Hasılat kaynağına göre (mn USD)	4.239	5.819	7.550	8.772
mevcut defterden	n.a.	4.888	5.092	4.074
önceki yıl siparişlerinden	n.a.	0	1.280	3.365
aynı yıl siparişlerinden (t0)	n.a.	931	1.178	1.333
İhracat payı	15,3%	17,5%	19,0%	21,0%
Brüt marj varsayımı	31,8%	31,6%	31,8%	32,0%
Yatırım / hasılat	20,9%	25,0%	24,0%	22,5%
Efektif vergi oranı	(12,5%)	2,8%	2,8%	2,8%
USD/TL (yıl sonu)	42,96	51,55	58,50	66,20

Değerleme verisi

	2025A	2026T	2027T	2028T
FD / Satışlar	8,9x	6,5x	5,0x	4,3x
FD / FAVÖK	33,8x	23,3x	17,2x	14,1x
F/K	52,4x	27,9x	21,0x	17,8x
PD / Defter değeri	6,2x	4,8x	4,0x	3,3x
Serbest nakit akışı verimi	0,6%	(1,8%)	(1,7%)	0,4%
Temettü verimi	0,1%	0,2%	0,2%	0,7%

Hedef fiyat köprüsü

İNA değeri (TL/hisse)	385,1
Emsal değeri (TL/hisse)	600,4
İNA ağırlığı	25,0%
Emsal ağırlığı	75,0%
12 aylık hedef fiyat (TL)	546,6
Devam eden değerin FD	
içindeki payı	80,7%
AOSM / terminal büyüme	11,4% / 4,8%

Künye

Bloomberg kodu	ASELS TI
Öneri	Endeks Üzeri Getiri
Hisse fiyatı (TL)	390,0
12 aylık hedef fiyat (TL)	546,6
Getiri potansiyeli	40,2%
Piyasa değeri (mn TL)	1.778.400
Piyasa değeri (mn USD)	36.804
Firma değeri (mn USD)	37.579
Net borç, 2Ç26A (mn USD)	737,0
Hisse adedi (mn)	4.560
Fiili dolaşım	25,8%
3A ort. gün. hacim (mn USD)	270,0
BIST-100 endeks ağırlığı	10,4%
Fiyatlama tarihi	08.09.2026

2. Şirket ve İş Modeli

Savunma ekosisteminde güçlü konum

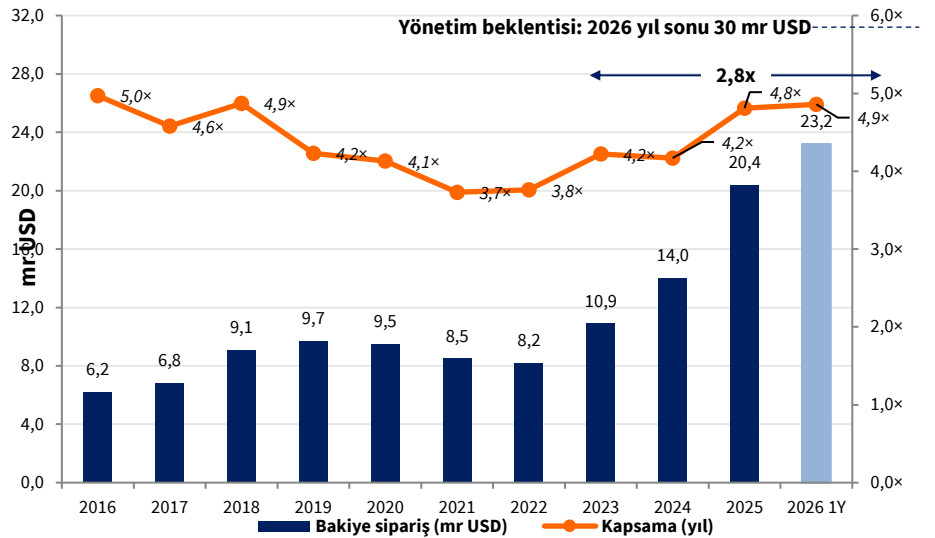
ASELSAN, Türk Silahlı Kuvvetlerini Güçlendirme Vakfı'nın %74,2 payla ana ortağı olduğu Türkiye'nin en büyük savunma elektroniği üreticisidir. Şirket; haberleşme, radar ve elektronik harp, elektro-optik, aviyonik ve hava savunma sistemleri başta olmak üzere geniş bir ürün ve ileri teknoloji portföyü sunmaktadır. 2025'te 4,2 mr USD ciro elde eden şirket, 2026 Defense News Top 100 listesinde 43'üncü sıradan 40'ıncı sıraya yükselerek küresel ilk 40'a giren ilk Türk savunma şirketi oldu. Listede esas alınan savunma geliri de 2025'te %26 artarak 4,5 mr USD seviyesine ulaştı (Defense News Top 100).

ASELSAN'ın farklı platformlara elektronik içerik sağlayan tedarikçi yapısının şirketi savunma ekosisteminde avantajlı bir konuma taşıdığını düşünüyoruz. Geniş ürün portföyü, tek bir programdaki gecikmenin finansallar üzerindeki etkisini sınırlarken, savunma harcamalarındaki artıştan farklı platform ve programlar üzerinden faydalanmasını sağlıyor. Kamu otoritesinin yerli karşılama oranını yaklaşık %80 olarak açıklaması da şirketin yurt içindeki güçlü konumunu destekliyor.

Yüksek bakiye sipariş ile yüksek gelir görünürlüğü

Bakiye siparişler 2022 sonundaki 8,2 mr USD seviyesinden 2Ç26 itibarıyla 23,2 mr USD'ye yükseldi (+%45 yıllık). Şirket 2026'nın ilk yarısında 4,9 mr USD yeni sipariş alırken, bilanço tarihinden sonra 10 Temmuz'da KAP'a açıklanan 1,47 mr EUR (yaklaşık 1,68 mr USD) tutarındaki hava savunma seri üretim sözleşmesini imzaladı. Yönetim 2026 sonu için 30 mr USD seviyesini işaret ediyor. Modelimizde 2026 için 2,0x sipariş/ciro oranı varsayıyor ve yıl sonu bakiye siparişini 26,0 mr USD öngörüyoruz

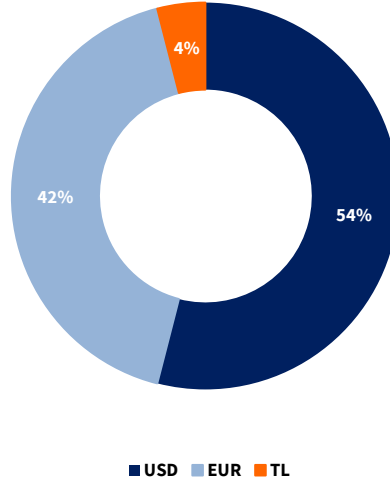
Grafik 1: Bakiye Siparişler ve Ciro Kapsama Oranı (mr USD, yıl)



Kaynak: ASELSAN 6A26 Yatırımcı Sunumu; PhillipCapital Araştırma

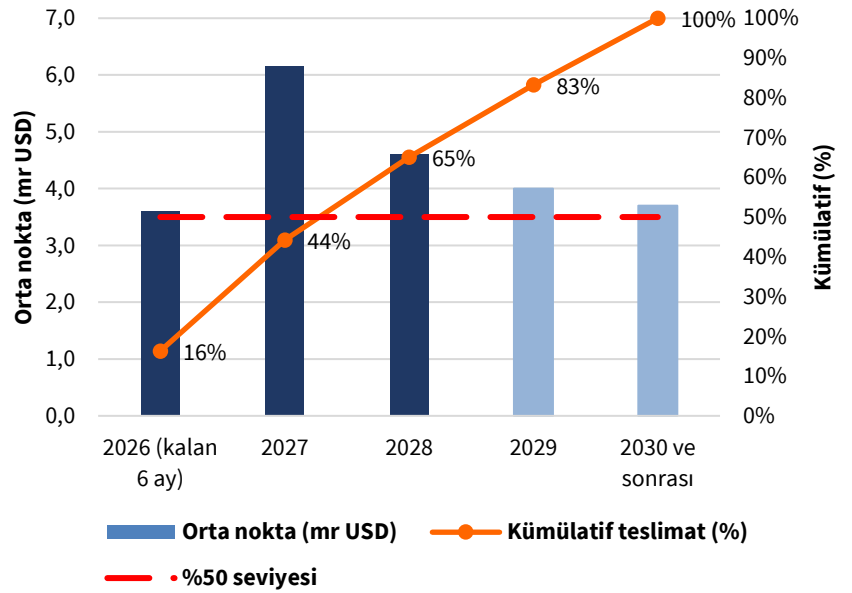
Bakiye siparişlerin %54'ü USD, %42'si EUR ve %4'ü TL cinsinden bulunuyor. Mevcut siparişlerin %96'sının döviz cinsinden olması, kur tarafında da gelir görünürlüğü artırıyor. Şirketin açıkladığı yaşlandırma takvimine göre mevcut siparişlerin ortalama 3,5-4 yıl içerisinde ciroya dönüşmesini bekliyoruz. Şirketin 2Ç26 teslimat takvimi, 2027-28 döneminde güçlü gelir görünürlüğüne işaret ediyor. Modelimizde mevcut sipariş defterinden ciro katkısını 2027'de yaklaşık 5,1 mr USD, 2028'de ise 4,1 mr USD olarak tahmin ediyoruz.

Grafik 2: Bakiye Siparişlerin Para Birimi Dağılımı (%)



Kaynak: ASELSAN 6A26 Yatırımcı Sunumu

Grafik 3: Bakiye Siparişlerin Teslimat Takvimi (mr USD)



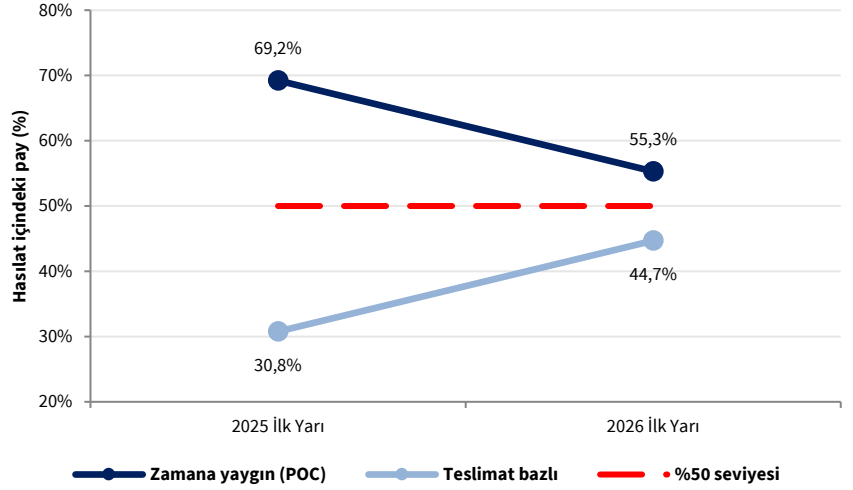
Kaynak: ASELSAN 6A26 Yatırımcı Sunumu

Bu nedenle ASELSAN'da temel odak noktasının mevcut siparişlerin ne hızda gelire dönüşeceği olduğunu düşünüyoruz. Sipariş defterindeki büyümenin devam etmesini önemli bulmakla birlikte, kısa vadede gelir büyümesini mevcut bakiye siparişlerin teslimat temposunun belirlemesini bekliyoruz.

Proje geliştirme ve seri üretim birlikte güçleniyor

ASELSAN'ın iş modelinde son dönemde gelirlerin tanınma şekli ve üretim hacmi açısından değişim görüyoruz. Bir yıl önce cironun %69'u zamana yaygın proje muhasebesiyle (POC), %31'i teslimat anında tanınırken, 1Y26'da bu dağılım %55/%45 seviyesine geldi. Şirket 2026'da 400 binin üzerinde ürün teslimatı hedefliyor. Gelir tanıma yapısındaki değişim ve artan teslimat hacminin, ASELSAN'ın proje bazlı üretimden daha yüksek adetli seri üretime doğru ilerlediğini gösterdiğini düşünüyoruz.

Grafik 4: Gelir Tanıma Yönteminin Dağılımı (%)



Kaynak: Şirket finansal sunumu 30.06.2026, Not 14

Seri üretim ağırlığının artmasıyla sözleşmelere bağlı teslimatların hızlanmasını ve bunun gelire pozitif katkı sağlamasını bekliyoruz. Teslimat temposundaki artışın, önümüzdeki dönemde ciro büyümesini destekleyeceğini düşünüyoruz.

Bu dönüşüm yüksek yatırım harcaması gerektiriyor. 2025'te 38,9 mr TL olan yatırım harcamasının 2026'da şirket beklentisi doğrultusunda 50 mr TL'nin üzerine çıkmasını bekliyoruz. Program kapsamındaki önemli yatırımlardan Oğulbey Teknoloji Üssü'nün ilk fazı 3Ç26'da devreye alındı. Açılan yeni üretim alanına ilişkin gelişmelerin yıl sonu cirosuna pozitif katkı sağlayacağını düşünüyoruz. Yüksek yatırım harcamasının kısa vadede serbest nakit akışını baskılamasını bekliyoruz. Yatırımların 2027 sonrasında artan üretim kapasitesi ve teslimat kabiliyeti üzerinden büyümeyi desteklemesini bekliyoruz.

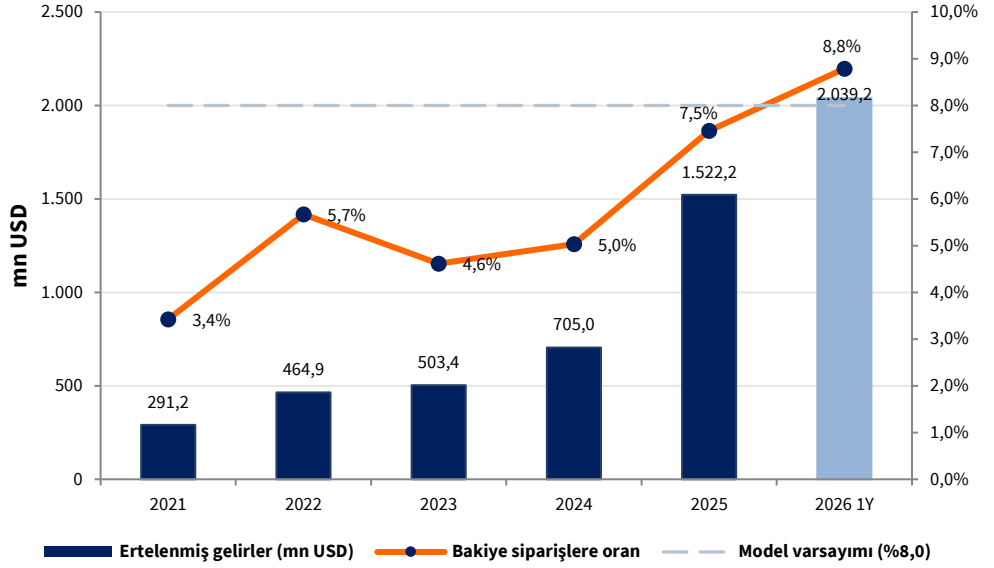
Sözleşme yapısı marj görünümünü destekliyor

Yurt içi sözleşmeler ağırlıklı olarak Türkiye Cumhuriyeti Savunma Sanayii Başkanlığı üzerinden, fiyat güncellemesi ve kur koruması içeren yapılarla imzalanıyor. Bu mekanizmaların maliyet enflasyonu ve kur riskinin önemli bölümünü sınırladığını düşünüyoruz. Korumanın kapsamı sözleşmeye göre değişebiliyor. Maliyetlerin önemli bölümünün TL cinsinden olması ise reel değerlendirme dönemlerinde marjlar üzerinde baskı yaratabiliyor. Buna rağmen bu etkinin şirketin brüt kâr marjına belirgin şekilde yansımadığını ve %32 seviyesindeki marj yapısının korunduğunu görüyoruz. Şirketin verimlilik artırıcı uygulamalara odaklanmasının da marj görünümünü desteklediğini düşünüyoruz.

Mevcut sözleşme yapısının marjları desteklediğini düşünüyoruz. Brüt marj, yüksek enflasyon dönemini kapsayan 2023-25 arasında %27 seviyesinden %32 bandına yükseldi. Önümüzdeki dönemde marj görünümünü mevcut sözleşme stoğu, ürün karması ve seri üretimde sağlanacak ölçek kazanımlarının belirlemesini bekliyoruz.

Finansman tarafında iki unsur öne çıkıyor. Türkiye'de savunma harcamaları hem genel bütçeden hem de kanunla tanımlı gelirlere sahip Savunma Sanayii Destekleme Fonu üzerinden finanse ediliyor. Bunun yanında müşteri avansları, sözleşme imzalarıyla birlikte bilanço'ya giriyor. 2Ç26 itibarıyla ertelenmiş gelir bakiyesi, bakiye siparişlerin yaklaşık %9'una denk geliyor. Bu nedenle büyümeyle birlikte artan işletme sermayesi ihtiyacının önemli bir bölümünün müşteri avanslarıyla karşılanmasını bekliyoruz.

Grafik 5: Ertelenmiş Gelirler ve Bakiye Siparişlere Oranı (mn USD, %)



Kaynak: Şirket finansal tabloları; PhillipCapital Araştırma

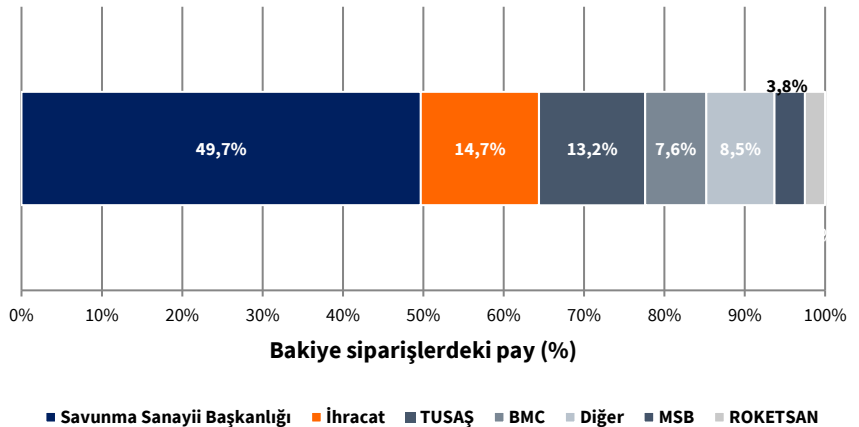
Yurt içi ağırlık sürüyor, ihracat büyüyor

İhracatın toplam ciro içindeki payı 1Y26 itibarıyla yaklaşık %17 seviyesinde bulunuyor. Yönetim bu oranın 2030'da %30'a ulaşmasını hedefliyor. Şirketin NSPA'nın (NATO Tedarik Ajansı) modüler hava savunma konsept çalışması için seçtiği beş yükleniciden biri olması, ihracat tarafındaki büyüme potansiyelini destekliyor. Ayrıca şirketin 2025 yılının sonunda NATO ülkesi Polonya'ya elektronik harp sistemleri tedariki için imzaladığı 410 mn USD tutarındaki sözleşmeyi, ASELSAN'ın NATO ve AB üyesi ülkelere yönelik girişimlerinin somut sözleşmelere dönüşmesi açısından önemli bir gelişme olarak değerlendiriyoruz.

NSPA sürecinde Avrupa'nın yerleşik ana yüklenicileriyle aynı kısa listede yer almasını ve Polonya sözleşmesini, şirketin NATO ve AB pazarlarındaki rekabet gücünü destekleyen gelişmeler olarak değerlendiriyoruz.

Kamu alıcılarının ağırlığı, alacak ve sözleşme varlığı döngüsünü kamu siparişleri ve ödeme takvimlerine duyarlı hale getiriyor. İhracat payındaki artışın uzun vadede müşteri ve coğrafya çeşitliliğini desteklemesini bekliyoruz. Yönetimin %30 ihracat hedefini ise mevcut tahminlerimizin üzerinde yukarı yönlü potansiyel olarak değerlendiriyoruz.

Grafik 6: Bakiye Siparişlerin Müşteri Dağılımı (%)



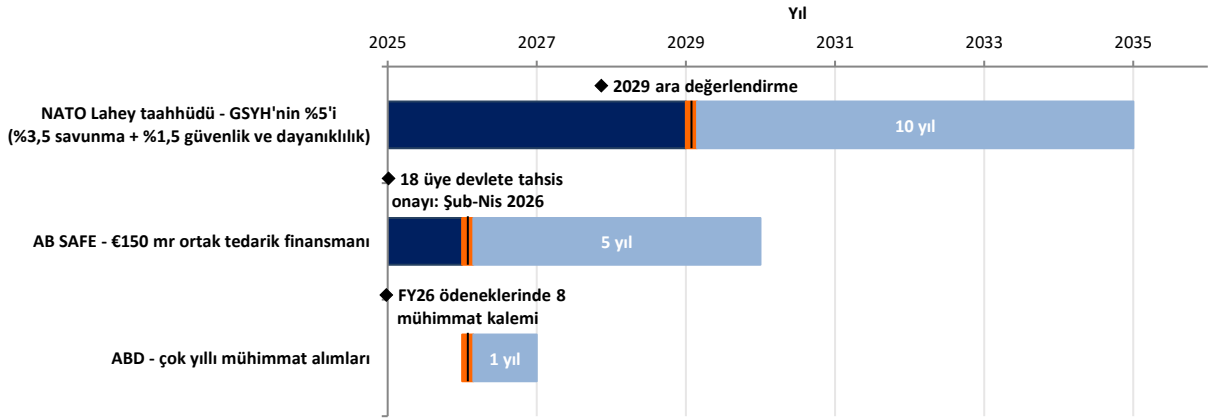
3. Sektör Görünümü

Savunma harcamaları uzun vadeli büyüme döngüsüne giriyor

Küresel savunma harcamaları 2025'te 2,9 trilyon USD'ye ulaşırken reel büyüme %2,9 oldu. Son on yıldaki birikimli artış %41 seviyesine ulaştı. 2025'te ABD dışındaki harcamalar ise %9,2 ile daha hızlı büyüdü (SIPRI).

Savunma harcamalarındaki artış kadar bu harcamaların uzun vadeli taahhütlere dönüşmesini de önemli buluyoruz. NATO üyeleri, Haziran 2025'te Lahey Zirvesi'nde 2035'e kadar GSYH'nin %5'i seviyesinde savunma ve güvenlik harcaması hedefini kabul etti. Bu hedefin %3,5'ini çekirdek savunma harcamaları, %1,5'ini ise güvenlik ve dayanıklılık yatırımları oluşturuyor. AB tarafında ise SAFE programı 150 mr EUR büyüklüğünde ortak tedarik finansmanı sağlıyor.

Grafik 7: Çok Yıllı Savunma Harcaması Taahhütleri (2024-2035)



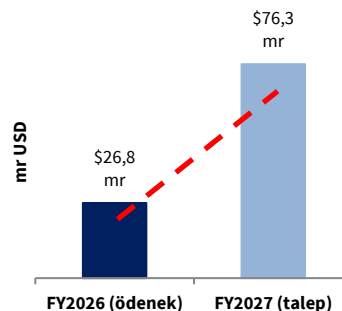
Kaynak: NATO Lahey Zirvesi Bildirisi (Haziran 2025); Avrupa Komisyonu SAFE Tüzüğü; ABD FY2027 savunma bütçesi talep dokümanları; PhillipCapital Araştırma

Dolayısıyla savunma harcamalarındaki artışın önümüzdeki yıllarda çok yıllık programlarla desteklenmesini bekliyoruz. 6 Eylül 2026'da açıklanan OVP'nin savunma sanayiinde uzun vadeli sipariş ve talep oluşturma yaklaşımını desteklemesini olumlu değerlendiriyoruz. Çok yıllık taahhütlerin savunma şirketlerinde sipariş görünürlüğünü ve kapasite yatırımlarının geri dönüşünü destekleyeceğini düşünüyoruz.

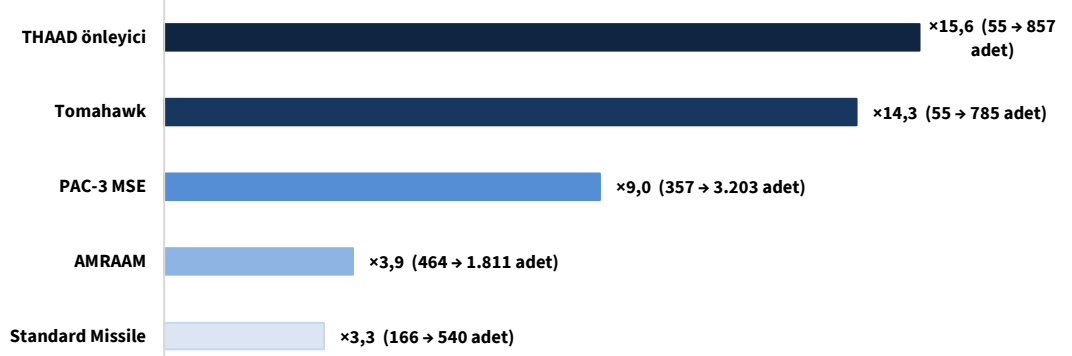
Arz kapasitesi talebin gerisinde kalıyor

Talep artarken savunma sanayiinde üretim kapasitesinin aynı hızda artmadığını görüyoruz. ABD'de mühimmat tedarik talebi 2026 mali yılındaki 26,8 mr USD seviyesinden 2027 mali yılında 76,3 mr USD'ye yükseliyor (+%185). Kritik mühimmat tarafında çok yıllık alım modeline geçiş için 8 ayrı çerçeve anlaşması oluşturuldu. ABD bütçe talebinde THAAD önleyici alımı 2026 mali yılındaki 55 adetten 2027 mali yılında 857 adede, PAC-3 MSE alımı 357'den 3.203'e ve AMRAAM alımı 464'ten 1.811'e yükseliyor.

Grafik 8: ABD Mühimmat Tedarik Talebi (2026-2027 / mr USD)



Grafik 9: ABD Bütçe Talebinde Füze Alım Adetleri, 2026-2027 Mali Yılları



Kaynak: ABD FY2027 savunma bütçesi talep dokümanları

Avrupa'da özellikle hava savunma sistemlerinde teslimat süreleri yıllarla ölçülüyor. Talebin üretim kapasitesini aşması, mevcut üreticiler için sipariş görünürlüğünü ve fiyatlama gücünü desteklerken, kapasitesini artırabilen yeni tedarikçiler için de pazar payı fırsatı yaratıyor.

Türk savunma sanayiinin bu ortamda avantajlı konumda olduğunu düşünüyoruz. Temel avantajın maliyet yapısından çok, kanıtlanmış sistemleri daha kısa teslim süreleriyle sunabilmek olduğunu değerlendiriyoruz.

Hava savunmada katmanlı mimariye geçiş

Hava tehditlerinin çeşitlenmesi ve daha düşük maliyetli sistemlerin yaygınlaşması, hava savunma mimarisini tek sistemli yapılardan çok katmanlı yapılara doğru dönüştürüyor. Bu yapı; sensör, radar, önleyici, komuta kontrol ve elektronik harp unsurlarının aynı ağ içerisinde birlikte çalışmasını gerektiriyor.

Türkiye'nin ÇELİKKUBBE mimarisi bu dönüşümün yerli karşılığı olarak öne çıkıyor. ASELSAN; sensör, radar, elektronik harp ve komuta kontrol başta olmak üzere mimarinin önemli elektronik bileşenlerinde yer alıyor. Temmuz 2026'da açıklanan 1,47 mr EUR tutarındaki seri üretim sözleşmesini de bu yatırım temasının somut siparişe dönüştüğünü gösteren önemli bir gelişme olarak değerlendiriyoruz.

Türkiye'de savunma harcamalarında artış potansiyeli

SIPRI verilerine göre Türkiye'nin savunma harcaması 2025'te 30 mr USD'ye ulaşırken, savunma harcamalarının GSYH'ye oranı %1,9 oldu. NATO'nun Lahey Zirvesi'nde belirlenen %3,5'lik çekirdek savunma harcaması hedefi ile mevcut seviye arasındaki fark, uzun vadeli tedarik potansiyeline işaret ediyor.

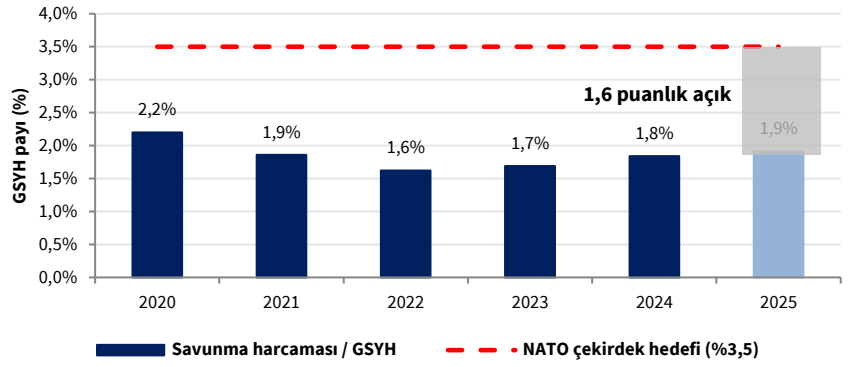
OVP savunma harcamalarındaki artışı destekliyor

6 Eylül 2026'da açıklanan Orta Vadeli Program (2027-2029), savunma harcamalarındaki artışın bütçe tarafındaki görünümünü ortaya koyuyor. Programda genel bütçe kapsamındaki idareler için 2027 ödenek teklif tavanı 24,9 trilyon TL ile nominal olarak %32 artırılırken, Millî Savunma Bakanlığı'nın tavanı 822,9 mr TL'den yaklaşık 1,5 trilyon TL'ye yükseliyor. Böylece savunma bütçesi genel bütçenin üzerinde büyüyor.

OVP'de savunma sanayii; yapay zekâ, yarı iletkenler ve sağlık ile birlikte ekonomik güvenlik ve dayanıklılık kapsamında öncelikli stratejik alanlar arasında yer alıyor. Kamu alımlarına ilişkin bölümde ise savunma sanayiinde uygulanan uzun vadeli sipariş ve talep oluşturma yaklaşımının raylı sistemler, enerji ekipmanları ve elektronik gibi alanlara yaygınlaştırılması planlanıyor. Çok yıllık sipariş modelinin kamu politikalarında da desteklenmesini sektör açısından olumlu değerlendiriyoruz.

Bununla birlikte, MSB bütçesinin yarıdan fazlasını personel giderleri oluşturuyor. Ayrıca ASELSAN'ın siparişlerinin önemli bölümü Savunma Sanayii Başkanlığı ve SSDF üzerinden finanse ediliyor. Bütçe artışını, savunma tedarik iştahını destekleyen bir gösterge olarak değerlendiriyoruz.

Grafik 10: Türkiye Savunma Harcaması / GSYH ve NATO Hedefi (%)



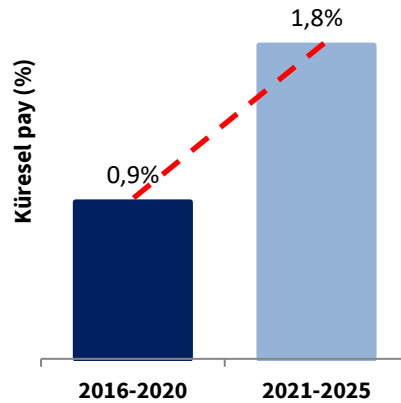
Kaynak: SIPRI; PhillipCapital Araştırma

Savunma tedarikinin savunma bütçesi ve kanunla tanımlı gelirlere sahip SSDF üzerinden finanse edilmesi, programların sürekliliğini destekliyor. Sektör şirketlerinin artan sipariş defterleri, savunma harcamalarındaki artışın tedarik hacmine de yansıdığını gösteriyor.

İhracat pazarı büyürken rekabet artıyor

Türkiye'nin savunma ve havacılık ihracatı, Haziran 2026 itibarıyla son on iki ayda 11 mr USD'ye ulaştı; yılın ilk yarısında ihracat yıllık %29,5 arttı (SSB). SIPRI verilerine göre Türkiye'nin küresel silah ihracatındaki payı 2016-20 dönemindeki %0,9'dan 2021-25 döneminde %1,8'e yükselirken, ülke 11. sıraya çıktı. İhracatın Körfez'in yanı sıra Güneydoğu Asya ve Doğu Avrupa'ya yayılması, Türk savunma şirketleri için potansiyel pazarın genişlediğine işaret ediyor. Özellikle Körfez ülkelerinin 2025'te yaklaşık 125 mr USD seviyesindeki savunma harcaması, şirketler için önemli bir fırsat alanı oluşturuyor (IISS).

Grafik 11: Türkiye'nin Küresel Silah İhracatındaki Payı (%)



Kaynak: SIPRI (Mart 2026)

Artan talebin Türk savunma şirketlerinin pazar payı kazanımını desteklemesini bekliyoruz. Özellikle hava savunma sistemlerinde Avrupa ve Asya merkezli üreticilerle rekabetin devam edeceğini düşünüyoruz. Asya merkezli üreticilerin 2022'den bu yana Körfez'de 9 mr USD'nin üzerinde hava savunma sözleşmesi kazanması, bölgedeki rekabetin güçlü olduğunu gösteriyor. Bu ortamda maliyet, teslimat kabiliyeti ve yerel üretim imkanlarının Türk şirketlerinin pazar payı kazanımında belirleyici olacağını düşünüyoruz.

İhracat büyümesini mevcut tahminlerimize ek yukarı yönlü potansiyel olarak değerlendiriyoruz. Mevcut bakiye siparişlerin %96'sının USD ve EUR cinsinden olması ve şirketin üretim kapasitesini artırmaya yönelik yatırımları, güçlü gelir görünürlüğüne destekliyor. İhracat payının yönetimin 2030 hedefi olan %30'a yükselmesi ise tahminlerimizin üzerinde ek büyüme potansiyeli yaratabilir.

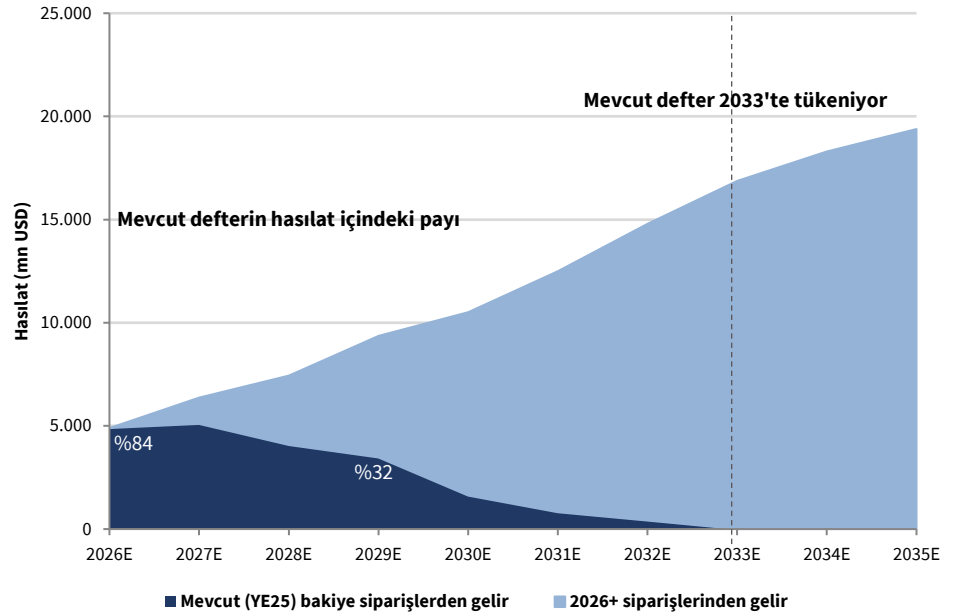
4. Finansal Görünüm ve Tahminler

Gelir büyümesi sipariş defteriyle destekleniyor

Gelir tahminlerimizi sipariş defteri ve teslimat takvimi üzerinden oluşturuyoruz. 2Ç26 itibarıyla 23,2 mr USD seviyesindeki bakiye siparişlerin teslimat takvimine göre ciroya dönüşmesini, yeni siparişlerin ise takip eden yıllarda büyümeye katkı sağlamasını modelliyoruz. 2026-29 döneminde sipariş/ciro oranının 2,0x'ten 1,8x'e kademeli gerilemesini, 2030 sonrasında ise daha belirgin bir normalleşme yaşanmasını bekliyoruz.

2029'a kadar dolar bazında yıllık %16-38 büyüme öngörüyoruz. Mevcut sözleşmelerin yoğun teslimat programı ve yeni siparişlerin katkısıyla güçlü büyümenin bu dönemde devam etmesini bekliyoruz. 2030-33 döneminde büyümenin %10-18 bandına, 2034-35 döneminde %5-8 bandına ve terminal dönemde %4,8 seviyesine gerilemesini öngörüyoruz.

Grafik 12: Bakiye ve Yeni Siparişlerin Ciroya Katkısı



Kaynak: PhillipCapital Araştırma tahminleri

2026 gelir tahminimizi 5,8 mr USD seviyesinde tutuyor ve reel olarak %29 büyüme öngörüyoruz. 1Y26'da gerçekleşen %25 reel büyüme ile şirketin 2026 için açıkladığı %10'un üzerinde reel ciro büyümesi ve %24'ün üzerinde FAVÖK marjı hedefi, tahminimizi destekliyor.

Özet tahminler

	2025A	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2035T
Satış gelirleri	4.239	5.819	7.550	8.772	10.942	12.113	21.259
Büyüme, %		37,3%	29,7%	16,2%	24,7%	10,7%	5,5%
FAVÖK	1.112	1.612	2.190	2.663	3.425	3.898	7.123
FAVÖK marjı, %	26,2%	27,7%	29,0%	30,4%	31,3%	32,2%	33,5%
FVÖK	981	1.402	1.882	2.224	2.832	3.096	5.643
FVÖK marjı, %	23,2%	24,1%	24,9%	25,4%	25,9%	25,6%	26,5%
Net kâr	703	1.321	1.755	2.067	2.655	2.878	5.337
Net kâr marjı, %	16,6%	22,7%	23,2%	23,6%	24,3%	23,8%	25,1%
Yatırım harcamaları	886	1.455	1.812	1.974	2.353	2.423	2.551
Yatırım harcamaları / satışlar, %	20,9%	25,0%	24,0%	22,5%	21,5%	20,0%	12,0%
Firmaya serbest nakit akımı¹	-56	-65	-533	252	11	1.159	3.924

Kaynak: Şirket finansal tabloları; PhillipCapital Araştırma tahminleri

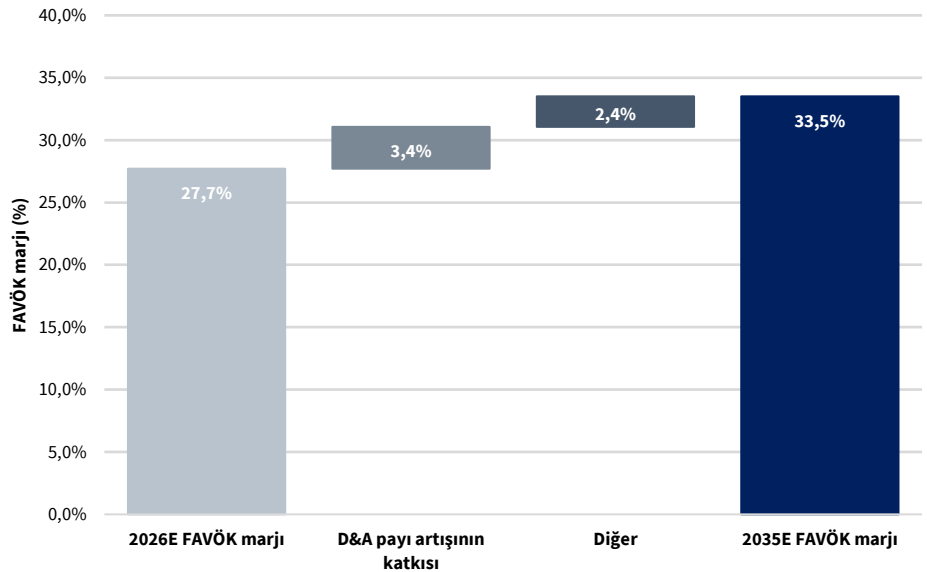
¹ 2026 rakamı 3Ç26+4Ç26 dönemini kapsar; tablodaki diğer satırlar tam yıl bazındadır.

Marjlar: mevcut seviyelerin korunmasını bekliyoruz

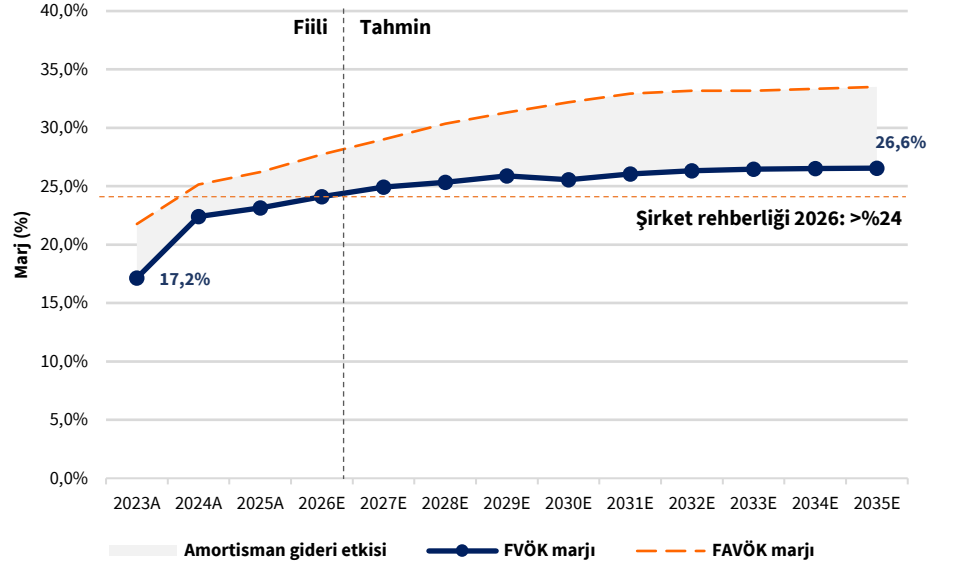
Brüt marj tahminimizi 2026'da %31,6, 2030 sonrasında ise %32,0 seviyesinde öngörüyoruz. Brüt marjın 2024-25 döneminde %31,5-31,8 bandında gerçekleşmesi ve 2Ç26'da %32,5 seviyesine ulaşması, mevcut marj seviyelerinin korunabileceğine işaret ediyor. Bu doğrultuda 2026 sonrasında sınırlı bir brüt marj iyileşmesi bekliyoruz.

FAVÖK marjının 2026'daki %27,7 seviyesinden 2035'te %33-34 bandına yükselmesini bekliyoruz. Artan üretim hacmi ve ölçek etkisinin operasyonel kârlılığı destekleyeceğini düşünüyoruz. Bununla birlikte, yatırım programının büyümesiyle aktifleştirilen geliştirme harcamalarının amortisman yükünün de önümüzdeki yıllarda artmasını bekliyoruz. Bu nedenle FAVÖK marjındaki iyileşmenin FVÖK marjına daha sınırlı yansımaları öngörüyoruz. FVÖK marjının aynı dönemde %24,1'den %26,5'e yükselmesini beklerken, iyileşmenin kademeli gerçekleşeceğini düşünüyoruz.

Grafik 13: FAVÖK Marjındaki Artışın Kaynakları



Kaynak: PhillipCapital Araştırma tahminleri

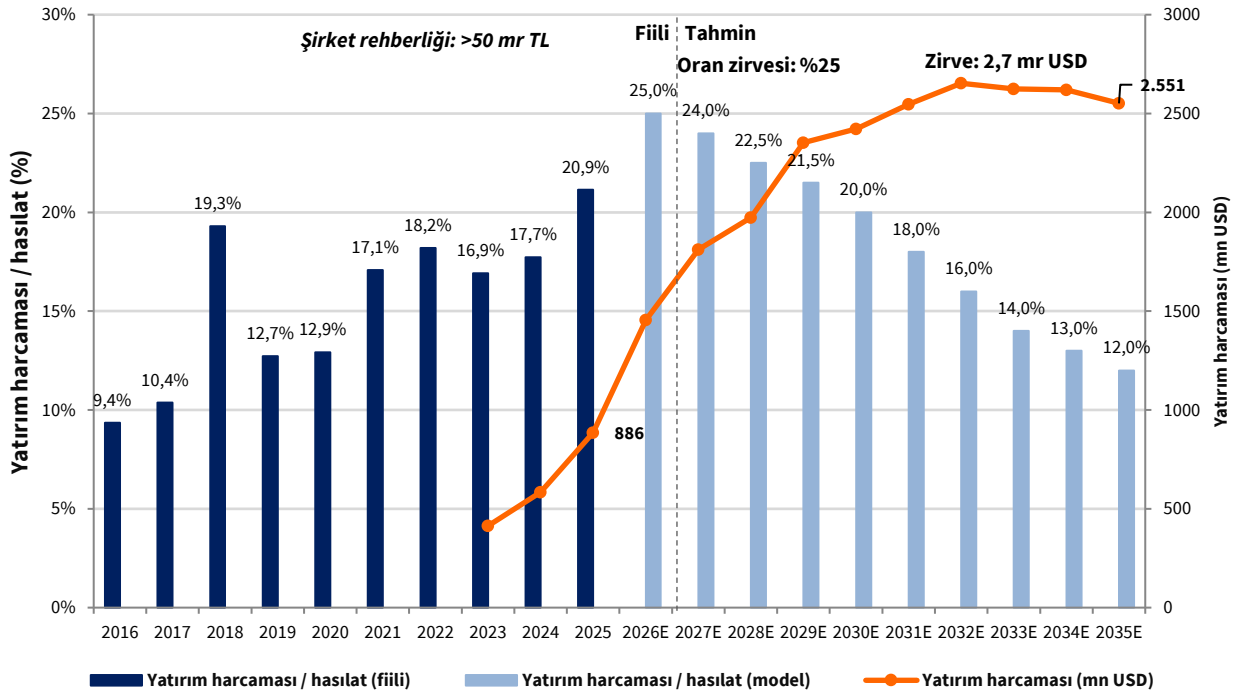
Grafik 14: FAVÖK ve FVÖK Marjı Gelişimi

Kaynak: PhillipCapital Araştırma tahminleri

Yatırım temposu kısa vadede devam ediyor

Yatırım harcamalarının satışlara oranının 2026-27 döneminde %25 seviyesinde kalmasını, 2030'da %20'ye ve 2035'te %12'ye gerilemesini bekliyoruz. 2026-30 döneminde yüksek yatırım temposunun devam etmesini, sonrasında ise yatırım programlarının tamamlanmasıyla birlikte yatırım harcamalarında kademeli bir normalleşme yaşanmasını öngörüyoruz.

Yatırım harcamalarının satışlara oranı 2035'te %12'ye gerilese de şirketin büyüyen operasyonel ölçeği nedeniyle mutlak yatırım harcamasının yüksek seviyelerde kalmasını bekliyoruz. Bu nedenle yatırım harcamalarındaki normalleşmenin serbest nakit akımına etkisinin kademeli olacağını düşünüyoruz.

Grafik 15: Yatırım Harcamaları / Satışlar ve Mutlak Yatırım Tutarı

Kaynak: Şirket finansal tabloları; PhillipCapital Araştırma tahminleri

Yüksek yatırım temposunun kısa vadede serbest nakit akışını baskılamasını, yatırımların tamamlanmasıyla birlikte ise nakit akışının toparlanmasını bekliyoruz. Şirketin 1Y26'da kapasite ve seri üretime yönelik altyapı yatırımlarını (Ar-Ge harcamaları hariç) yıllık %195 artırarak 323 mn USD seviyesine çıkarması, yatırım harcamalarının yüksek seyrini koruduğunu gösteriyor. Orta vadede artan üretim kapasitesinin gelir büyümesini desteklemesini bekliyoruz.

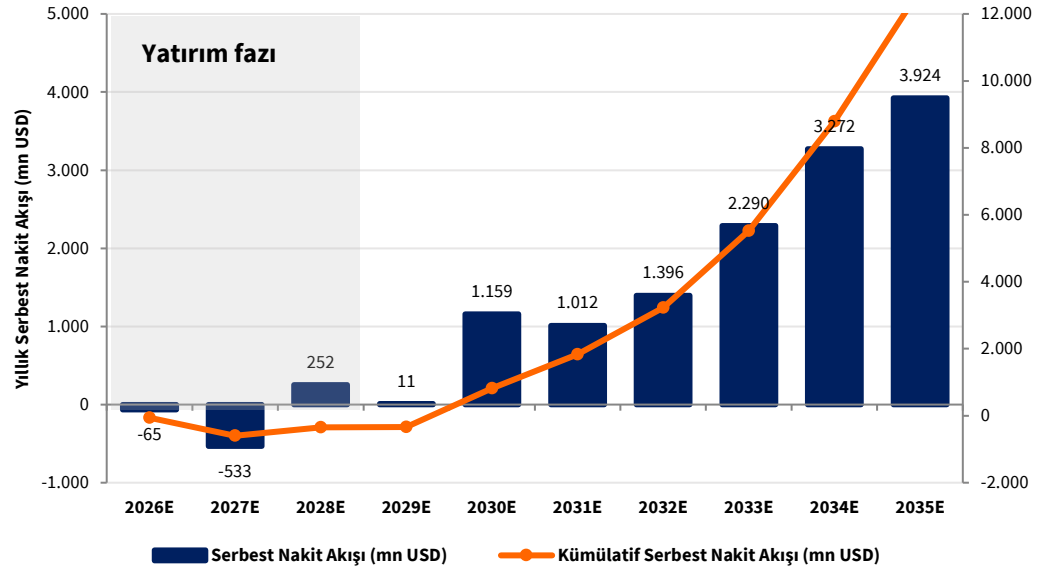
Amortisman oranının yatırımların devreye alınmasıyla %6'dan %8,5'e yükselmesini bekliyoruz. Buna bağlı olarak amortisman giderlerinin de önümüzdeki dönemde artacağını öngörüyoruz.

İşletme sermayesi ve serbest nakit akışı

ASELSAN'ın işletme sermayesi yoğun iş modeli nedeniyle gelir büyümesinin işletme sermayesi ihtiyacını da artırmasını bekliyoruz. Modelimizde işletme sermayesi sürücülerini 2026-28 döneminde mevcut seviyelere yakın tutuyor, 2029 sonrasında ise sınırlı bir normalizasyon varsayıyoruz. NWC/hasılat oranının 2025'teki %47,7 seviyesinden 2035'te %46,5'e gerilemesini öngörüyoruz. 2Y26-2035 döneminde yaklaşık 7,6 mr USD nakdin işletme sermayesine bağlanacağını tahmin ediyoruz. Dolayısıyla uzun vadeli tahminlerimizde belirgin bir işletme sermayesi verimliliği fiyatlamıyoruz.

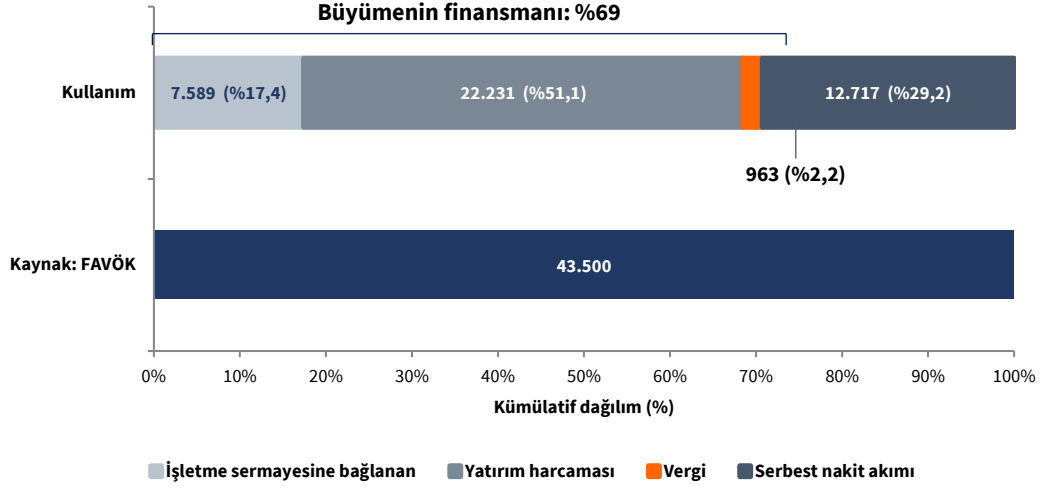
Serbest nakit akışının 2Y26-2029 döneminde sıfıra yakın seyretmesini ve bu dönemde kümülatif olarak yaklaşık 0,34 mr USD negatif gerçekleşmesini bekliyoruz. 2029'da başa baş seviyeye yaklaşan serbest nakit akışının 2030 sonrasında belirgin şekilde pozitif dönmesini ve 2035'te yaklaşık 3,9 mr USD seviyesine ulaşmasını öngörüyoruz.

Grafik 16: Firmaya Serbest Nakit Akımı ve Kümülatif Seyir (mn USD)



Kaynak: PhillipCapital Araştırma tahminleri. 2026 değeri 3Ç26+4Ç26 dönemini kapsar.

Grafik 17: 2Y26-2035 Kümülatif FAVÖK Kullanımı (mn USD)



Kaynak: PhillipCapital Araştırma tahminleri

Düşük efektif vergi oranı öngörüyoruz

Efektif vergi oranını tahmin döneminde %2,75 olarak varsayıyoruz. Mevcut vergi teşvikleri ile şirketin faaliyet alanı ve Ar-Ge yatırımları bu varsayımımızı destekliyor. Mevcut vergi istisnalarının yasal süresi 2028 sonunda doluyor. Teşviklerin devam etmesi halinde, düşük efektif vergi oranının uzun vadede korunacağını ve bunun net kâr ile serbest nakit akımı tahminlerimizi destekleyeceğini düşünüyoruz.

5. Değerleme

12 aylık hedef fiyatımızı %25 İNA ve %75 uluslararası emsal çarpan analizi ile hesaplıyoruz. Uzun yatırım döngüsü nedeniyle İNA'nın terminal dönem varsayımlarına duyarlılığının yüksek olduğunu düşünüyoruz. Çarpan analizinin ise savunma sektöründeki yeniden değerlendirme eğilimini ve mevcut piyasa fiyatlamasını daha iyi yansıttığını değerlendiriyoruz. Bu nedenle 12 aylık hedef fiyatımızda çarpan analizine daha yüksek ağırlık veriyoruz.

İNA

İNA hesaplamamızı dolar bazında nakit akışı yöntemiyle gerçekleştiriyoruz. FAVÖK'ten işletme sermayesi değişimi, yatırım harcamaları ve faaliyet kârı üzerinden hesaplanan vergiyi düşerek serbest nakit akışını hesaplıyor, 2026-2035 dönemini açık tahmin dönemi olarak modelliyoruz.

Risksiz oranı %6,75 olarak alıyoruz. Türkiye'nin dolar cinsi devlet tahvil getirisini iskonto oranında risksiz oran olarak kullanıyor ve ülke riskini bu oran üzerinden yansıtıyoruz. Ayrıca ayrı bir ülke risk primi eklemiyoruz.

Hisse risk primini %5,0, betayı ise ASELS hissesinin XU100'e karşı iki yıllık haftalık getirileri üzerinden hesapladığımız 0,97 seviyesinde kullanıyoruz. Bu varsayımlarla özkaynak maliyetini %11,62, borcun yaklaşık %4,1 ağırlığı nedeniyle ağırlıklı ortalama sermaye maliyetini %11,36 olarak hesaplıyoruz.

Terminal dönemde dolar bazında %4,8 büyümeye varsayıyoruz. Bu büyümenin uzun vadeli enflasyon ve sınırlı reel büyümeye dönüşeceğini öngörüyoruz. Yatırım harcamalarının satışlara oranını %12 seviyesinde koruyoruz. Ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti ile terminal büyümeye arasındaki yaklaşık 6,6 puanlık fark, terminal değer hesaplamasında temkinli bir yaklaşımı destekliyor. Bununla birlikte, firma değerinin yaklaşık %81'inin terminal değerden gelmesi nedeniyle farklı büyümeye ve sermaye maliyeti senaryolarının değerlendirilmesinde etkisini ayrıca sunuyoruz.

İNA köprüsünde 2Ç26 itibarıyla 737 mn USD net borç ve 38 mn USD azınlık payını firma değerinden düşüyor, özkaynak değerini 12 aylık hedef tarihe özkaynak maliyetiyle taşıyor ve 12 ay sonrası model kuruyla TL'ye çeviriyoruz.

İNA hedefimiz: 385,1 TL.

İNA - serbest nakit akımı projeksiyonu

mn USD	2025	2Y26T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	2032T	2033T	2034T	2035T
Satış gelirleri	4.239	3.891	7.550	8.772	10.942	12.113	14.144	16.581	18.743	20.154	21.259
büyüme, %	26,4%	—	29,7%	16,2%	24,7%	10,7%	16,8%	17,2%	13,0%	7,5%	5,5%
FVÖK	981	990	1.882	2.224	2.832	3.096	3.685	4.366	4.958	5.342	5.643
FVÖK marjı, %	23,2%	25,5%	24,9%	25,4%	25,9%	25,6%	26,1%	26,3%	26,5%	26,5%	26,5%
FAVÖK	1.112	1.105	2.190	2.663	3.425	3.898	4.656	5.500	6.220	6.719	7.123
FAVÖK marjı, %	26,2%	28,4%	29,0%	30,4%	31,3%	32,2%	32,9%	33,2%	33,2%	33,3%	33,5%
(-) İşletme sermayesi değişimi	255	467	860	376	984	231	997	1.331	1.170	680	493
(-) Sermaye harcamaları	886	676	1.812	1.974	2.353	2.423	2.546	2.653	2.624	2.620	2.551
(-) Vergi	27	27	52	61	78	85	101	120	136	147	155
Serbest nakit akımı (SNA)	(56)	(65)	(533)	252	11	1.159	1.012	1.396	2.290	3.272	3.924
İskonto edilen yıl sayısı		0,32	1,32	2,32	3,32	4,32	5,32	6,32	7,32	8,32	9,32
İskonto faktörü		0,97	0,87	0,78	0,71	0,64	0,57	0,52	0,47	0,42	0,38
İndirgenmiş nakit akımı		(63)	(463)	196	7	728	571	707	1.041	1.336	1.439

Kaynak: Şirket finansal tabloları; PhillipCapital Araştırma tahminleri. 2Y26T sütunu 3Ç26 ve 4Ç26 dönemini kapsar; değerlendirme 30.06.2026 bilançosundan başlatılmıştır. 2025 sütunu referans amaçlıdır.

İNA değer köprüsü

mn USD	
Öngörü dönemi bugünkü değeri	5.500
Devam eden değerin bugünkü değeri	22.982
devam eden değerin payı	80,7%
Firma değeri	28.482
(-) Net borç (2Ç26A)	737
(-) Azınlık hakkı	38
(+) İştirakler	0
Özkaynak değeri	27.707
12 ay ileri taşınmış (× 1+Ke)	30.926
Hisse adedi (mn)	4.560
Hisse başına hedef (USD)	6,78
12A forward USD/TL	56,8
İNA hedef fiyatı (TL)	385,1

AOSM bileşenleri

mn USD	
Risksiz faiz oranı	6,8%
Sermaye risk primi	5,0%
Beta	0,97
Özkaynak maliyeti	11,6%
Borçlanma maliyeti	5,5%
Vergi oranı	2,8%
Vergi sonrası borç maliyeti	5,3%
Borç ağırlığı	4,1%
Özkaynak ağırlığı	95,9%
AOSM	11,4%
Terminal büyümeye oranı	4,8%
AOSM - terminal büyümeye	6,6%

Kaynak: PhillipCapital Araştırma tahminleri

AOSM ve terminal büyümeye göre İNA hedef fiyatı (TL/hisse)

AOSM \ terminal büyümeye	3,8%	4,3%	4,8%	5,3%	5,8%
10,36%	415,2	445,4	481,0	523,6	575,6
10,86%	374,8	399,8	428,8	463,1	504,2
11,36%	340,1	360,9	385,1	413,0	446,0
11,86%	309,9	327,5	347,6	370,8	397,7
12,36%	283,5	298,5	315,5	334,8	357,1

Kaynak: PhillipCapital Araştırma tahminleri

Emsal Karşılaştırma

12 aylık hedef fiyatımızda F/K ve FD/FAVÖK yöntemlerine %50-%50 ağırlık veriyoruz. 2026 ve 2027 tahminlerini de eşit ağırlıklandırıyor ve dört değerlendirme çıktısının her birine %25 ağırlık veriyoruz. F/K yönteminde düşük efektif vergi oranının devam etmesini varsayıyoruz. Şirketin mevcut vergi istisnalarının devam etmesini beklemesi bu varsayımımızı destekliyor.

Çarpan hedefimiz: 600,4 TL.

Emsal seti ve çarpanlar

Şirket	Ülke	Piyasa değeri (mn USD)	F/K 2026T	F/K 2027T	FD/FAVÖK 2026T	FD/FAVÖK 2027T
Bharat Dynamics	Hindistan	4.817	57,0	41,0	57,0	37,0
Bharat Electronics Ltd.	Hindistan	30.670	48,4	42,2	35,5	30,6
Curtiss-Wright	ABD	20.930	36,5	32,9	24,8	21,9
Elbit Systems Ltd.	İsrail	36.616	49,7	41,9	29,1	24,7
GE Aerospace	ABD	349.780	39,6	34,7	29,6	26,3
Hanwha Systems	Güney Kore	9.814	75,9	30,1	27,5	18,8
HEICO	ABD	45.510	51,6	45,6	26,4	22,9
Hensoldt AG	Almanya	12.262	53,8	37,0	19,2	14,4
Kongsberg	Norveç	28.277	40,7	26,5	27,6	18,7
L3Harris	ABD	53.720	25,9	22,1	15,1	13,6
Leonardo	İtalya	39.518	21,2	17,6	10,7	9,1
LIG Nex1 Co.	Güney Kore	12.906	39,1	26,5	24,4	17,6
Saab AB	İsveç	35.429	41,1	33,3	22,8	18,3
Thales	Fransa	62.181	29,1	21,9	13,2	11,9
Medyan			40,9	33,1	25,6	18,8
ASELSAN	Türkiye	36.804	27,9	21,0	23,3	17,2
Prim / İskonto			(31,9%)	(36,6%)	(8,9%)	(8,5%)

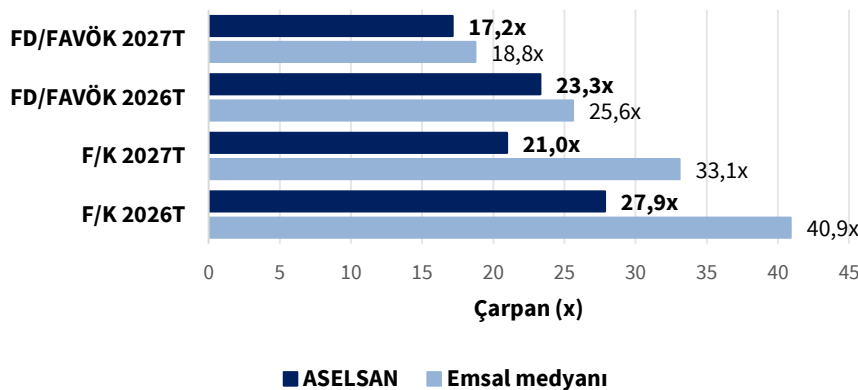
Kaynak: Bloomberg; PhillipCapital Araştırma

Emsal çarpanlarından hedef fiyat

mn USD	F/K 2026T	F/K 2027T	FD/FAVÖK 26T	FD/FAVÖK 27T
Emsal medyanı (x)	40,9	33,1	25,6	18,8
ASELSAN tahmini	1.321	1.755	1.612	2.190
İma edilen değer	54.047	58.090	41.279	41.066
(-) Net borç			737	737
(-) Azınlık hakkı			38	38
İma edilen piyasa değeri	54.047	58.090	40.504	40.291
Ağırlık	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%
Hedef piyasa değeri (mn USD)				48.233
12A forward USD/TL				56,8
Hedef piyasa değeri (mn TL)				2.737.823
Hisse adedi (mn)				4.560
Çarpan bazlı hedef fiyat (TL)				600,4

Kaynak: Bloomberg; PhillipCapital Araştırma tahminleri.

Grafik 18: Emsal Medyanı ve ASELSAN Çarpanları (x)



Kaynak: Bloomberg; PhillipCapital Araştırma

Değerleme Sonucu

546,6 TL hedef fiyat ve %40,2 yükseliş potansiyeli

546,6 TL hedef fiyatımız, 8 Eylül 2026 kapanış fiyatına göre %40,2 yükseliş potansiyeline işaret ediyor. Değerlememizde %25 İNA ve %75 emsal çarpan analizine ağırlık veriyoruz.

Değerleme özeti

mn TL / TL	
İNA değeri (mn TL)	1.756.038
hisse başına (TL)	385,1
İNA ağırlığı	25%
Emsal değeri (mn TL)	2.737.823
hisse başına (TL)	600,4
Emsal ağırlığı	75%
12A hedef piyasa değeri (mn TL)	2.492.377
12 aylık hedef fiyat (TL)	546,6
Mevcut fiyat (TL)	390,00
12 aylık getiri potansiyeli	40,2%
Fiyatlama tarihi	08.09.2026

Kaynak: Şirket finansal tabloları; PhillipCapital Araştırma tahminleri.

Güçlü bakiye siparişler ve artan üretim kapasitesinin önümüzdeki yıllarda gelir büyümesini desteklemesini bekliyoruz. Yüksek yatırım ve işletme sermayesi ihtiyacı kısa vadede serbest nakit akışını sınırlarken, 2030 sonrasında nakit dönüşümündeki iyileşmenin değerlemeyi desteklemesini bekliyoruz.

6. Metodoloji ve Emsal Seçimi

Emsal seti seçimi

Emsal setimizi 14 şirketten oluşturduk: Bharat Electronics, Elbit Systems, Hensoldt, L3Harris, LIG Nex1, Saab, Kongsberg, Hanwha Systems, GE Aerospace, Curtiss-Wright, Leonardo, HEICO, Bharat Dynamics ve Thales. Emsal seçiminde savunma elektroniği ve sistem entegrasyonu benzerliğini ana kriter olarak kullanırken, elektronik, füze/hava savunma ve kritik havacılık-savunma alt sistemlerinde faaliyet gösteren seçili şirketleri de kapsama dahil ediyoruz.

Emsal setinde medyan çarpanları kullanıyoruz. F/K çarpanının ASELSAN'daki düşük efektif vergi oranından etkilenmesi nedeniyle F/K ve FD/FAVÖK yöntemlerine %50-%50 ağırlık veriyoruz. 2026 ve 2027 tahminlerini de eşit ağırlıklandırıyor ve dört değerlendirme çıktısının her birine %25 ağırlık veriyoruz.

ASELSAN'ın emsal medyanına göre FD/FAVÖK bazında 2026T ve 2027T'de sırasıyla yaklaşık %8,9 ve %8,5 iskontolu işlem gördüğünü hesaplıyoruz. F/K tarafındaki %32-37 bandındaki daha geniş iskontonun büyük ölçüde düşük efektif vergi oranından kaynaklandığını düşünüyoruz. Yeniden değerlendirme potansiyelini, şirketin emsal medyanının üzerinde seyreden büyümesinin çarpanlara yansımada görüyoruz.

Değerleme ve fiyatlama metodolojisi

Değerlememizi dolar bazında kuruyoruz. Emsal analizinde dolar cinsinden kazanç tahminlerine medyan çarpanları uyguluyor, özkaynak değerini 12 ay sonrası için kullandığımız USD/TL kuru olan 56,76 ile TL'ye çeviriyoruz. İNA'da da özkaynak değerini 12 aylık hedef tarihe taşıdıktan sonra aynı kuru kullanıyoruz.

İNA'nın nakit akımı serisi 1 Temmuz 2026'da başlıyor. Net borç 30.06.2026 bilançosuna ait olduğu için 1Y26 nakit akımlarını İNA serisine dahil etmiyoruz.

Hedef fiyatımıza %25 İNA, %75 emsal ağırlığı veriyoruz. Hedef piyasa değerimizin fiili olarak yaklaşık %82'si emsal analizinden geliyor. İNA'daki %80,7'lik devam eden değer payı ve terminal varsayımlara yüksek duyarlılık, İNA'ya düşük ağırlık vermemizde etkili oluyor.

Veri ve kaynak notları

Şirket finansalları ASELSAN'ın bağımsız denetimden geçmiş TMS 29 uygulanmış konsolide tablolarına dayanıyor. Operasyonel veriler (bakiye sipariş, alınan iş, ihracat payı, teslimat takvimi) ASELSAN 6A26 Yatırımcı Sunumu'ndan alındı. Emsal çarpanları bu raporda kullanılan model snapshot'ına dayanıyor. Sektör verileri SIPRI, NATO, Avrupa Komisyonu ve ABD FY2027 savunma bütçesi talep dokümanlarından derlendi. Ortaklık yapısı KAP Kurumsal Bilgi Kartı'ndan alındı. Fiyat ve ASELSAN piyasa verileri 8 Eylül 2026 BİST kapanışı itibarıyladır.

Rapor Metodolojisi

Bir hissenin hedef değeri, performans dönemimiz olan 12 aylık süre sonunda, analistin ulaşmasını beklediği değeri ifade eder.

Endeks Üzeri Getiri (EÜ)

Eğer şirket için bu karar verilmişse, hissede orta ve uzun vadede endekse kıyasla daha iyi bir getiri beklendiğini gösterir, Elbette bu karar hissenin yükseleceğini veya endeks üzerinde getiri sağlayacağını garanti etmez, Rapor yayımlandıktan sonra olabilecek her türlü konjonktür değişimi, makro ekonomideki gelişmeler, dünya ekonomilerindeki gelişmeler, şirket hakkında çıkan bir haber bu kararımızı değiştirebilir.

Endekse Paralel Getiri (EP)

Eğer ilgili hisse için “Endekse Paralel Getiri” kararı verilmişse, bunun çeşitli sebepleri olabilir, Şirketin son verileri, geleceğe ilişkin tahminler konusunda geçmişe göre önemli farklılıklar göstermeyeceğini veriyorsa bu karar verilmiş olabilir, Şirketin hisse fiyatı değerlemeler açısından olması gereken fiyata yakın seviyelerde olabilir, Bir hisse için “Endekse Paralel Getiri” kararının verilmiş olması bu hissenin aşağı ya da yukarı yönlü hareket yapmayacağı anlamına gelmez, Genellikle bu karar verilen hisselerde orta ve uzun vadede endekse paralel bir getiri elde edilmesinin beklendiğini gösterir, Fakat, gelecek her yeni haber, konjonktür değişimi bu kararı değiştirebilir.

Endeks Altında Getiri (EA)

Bir hisse için “Endeks Altında Getiri” kararı verilmişse, orta ve uzun vadede endekse kıyasla daha zayıf bir getiri beklendiğini gösterir, “Endeks Altı Getiri” kararı verilmiş olsa dahi ilgili hisse senedinin kısa vadeli tepki yükselişleri yapabileceği veya teknik göstergelerinin kısa vadeli alım sinyali vermiş olması mümkündür, Bazı durumlarda, aslında orta ve uzun vadede hisse senedinden getiri beklenmiyor olsa da önemli bir haber, geçici bir kar artış haberi, ya da kısa vadede fiyatın olumlu bir seyir izlemesine neden olacak gelişmeler olduğunda da kısa vadeli “Endeks Üzeri Getiri” veya “Endekse Paralel Getiri” sağlanabilir, PhillipCapital analistleri, şirketlerle ilgili gelişmelere paralel olarak değerlemelerini gözden geçirir ve gerekli görüldüğü anlarda hisselerle ilgili tavsiyelerini değiştirebilirler Bununla beraber, bazı zamanlarda, bir hissenin hedef getirisi, fiyatlardaki dalgalanmalara bağlı olarak, öngördüğümüz derecelendirme aralıklarının dışına çıkabilir, Bu gibi durumlarda, analist tavsiyesini değiştirmeyebilir.

Yasal Uyarı

Burada yer alan 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 analizler 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. 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. Bu rapordaki tüm görüş ve bilgiler önceden haber verilmeksizin değiştirilebilir.

Raporda yer alan bilgi ve veriler, güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan derlenmiş olup, doğrulukları ayrıca araştırılmamıştır. Bu nedenle, bu bilgilerin tam veya doğru olmaması nedeniyle doğabilecek zararlardan PhillipCapital Menkul Değerler A.Ş. ve çalışanları sorumlu değildir. Bu sebeple, okuyucuların, bu raporlardan elde edilen bilgilere dayanarak hareket etmeden önce, bilgilerin doğruluğunu teyit ettirmeleri önerilir ve bu bilgilere dayanarak aldıkları kararlarda sorumluluk kendilerine aittir. Bilgilerin eksikliği ve yanlışlığından PhillipCapital hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. Ayrıca, PhillipCapital ve tüm çalışanlarının, herhangi bir şekilde bilgiler dolayısıyla ortaya çıkabilecek, doğrudan veya dolaylı zararlara ilgili herhangi bir sorumluluğu yoktur.

Sunulan yorum ve tavsiyelerin objektifliğini etkileyebilecek nitelikte bilinen herhangi bir ilişki ve koşul bulunmamakta olup, gerek Şirketimiz gerekse müşterileri arasında doğabilecek önemli çıkar çatışmalarına yol açmayacak şekilde hazırlanması için azami dikkat ve özen gösterilmiştir.

Burada yer alan bilgiler, bir yatırım tavsiyesi, yatırım aracının alım satım önerisi ya da getiri vaadi değildir ve yatırım danışmanlığı kapsamında yer almamaktadır. Bu raporun tümü veya bir kısmı PhillipCapital Menkul Değerler A.Ş.'nin yazılı izni olmadan çoğaltılamaz, yayınlanamaz veya üçüncü kişilere gösterilemez, ticari amaçla kullanılamaz.