

Aselsan, Türkiye'nin Güvenlik Mimarı...

ASELSAN için 12 aylık hedef fiyatımızı 248 TL'den 270 TL'ye revize ediyor, "AL" tavsiyemizi koruyor ve hisseyi Model Portföyümüzde taşımaya devam ediyoruz. Hedef fiyatımızdaki yukarı yönlü güncellenmenin temel gerekçeleri arasında; i) son dönemde imzalanan yüksek montanlı sözleşmelerle birlikte şirketin bakiye sipariş (backlog) seviyesindeki güçlü artış ve ii) Oğulbey Teknoloji Üssü'nün devreye alınmasıyla üretim kapasitesinde sağlanacak kayda değer genişleme öne çıkmaktadır.

Stratejik Projeler ve Yükselen Savunma Bütçesiyle Rekabet Gücü Artışı... ASELSAN'ın küresel savunma alanındaki konumu, stratejik projelerin ölçek kazanmasıyla birlikte güçlenmeye devam ediyor. 2025 yılında Jandarma, Milli Savunma Bakanlığı ve Emniyet Genel Müdürlüğü'ne tahsis edilen 9,7 milyar USD'lik (yaklaşık 406,6 milyar TL) bütçe, şirketin gelir görünümüne önemli katkı sağlarken, hava savunma, elektronik harp, radar, deniz sistemleri ve askeri haberleşme gibi yüksek katma değerli alanlarda artan teslimatlar kârlılığı destekliyor. Orta Vadeli Program'ın (2026-2028) savunma sanayi Ar-Ge yatırımlarına verdiği önem, ASELSAN'ın ürün yol haritasını hızlandırarak hem iç pazardaki güçlü pozisyonunu pekiştiriyor hem de ihracat potansiyelini artırıyor. MENA ve Asya pazarlarında devam eden ihracat odaklı strateji, coğrafi çeşitliliği güçlendirirken, ölçek ekonomisi ve yerileştirme adımları operasyonel marjların korunmasına yardımcı oluyor. Döviz bazlı sözleşmeler kur oynaklığına karşı kâr marjlarında tampon etkisi oluştururken, uzun vadeli projelerde fiyat farkı mekanizmalarının etkin işletilmesi önem taşıyor. Şirketin güçlü bakiye sipariş büyüklüğü, yüksek book-to-bill oranı ve Ar-Ge harcamalarındaki kademeli artış, önümüzdeki dönemlerde sürdürülebilir büyüme için sağlam bir temel oluşturuyor. Bununla birlikte, bütçe icra gecikmeleri, tedarik zinciri riskleri, jeopolitik gerilimlere bağlı ihracat kısıtlamaları ve rekabetin yoğunlaştığı pazarlarda marj baskısı potansiyel risk unsurları arasında yer alıyor.

IDEF 2025 fuarı sonrası ÇELİKKUBBE, SİPER, TURAN, GÖKDENİZ ve GÖKSUR sistemleri gibi projelerden gelebilecek yeni sözleşmeler, şirket için önemli katalizörler olabilir. ASELSAN'ın önümüzdeki dönemde performansını belirleyecek temel faktörler; teslimat takvimlerini aksatmamak, nakit akışını disiplinli yönetmek ve maliyet şoklarına karşı marjlarını koruyabilmek olacaktır. Projeye birlikte şirketin 2025 yılında gelirlerini %52 artırarak 182,6 milyar TL'ye ulaşması ve bakiye sipariş portföyünün 2025 yılı itibarıyla 16 milyar USD'nin altına düşmeyecek seviyelere ulaşmasını öngörüyoruz. Milli güvenlik açısından stratejik öneme sahip bu projenin, ASELSAN'ın mevcut ürünlerinin seri üretime geçmesiyle birlikte şirketin sektördeki liderliğini pekiştirmesi ve rekabet gücünü daha da artırmasını bekliyoruz.

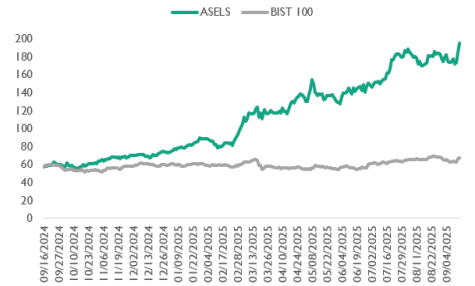
Tarihi zirveye ulaşan bakiye siparişler, 2025'te de yeni projelerle büyüme imvesini koruyacak... ASELSAN'ın bakiye sipariş büyüklüğü, 2025 yılı ikinci çeyrek itibarıyla tarihi zirve olan 16 milyar USD seviyesine ulaştı. Şirket, 2024 yılında imzaladığı yeni sözleşmelerin üzerine, 2025'in ilk yarısında 2,8 milyar USD tutarında yeni iş ilişkisi duyurdu. Siparişlerin para birimi dağılımı incelendiğinde, %56'sının ABD doları, %33'ünün avro, %11'inin ise TL bazında olduğu görülüyor. Bakiye siparişlerin %97'si savunma sanayii projelerinden oluşurken, yalnızca %3'ü savunma dışı alanlara ait. Bu kompozisyon, şirketin temel gelir kaynağının hâlâ yüksek katma değerli savunma projeleri olduğunu gösterirken, kur bazlı gelir çeşitliliği de kârlılık ve nakit akışı açısından önemli bir koruma mekanizması sağlıyor.

Stratejik açıdan bakıldığında, bu sipariş portföyü ASELSAN'a önümüzdeki birkaç yıl için yüksek görünürlük sunduğunu düşünüyoruz. Para birimi çeşitliliği, kur oynaklığına karşı marjları koruma potansiyeli taşıyarak, savunma ağırlıklı yapı, hem ulusal güvenlik projelerinden doğan siyasi destek hem de uzun vadeli sözleşme süreleri sayesinde gelir akışında istikrar oluşturuyor. Öte yandan, savunma dışı siparişlerin payının sınırlı olması, şirketin "çekirdek iş" odağını koruduğunu, ancak sivil alanlarda da niş fırsatlara açık olduğunu gösteriyor. Önümüzdeki dönemde, özellikle hava savunma katmanları, elektronik harp, deniz platformları ve haberleşme sistemleri teslimatlarının, bakiye siparişlerin gerçekleşme hızında belirleyici olacağını bekliyoruz. Ayrıca, ihracat pazarlarındaki yeni sözleşmelerin portföye eklenmesi, hem döviz gelirlerini hem de küresel rekabet gücünü destekleyecek ana katalizörlerden biri olacak.

**"AL"
Hedef Fiyat: 270 TL****Önceki Hedef Fiyat: 248 TL
Getiri Potansiyeli : 38%**

Piyasa Bilgileri	
Bloomberg Kodu	ASELS TI
Kapanış (TL/hisse)	195.20
Piyasa Değeri (milyon TL)	890,112
Piyasa Değeri (milyon USD)	21,589
Firma Değeri (milyon TL)	911,153
Sermaye (milyon TL)	4,560
Halka Açıklık Oranı (%)	26.00

Tahminler, TLmn	2024	2025T	2026T
Net Satış Gelirleri	120.203	182.610	237.393
Büyüme (%)	-18.0%	51.9%	30.0%
FAVÖK	30.234	46.382	61.970
Büyüme (%)	-64%	53%	34%
Net Kar	15.299	26.300	34.680
Büyüme (%)	-76%	72%	32%
Karlılık (%)			
FAVÖK Marjı	25.2%	25.4%	26.1%
Net Kar Marjı	12.7%	14.4%	14.6%
Borçluluk			
Net Borç	15.925	31.200	40.900
Net Borç /FAVÖK	0.53	0.67	0.66
Değerleme Çarpanları			
F/K	51.8	33.9	25.7
FD/FAVÖK	30.14	19.65	14.70

**Analist****Dr. Kutay Gözgör**kutay.gozgor@kuveytturkyatirim.com.tr**Eren Bozdoğan**eren.bozdogan@kuveytturkyatirim.com.tr

Küresel Görünüm

Artan Güvenlik Tehditleri Ekseninde Küresel Askeri Harcamalar Artış Gösteriyor.

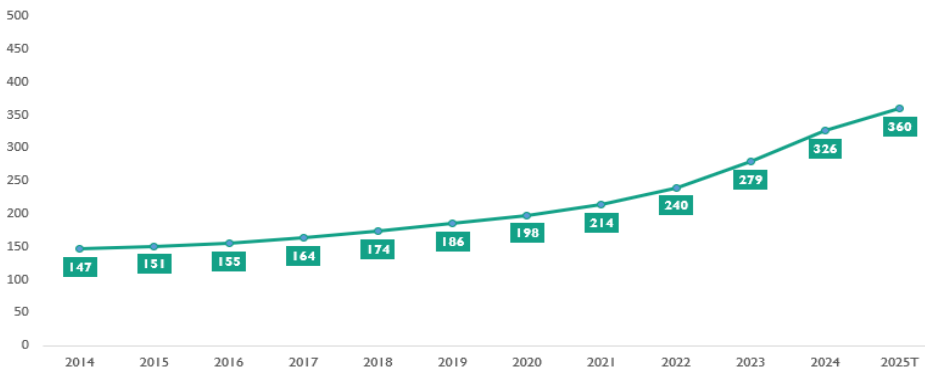
Son yıllarda küresel ölçekte savunma harcamalarında dikkat çekici bir artış yaşanıyor. Artan güvenlik endişeleri ve bölgesel tehdit algıları, özellikle Avrupa ülkeleri ile Asya-Pasifik bölgesindeki devletleri savunma bütçelerini kayda değer biçimde yükseltmeye yöneltti. 2024'te küresel askeri harcamalar 2,46 trilyon ABD dolarına ulaşarak, 2023'teki 2,24 trilyon dolarlık seviyeyi geride bıraktı. Enflasyondan arındırılmış büyüme oranı 2022'de %3,5 iken 2023'te %6,5'e, 2024'te ise %7,4'e çıkarak son yılların en yüksek hızına ulaştı. Sahra Altı Afrika dışında kalan tüm bölgeler, 2024'te reel bazda büyüme kaydetti. Küresel harcamaların GSYH içindeki payı da 2022'de %1,59'dan 2023'te %1,80'e, 2024'te ise %1,94'e yükselerek savunma sanayisinin ekonomik yapı içindeki ağırlığını artırdı. Avrupa özelinde bakıldığında, 2024'te %11,7'lik reel büyüme ile toplam savunma bütçesi 693 milyar dolara ulaştı.

Almanya, %23,2'lik artışla dünyadaki en büyük 4. savunma bütçesine sahip ülke olurken; Polonya, 2022'de 20. sıradayken 2024'te 15. sıraya yükseldi ve GSYH'sinin %4,2'sini savunmaya ayırarak NATO içinde en yüksek oranlardan birini yakaladı. NATO'nun %2'lik harcama hedefini karşılayan üye sayısı ise iki yıl içinde 9'dan 18'e çıktı. 2014'e kıyasla Avrupa'nın savunma harcamaları nominal olarak %50'nin üzerinde büyüdü. Bu yükselişin arkasında Rusya-Ukrayna savaşı, Asya-Pasifik'te artan jeopolitik gerilimler ve stratejik bağımsızlık hedefleri bulunuyor. Avrupa ülkeleri, sosyal harcamalarda kısıntıya giderek savunma yatırımlarını artırıyor, yerli üretim kapasitesini genişletiyor ve ABD'ye bağımlılığı azaltma yolunda adımlar atıyor. Bu kapsamda, Rheinmetall gibi savunma sanayi devleri üretim kapasitesini üç katına çıkarırken, ölçek ekonomileri sayesinde maliyetlerin düşmesi bekleniyor. Bununla birlikte, Goldman Sachs gibi finans kuruluşları, artan bütçe yükünün uzun vadede sosyal harcamalar ve kamu maliyesi üzerinde baskı oluşturabileceği konusunda uyarıyor. Stockholm Uluslararası Barış Anlaşmaları Enstitüsü (SIPRI) projeksiyonları ise küresel savunma harcamalarının GSYH'ye oranının 2027'ye kadar kademeli olarak artmaya devam edeceğine işaret ediyor.

Yeni ortaklıklar ve Savunma Sanayisinde Avrupa yaklaşımı... 2010'lu yılların ortalarından itibaren Avrupa Birliği, üye ülkelerin savunma sanayilerini ortak araştırma, geliştirme ve üretim projeleri çerçevesinde entegre etmeye yönelik adımlar atmıştır. 2017 ile 2019 yılları arasında uygulanan Hazırlık Eylemi, savunma araştırma ve geliştirme faaliyetlerine 90 milyon avroluk bir bütçe sağlamış ve bu alandaki ilk AB düzeyi finansman programı olmuştur. Bunu 2019 yılında başlatılan ve 500 milyon avro bütçeye sahip Avrupa Savunma Sanayi Geliştirme Programı izlemiştir. 2021-2027 dönemini kapsayan Avrupa Savunma Fonu ise yaklaşık 8 milyar avroluk bir kaynak ile savunma araştırma ve geliştirme faaliyetlerine kalıcı bir finansman altyapısı kazandırmış, bugüne kadar toplam 5,4 milyar avroluk destek sağlamış ve 2025 yılı çağrılarında 33 farklı proje alanına fon aktarmıştır. Kalıcı Yapılandırılmış İşbirliği girişimi kapsamında yürütülen Askeri Hareketlilik projesi, Avrupa içerisinde askeri personel ve ekipman hareketliliğini kolaylaştırmayı hedeflemekte olup, 1,7 milyar avroluk bütçe ile 95 projeye finansman sağlamıştır. 2004 yılından bu yana faaliyet gösteren Avrupa Savunma Ajansı, Yıllık Koordineli Savunma Gözden Geçirmesi ve Yetenek Geliştirme Planı gibi araçlar aracılığıyla ortak kabiliyet önceliklerini belirlemekte ve savunma planlamasının uyumunu artırmaya çalışmaktadır.

Mart 2025'te açıklanan Readiness 2030 stratejisi, savunma projelerinin finansmanını güçlendirmek amacıyla 150 milyar avroluk kredi imkanı, 650 milyar avroluk ek harcama kapasitesi ve Avrupa Yatırım Bankası destekli özel sermaye mekanizmaları öngörmektedir. Nisan 2025'te ise Avrupa Savunma Mekanizması adıyla, ortak tedarik ve stratejik varlıkların ortak sahipliğine dayalı yeni bir hükümetlerarası finansman ajansı önerilmiştir. 2025 yılı itibarıyla bu gelişmeler, Avrupa savunma sanayisinde pilot ölçekli programlardan endüstriyel ölçekli üretim aşamasına geçildiğini göstermektedir. Bununla birlikte, tedarik zincirindeki darboğazlar, nitelikli iş gücü eksiklikleri ve transatlantik bileşen bağımlılığı gibi yapısal sorunlar devam etmekte, ayrıca NATO ile Avrupa Birliği arasındaki tam uyumun sağlanamaması koordinasyonun etkinliğini sınırılıyor.

Grafik 1: Avrupa Birliği Savunma Sanayi Harcamaları (milyar EUR)



Kaynak: SIPRI, Kuveyt Türk Yatırım Araştırma



Küresel Görünüm

Stratejik Dönüşüm Eşiğinde Avrupa Birliği'nin Yeni Savunma Vizyonu...

Jeopolitik dengelerin hızla değiştiği mevcut uluslararası ortamda Avrupa Birliği, kendi güvenlik kapasitesini güçlendirmeye yönelik kapsamlı adımlar atmaktadır. Mart 2025'te Avrupa Komisyonu Başkanı Ursula von der Leyen tarafından açıklanan Readiness 2030 girişimi, Birliğin savunma altyapısını modernize etmeyi, üye ülkeler arasındaki askeri iş birliğini derinleştirmeyi ve stratejik özerklik düzeyini artırmayı hedeflemektedir. Plan kapsamında dört yıl içerisinde 800 milyar avroya kadar kaynak mobilize edilmesi öngörülmekte, bu çerçevede 150 milyar avroluk "SAFE" kredi mekanizması ile ortak silah tedariki ve altyapı yatırımlarının desteklenmesi planlanmaktadır. Ayrıca, savunma harcamalarının belirli ölçüde bütçe kısıtlamalarından muaf tutulması amacıyla üye ülkelere %1,5'e varan ek mali esneklik sağlanması gündeme gelmektedir.

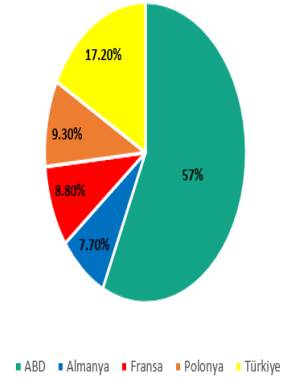
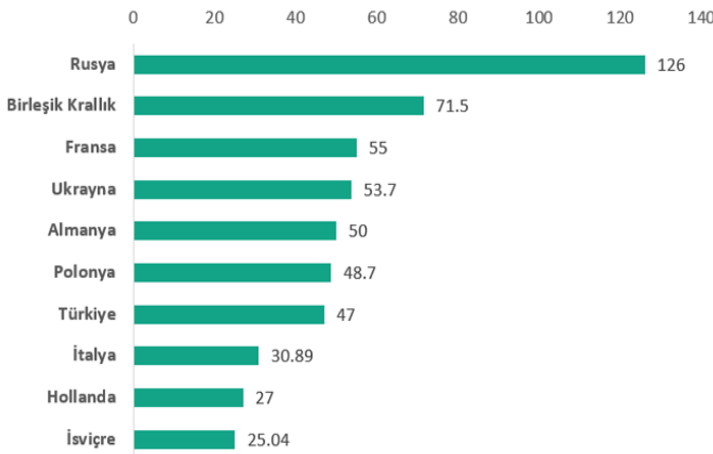
Planın uygulanmasında siyasi ve ekonomik açıdan çeşitli zorluklar öngörülmektedir. Avrupa savunma sanayisinin parçalı yapısı, tedarik zincirindeki kırılganlıklar ve ortak komuta yapısının eksikliği, birleşik projelerin hayata geçirilmesini zorlaştırmaktadır. ABD'nin Ukrayna'ya yönelik askeri yardımlarını askıya alması, AB'nin kendi savunma kapasitesini artırma gerekliliğini daha acil bir gündem maddesi haline getirmiştir. Bu durum, transatlantik ilişkilerde yeni bir dönemin başlangıcına işaret etmektedir.

Rusya'nın 2022'de başlattığı tam ölçekli Ukrayna işgali, AB'nin savunma alanındaki konumunu daha da güçlendirdi. 2014'te Kırım'ın ilhakıyla başlayan savunma harcamalarındaki artış trendi, 2022 sonrasında ivme kazandı. Özellikle doğu kanadındaki ülkeler, savunma bütçelerini belirgin biçimde yükseltti. 2025 itibarıyla NATO üyelerinin 23'ü (%70'ten fazlası), savunmaya GSYH'lerinin en az %2'sini ayırarak 2014'te belirlenen hedefi tutturdu. Bu süreçte, EDIRPA (300 milyon EUR) ve ASAP (500 milyon EUR) gibi yeni mekanizmalar devreye alınarak ortak savunma alımlarına ve mühimmat üretim kapasitesinin artırılmasına destek sağlandı. Mart 2023'te yayımlanan Avrupa Savunma Sanayi Stratejisi (EDIS) ile AB, uzun vadeli savunma hazırlığını hedefleyen daha iddialı amaçlar ortaya koydu. Buna göre, 2030'a kadar savunma alımlarının %50'sinin AB içinden yapılması ve ortak alımların toplamın en az %40'ını oluşturması planlanıyor.

Avrupa'daki yeniden silahlanma sürecinin Türkiye açısından da önemli yansımaları olmasını bekliyoruz. Bu bağlamda, ihracat odaklı büyüme stratejisi izleyen **ASELSAN** gibi sektörün lokomotif şirketinin Avrupa'da artan yerli üretim ve tedarik talebinden doğrudan faydalanabileceğini; orta-uzun vadede bu talep doğrultusunda gelecek siparişlerle hem satışlarını hem de kârlılıklarını artırabileceğini öngörüyoruz. Bu potansiyelin en güncel örneği, NATO Destek ve Tedarik Ajansı'nın (NSPA) Modüler Hava Savunma (GBAD) programında ASELSAN'ın Airbus, Lockheed Martin, Raytheon ve Thales gibi küresel savunma devleriyle aynı çerçevede yer almasıdır. Anlaşmanın konsept ve sistem mimarisi aşamasında üstlenilen rol, ASELSAN'ın yalnızca tedarikçi değil, yüksek katma değerli çözümler geliştiren bir teknoloji ortağı olduğunu gösteriyor. İlerleyen aşamalarda öne çıkacak modülerite ve yeni teknoloji odaklı çalışmalar ise şirketin Ar-Ge gücünü Avrupa'nın yeniden silahlanma süreciyle daha da entegre hale getireceği kanaatindeyiz.

Grafik 2: Avrupa Ülkelerinin 2025 Savunma Sanayi Bütçeleri (milyar USD)

Grafik 3: NATO'nun Toplam Asker Sayısı



Küresel Görünüm

2025 NATO Zirvesi Savunma Sanayii Stratejik Yol Haritası...

2025 Lahey NATO Zirvesi, müttefik ülkelerin savunma harcamaları ve sanayi iş birliği açısından yeni bir ölçek ve süreklilik anlayışı benimsedi. Zirvede alınan kararlarla birlikte, 2035'e kadar savunma harcamalarının GSYH'ye oranının %5 seviyesinde tutulması kararlaştırılmıştı. Bu oranın %3,5'lik kısmı doğrudan askeri harcamalara, %1,5'lik kısmı ise siber güvenlik, kritik altyapı ve askeri mobilite gibi geniş savunma alanlarına ayrılacağı da belirtildi. Böylece 2024 yılında 23 üyenin aştığı %2 eşiği, kalıcı olarak daha yüksek bir tabana taşınmış oldu. Bununla birlikte, güncellenen NATO Defence Production Action Plan (DPAP) ve Industrial Capacity Expansion Pledge, özellikle mühimmat ve füze sistemlerinde çok yıllık sipariş konsolidasyonu, hızlı ve tekrarlayan tedarik döngüleri, müttefikler arasında ticaret engellerinin azaltılması ve AB ile Ukrayna tedarik zincirlerinin senkronizasyonu gibi somut uygulamalar getiriyor. Atılacak adımların, savunma sanayi şirketleri açısından ölçek ekonomisi oluştururken, standardizasyon yoluyla sertifikasyon maliyetlerini de azaltma potansiyeli taşıdığını düşünüyoruz.

NATO Politikaları ve ABD'nin Yeniden Konumlanması... ABD'nin değişen stratejik öncelikleri ve NATO içindeki yük paylaşımı anlayışının güçlenmesi, 2025 Lahey NATO Zirvesi'nde alınan kararların arka planını şekillendirdi. Ukrayna savaşı ve Hint-Pasifik bölgesine yönelen stratejik odağı nedeniyle Washington, Avrupa güvenliğinde doğrudan askeri varlığını kademeli olarak azaltırken, finansman ve üretim yükünü Avrupalı müttefiklerin omuzlarına bırakmayı hedefliyor. Bu politika, Avrupa ülkelerinin savunma bütçelerini kalıcı biçimde artırmasını, sanayi kapasitelerini büyütmesini ve tedarik zincirlerini NATO standartları çerçevesinde entegre etmesini zorunlu kılıyor.

ABD ise teknoloji transferi, istihbarat paylaşımı ve yüksek nitelikli kuvvet katkısı gibi alanlarda liderliğini sürdürürken, üretim ve kapasite geliştirme sorumluluğunun Avrupa merkezli sanayi altyapısına kaydırılmasını teşvik ediyor. NATO'nun 2035'e kadar GSYH'nin %5'ini savunmaya ayırma hedefi ve çok yıllık tedarik programları, Avrupa savunma sanayisinin kendi kendine yeterliliğini hızla artırmaya zemin hazırlıyor. Türkiye açısından bu süreç, hem ABD'nin sağladığı yüksek teknoloji ve eğitim avantajlarından yararlanmaya devam etmek hem de Avrupa'nın genişleyen sanayi projelerine ortak olarak pazar payını büyütme için önemli bir fırsat penceresi sunuyor. Ancak teknik uyum, tedarik güvenliği ve politik dengeleri eş zamanlı yönetebilme kabiliyeti bu fırsatın etkin kullanımında belirleyici olacağını düşünüyoruz.

Tablo: I NATO, AB ve Asya Ülkelerinin Güncel Savunma Harcaması Taahhütleri (2025-2035)

Ülke	2025 (%GSYİH) (yaklaşık)	Hedeflenen Oran (%GSYİH)	Ne zamana kadar ?
NATO		%5 toplam / %3,5 çekirdek	2035
Kanada	1.3	1.76%-2%	2029-30
Çek Cumhuriyeti	2.1	2.3%	2025
Danimarka	2.4	%2<	2035
Estonya	3.4	5%<	2026
Fransa	2.1	3.50%	-
Finlandiya	2.4	3.30%	2032
Almanya	2.1	%2<	2035
Avustralya	2.3	2.40%	2033-2034
Yunanistan	3.1	-	-
Macaristan	2.1	%2<	-
Hindistan	2.3	-	-
İtalya	1.5	3%	2029
İsrail	8.8	-	-
Polonya	4.1	4.70%	2025
Japonya	1.4	2%	2027
Letonya	3.2	5%	Uzun vade
Norveç	2.1	5%	Orta vade
Tayvan	2.5	%3<	-
Hollanda	2.1	5%	2035
Suudi Arabistan	7.3	-	-
Birleşik Krallık	2.3		
ABD	3.4		
İspanya	1.3	2%	2029
Türkiye	1.9	NATO 2035 uyum çerçevesinde %5	2035

Kaynak: NATO, SIRPI, Reuters, Kuveyt Türk Yatırım Araştırma



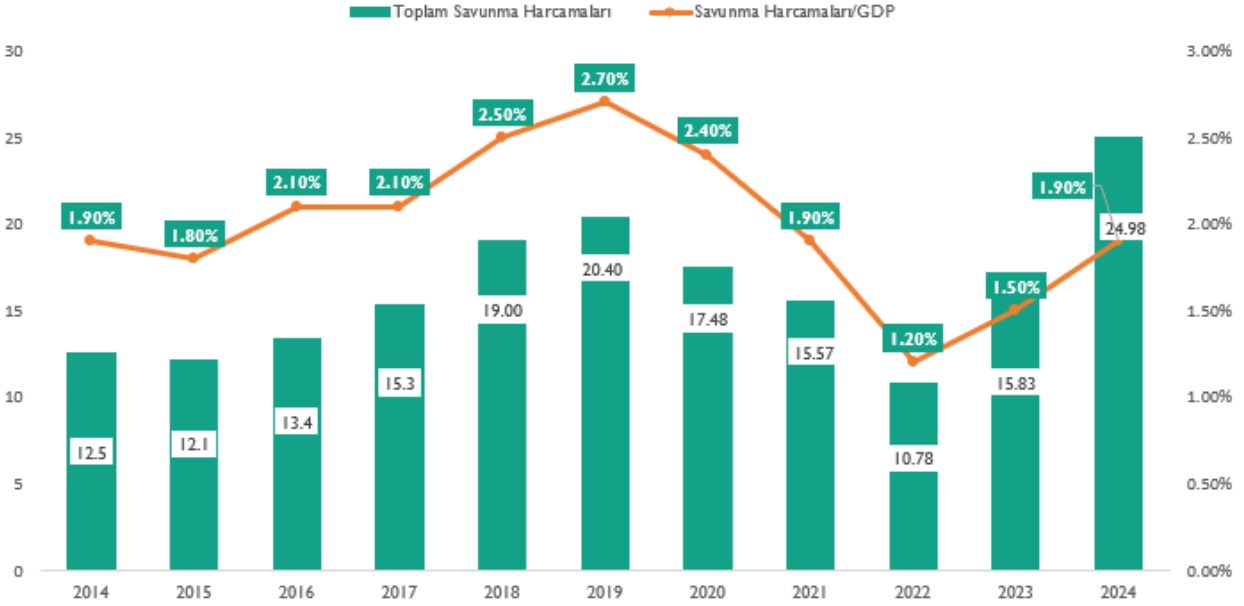
Küresel Görünüm

Türkiye'nin AB ve NATO Arasındaki Jeopolitik Konumlanışı...

2025 itibarıyla Türkiye'nin savunma sanayii, güçlü bir dönüşüm geçirerek küresel savunma ekosisteminde öne çıkan bir aktör haline gelmiştir. 2024'te savunma sanayii ihracatı 7,2 milyar doları aşarak tarihi bir seviyeye ulaşmış, Türk şirketleri NATO üyesi ülkeler dâhil 185 ülkeye sistem ve ürün satışı gerçekleştirmiştir. Baykar'ın İtalyan Piaggio Aerospace'i satın alması gibi stratejik adımlar, Türkiye'nin Avrupa savunma sanayisindeki konumunu pekiştirmiştir. Yerleşme oranının %80'e çıkması ve TUSAŞ, ASELSAN, ROKETSAN gibi firmaların uluslararası ortak projelerde etkin rol üstlenmesi, özellikle İHA, SiHA, mühimmat ve zırhlı araç ihracatında ciddi bir kapasite oluşmasını sağlamıştır.

ABD'nin son yıllarda Avrupa güvenliğindeki rolünü azaltarak yükü Avrupa'ya bırakma eğilimi, Türkiye açısından hem stratejik bir boşluk hem de önemli bir fırsat sunmaktadır. Her ne kadar AB'nin 2025 Haziran'ında sunacağı 150 milyar avroluk savunma fonundan Türkiye, ABD ve İngiltere'nin dışlanması kısa vadede Türk savunma şirketlerinin Avrupa içi projelere doğrudan katılımını zorlaştırabilecek olsa da, teknik ve standart uyumunun geliştirilmesiyle ikili iş birlikleri üzerinden bu açığın kapatılması mümkündür. NATO üyeliği, jeopolitik konumu ve operasyonel kabiliyetleriyle Türkiye'nin Avrupa savunmasının çevre hattında kilit bir rol üstlenmesi kaçınılmaz olup, AB içi tedarik zincirlerine entegrasyon, hem teknolojik kazanım hem de ölçek ekonomisi açısından stratejik önemini korumaktadır.

Grafik 4: Askeri Harcamalar (milyar EUR) (2014-2024) - Türkiye



Kaynak: Aselsan Yatırımcı İlişkileri, Kuveyt Türk Yatırım Araştırma

Küresel Görünüm

Küresel İhracatçı Türkiye'nin Savunma ve Havacılıkta Yeri...

Türkiye'nin savunma ve havacılık sanayii artık tam anlamıyla olgunluk aşamasına ulaşmış; savaş sahasında kanıtlanmış insansız hava araçlarından zırhlı muharebe araçlarına, elektronik harp çözümlerinden eğitim jetleri ve fırkateynlere kadar genişleyen özgün ürün gamı ile ihracat kapasitesini sürekli artırmaktadır. SIPRI verilerine göre ülke, 2024 yılında dünyanın en büyük 11'inci silah ihracatçısı konumuna gelmiş olup, yakın dönemde ilk 10'a yükselmesi kuvvetle beklenmektedir. Bu başarının en kritik dayanaklarından biri, yaklaşık 3.500 küçük ve orta ölçekli işletmeden oluşan, ana yüklenicilerin seri üretim gücünü artıran entegre tedarik zinciridir. Söz konusu yapı, Soğuk Savaş sonrası Avrupa'da ihmal edilen savunma sanayii kapasitesinin yeniden inşasını hedefleyen "Rearm" girişimi açısından örnek niteliğindedir. Nitekim 2025 yılının ilk yarısında Türk savunma sanayisinin ihracatında Avrupa pazarı ilk sırada yer almıştır.

IDEF 2025 Fuarı İzlenimlerimiz... **ASELSAN**'ın yapay zekâ destekli "ÇELİKKUBBE" hava savunma ağı kapsamında GaN tabanlı AESA radarları, SİPER uzun menzilli hava savunma sistemi, uygun maliyetli anti-drone çözümlerine yanıt niteliği taşıyan GÜRZ hibrit hava savunma sistemi ile yeni GÖKTAN uzun menzilli hassas taarruz sistemini tanıtması dikkatimizi çekti. TUSAŞ, Airbus ile İspanya Hava Kuvvetleri için HÜRJET süpersonik eğitim uçağının İspanya'da üretimine yönelik iş birliğini resmileştirmiş, ayrıca geliştirme süreci devam eden KAAN 5. nesil çok rollü savaş uçağı için Endonezya'dan ilk ihracat siparişini almıştır. **Kale Jet Motorları**, Roketsan'ın seyir füzeleri için mikro turbojet motor tedarik anlaşmasına imza atmıştır. **Baykar**, Türk Hava Kuvvetleri'ne 2026 itibarıyla teslim edilmesi öngörülen Kızılelma insansız savaş uçağı ile Piaggio P180 Evo platformu üzerine tasarladığı deniz karakol uçağı (MPA) konseptini sergilemiştir. **Roketsan**, Typhoon Block-IV orta menzilli hipersonik balistik füze ve ATMACA gemisavar füzesinin denizaltından atılabilen kapsüllenmiş varyantını kamuoyuna sunmuştur. Birleşik Krallık ile Türkiye arasında imzalanan hükümetler arası Mutabakat Muhtırası (MoU), Türk Hava Kuvvetleri'nin Eurofighter Typhoon tedarikine yönelik ilk resmi adımı teşkil etmiş olup, KAAN envantere girene kadar kritik bir ara çözüm işlevi görecektir. **Otokar**, Romanya için geliştirilen Cobra-II 4x4 zırhlı aracını, ARMA II araç ailesini ve modüler yapıya sahip Tulpar paletli muharebe aracını tanıtmıştır. TAIS Tersaneleri ise Endonezya'ya iki adet 1 sınıfı fırkateyn ihracatına yönelik sözleşme imzalayarak, MİLGEM sınıfı fırkateynleri envantere katan üçüncü yabancı donanma ile anlaşma yapmıştır.

Tablo 2: Türkiye Savunma Sanayisinde Yer Alan Başlıca Şirketlerin İhracat Değişimleri

Şirket	Milyon USD		Faaliyet alanı
	İhracat (2024)	İhracat (2023)	
Baykar	1831	1700	iHA, Kontrol - haberleşme-istihbarat
Aselsan	520	393	Kara, hava, deniz ve uzay uygulamaları kapsamında her nevi elektrik, elektronik, mikrodalga, elektro-optik, güdümlü sistemleri
BMC	na	255	Tank, zırhlı araçlar, askeri kara araçları
Otokar	535	701	Zırhlı - robotik kara savunma araçları, kule sistemleri
Roketsan	179	161	Hava - deniz savunma sistemleri, balistik - güdümlü / füze - roket - torpido sistemleri
Tusaş	1140	864	Helikopter, uçak, iHA, uzay sistemleri
TEI	445*	345	Motor tasarım - montaj - bakım
Asfat	644	na	Gemi - denizaltı projeleri inşası, uçak - helikopter motorları bakım onarım,
MKE	610	439	Silah - tüfek - mühimmat - patlayıcı vb. ekipman
Samsun Yurt	166	104	Silah - tüfek - mühimmat - patlayıcı vb. ekipman, askeri optik ve elektronik sistemler
Altınay	2,5	0,2	insansız robot sistemleri, deniz sistemleri, silah sistemleri, mühimmat imha ve üretim sistemleri

* : Şirket tarafından hedeflenen rakam

na : Doğrulanmış veri bulunmamaktadır.



ÇELİKKUBBE ile Ulusal Güvenlikte Yeni Bir Dönem

Geçtiğimiz haftalarda Kuveyt Türk Yatırım Araştırma Birimi olarak ASELSAN Yatırımcı İlişkileri'nin davetiyle katıldığımız IDEF 2025 Fuarı'nda, şirketin "ÇELİKKUBBE" olarak adlandırdığı milli hava savunma konseptini yakından inceleme fırsatı bulduk. Bu sistem, İsrail'in "Iron Dome" mimarisine benzer şekilde, farklı menzil ve irtifadaki tehditlere katmanlı bir savunma yaklaşımı ile yanıt verecek şekilde tasarlanıyor. Bununla birlikte, ÇELİKKUBBE'nin Iron Dome'a kıyasla **daha uzun menzile** ve **daha geniş bir kapsama** alanına sahip olacak şekilde tasarlandığını özellikle vurgulamak gerekir. Bu fark, sistemin yalnızca bölgesel tehditlere karşı değil, daha geniş ölçekli hava savunma ihtiyaçlarına da cevap verebilmesini sağlayarak stratejik değerini artırıyor. Çelik Kubbe'nin amiral gemileri olarak sayılacak ekipmanları şu şekildedir:

1)SİPER Uzun Menzilli Hava Savunma Sistemi... Çelik Kubbe'nin en dış katmanını oluşturan SİPER, 100+ km menzile kadar yüksek irtifa hava savunma sağlayabilen milli sistem olarak konumlanıyor. Balistik füze, seyir füzesi, insansız hava aracı ve savaş uçakları gibi geniş yelpazedeki tehditlere karşı görev yapıyor. Aktif radar güdümlü füzeleri, yüksek irtifa radar kapsamı ve çoklu hedef angajman kabiliyeti ile sistemin "ilk temas hattı" görevini üstleniyor.

3)HİSAR Ailesi (HİSAR-O ve HİSAR-A)... Orta ve kısa menzil segmentinde HİSAR ailesi yer alıyor. HİSAR-O, 25+ km menzile kadar hava savunma boşluklarını kapatırken; HİSAR-A, 15 km menzile kadar yakın tehditlere hızlı tepki veriyor. Bu sistemler, mobil konuşlanma kabiliyeti sayesinde Çelik Kubbe'nin esnekliğini artırıyor ve hem sabit tesislerin hem de sahadaki birliklerin korunmasında kritik rol oynuyor.

4)Gökdeniz ve Göksur Yakın Hava Savunma Sistemleri...Yakın menzilde, özellikle gemi savunmasında kendini kanıtlayan Gökdeniz, kara platformlarına uyarlanarak nokta savunma görevini üstleniyor. Göksur ise karadan havaya nokta savunma füzesi sistemi olarak, düşük irtifa tehditlerine karşı yüksek isabet oranı sunuyor. Bu ikili, doygun saldırı senaryolarında son savunma hattı olarak çalışıyor.

5)Göktan AESA Radar Sistemi... Tüm katmanlı savunmanın "gözleri" konumunda olan Göktan, aktif elektronik taramalı (AESA) radar teknolojisiyle aynı anda yüzlerce hedefi tespit ve takip edebiliyor. Uzun menzile tespitten yakın mesafe takip görevine kadar geniş bir görev spektrumuna sahip. Çelik Kubbe'nin komuta-kontrol merkezine sürekli veri akışı sağlayarak, hedef önceliklendirme ve angajman kararlarında kritik rol oynuyor.

6)Koral Elektronik Harp Sistemi... Çelik Kubbe'nin görünmeyen kalkanı olan Koral, düşman radarlarını karıştırma, yanıltma ve elektronik saldırı görevlerini yerine getiriyor. Böylece gelen füze ve hava platformlarının hedefleme kabiliyeti zayıflatılıyor, angajman öncesi tehditlerin etkinliği düşürülüyor. Özellikle sofistike hava tehditlerine karşı sistemin hayatta kalma oranını ciddi şekilde artırıyor.

7)Turan Kara Konuşlu Füze ve Roket Savunma Sistemi...Turan, kısa menzilli balistik tehditler, topçu roketleri ve havan mühimmatlarına karşı etkili bir çözüm sunuyor. Hızlı reaksiyon süresi ve otomatik hedef tespit-önleme kabiliyetiyle özellikle kritik üs bölgeleri, komuta merkezleri ve lojistik hatların korunmasında önemli rol oynuyor.

8) Ejderha Hava Savunma Top ve Füze Entegre Sistemi... insansız hava araçları, seyir füzeleri ve düşük irtifa tehditlerine karşı hem top hem de füze ateşi ile yüksek atış temposu sağlayan hibrit bir çözüm sunuyor. ASELSAN tarafından geliştirilen EJDERHA/AD 200 versiyonu ise yüksek güçlü elektromanyetik dalga teknolojisini kullanarak mini ve mikro sınıf İHA'ların elektronik sistemlerini bozuyor veya tamamen devre dışı bırakıyor. Fiziksel temas gerektirmemesi ve geniş bir alanda etkili olması, bu sistemi özellikle hassas ve kritik bölgelerdeki dron tehditlerine karşı caydırıcı bir unsur haline getiriyor.

HİSAR Ailesi (HİSAR-O ve HİSAR-A)



GOKTAN Hava Savunma Top ve Füze Sistemi



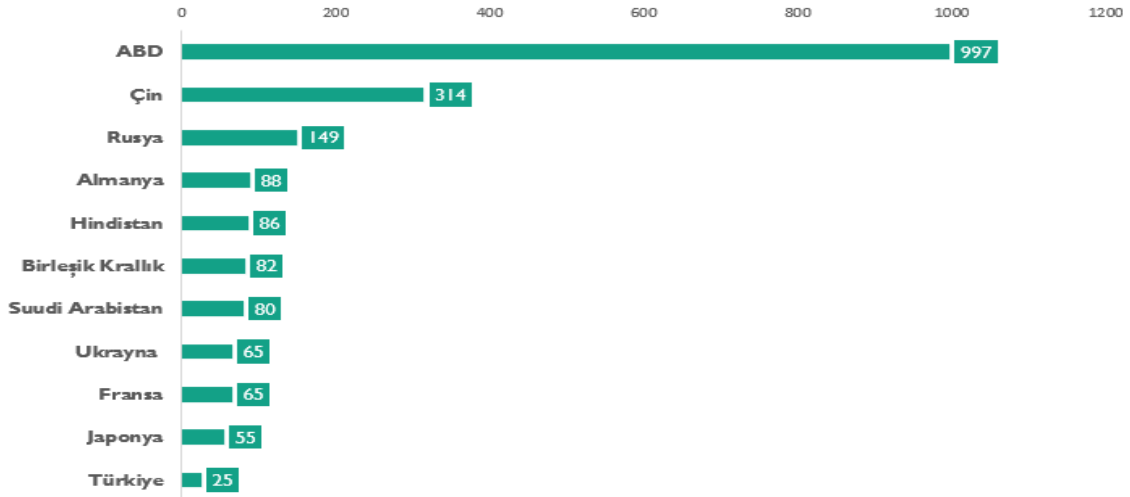
EJDERHA Hava Savunma Top ve Füze Sistemi



Yüksek teknoloji ve yerli üretimle küresel pazarda güçlenmeye devam ediyor.. Şirket, son yatırımcı sunumları ve faaliyet raporlarında da vurgulandığı üzere, küresel ölçekte savunma sanayisinin en önemli oyuncularları arasındaki konumunu güçlendirmeye devam ediyor. 2025 yılında açıklanan 'Defense News Top 100' listesinde 43'üncü sırada yer alan şirket, yıl içinde 30 farklı ürünü ilk kez ihraç ederek ihracat yaptığı ülke sayısını 93'e çıkardı ve 6 yeni ülkede ofis açtı. 2024 yılında toplam ihracatı %50'den fazla artan ASELSAN, platform üreticileri aracılığıyla da küresel tedarik zincirlerinde daha görünür hale geldi. "R&D 250" listesinde en yüksek Ar-Ge harcaması yapan ikinci şirket olarak yer alan ASELSAN, patent sayısı, Ar-Ge ekibi büyüklüğü ve proje hacmi gibi alanlarda liderliğini koruyor. İnovasyon alanında InovaLIG'de "İnovasyon Organizasyonu ve Kültürü" ile "İnovasyon Kaynakları" kategorilerinde birincilik elde eden şirket, deniz, hava, kara, elektro-optik ve haberleşme sistemlerinden enerji ve ulaşım kadar uzanan geniş ürün yelpazesıyla hem Türkiye'nin savunma kabiliyetini güçlendiriyor hem de küresel pazarda yüksek teknoloji odaklı entegre çözümleriyle stratejik bir oyuncu olarak öne çıkıyor.

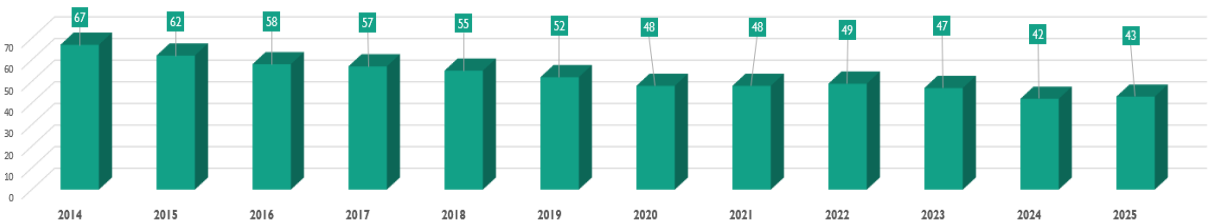
Geniş ürün yelpazesıyla sektörde lokomotif konumunu koruyor. ASELSAN, bugün geldiği noktada sadece tek bir ürün grubuna odaklanan bir üretici değil, savunma sanayisinin her alanına dokunan, geniş ve entegre bir ürün yelpazesine sahip bir teknoloji şirketi konumunda. Hava savunma sistemlerinden radar ve elektro-optik çözümlere, elektronik harp sistemlerinden deniz platformlarına, kara araçları için geliştirdiği silah ve haberleşme çözümlerinden insansız sistemlere kadar 500'ün üzerinde ürünüyle hem yurt içinde hem de 90'dan fazla ülkede aktif olarak görev yapıyor. SİPER, HİSAR, KORAL, Gökdeniz ve Göksur gibi milli sistemler, ASELSAN'ın yalnızca mevcut ihtiyaçları karşılayan değil, aynı zamanda geleceğin tehditlerine karşı hazırlıklı bir savunma mimarisi kurma vizyonunun somut örnekleri. Ar-Ge'ye yaptığı yüksek oranlı yatırımlar sayesinde kritik alt bileşenleri de millileştirerek dışa bağımlılığı azaltan şirket, "denizden karaya, havadan uzağa" uzanan kapsamıyla hem Türkiye'nin güvenlik kapasitesini güçlendiriyor hem de küresel pazarda rekabetçi, güvenilir ve uzun soluklu bir oyuncu olarak konumunu pekiştiriyor.

Grafik 5: 2024 Yılında Savunma Harcaması En Yüksek 10 Ülke ve Türkiye (Milyar USD)



Kaynak: Anadolu Ajansı, Kuveyt Türk Yatırım Araştırma

Grafik 6: Aselsan Küresel Savunma Sanayi Sıralaması



Kaynak: Defense News, Kuveyt Türk Yatırım Araştırma

ASELSAN'ın Güçlü Kontrat Portföyü ve İhracat Katalistleri...

ASELSAN'ın SİPER Blok-II/III ve HİSAR-A/O sistemlerinin, Türk Silahlı Kuvvetleri'nin yanı sıra özellikle Körfez ülkeleri ve Asya Pasifik pazarlarında ciddi bir talep görmesini bekliyoruz. Bu ülkelerin, Patriot ve S-400 gibi dışa bağımlı çözümlerden farklı olarak daha uygun maliyetli, NATO uyumlu ve uzun vadeli lojistik desteği olan sistemlere yönelmelerini öngörüyoruz. ASELSAN'ın avantajının yalnızca sistem satışı değil, aynı zamanda 20 yıla kadar bakım-idame sözleşmeleriyle kalıcı gelir oluşturmak olduğunu değerlendiriyoruz. Özellikle SİPER'in yüksek irtifa ve uzun menzil kabiliyetinin 2025 sonrası olgunlaşmasıyla, NATO üyesi veya NATO ile yakın çalışan ülkelerde ihracat potansiyelinin artmasını bekliyoruz.

Hava Savunma Sistemleri... ASELSAN'ın SİPER Blok-II/III ve HİSAR-A/O sistemlerinin, Türk Silahlı Kuvvetleri'nin yanı sıra özellikle Körfez ülkeleri ve Asya Pasifik pazarlarında ciddi bir talep görüyor. Bu ülkelerin, Patriot ve S-400 gibi dışa bağımlı çözümlerden farklı olarak daha uygun maliyetli, NATO uyumlu ve uzun vadeli lojistik desteği olan sistemlere yöneldiği kanaatindeyiz. ASELSAN'ın avantajı burada sadece sistem satışı değil, aynı zamanda 20 yıla kadar bakım-idame sözleşmeleri ile kalıcı gelir oluşturabilmesidir. Özellikle SİPER'in yüksek irtifa ve uzun menzil kabiliyetinin 2025 sonrası olgunlaşmasının, NATO üyesi veya NATO ile yakın çalışan ülkelerde ihracat potansiyelini artıracaklarını öngörüyoruz.

Radar Sistemleri... MURAD AESA ailesi, Türkiye'nin hava platformlarında entegrasyona başlamasıyla birlikte doğrudan ihracat kanalına açılıyor. Bayraktar AKINCI, F-16 ÖZGÜR modernizasyonu ve HÜRJET entegrasyonu ile birlikte ASELSAN, radar ihracatını hem insansız sistemler üzerinden hem de jet modernizasyon paketleri üzerinden gerçekleştirebilecek. Özellikle MURAD 110-A'nın çok hedefli, çok modlu kabiliyeti ve binlerce T/R modülüyle sunduğu 4.5 nesil radar özellikleri, Batı sistemlerine alternatif olarak pazarlanıyor. Deniz tarafında CENK AESA ve ÇAFRAD çözümleri, MİLGEM ihracat projeleri ile doğrudan paket halinde satılıyor.

Elektro-Optik / IR Sistemler... ASEFLIR-500, halihazırda TB2/TB3 platformları üzerinden Ukrayna, Polonya, Katar, Azerbaycan gibi ülkelere dolaylı ihracat ediliyor. Bu sistem, Baykar'ın ihracat başarısının kritik tamamlayıcısı konumunda. 2026'da seri üretime girmesi planlanan ASEFLIR-600 ise daha üst sınıfta, yüksek irtifa-uzun menzil kabiliyetleri ile Suudi Arabistan, BAE, Malezya gibi premium pazarları hedefliyor. Bu ürünlerde kontrat vadeleri genellikle 3-5 yıl teslimat üzerine kuruluyor, ancak ASELSAN'ın stratejisi bu paketlere bakım, yazılım güncellemesi ve yedek parça kontratlarını ekleyerek uzun vadeli gelir oluşturmak. Ayrıca ASEFLIR-600'de yapay zekâ tabanlı otomatik hedef tespit-takip özellikleri, rekabet avantajını güçlendiriyor.

Elektronik Harp (EW) ve Haberleşme... KORAL ve KORAL-NG kara konuşlu elektronik harp sistemleri, 2025 itibarıyla Orta Doğu'da ve Körfez ülkelerinde ciddi ilgi görüyor. Bu sistemler genellikle uzun menzilli tehdit bastırma kabiliyeti ile öne çıkıyor ve ülkeler tarafından stratejik altyapı yatırımı olarak değerlendiriliyor. ASELSAN'ın avantajı, sistemlerin sadece satışını değil, aynı zamanda yerinde eğitim, bakım ve modernizasyon paketleriyle 10-15 yıllık kontratlar sunması. Haberleşme tarafında 9661 SDR ve T-LINK taktik ağ çözümleri, NATO standardı iletişim altyapısı isteyen ülkelerde tercih ediliyor. Bu projeler, özellikle filo modernizasyonu kapsamında 5-7 yıllık vadeli kontratlarla ASELSAN'a sürdürülebilir ihracat imkânı sağlıyor.

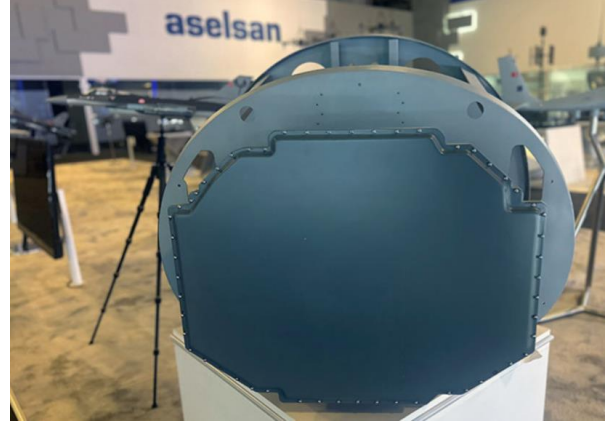
Denizcilik Sistemleri... DÜFAS çekili sonar sistemleri ve düşük frekanslı sonar çözümlerinin, Türk donanmasının yanı sıra Pakistan, Endonezya ve potansiyel Afrika donanmaları üzerinden ihracata kanalının günden güne büyümesini bekliyoruz. Bu sistemlerin genellikle platform bazlı kontratlarla (korvet, fırkateyn, denizaltı) satılması, ASELSAN için paket kontrat büyüklüğünü artırır nitelikte. Özellikle MİLGEM ihracat paketlerinde sonar sistemlerinin, savaş yönetim sistemleri ve EO çözümlerle birlikte entegre satıldığını gözleniyor. Bu sayede ASELSAN'ın gelir zincirinin tek ürünle sınırlı kalmadığını öngörüyoruz. Ayrıca bu kontratların yıllara yayılan yedek parça ve bakım sözleşmeleri ile devam eden kalıcı bir gelir kanalı oluşturmasını bekliyoruz.



Yeni teknolojilerle sektörde güç kazanımı devam ediyor... ASELSAN'ın gelecek çizgisi; malzeme düzeyinde GaN tabanlı T/R modülleri ve foton dedektörleri, sistem düzeyinde AESA radar–EO/IR–EH–sonar–SDR yığını, mimari düzeyde ise ÇELİKKUBBE (katmanlı hava/suüstü savunma) entegrasyonu etrafında şekillenmey devam ediyor.

Donanmada sabit yüzü GaN AESA mimarili CENK ailesi 2025'te yeni CENK 350-N (4D, 2-eksen) ile tanıtıldı; aynı pakette IDENTIFFY SSR-850 ikincil gözetim/IFF ve 20-hücrelik GÖKSUR 100-N VLS lansmanı yapıldı. CENK 400-N ise (GaN T/R, gelişmiş DSP, 4D takip) ürün gamının üst ucunu temsil ediyor ve I-sınıfı fırkateyn mimarisinin sensör omurgasında yer alıyor. Aselsan +I Naval News TURDEF 2024'te kara hava resminde boşluk kapatan AESA tabanlı ALP-300G taşınabilir erken ihbar radarının ve "uçak burun AESA"nın güvenlik güçlerine teslim edildiği resmen duyuruldu; böylece ülke içi radar ihtiyacı erken ihbar-ateş kontrol spektrumu boyunca yerli çözümlerle karşılanır hale geldi.

Görsel 7: CENK 350-N ve MURAD AESA



Hava platformunda, 2025'te MURAD AESA radar hattını pratik entegrasyon safhasına taşıdı. MURAD-100A'nın AKINCI ve F-16 ÖZGÜR entegrasyonu doğrulanırken, MURAD-110A binlerce T/R hücresi ve çok hedefli işleyişiyle filoya 4.5 nesil radar kabiliyeti kazandırdı; HÜRJET ve diğer jet platformları için entegrasyon da teyit edildi. EO/IR tarafında ASEFLIR-600, geniş kubbe açıklığı, HD MWIR/TV/SWIR sensörleri, yüksek güçlü lazer işaretleyici ve gelişmiş gimbal yapısıyla uzun menzilli DRI kabiliyeti hedeflerken, yapay zekâ destekli otomatik hedef tespit-takip fonksiyonlarıyla 2026'da seri üretime hazırlanıyor. ASEFLIR-500 ise TB2, TB3, AKINCI ve ANKA üzerinde yaygın kullanımını sürdürüyor. Malzeme cephesinde 2025'te proje bazlı teşvik kapsamına alınan "Foton Dedektör ve Nanoteknoloji Tesisi", EO/IR ve arayıcı başlıklarda bağımsızlığı artırmayı hedeflerken, aynı paketle duyurulan "Radar Sistem Entegrasyon" ve "Hava Savunma Sistemleri Üretim & Test" yatırımlarıyla toplam 616 mn USD'lik program, ASELSAN'ın teknolojik altyapısını daha da güçlendiriyor.

Denizaltı savunma harbinde DÜFAS 100/LR (değişken derinlikli, düşük frekans, aktif/pasif çekili) Türk Donanması için envanterleşirken menzil avantajıyla tehdit tespitini "yaklaşık 4 kat" artırdığı Aselsan 2024 sonuç metninde veriliyor; 2025'te kompakt DÜFAS 100-CU ile USV/ küçük platform uyumlu konfigürasyon gösterildi ve "bistatik/multistatik-sürekli aktif sonar" esnekliği vurgulandı. Yönlendirilmiş enerji-karşı İHA tarafında GÖKBERK mobil lazer silah sistemi (yerli lazer kaynağı, sert-öldürücülü/elektronik-yumuşak öldürücülü FPV imhası, İHTAR tabanlı entegrasyon, yapay zekâ destekli algılama-izleme) sahada FPV tehditlerine karşı başarı duyuruları aldı; tamamlayıcı hat olan EJDERHA yüksek güçlü elektromanyetik C-UAV sistemi ise "elektronik bileşenleri yönlendirilmiş enerjiyle bozarak" kalıcı etkili imha sağladığı belirtilen bir konfigürasyon olarak öne çıkıyor.

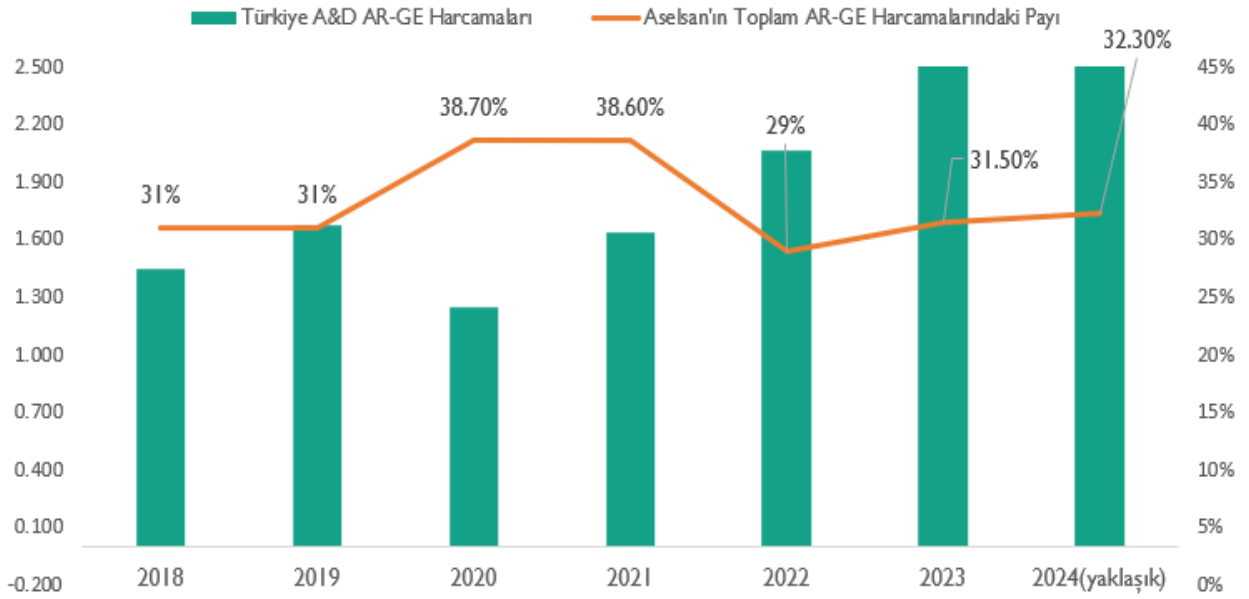
Muhabere omurgasında 9661 V/UHF yazılım tanımlı telsiz ailesi (30–512 MHz, COMSEC/TRANSEC/NETSEC, FH, IP-MANET) taktik ağ-merkezli hareketin taşıyıcısı rolünü sürdürüyor; Aselsan 2025 içeriklerinde T-LINK "takım, araç ve üsler arası IP tabanlı, çok katmanlı" taktik bağlantı çözümü de yayınlandı. Yakın hava-deniz savunma katmanında GÖKSUR 100-N VLS'nin 20-füzeli konfigürasyonu ve IIR güdümlü mühimmat uyarlamasıyla (AI destekli ileri atış kontrol, çoklu hedef angajmanı, 360° kapsama) "çelik kubbe" mimarisine deniz boyutu kazandırdığı resmi blog ve fuar bültenlerinde yer aldı. ÇELİKKUBBE (Steel Dome) konsepti 2024 sonuç ve 2025 bültenlerinde; ALP-300G/100G erken ihbar, KORAL 200/KORAL-NG EH, GÖKBERK lazer, GÖKSUR VLS, MURAD/IDENTIFFY ve kara-hava-deniz sensör-silah-C2 ağlarının katmanlı entegrasyonu olarak tarif ediliyor.

Sonuç olarak, ASELSAN GaN tabanlı radarlar (CENK, MURAD), uzun menzilli EO sistemler (ASEFLIR-600), çekili sonarlar (DÜFAS), yönlendirilmiş enerji çözümleri (GÖKBERK) ve SDR tabanlı taktik ağlarla birlikte malzeme, alt-sistem ve sistem katmanlarını entegre ederek deniz, hava ve kara platformları arasında bütüncül "**duy-karar-vur**" hayata geçirmiş oldu.

Yüksek Katma Değerin Mimarisi... 1975 yılında Türkiye'nin savunma teknolojilerindeki dışa bağımlılığını kırmak amacıyla kurulan ASELSAN, bugün yalnızca ülkenin en büyük savunma yüklenicisi değil, aynı zamanda en yüksek Ar-Ge harcaması yapan kurumu konumunda. 2025'in ilk yarısı verilerine göre, Ar-Ge harcamalarını %42 oranında artırarak 572 milyon USD seviyelerine taşımış ve bu alanda Türkiye'ye liderlik ediyor. Ayrıca, savunma ve havacılık sektörü bazında kamu Ar-Ge harcamalarının %43'üne tek başına katkı sağlıyor.

ASELSAN, kuruluşundan bu yana inovasyonu merkezde tutmayı misyon edinmiş bir aktör olarak NATO ile yürütülen ortak üretim programları ve yoğun iç Ar-Ge süreci sayesinde, 2005 itibarıyla uluslararası ihalelere katılabilecek düzeye erişmişti. Bugün itibarıyla, 85 ülkede faaliyet gösteren devasa bir ihracat ağına sahip. Trendleri güçlendiren başka göstergeler de var: 2023'te 5 milyar USD yeni sözleşme alarak backlog'unu 11 milyar USD'ye yükselten ASELSAN; 2025'in ilk yarısında ise yeni kontratlar toplamı 2,8 milyar USD'ye, backlog ise 16 milyar USD'ye ulaşarak rekor kırdı. ASELSAN'ın bu ilerlemesi, "yerli ve milli" teknolojide bir marka haline gelmesinin yanı sıra, Ar-Ge güçlü yatırımlarla değer zincirinin daha yukarısına tırmanmasını da simgeliyor. Bu şekilde şirket, sadece savunma sanayine değil, Türkiye'nin teknoloji temelli stratejik bağımsızlık ve katma değer mimarisine de liderlik ediyor.

Grafik 7: Aselsan'ın Türkiye Havacılık ve Savunma Sektörü AR-GE Harcamalarındaki Payı (2018-2024)



Kaynak: Aselsan, Kuveyt Türk Yatırım Araştırma

Görsel 1: ASELSAN Gölbaşı Tesisi Üstün Ar-Ge ve Üretim Üssü

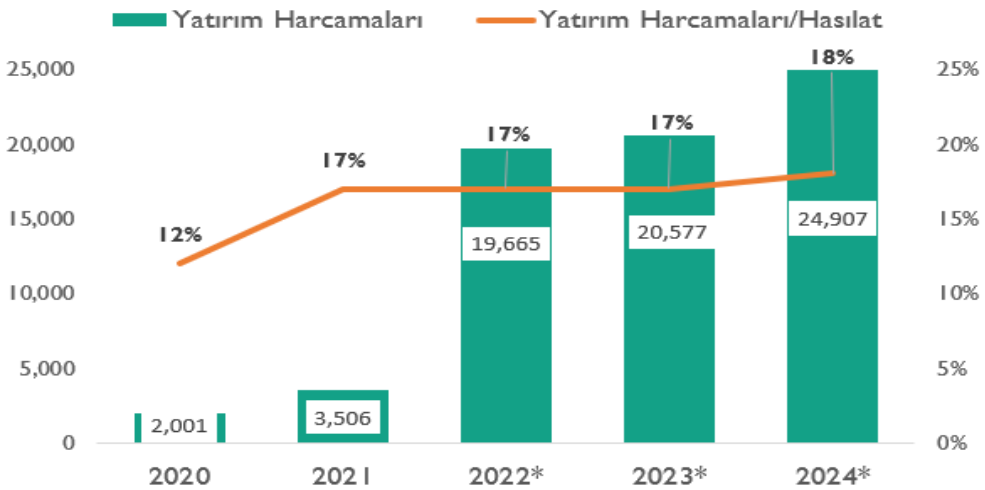


ARGE harcamaları artış göstermeyi sürdürüyor. ASELSAN yılın ilk yarısında Ar-Ge harcamalarını geçen yılın aynı dönemine göre %42 oranında artırarak 572 milyon USD seviyesine taşıdı (12A24: 968 Milyon USD). Bu yükseliş, yalnızca ürün geliştirmekle kalmakla birlikte; sensör-radar, elektro-optik, elektronik harp, haberleşme mimarileri ve komuta-kontrol yazılımlarında platform-üstü entegrasyon kabiliyetini artırmaktadır. Ayrıca, orta-uzun vadede hem ürün karmasını yukarı taşıyacak hem de FAVÖK marjına pozitif yansıyacak bir teknoloji stoğu oluşturmaktadır. Aynı dönemde yatırım harcamalarının yıllık %54 artması, kapasite artışı ve ölçek ekonomileriyle birleştirildiğinde birim maliyetlerde kalıcı düşüş, teslimat sürelerinde kısalma ve ihracat projelerinde fiyatlama esnekliği anlamına geldiği kanaatindeyiz. Şirketin borçluluk oranında azalma ise devam ediyor. Şirket yılın ilk yarısında Net Borç/FAVÖK 0,57 seviyesine geriledi (önceki yıl: 1,21). Yaşanan geri çekilme, güçlü nakit oluşumu, peşinat/ara ödeme yapısı ve döviz bazlı sözleşmelerin sağladığı doğal kur tamponu sayesinde bilanço esnekliğinin belirginleştiğini gösteriyor. ASELSAN, Ar-Ge teşvikleri sayesinde 2029 yılına kadar kurumlar vergisi ödemeyecektir. Bu durum net kârlılığa anlamlı ve kalıcı bir pozitif etki oluşturmamasını bekliyoruz. 2025 yılında şirket'in Net Borç/FAVÖK rasyosunun 0,65-0,80 bant aralığında korunacağını öngörüyoruz. Bu seviyenin yüksek bakiye sipariş ve iyileşen işletme sermayesi dinamikleriyle birlikte ilave borçlanma ihtiyacını sınırlı tutarken, yatırım döngüsünü özkaynak ve faaliyet nakdiyle finanse edebilme kapasitesine işaret ettiğini düşünüyoruz.

Önümüzdeki dönemde şirketin CAPEX harcamalarının, hasılatla oranla gerileyeceğini düşünüyoruz..

2025 yılının sonuna doğru şirketin CAPEX harcamalarının hasılatla oranla belirgin bir şekilde gerilemesini, sonraki yıllarda ise normalleşme eğilimine girmesini bekliyoruz. Bu çerçevede ASELSAN, üretim kapasitesini güçlendirecek ve teknoloji yetkinliğini artıracak bir dizi stratejik yatırım planlıyor. Akyurt yerleşkesindeki EO FLIR Sistemleri Üretim Tesisi, mevcut CATS, Aselflir-300T/400/410/500, ASELPOD, Ahtapot, Piri-100, Akrep, Kırlangıç ve Martı gibi elektro-optik sistemlerin üretiminin yanı sıra ASELFLIR-600, ASELFLIR-8/10, Toygun-100/200/300, Pirana, Karat-100/200, Aselpod-200/300, Ahtapot-2, Kırlangıç-2 ve Piri-200 gibi yeni sistemlerin üretimiyle portföyünü genişletecek; 40 milyon dolarlık mevcut yatırımın üzerine önümüzdeki 3 yılda 30 milyon dolar daha harcama yapılacaktır. Radar Sistem Entegrasyon ve Üretim Otomasyon Merkezi yatırımı, burun radarları, deniz platform radarları, keşif-gözetleme ve erken ihbar radar sistemlerindeki artan talebi karşılayacak kapasite artışını hedefliyor. Savunma Sistem Teknolojileri Üretim ve Test Tesisi, Çelik Kubbe bileşenleri, hava savunma sistemleri, tank modernizasyonları, obüs, gemi ve büyük platform projelerinin artan üretim ihtiyacına yanıt verecek şekilde planlanıyor. Ayrıca Foton Dedektör ve Nanoteknoloji Tesisi, özellikle ambargo riski taşıyan foton dedektörlerin yerli üretimini mümkün kılarak aviyonik ve güdümlü projelerinde kritik bağımsızlık sağlayacak; mevcut sınırlı seri üretim kapasitesi yeni yatırımlarla artırılacağı bildirildi. Yapılan yatırımların, ASELSAN'ın hem teslimat temposunu hem de ürün çeşitliliğini artırarak uzun vadeli büyüme ve rekabet gücüne doğrudan katkı sunacağı kanaatindeyiz. Şirketin son açıkladığı finansallara göre 2025'in ilk yarısında Yatırım Harcamalarının (CAPEX) hasılatla oranı %24 seviyesinde gerçekleşti. Aselsan'ın 2025T'de CAPEX/Hasılat oranının %20 seviyesinde seyredeceğini, gelecek yıllarda ise kademeli şekilde azalarak %17-16 bandında normalleşeceğini hesaplıyoruz.

Grafik 8: CAPEX/Hasılat Oranları



*Enflasyon muhasebesi uygulanmıştır.

Kaynak: Aselsan, Kuveyt Türk Yatırım Araştırma

Oğulbey Teknoloji Üssü yatırımıyla geleceğin savunma mimarisi inşa ediliyor ... Geçtiğimiz haftalarda Sayın Cumhurbaşkanımız Recep Tayyip Erdoğan'ın teşrifleriyle gerçekleştirilen Ankara Oğulbey Teknoloji Üssü'nün açılışına Kuveyt Türk Yatırım Araştırma Birimi olarak katılım sağladık. ASELSAN, savunma teknolojilerinde küresel ölçekteki konumunu daha da güçlendirmek amacıyla, yatırım amaçlı tahsis edilen 6.500 dönüm büyüklüğündeki yeni alanı bünyesine katmış, böylece halihazırda 5.000 dönüm açık alanda sürdürdüğü faaliyet kapasitesini iki kattan fazla artırmıştır. Bu büyük ölçekli genişleme, sadece Türkiye'nin değil, Avrupa'daki NATO ülkelerinin de en büyük savunma teknolojileri kampüsü olma özelliğini taşıyor. Yaklaşık 1,5 milyar USD büyüklüğündeki yatırım, Cumhuriyet tarihimizde tek seferde yapılan en büyük savunma yatırımı niteliğini taşıırken, Türkiye'de son dönemde gerçekleştirilen en büyük sanayi yatırımlarından biri olarak da öne çıkıyor. ASELSAN Genel Müdürü Ahmet Akyol'un da dile getirdiği "bu yatırımı heyecanla başlatıyoruz" ifadesi, projenin yönetim kadrosu tarafından yalnızca bir fizibilite olarak değil, geleceğe yön veren bir vizyon yatırımı olarak görüldüğünü teyit ettiğini düşünüyoruz.

Oğulbey yerleşkesinde yürütülecek çalışmalar, başta Çelik Kubbe Hava Savunma Sistemi'nin seri üretimi olmak üzere, radar, elektronik harp, komuta-kontrol ve ileri haberleşme çözümlerini de kapsayan geniş bir ürün gamını içerecektir. Böylece, Türkiye'nin hava savunma mimarisine katmanlı, yapay zekâ destekli ve ileri teknolojilerle donatılmış çözümler kazandırılması hedefleniyor. ASELSAN, bu yatırım ile birlikte sadece üretim kapasitesini artırmakla kalmayacak, aynı zamanda tasarım, test ve sertifikasyon süreçlerini de ileri bir seviyeye taşıyarak küresel rekabet gücünü pekiştirecektir. Gelecek 50 yıla atılmış stratejik bir temel olarak görülen bu proje, ASELSAN'ın "Türkiye'nin milli teknoloji üssü" vizyonunu da somut bir şekilde ortaya koyuyor.

Yatırımın finansmanı ise güçlü ve dengeli bir model üzerine inşa edilmiş. ASELSAN'ın sağlam özkaynak yapısı ve yüksek kârlılığı bu sürecin en önemli güvencelerini oluştururken, cazip koşullarla sağlanan Yatırım Taahhütlü Avans Kredileri ve Sanayi ve Teknoloji Bakanlığı tarafından onaylanan Proje Bazlı Yatırım Teşvikleri de devreye alınacağı bildirildi. 2026 yılının ortalarından itibaren faaliyete geçmesi planlanan yeni tesislerin, Şirket'in gelirlerine ve yatırımın finansmanına doğrudan katkı sağlaması bekleniyor.

Oğulbey Teknoloji Üssü'nün önemi yalnızca Türkiye açısından değil, uluslararası ölçekte de dikkat çekici konumda. ASELSAN, hâlihazırda NATO'nun karadan konuşlu hava savunma (GBAD) ve Avrupa Birliği'nin benzer ESSI projelerinde yer alan beş yüklenici arasında bulunuyor. Bu durum, şirketin ileri teknoloji kabiliyetlerinin küresel ölçekte teyit edildiğini ortaya koymaktadır. Oğulbey yatırımı ile bu konunun gelecek periyotlarda daha da güç kazanması kanaatindeyiz. Avrupa'da yeniden silahlanma sürecinin hız kazanması ve küresel savunma bütçelerindeki artış, hava savunma sistemlerini önümüzdeki dönemde ülkelerin en kritik yatırım alanlarından biri haline getirmektedir. Bu çerçevede, Oğulbey yatırımının ASELSAN'ın bakiye sipariş portföyüne yüksek görünürlük sağlayacağı, yeni ihracat fırsatlarını beraberinde getireceği ve orta-uzun vadede hem satışlarını hem de kârlılığını destekleyeceğini değerlendiriyoruz.

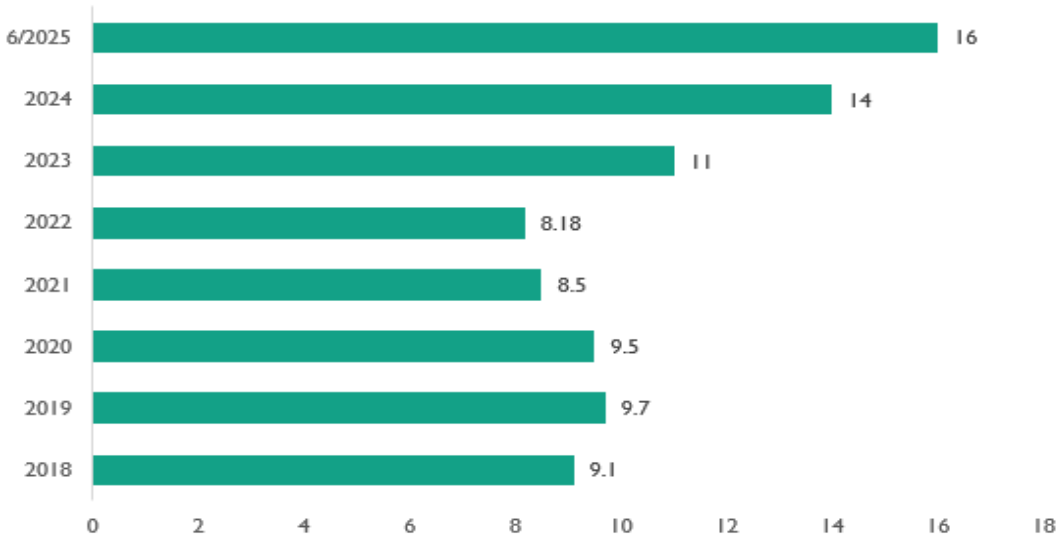
Görsel 2-3: Oğulbey Teknoloji Üssü



Riskler...

- ✓ **Jeopolitik Risk...** Jeopolitik tansiyonların azalması, küresel savunma harcamalarında yavaşlama riskini beraberinde getirerek ASELSAN için orta-uzun vadede talep görünümünde aşağı yönlü baskı oluşturabilir. Bölgesel çatışmaların ve güvenlik tehditlerinin sürmesi, son dönemde savunma bütçelerinin yüksek seviyelerde kalmasına ve ASELSAN'ın ihracat fırsatlarını artırmasına katkı sağlamıştı. Ancak barış ortamında, özellikle Avrupa ülkelerinin kaynaklarını yeniden ekonomik kalkınmaya kaydırması savunma siparişlerinin ertelenmesine veya küçülmesine yol açabilir. Böyle bir senaryoda ASELSAN, çatışma döneminde elde ettiği sahada test edilmiş teknoloji avantajını kısmen kaybedebilir ve Raytheon ile Thales gibi küresel rakiplerle daha sert bir fiyat rekabetine girmek zorunda kalabileceği kanaatindeyiz.
- ✓ **İcra/Tedarik Riski...** Kritik alt bileşenlerde (özellikle fotondetektörler) ambargo ve tedarik sürelerinin uzaması, proje teslimatlarını ve marjları olumsuz etkileyebilir.
- ✓ **Teknolojik Dönüşüm Riski...** Hızla gelişen UAV, yapay zekâ ve elektronik harp teknolojileri mevcut ürün portföyünün rekabet gücünü zayıflatabilir, ek Ar-Ge yatırımları gerektirebilir.
- ✓ **İnsan Kaynağı Riski...** Ortalama yaşın düşük ve mühendis oranının yüksek olması avantaj olmakla birlikte, küresel ücret farkı ve beyin göçü mühendis devir oranını artırabilir.
- ✓ **Dış Kısıtlar ve Yaptırımlar...** CAATSA yaptırımları ve olası yeni ambargo kararları kritik parçaların tedarikinde yeniden tasarım ve gecikmelere yol açabilir.
- ✓ **Vergisel Düzenleme Riski...** Ar-Ge teşvikleri sayesinde 2029'a kadar kurumlar vergisinden muafiyet bulunmakta; mevzuatta olası değişiklikler nakit akışına doğrudan etki edebilir.
- ✓ **Kur ve Sözleşme Para Birimi Riski...** Mevcut backlog'un %89'u döviz bazlı (USD/EUR). Olası TL ağırlıklı sözleşmelere geçiş, döviz pozisyonu ve marj yapısını bozabilir.

Grafik 9: Aselsan Backlog Seviyeleri (2018-2025)

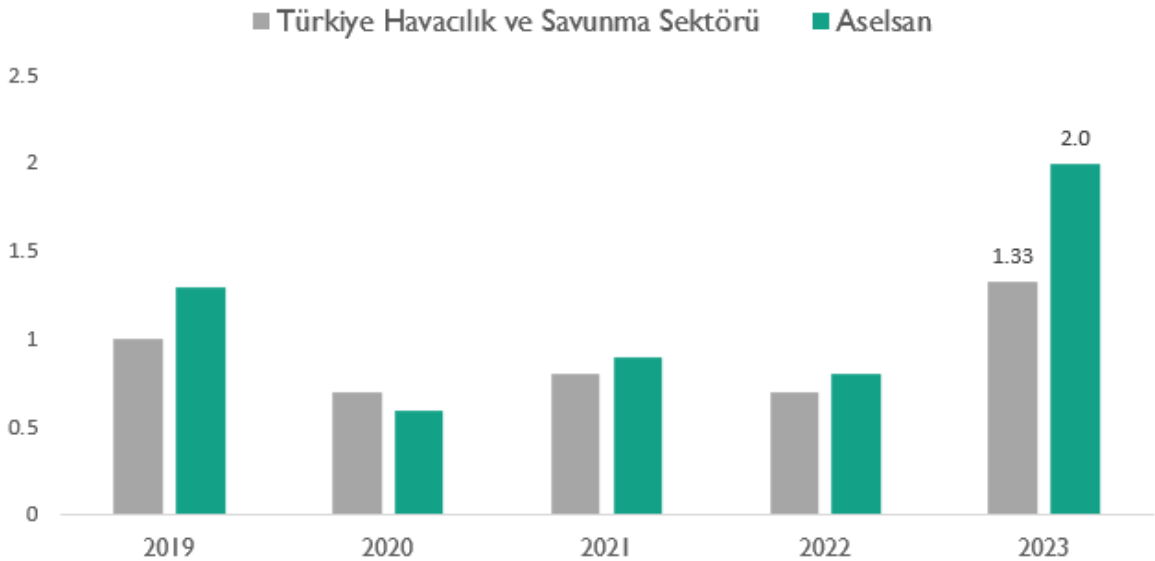


Kaynak: Aselsan, Kuveyt Türk Yatırım Araştırma

Tablo 3: Aselsan - 2025 Yılı İtibariyle İmzalamış Olduğu Sözleşmeler

Müşteri	Proje Başlığı	Sözleşme Tutarı	Teslimat Yılları
Savunma Sanayi Başkanlığı	Hava Savunma Sistemlerinin Tedariği	1,650 Milyon EUR	2027-2031
Uluslararası Müşteri	Radar ve Komuta Kontrol Sistemleri Tedariği	54 Milyon USD	
Uluslararası Müşteri	Hava Savunma Sistemlerinin Satışı	78,5 Milyon USD	
Savunma Sanayi Başkanlığı	Hava Savunma Sistemlerinin Tedariği	169,7 Milyon USD	2026 - 2029
Uluslararası Müşteri	Radar ve Gündümlü Mühimmat Sistemlerinin Satışı	75 Milyon USD	
Savunma Sanayi Başkanlığı	Yapay Zekâ Destekli Kent Güvenliği Sistemlerinin Tedariği	44 Milyon USD	2025 - 2026
Savunma Sanayi Başkanlığı	Yeni Nesil Ağ Tabanlı Askeri Haberleşme Sistemlerinin tedariği	71,9 Milyon USD	2025 - 2028
TÜRASAS	Hızlı Trenlerde Kullanılacak Alt Sistemlerin Tedariği	70,6 Milyon EUR	2025 - 2028
Uluslararası Müşteri	Güdümlü Kitleri Ve Haberleşme Sistemlerinin Satışı	82 Milyon USD	
BMC Savunma Sanayi	Kara Araçları Faydalı Yüklerin Tedariği	55,7 Milyon USD	2029 - 2030
Uluslararası Müşteri	Askeri Haberleşme Sistemlerinin Doğrudan Satışına	158,6 Milyon USD	
Uluslararası Müşteri	Radar, Silah, Hava Savunma Ve Veri Bağlı Sistemlerinin Satışı	52,7 Milyon USD	
Savunma Sanayi Başkanlığı	Kara Araçlarına Yönelik Faydalı Yüklerin Tedariği	36 Milyon EUR	2026 - 2029
Savunma Sanayi Başkanlığı	Yeni Nesil Radar Sistemlerinin Tedariği	107,5 Milyon USD	2026 - 2030
Savunma Sanayi Başkanlığı	Yeni Nesil Elektronik Harp Sistemlerinin Tedariği	54 Milyon USD	2028
Yurt İçi Müşteri	Kara Araçları Faydalı Yükleri Tedariği	296 Milyon EUR	2027 - 2028
BMC Otomotiv	Uzaktan Komutalı Silah Ve Haberleşme Sistemlerinin tedariği	96,9 Milyon EUR	2027 - 2028
TÜRASAS	Demiryolu Sinyalizasyon Sistemleri Tedariği	75,1 Milyon EUR	2025 - 2028
Uluslararası Müşteri	Askeri Haberleşme Sistemlerinin Satışı	21,3 Milyon USD	
Uluslararası Müşteri	Hava Elektro-Optik Faydalı Yüklerinin Satışı	78 Milyon USD	
STM Savunma	Deniz Platformlarına Yönelik Sistemlerin Tedariği	36,7 Milyon EUR	2025 - 2028
Savunma Sanayi Başkanlığı	Kamu Güvenliği Haberleşme Sistemlerinin Tedariği	139,3 Milyon USD	2025 - 2028
Uluslararası Müşteri	Elektronik Harp Ve Uzaktan Komutalı Silah Sistemlerinin Satışı	46,1 Milyon USD	
DEARSAN-DESAN-ÖZATA	Elektronik Harp ve Sualtı Sistemlerinin Tedariği	210,2 Milyon EUR	2025 - 2029

Kaynak: Aselsan, Kuveyt Türk Yatırım Araştırma

Grafik 10: Aselsan vs. Türkiye Havacılık ve Savunma Sektörü Sipariş-Teslim Oranları (2019-2023)


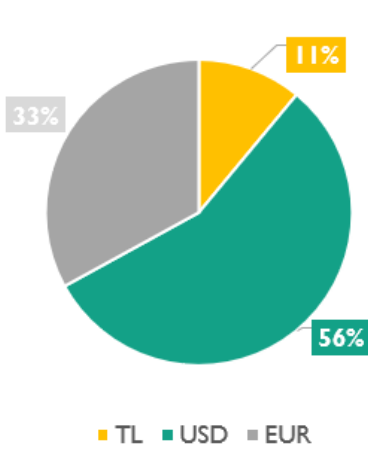
Kaynak: Aselsan, Kuveyt Türk Yatırım Araştırma

Grafik 15:Türkiye'deki Savunma Şirketlerinin TOP 100 List Sıralaması

Şirketler	2025 Sıralanışı	2024 Sıralanışı
Aselsan	43	42
TUSAŞ (TAI)	47	50
Roketsan	71	71
Askeri Fabrika ve Tersane İşletme (ASFAT)	78	94
Makine ve Kimya Endüstrisi (MKE)	80	84

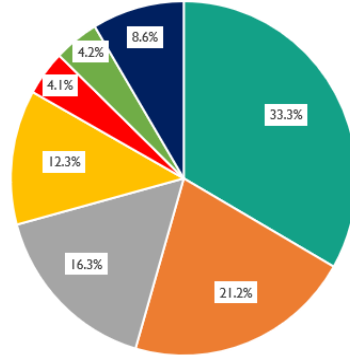
Kaynak: Defense News, Kuveyt Türk Yatırım Araştırma

Grafik 11:Bakiye Siparişlerin Para Birimi Olarak Dağılımı (1Y25)Grafik 12:Bakiye Siparişlerin Müşteri Dağılımı (1Y25)



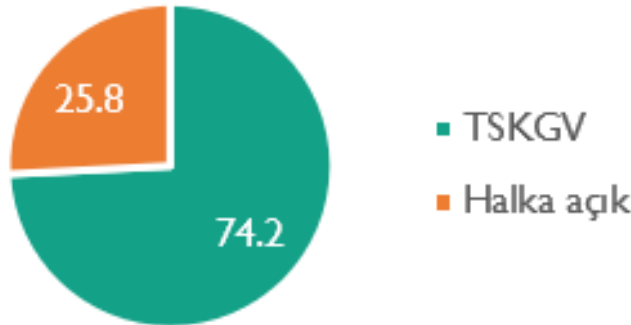
Kaynak: Aselsan Yatırımcı İlişkileri , Kuveyt Türk Yatırım Araştırma

■ Savunma Sanayii Başkanlığı ■ TUSAŞ ■ Yabancı ■ BMC ■ TAIS OG ve STM İş Ortaklıkları ■ MSB ■ Diğer



Kaynak: Aselsan Yatırımcı İlişkileri , Kuveyt Türk Yatırım Araştırma

Grafik 13: Aselsan'ın Halka Açıklık Oranı (%)



Kaynak: Aselsan Yatırımcı İlişkileri , Kuveyt Türk Yatırım Araştırma



Değerleme Özeti

ASELSAN'ın değerlemesinde TL bazlı indirgenmiş nakit akımları (İNA) ile benzer piyasa çarpanları analizini birlikte kullandık. Daha sağlıklı ve dengeli bir sonuca ulaşabilmek için bu iki yöntemi farklı senaryolarda ağırlıklandırarak hedef özsermaye değerini hesapladık. Çarpan analizi, nihai değerlemeye doğrudan katkı sağlamamakla birlikte, yalnızca karşılaştırmalı bir gösterge olarak değerlendiriyoruz.

- Hasılat projeksiyonunu sipariş birikimine (backlog) dayandırıyoruz. Mevcut backlog'u program ve sözleşme bazında teslimat takvimine yayıyor, sözleşmelerdeki fiyat ve kur eskalasyonu hükümleri ile opsiyon maddelerini dikkate alıyoruz. Bunun üzerine, yeni sipariş girişlerinin makul hızda arttığı temkinli bir book-to-bill patikası ekliyor ve yıllık birikmiş siparişlerin erimesi (backlog burn) varsayımıyla gelir serisi türetiyoruz.
- 2025–2033 projeksiyonumuzda şirketin cirosunun 182,6 milyar TL'den 872,5 milyar TL'ye yükselmesiyle %21,6 yıllık bileşik büyüme (CAGR) öngörüyoruz.
- FAVÖK marjının dönem boyunca %24–26 bandında yatay seyretmesini, 2025T'de FAVÖK'ün 46,5 milyar TL'den 2033T'de 215,5 milyar TL büyüyerek %21,1 CAGR üretmesini hesaplıyoruz.
- Şirketin vergi ödemesine bakıldığında, ASELSAN'ın Ar-Ge/teknopark teşvikleri ve devreden istisnaları nedeniyle 2029'a kadar efektif kurumlar vergisini %0 kabul ediyor, bu dönemde nakit vergi çıkışı beklemiyoruz. 2030'dan itibaren teşvik etkisinin kademeli olarak azalacağı ve yasal orana yakınsama olacağı bir geçiş patikası kullanıyoruz.

Özetle: Aselsan için için 12 ay ileriye dönük ortalama hedef piyasa değerimiz **1,228,936** milyon TL'dir. Bu, hisse başına **270 TL**'ye denk gelmekte olup yaklaşık **%38**'lik yükseliş potansiyeline işaret etmektedir.

Tablo 5: Değerleme Özet Tablosu

Değerleme Özeti (milyon TL)		
Method	Parametre	Değerleme Sonucu
İndirgenmiş Nakit Akımları	Özsermaye Değeri	1,228,936
Hedef Piyasa Değeri		1,228,936
Ödenmiş Sermaye		4,560
Hisse Başı Hedef Fiyatı (TL)		270
Son Kapanış (16.09.2025)		195.20
Yükseliş Potansiyeli (%)		38%

Kaynak: Aselsan, Kuveyt Türk Yatırım Araştırma



İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi

Tablo 6: İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi

2025–2033 dönemini kapsayan TL bazlı indirgenmiş nakit akımları analizimizde, risksiz faiz oranını Türkiye 10 yıllık devlet tahvilleri ve TCMB'nin dezenflasyon patikasını dikkate alarak 2025'te %30,2 seviyesinden başlayıp kademeli olarak gerileyerek 2033'te %7,0 seviyesine inecek şekilde aldık. Hisse senedi risk primini %5,5 ve betayı 0,81 (kaldıraçsız 0,65) varsayarak, özsermaye maliyetini 2025'te %35,7 seviyesinden 2033 dönem sonunda %22 seviyesine gerileyen bir patikada hesapladık.

İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) (mnTL)

	2024	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	2032T	2033T
Hasılat	120,206	182,610	237,393	288,256	360,610	438,716	533,007	649,693	786,063	872,539
Büyüme (%)		51.9%	30.0%	21.4%	25.1%	21.7%	21.5%	21.9%	21.0%	11.0%
FVÖK	26,935	40,174	54,070	61,602	78,232	95,640	116,196	141,633	171,362	190,213
FVÖK Marj (%)	22.4%	22.0%	22.8%	21.4%	21.7%	21.8%	21.8%	21.8%	21.8%	21.8%
Düzeltilmiş Vergi Sonrası Net Faaliyet Karı	26,935	40,174	54,070	61,602	78,232	95,640	116,196	141,633	171,362	190,213
Amortisman Ve İtfâ Payları	3,300	6,208	7,900	8,648	10,458	12,723	15,457	18,841	22,796	25,304
Amortisman Ve İtfâ Payları /Satış	2.7%	3.4%	3.3%	3.0%	2.9%	2.9%	2.9%	2.9%	2.9%	2.9%
FAVÖK	30,235	46,382	61,970	73,217	88,690	108,363	131,653	160,474	194,158	215,517
FAVÖK Marj (%)	25.2%	25.4%	26.1%	25.4%	24.6%	24.7%	24.7%	24.7%	24.7%	24.7%
Yatırım Harcamaları	24,907	36,810	48,800	55,500	68,850	76,775	91,677	109,148	125,770	137,861
Yatırım Harcamaları/Satış	20.7%	20.2%	20.6%	19.3%	19.1%	17.5%	17.2%	16.8%	16.0%	15.8%
Net İşletme Sermayesi (-)		9,350	11,250	13,358	14,158	16,680	17,210	18,802	20,640	23,620
Net İşletme Sermayesinde Değişim			1,900	2,108	800	2,522	530	1,592	1,838	2,980
Serbest Nakit Akışı (FCF)	5,328	18,922	24,420	28,108	33,998	48,268	57,186	70,128	89,027	101,276
SNA/Satış	4.4%	10.4%	10.3%	9.8%	9.4%	11.0%	10.7%	10.8%	11.3%	11.6%
AOSM	12.4%	29.2%	27.6%	25.6%	24.4%	22.8%	21.6%	20.2%	19.4%	18.7%
İndirgeme Faktörü		1.00	0.86	0.64	0.49	0.37	0.29	0.23	0.19	0.15
Bugüne İndirgenmiş Nakit Akımı		18,922	21,053	18,035	16,497	18,087	16,806	16,451	16,838	15,578
Firma Değeri (2025-2034)	158,267									
Terminal Büyüme Oranı		9%								
Terminal Değer	1,101,869									
Toplam Firma Değeri	1,260,136									
Net Borç (-) 2025T	31,200									
Özermaye Değeri	1,228,936									

Kaynak: Aselsan, Kuveyt Türk Yatırım Araştırma



İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) Analizi

Borçlanma maliyetine baktığımızda ise dezenflasyonla uyumlu biçimde %16,0 seviyesinden %5,5 seviyesine kadar kademeli düşüş gösterecek şekilde projekte ederken, vergi kalkanı etkisini 0 kabul ettik. Sermaye yapısı varsayımlarında ise, 2025'te şirketin büyük ölçüde özkaynakla finanse edildiği, 2026'da borçlanmanın geçici olarak arttığı, ancak dönem sonunda yeniden özkaynak ağırlıklı bir yapıya dönüleceğini öngörüyoruz. Bu parametreler altında, Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM) 2025'te %29,2 seviyesinden başlayarak kademeli olarak geriliyor ve 2033'te %18,7 seviyesine ulaşıyor. 2025-2033 projeksiyon döneminde ortalama AOSM'yi ise yaklaşık %23,3 olarak hesaplıyoruz. Ayrıca, %9 uç değer büyüme oranı uyguluyoruz.

Tablo 7:Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti Hesaplanması

AOSM Hesaplama

	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	2032T	2033T
Enflasyon (yıl sonu)	30.2%	20.0%	18.1%	15.8%	15.0%	13.0%	11.0%	9.0%	7.0%
Risksiz faiz oranı	28.0%	26.5%	24.5%	23.5%	22.0%	21.0%	19.5%	18.5%	17.5%
Hisse senedi risk primi	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%
Beta (kaldıraçlı)	0.81	0.81	0.81	0.81	0.81	0.81	0.81	0.81	0.81
Beta (kaldıraçsız)	0.65	0.65	0.65	0.65	0.65	0.65	0.65	0.65	0.65
Sermaye maliyeti	32.5%	31.0%	29.0%	28.0%	26.5%	25.5%	24.0%	23.0%	22.0%
Borç maliyeti	16.0%	14.0%	12.0%	10.0%	8.0%	6.0%	5.0%	5.0%	5.5%
Sermaye ağırlığı	78%	80%	84%	86%	88%	90%	93%	94%	95%
Borç maliyeti	22.0%	20.0%	16.0%	14.0%	12.0%	10.0%	7.0%	6.0%	5.5%
Kurumlar vergisi oranı	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
AOSM	29.2%	27.6%	25.6%	24.4%	22.8%	21.6%	20.2%	19.4%	18.7%

Kaynak: Aselsan, Kuveyt Türk Yatırım Araştırma



Benzer Şirket Karşılaştırması

2025-2026T tahminlerimize göre Aselsan sırasıyla, 2025T 19,7x, 2026T 14,7x FD/FAVÖK ve 2025T 33,9x, 2026T 25,7x F/K çarpanlarıyla işlem görmekte olup, bu rakamlar şirketi uluslararası savunma sanayi benzerlerine kıyasla 2025 yılında %24,9, 2026 yılında ise %24,6 iskonto ile konumlandırmaktadır. 2025-2026T konsensüsüne göre bu şirketler ortalama olarak 2025T 27,4x, 2026T 21,7x FD/FAVÖK ve 2025T 45,1x, 2026T ise 34,1x F/K seviyelerinde işlem görmektedir.

Aselsan'ın risk/getiri profilindeki iyileşme, özellikle güçlü sipariş birikimi ve sektör ortalamasının üzerinde FAVÖK marjı, hisse için yeniden değerlendirme (rerating) potansiyelini destekliyor.

Tablo 8: Benzer Şirket Karşılaştırması

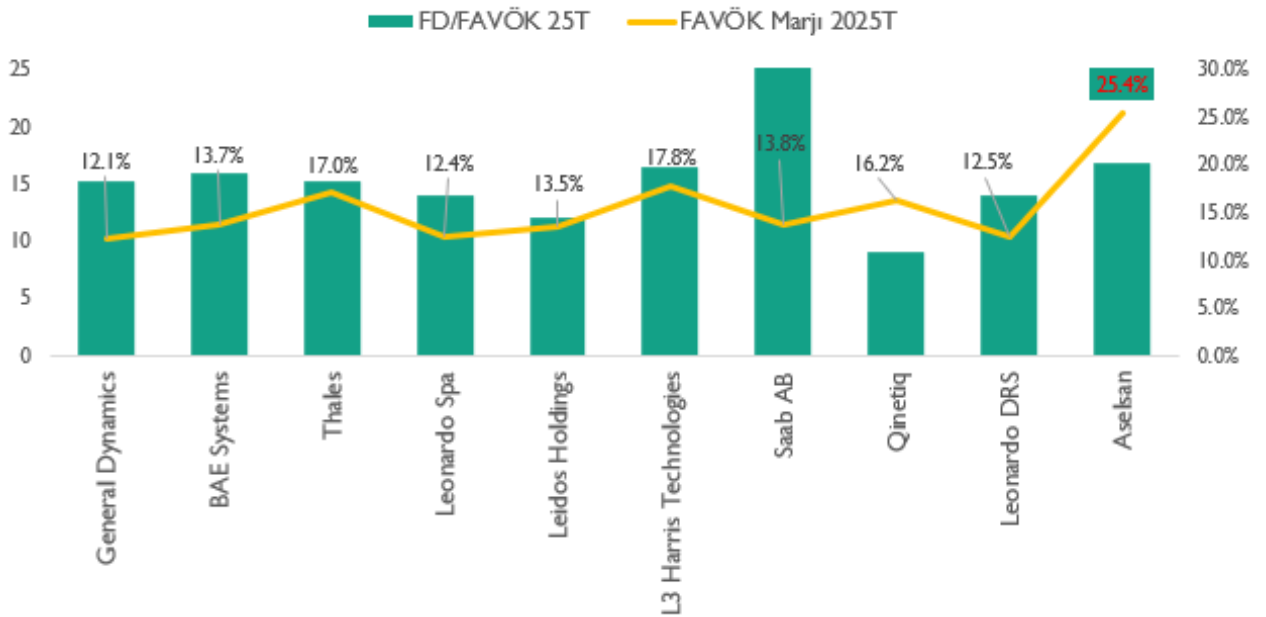
Şirket İsmi	Piyasa Değeri (USD milyar)	FD/FAVÖK		F/K	
		25T	26T	25T	26T
DroneShield LTD	1.89	58.4	37.0	85.8	56.2
Rheinmetall	104.38	36.7	25.9	66.7	44.8
Mercury Systems	4.33	32.4	24.8	74.6	49.6
Bharat Electronics	33.03	36.9	31.2	49.6	41.2
KRATOS DEFENSE &Security	11.60	93.8	68.8	131.1	90.3
Elbit Systems	23.40	25.6	21.0	43.2	36.1
Thales	63.03	15.3	14.3	27.7	23.8
Leonardo DRS	35.24	14.0	12.5	27.8	23.6
BAE Systems	81.60	16.0	14.8	26.5	23.8
Leidos Holdings	23.59	12.0	11.9	16.1	15.5
Saab AB-B	30.79	27.3	22.8	48.7	39.8
L3Harris Technologies	50.87	16.5	15.1	26.5	22.1
Hanwha Systems	36.63	15.4	12.8	32.3	21.4
General Dynamics	87.73	15.3	14.2	21.4	19.4
Leonardo Spa	25.24	14.0	12.5	27.8	23.6
Qinetiq	3.74	9.1	8.7	16.6	14.7
Ortalama		27.4	21.7	45.1	34.1
Aselsan Elektronik Sanayi	20.00	19.7	14.7	33.9	25.7
Prim/İskonto		-28.3%	-32.4%	-24.9%	-24.6%

Kaynak: Equity RT, Bloomberg, Kuveyt Türk Yatırım Araştırma



Grafik 14: Aselsan vs. Seçilmiş Savunma Şirketleri EV/İY25 Bakiye Sipariş (Backlog)


Kaynak: Bloomberg Terminal, Kuveyt Türk Yatırım Araştırma

Grafik 15: Aselsan ve Emsal Şirketlerin 2025T FD/FAVÖK ve FAVÖK Marjı Kıyaslaması


Kaynak: Bloomberg Terminal, Kuveyt Türk Yatırım Araştırma

Dr. Kutay Gözgör

Araştırma Direktörü

Muhammet Çakmak

Kıdemli Uzman

Havacılık, Sağlık, Perakende, Savunma

Ubeyde Safvan Erbaş

Kıdemli Uzman

Çimento, Demir – Çelik, Tekstil

Eren Bozdoğan

Uzman

Otomotiv, Giyim Perakende, Beyaz Eşya, Savunma

Ali Osman Okut

Uzman Yardımcısı

İletişim ve Haberleşme için:

arastirma@kuveytturkyatirim.com.tr

Yasal Uyarı

Bu raporda yer alan bilgiler Kuveyt Türk Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("Kuveyt Türk Yatırım") tarafından genel bilgilendirme amacıyla hazırlanmıştır. Burada yer alan bilgi, yorum ve tavsiyeler yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde, kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler ise genel niteliktedir, herhangi bir yatırım aracının alım ya da satımı için öneri niteliğinde yorumlanmamalıdır. Bu tavsiyeler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak mali durumunuz, risk ve getiri beklentileriniz ile uyumlu olmayan yatırım kararları vermeniz beklentilerinize uygun olmayan sonuçlar doğurabilir. Burada yapılan analizlere dayanarak yapılan yatırımlar zararlı da sonuçlanabilir. Bu rapora dayanarak yapılan herhangi bir yatırımın sonucu Müşteri'ye aittir. Bu sonuçlardan dolayı Kuveyt Türk Yatırım ve çalışanları hiçbir sorumluluk üstlenmemektedir. Bu raporda yer alan bilgiler, güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan derlenmiş olmakla birlikte kesinlikleri ve doğrulukları garanti edilmemektedir. Bu nedenle, bu bilgilerin tam veya doğru olmamasından, kullanılan kaynaklardaki hata ve eksik bilgilerden dolayı doğabilecek zararlar konusunda Kuveyt Türk Yatırım ve çalışanları herhangi bir sorumluluk kabul etmez. Raporda yer alan bilgiler Kuveyt Türk Yatırım'ın yazılı izni olmadan çoğaltılamaz, yayınlanamaz veya üçüncü kişiler ile paylaşılamaz.

