

Savunma

Analist: Ayşegül Bayram
ABayram@halkyatirim.com.tr

Savunma Sektörü

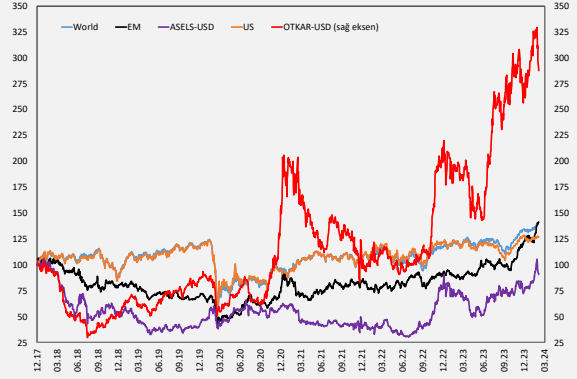
'İhracat odaklı ve proje bazlı ayrışmalar'

- Bilginin teknoloji ve mühendislik altyapısı ile üretime dönüştüğü bir alan olan savunma sanayi, Türkiye için jeopolitik konumundan kaynaklı olarak kritik öneme sahip sektörler arasında ilk sıralarda yer alıyor. Bu yıla ilişkin olarak, OVP (2024-2026) kapsamında, savunma ve güvenlikle ilgili işlerde sorumluluk üstlenen kurumlara tahsis edilen ödenek %84 artırılarak 717 mlr TL olarak öngörüldü. 2023 yılında Türkiye'nin savunma sanayi harcamalarının GSYH'nin %1,3'ü kadar gerçekleştiği öngörüsüyle, NATO hedefi olan %2'nin altındaki seyrini sürdürdüğünü hesaplıyoruz. Teknolojide yaşanan ivmelenme ve savunma sanayi cephesinde devam eden yatırımlarla savunma sanayi harcamalarının GSYH'e oranının bu yıl %1,7'ye yükseleceğini, 2025 yılı ve sonrasında da NATO hedefine yakınsayacağını tahmin ediyoruz. Ortadoğu'da en yüksek savunma sanayi harcaması yapan ilk beş ülkeden biri olan Türkiye, milli ve yerli üretim odağıyla tedarik konusunda dışa bağımlı olmamasıyla da öne çıkmaktadır.
- Savunma Sanayi Başkanlığı 2024 Yılı Performans Programı raporuna göre, geçen yıl savunma sanayi ihracatı %36 yükselişle \$6 milyara yükseldi. SSB öngörülerinin, 2024-2026 döneminde sektörel ihracatın ortalama %10 artış kaydederek 2026 yılında \$8 milyar seviyesine ulaşacağı yönünde şekillendiğini takip ediyoruz. Bu çerçevede, sektör cirosu içerisinde ihracatlarının payının %40 seviyesindeki seyrini sürdürmesi bekleniyor.
- Mikro bazda yaptığımız çalışmalarımız ışığında, ihracat odaklı stratejisini bu yıl hem savunma hem de ticari araç segmentlerine yoğunlaşarak sürdüren Otokar'ın ihracatlarının ciro içerisindeki payının 8 puan artışla %81 seviyesine yükseleceğini öngörüyoruz. Özellikle, şirketin iştiraklerinin bulunduğu bölgelerde olası yeni siparişlerin gündeme gelmesi bu öngörümüzün güçlenmesinde kritik olacaktır. Buna ilaveten, Türkiye'nin Körfez ülkeleri ile yaptığı anlaşmalar ve savunma sanayi cephesinde atılan adımlar da önümüzdeki çeyreklerde yeni siparişlerde tetikleyici güç olacaktır. Öngörülerimiz, 2024 yılında savunma sanayi segmenti gelirlerinin toplam ihracat gelirleri içerisindeki payının %29 seviyesine ılımlı yükseleceğine işaret ediyor (2023: %27,5). Tahmin aralığımızın geri kalan sürecinde ise bu oranın %31-35 bandında gerçekleşeceğini öngörüyoruz. Aselsan cephesinde de, Körfez ülkeleriyle öne çıkan olumlu ilişkilerin ve Rusya-Ukrayna gelişmelerinin şirketin ihracat performansı üzerinde yukarı yönlü risk teşkil edebileceğini düşünüyoruz. Ayrıca, Orta Afrika ve Doğu Avrupa'da gündemde olan projeler de şirketin ihracatlarının artmasını sağlayabilecek gelişmeler olarak öne çıkıyor. Bu çerçevede, 2024 yılı bakiye siparişler ve cirosu içerisindeki ihracat payını sırasıyla %12 ve %14 olarak öngörüyoruz.
- Değerleme.** Araştırma kapsamımızda bulunan savunma sanayi şirketleri için hedef fiyatlarımızı revize ediyoruz. Güçlü ihracat performansı ve operasyonel karlılığı ile öne çıkan Otokar için 521,20 TL olan hedef fiyatımızı 772,40 TL'ye yükseltiyoruz. Otokar beklentilerimizin TMS 29 etkisini içerdiğini belirtmek isteriz. Aselsan için de 62 TL olan hedef fiyatımızı 88,53 TL olarak güncelliyoruz. Her iki hisse için de tavsiyemiz 'AL' yönünde bulunuyor.

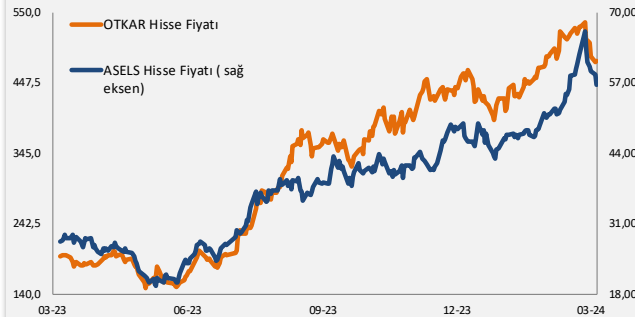
	Tavsiye		Hedef Fiyat (TL)		Getiri Potansiyeli (%)
	Eski	Yeni	Eski	Yeni	
Otokar	AL	AL	521,20	772,40	61%
Aselsan	AL	AL	62	88,53	56%

	FİK		FD/FAVÖK		FD/Satışlar	
	2024T	2025T	2024T	2025T	2024T	2025T
Otokar	15,17	12,03	21,24	15,74	1,55	1,18
Aselsan	10,30	9,24	11,70	8,02	2,84	1,95

* Sermaye Piyasası Kurulu 28.12.2023 tarihinde, halka açık şirketlerin 31.12.2023 veya sonrasında sone eren yıllık finansal tablolarını TMS 29 enflasyon muhasebesi hükümlerine göre hazırlayacaklarını duyurdu. Dolayısıyla, Savunma Sanayi Sektörü Raporu'muzda **Aselsan** için henüz yılsonu sonuçlarının açıklanmamış olması sebebiyle enflasyon muhasebesine göre düzeltilmemiş finansallar, **Otokar** için ise enflasyon muhasebesine göre düzeltilmiş finansallar verilmiştir.



Fiyat Performansı



AL

Hisse Fiyatı: 480,00 TL

Hedef Fiyat: 772,40 TL

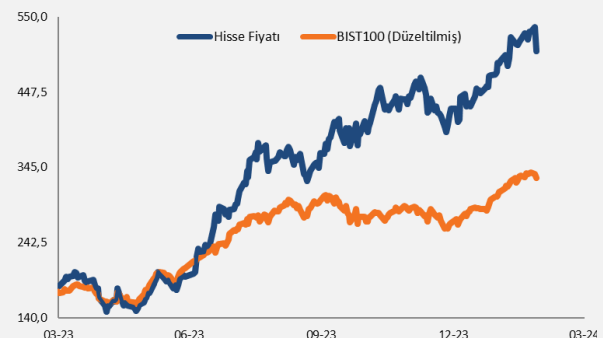
Getiri Potansiyeli: %61

Özet Veriler

Hisse Kodu	OTKAR
Cari Fiyat (TL)	480.00
52H En Yüksek (TL)	553.50
52H En Düşük (TL)	141.46
Piyasa Değeri (mn TL)	57,600
Piyasa Değeri (mn USD)	1,825
Halka Açıklık Oranı (%)	30.51
Konsensus HF (TL)	732.31
Konsensus Tavsiye	%50 A / %50 T / %0 S
3A Hacim (mn USD)	5.5
HLY HBK (2024T)	31.63
Konsensus HBK (2024T)	43.24

Tahminler ve Rasyolar	2022G	2023G	2024T
Net Satışlar (mn TL)	17.819	27.239	42.823
Yıllık Büyüme	295%	53%	57%
FAVÖK (mn TL)	757	1.654	3.126
Yıllık Büyüme	-17%	119%	89%
Net Kar (mn TL)	2.018	1.968	3.796
Yıllık Büyüme	94%	-2%	93%
FAVÖK Marjı	4,2%	6,1%	7,3%
Net Kar Marjı	11,3%	7,2%	8,9%
FD/Satışlar	1,7x	2,2x	1,6x
FD/FAVÖK	40,6x	36,5x	21,2x
F/K	12,3x	25,9x	15,2x
PD/DD	11,8x	6,1x	5,9x
Hisse Başı Kar (TL)	84,1	16,4	31,6
Hisse Başı Defter Değeri (TL)	87,6	69,2	80,9

Fiyat Performansı



✓ **Savunma sanayi ve ticari araç segmentleri cephesinde alınan siparişlerle ihracat gelirlerinin güçlü seyrini sürdüreceğini düşünüyoruz.** İhracat odaklı stratejisini bu yıl hem savunma hem de ticari araç segmentlerine yoğunlaşarak sürdüren Otokar'ın ihracatlarının ciro içerisindeki payının 8 puan artışla %81 seviyesine yükseleceğini öngörüyoruz. Özellikle, şirketin ihracatlarının bulunduğu bölgelerde olası yeni siparişlerin gündeme gelmesi bu öngörümüzün güçlenmesinde kritik olacaktır. Buna ilaveten, Türkiye'nin Körfez ülkeleri ile yaptığı anlaşmalar ve savunma sanayi cephesinde atılan adımların da önümüzdeki çeyreklerde yeni siparişlerde tetikleyici güç olacağını düşünüyoruz. Şirket bu segmentte en son yurt dışından yaklaşık \$136 mn tutarında 4x4 zırhlı araç siparişi aldı. Yedek parça, bakım ekipmanları ve eğitim hizmetlerini de içeren sözleşme kapsamında, araçların teslimatlarının bu yıl içerisinde tamamlanması planlanıyor. Şirketin \$103 mn ve €155 mn tutarındaki bakiye siparişleri ışığında oluşturduğumuz öngörülerimiz, 2024 yılında savunma sanayi segmenti gelirlerinin toplam ihracat gelirleri içerisindeki payının %29 seviyesine ılımlı yükseleceğine işaret ediyor (2023: %27,5). Tahmin aralığımızın geri kalan sürecinde ise bu oranın %31-35 bandında gerçekleşeceğini öngörüyoruz. Ticari araçlar cephesinde devam eden IVECO teslimatlarının bu yıl hız kazanacağı beklentisine ek olarak, İtalya'da bağlı ortaklık kurulması şirketin ihracat performansını destekleyecek bir katalist olarak öne çıkıyor. Bununla beraber bu yılın Türkiye dışında Güney Amerika ve Doğu Avrupa gibi bölgelerde de belediye seçimlerinin yapılacağı bir dönem olması nedeniyle, küresel çapta güçlü seyredeceği öngörülen ticari araç talebinin Otokar'ın ihracat gelirlerini olumlu etkileyeceğini düşünüyoruz. Bu yıl %50 artışla 25,63 mlr TL'ye yükseleceğini öngördüğümüz ticari araç gelirlerinin %79'unun otobüs segmenti gelirlerinden oluşacağını öngörüyoruz. Otobüs segmenti özelinde de ciroda ihracatların payının bu yıl 25 puan artışla %95'e yükseleceğini ve tahmin aralığımız boyunca da %90 seviyesi üzerindeki seyrini sürdüreceğini öngörüyoruz. Savunma sanayi ve ticari araç segmentlerine ilişkin beklentilerimiz doğrultusunda bu yıl cironun %57 artışla 42,82 mlr TL'ye yükseleceğini öngörüyoruz.

✓ **Kârlılığı yüksek ürünlerin satış karmasına dahil olmasıyla operasyonel kârlılığın güçlü seyrini sürdüreceğini öngörüyoruz.** Ciroda ihracat ağırlıklı görünümün devam edeceği öngörüsünün beraberinde, operasyonel giderler marjının korunaklı seyrini sürdüreceğini düşünüyoruz. Bu çerçevede FAVÖK'ün 2024'te %89 artışla 3,13 mlr TL'ye yükseleceğini tahmin ediyoruz. Böylece FAVÖK marjının da yükseliş eğilimini sürdürerek 1,2 puan artışla %7,3'e yükseleceğini tahmin ediyoruz. Otokar'ın güçlü operasyonel karlılık görünümünü sürdüreceği beklentisiyle FAVÖK marjının 2027 yılında %8'e ulaşacağını öngörüyoruz.

✓ **Değerleme.** Modelimizde yaptığımız revizyonlar ışığında Otokar için 521,20 TL olan 12 aylık hedef fiyatımızı 772,40 TL'ye yükseltiyor; 'AL' tavsiyemizi sürdürüyoruz.

✓ **Riskler.** Emtia fiyatlarında görülebilecek sert yükselişler ve güçlü TL şirketin operasyonel karlılığı üzerinde aşağı yönlü risk unsurları olarak öne çıkıyor. Ayrıca, ihracat siparişlerinin iptal edilmesi ve borçlanma maliyetlerinde görülebilecek artışlar da karlılık görünümünü olumsuz etkileyebilir.

Finansallar ve Tahminler – Özet

Otokar (milyon TL)	2022G	2023G	2024T
Nakit ve nakit benzerleri	1.731	6.836	7.805
Stoklar	3.870	7.430	8.411
Ticari alacaklar	4.160	8.565	9.734
Peşin ödenen giderler	123	169	193
Diğer	727	1.093	1.245
Toplam dönen varlıklar	10.612	24.092	27.389
Maddi duran varlıklar	723	2.997	3.297
Finansal duran varlıklar	0	0	0
Peşin ödenen giderler	72	27	30
Diğer	2.745	5.369	6.104
Toplam duran varlıklar	3.540	8.392	9.431
Toplam varlıklar	14.152	32.485	36.820
Kısa vadeli borç	6.247	13.824	13.991
Ticari borçlar	2.217	4.099	6.018
Karşılıklar	933	2.063	2.330
Ertelenmiş gelirler	537	772	882
Diğer	63	150	168
Toplam kısa vadeli yükümlülükler	9.998	20.908	23.389
Karşılıklar	314	335	379
Uzun vadeli borçlar	1.301	2.308	2.616
Ertelenmiş gelirler	424	610	702
Diğer uzun vadeli yükümlülükler	12	20	23
Toplam uzun vadeli yükümlülükler	2.051	3.273	3.719
Azınlık payı	0	0	0
Ödenmiş sermaye	24	120	120
Rezervler+diğer kalemler	-120	1.026	1.026
Kar yedekleri	2.199	7.158	8.566
Karşılıklar	0	0	0
Özsermaye	2.103	8.303	9.711
Özsermaye (Ana ortaklık payına ait)	2.103	8.303	9.711
Toplam yükümlülükler ve özsermaye	14.152	32.485	36.820

Gelir Tablosu (milyon TL)	2022G	2023G	2024T
Net satışlar	17.819	27.239	42.823
SMM	13.773	20.932	32.631
Brüt kar	4.046	6.307	10.192
Operasyonel giderler	3.979	5.565	7.494
FAVÖK	757	1.654	3.126
Diğer gelir/giderler	1.215	1.750	1.135
gelirler/giderler	345	0	64
Finansal gelir/giderler	-1.445	-3.629	-1.279
Vergi öncesi kar	2.172	1.458	2.618
Vergi	154	-510	-1.178
Net kar	2.018	1.968	3.796
Azınlık payı	0	0	0
Ana ortaklık payları	2.018	1.968	3.796



Finansallar ve Tahminler – Özet

Marjlar	2022G	2023G	2024T
SMM+Operasyonel Giderler	77%	77%	76%
FAVÖK	4%	6%	7%
Net	11%	7%	9%
Karlılık Oranları	2022G	2023G	2024T
Aktif devir hızı	126%	84%	116%
Aktif karlılığı	14%	6%	10%
Özkaynak karlılığı	96%	24%	39%
Borçluluk Oranları	2022G	2023G	2024T
Borçların aktiflere oranı	78%	66%	63%
Borçların özsermayeye oranı	5,73	2,91	2,79
Net borç / Özsermaye	277%	112%	91%
Net borç / FAVÖK	7,69	5,62	2,82
Temettü ödeme oranı	0%	37%	65%
Değerleme Ölçütleri	2022G	2023G	2024T
Firma değeri	30.728	60.357	66.402
Piyasa değeri	24.912	51.060	57.600
Hisse başı kar	84,09	16,40	31,63
Hisse başı defter değeri	87,62	69,19	80,93
Hisse başına düşen nakit	-149,59	-47,72	4,73
Temettü getirisi	0,0%	1,2%	4,3%
Kazanç getirisi	8%	4%	7%
Serbest nakit akımı getirisi	-14%	-11%	1%
Firma değeri / Satışlar	1,72	2,22	1,55
Firma değeri / FAVÖK	40,61	36,50	21,24
F/K	12,34	25,95	15,17
PD/DD	11,85	6,15	5,93



Aselsan

AL

Bakiye siparişlerdeki ivmelenme kârlılığı güçlendirecek

Hisse Fiyatı: 56,60 TL

Hedef Fiyat: 88,53 TL

Getiri Potansiyeli: %56

✓ **Savunma sanayi harcamalarının payının artacağını düşünüyoruz.** 2023 yılında Türkiye'nin savunma sanayi harcamalarının GSYH'nin %1,28'i kadar gerçekleştiği öngörüsüyle, NATO hedefi olan %2'nin altındaki seyirini sürdürdüğünü hesaplıyoruz. Teknolojide yaşanan ivmelenme ve savunma sanayi cephesinde devam eden yatırımlarla savunma sanayi harcamalarının GSYH'e oranının bu yıl %1,7 ile NATO hedefine yakınsayacağını; 2025 yılı ve sonrasında da, makroekonomik konjunktörde öngörülen ivmelenme ve sektörel gelişmeler ışığında, %2'yi aşacağını tahmin ediyoruz.

✓ **Bakiye siparişlerdeki güçlü görünüm.** 4Ç23'ü \$764 mn yeni sipariş olarak \$10,7 mlr tutarında bakiye siparişle tamamladığını öngördüğümüz Aselsan'ın, açıklanan veriler doğrultusunda, yılbaşından bugüne kadar \$352 mn yeni sipariş aldığını biliyoruz. Söz konusu tutarın 1Ç24 yeni sipariş öngörümüzün %65'inin realize olduğuna işaret etmesine ek olarak, savunma sanayi cephesinde öne çıkan gelişmelerin yeni sipariş ve bakiye sipariş görünümü üzerindeki destekleyici görünümü belirginleştirdiğini düşünüyoruz. 2028 yılında seri üretiminin başlanması beklenen Kaan (Milli Muharip Uçak Projesi) ve Radar ve Elektronik Harp alanında gelebilecek siparişler dışında, hava savunma sistemleri cephesinde Türkiye'nin Gökyüzü Savunma Kalkanı Girişimi'ne katılımının onaylanması kritik bir gelişme olarak öne çıkıyor. Bununla beraber, 3 Ocak'ta gerçekleşen SSİK toplantısında MİLGEM Programı kapsamında 9., 10., 11. ve 12. gemilerinin inşa faaliyetlerine başlanması kararı alınması bir diğer pozitif katalist olarak gösterilebilir. Bu bağlamda, 1Ç24 yeni sipariş öngörümüzü \$543 mn'dan \$660 mn'a yükseltirken, 2024 yılsonu bakiye sipariş beklentimizi de \$11,72 mlr'dan \$12,59 mlr olarak güncelliyoruz. Ciro cephesinde de, 91,67 mlr TL olan 2024 beklentimizi 96,13 mlr TL'ye revize ediyoruz. Kârlılık tarafında, FAVÖK ve net kârın yükseliş eğilimini sürdüreceği yönündeki beklentimiz ışığında, 2024 yılı FAVÖK öngörümüzü 22,24 mlr TL'den 23,33 mlr TL'ye; 23,39 mlr TL olan net kâr tahminimizi de 25,08 mlr TL'ye yükseltiyoruz.

✓ **İhracat.** Körfez ülkeleriyle öne çıkan olumlu ilişkilerin ve Rusya-Ukrayna gelişmelerinin şirketin ihracat performansı üzerinde yukarı yönlü risk teşkil edebileceğini belirtmek isteriz. Ayrıca, Şili'de alınan \$123,5 mn tutarındaki tank modernizasyonu projesine ek olarak, Orta Afrika ve Doğu Avrupa'da gündemde olan projeler de şirketin ihracatlarının artmasını sağlayabilecek gelişmeler olarak öne çıkıyor. Bu çerçevede, 2024 yılı bakiye siparişler ve cirosu içerisindeki ihracat payını sırasıyla %12 ve %14 olarak öngörüyoruz (2023: %12 ve %11).

✓ **Değerleme.** Modelimizde yaptığımız revizyonlar ışığında Aselsan için 62 TL olan 12 aylık hedef fiyatımızı 88,53 TL'ye yükseltiyor; 'AL' tavsiyemizi sürdürüyoruz.

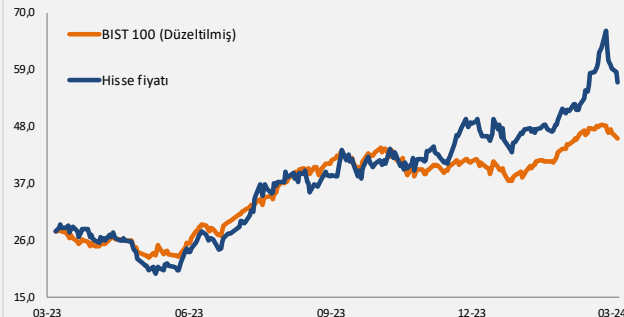
✓ **Riskler.** Türkiye'nin makroekonomik görünümünde bozulma, şirketin operasyonel performansını olumsuz etkileyebilir. Ayrıca, güçlü TL, satış gelirlerini ve kur farkı gelirlerini baskılayabilir.

Özet Veriler

Hisse Kodu	ASELS
Cari Fiyat (TL)	56.60
52H En Yüksek (TL)	67.30
52H En Düşük (TL)	19.35
Piyasa Değeri (mn TL)	266,988
Piyasa Değeri (mn USD)	8,459
Halka Açıklık Oranı (%)	25.80
Konsensus HF (TL)	54.15
Konsensus Tavsiye	%40 A / %60 T / %0 S
3A Hacim (mn USD)	89.7
HLY HBK (2024T)	5.50
Konsensus HBK (2024T)	6.30

Tahminler ve Rasyolar	2021G	2022G	2023T	2024T
Net Satışlar (mn TL)	20.139	35.282	57.950	96.138
Yıllık Büyüme	25%	75%	64%	66%
FAVÖK (mn TL)	5.502	9.472	13.960	23.329
Yıllık Büyüme	40%	72%	47%	67%
Net Kar (mn TL)	7.131	11.874	17.167	25.081
Yıllık Büyüme	60%	67%	45%	46%
FAVÖK Marjı	27,3%	26,8%	24,1%	24,3%
Net Kar Marjı	35,4%	33,7%	29,6%	26,1%
FD/Satışlar	13,5x	7,7x	4,7x	2,8x
FD/FAVÖK	49,6x	28,8x	19,5x	11,7x
F/K	6,6x	11,9x	15,0x	10,3x
PD/DD	1,8x	3,6x	4,6x	3,4x
Hisse Başı Kar (TL)	1,6	2,6	3,8	5,5
Hisse Başı Defter Değeri (TL)	11,2	17,4	12,4	16,5

Fiyat Performansı



Finansallar ve Tahminler – Özet

Aselsan (milyon TL)	2016G	2017G	2018G	2019G	2020G	2021G	2022G	2023T	2024T
Nakit ve nakit benzerleri	1.169	1.263	3.116	3.514	4.082	2.492	5.687	1.875	3.203
Stoklar	1.414	2.222	3.577	4.474	5.533	7.639	12.593	21.742	25.460
Ticari alacaklar	2.105	1.694	3.276	4.265	7.819	10.526	15.915	24.589	35.118
Peşin ödenen giderler	388	658	1.319	1.320	1.779	2.027	3.155	5.708	8.085
Diğer	202	222	329	403	382	491	950	3.624	4.170
Toplam dönen varlıklar	5.277	6.058	11.617	13.976	19.594	23.175	38.299	57.538	76.037
Maddi duran varlıklar	968	1.091	1.336	1.574	2.342	3.432	6.327	15.059	27.921
Finansal duran varlıklar	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Peşin ödenen giderler	394	443	504	585	374	818	761	1.091	1.863
Diğer	2.439	4.047	6.016	9.498	11.784	18.988	30.655	39.852	44.634
Toplam duran varlıklar	3.800	5.580	7.857	11.657	14.500	23.238	37.744	56.001	74.418
Toplam varlıklar	9.077	11.639	19.474	25.633	34.094	46.413	76.044	113.539	150.455
Kısa vadeli borç	372	472	766	2.224	3.007	5.070	9.764	16.689	17.904
Ticari borçlar	1.390	1.790	2.549	3.608	4.251	6.039	9.775	15.561	23.880
Karşılıklar	384	472	670	1.213	2.252	3.387	5.519	7.495	10.851
Ertelenmiş gelirler	797	900	633	580	2.657	1.850	4.100	6.625	9.163
Diğer	57	57	68	119	153	403	493	1.068	1.124
Toplam kısa vadeli yükümlülükler	2.999	3.692	4.684	7.744	12.320	16.750	29.651	47.438	62.922
Karşılıklar	187	212	527	608	992	1.513	3.211	3.532	3.885
Uzun vadeli borçlar	122	62	20	9	883	333	1.070	2.127	3.009
Ertelenmiş gelirler	2.092	1.643	2.297	1.838	1.764	1.929	2.157	2.366	4.043
Diğer uzun vadeli yükümlülükler	253	1.262	1.768	1.866	37	53	94	1.281	1.333
Toplam uzun vadeli yükümlülükler	2.655	3.179	4.612	4.320	3.676	3.828	6.531	9.306	12.270
Azınlık payı	0	1	44	71	216	272	224	215	199
Ödenmiş sermaye	1.000	1.000	1.140	1.140	2.280	2.280	2.280	4.560	4.560
Rezervler+diğer kalemler	898	972	4.013	4.316	4.621	5.802	8.490	8.507	8.507
Kar yedekleri	1.525	2.795	4.980	8.042	10.981	17.482	28.867	43.514	61.997
Karşılıklar	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Özsermaye	3.423	4.768	10.177	13.569	18.098	25.835	39.861	56.795	75.263
Özsermaye (Ana ortaklık payına ait)	3.423	4.768	10.133	13.498	17.882	25.563	39.637	56.580	75.064
Toplam yükümlülükler ve özsermaye	9.077	11.639	19.474	25.633	34.094	46.413	76.044	113.539	150.455

Gelir Tablosu (milyon TL)	2016G	2017G	2018G	2019G	2020G	2021G	2022G	2023T	2024T
Net satışlar	3.851	5.412	9.009	13.013	16.104	20.139	35.282	57.950	96.138
SMM	2.900	3.946	6.797	9.641	11.499	13.490	23.498	39.848	65.374
Brüt kar	950	1.466	2.211	3.372	4.605	6.649	11.783	18.102	30.764
Operasyonel giderler	317	439	487	759	963	1.579	2.900	5.411	8.973
Operasyonel kar	633	1.027	1.724	2.613	3.642	5.070	8.883	12.692	21.791
Amortisman	110	133	171	241	285	432	589	1.269	1.538
FAVÖK	743	1.159	1.896	2.854	3.927	5.502	9.472	13.960	23.329
Diğer gelir/giderler	204	257	501	565	1.634	4.348	3.207	9.703	10.371
Yatırım aktivitelerinden elde edilen gelirler/giderler	9	0	5	6	8	11	7	27	24
Finansal gelir/giderler	-153	-138	21	123	-412	-2.230	-2.216	-4.498	-855
Vergi öncesi kar	693	1.165	2.242	3.309	4.885	7.196	9.899	17.917	31.332
Vergi	-69	-211	-78	-44	424	69	-1.969	759	6.266
Net kar	762	1.376	2.319	3.353	4.461	7.127	11.868	17.158	25.065
Azınlık payı	0	0	0	8	0	-3	-6	-9	-15
Ana ortaklık payları	762	1.376	2.319	3.344	4.461	7.131	11.874	17.167	25.081



Finansallar ve Tahminler – Özet

Marjlar	2016G	2017G	2018G	2019G	2020G	2021G	2022G	2023T	2024T
SMM+Operasyonel Giderler	75%	73%	75%	74%	71%	67%	67%	69%	68%
FAVÖK	19%	21%	21%	22%	24%	27%	27%	24%	24%
Net	20%	25%	26%	26%	28%	35%	34%	30%	26%
Karlılık Oranları	2016G	2017G	2018G	2019G	2020G	2021G	2022G	2023T	2024T
Aktif devir hızı	42%	47%	46%	51%	47%	43%	46%	51%	64%
Aktif karlılığı	8%	12%	12%	13%	13%	15%	16%	15%	17%
Özkaynak karlılığı	22%	29%	23%	25%	25%	28%	30%	30%	33%
Borçluluk Oranları	2016G	2017G	2018G	2019G	2020G	2021G	2022G	2023T	2024T
Borçların aktiflere oranı	13%	10%	7%	14%	18%	17%	21%	25%	22%
Borçların özsermayeye oranı	1,65	1,44	0,91	0,89	0,88	0,80	0,91	1,00	1,00
Net borç / Özsermaye	-20%	-15%	-23%	-9%	-1%	11%	13%	30%	24%
Net borç / FAVÖK	-0,91	-0,63	-1,23	-0,45	-0,05	0,53	0,54	1,21	0,76
Temettü ödeme oranı	10%	6%	8%	10%	9%	6%	3%	2%	3%
Değerleme Ölçütleri	2016G	2017G	2018G	2019G	2020G	2021G	2022G	2023T	2024T
Firma değeri	11.896	30.801	24.973	10.552	40.748	50.193	146.580	275.038	275.806
Piyasa değeri	12.570	31.530	27.303	11.833	40.940	47.283	141.433	258.096	258.096
Hisse başı kar	0,76	1,38	2,03	2,94	0,98	1,56	2,60	3,76	5,50
Hisse başı defter değeri	3,42	4,77	8,89	11,84	7,84	11,21	17,38	12,41	16,46
Hisse başına düşen nakit	0,62	0,20	-1,29	0,28	0,03	-0,88	-0,96	-1,78	0,69
Temettü getirisi	0,2%	0,4%	1,5%	3,3%	0,8%	0,3%	0,2%	0,2%	0,3%
Kazanç getirisi	6%	4%	8%	28%	11%	15%	8%	7%	10%
Serbest nakit akımı getirisi	5%	1%	-5%	3%	0%	-4%	-2%	-3%	1%
Firma değeri / Satışlar	70,86	50,41	30,29	20,97	16,94	13,55	7,73	4,71	2,84
Firma değeri / FAVÖK	366,96	235,35	143,93	95,60	69,47	49,59	28,80	19,54	11,70
F/K	16,49	22,91	11,77	3,53	9,18	6,63	11,92	15,04	10,30
PD/DD	3,67	6,61	2,69	0,88	2,29	1,85	3,57	4,56	3,44



Künye & Çekince

Halk Yatırım Araştırma – Öneri Listesi Tanımları

(Aksi belirtilmedikçe önümüzdeki 12 ay için beklenen performans)

AL: %20 ve üzeri artış

TUT: %0 ile %20 aralığında artış

SAT : %0'ın altında azalış

Halk Yatırım Araştırma

Halkyatirimarastirma@halkyatirim.com.tr

+90 216 285 09 00

Banu KIVCI TOKALI	Araştırma Direktörü	BTokali@halkyatirim.com.tr +90 216 547 81 88
İlknur TURHAN	Müdür Perakende, Cam, Çimento, GYO, Mobilya, Gıda	ITurhan@halkyatirim.com.tr +90 216 547 81 85
Ayşegül BAYRAM	Uzman Strateji, Telekom, Madencilik, Savunma, Yazılım, Teknoloji, Enerji, Tarım, Mühendislik - Taahhüt	ABayram@halkyatirim.com.tr +90 216 547 87 30
Yasin SARIHAN	Uzman Otomotiv, Dayanıklı Tüketim, Gıda & İçecek, Enerji	YSarihan@halkyatirim.com.tr +90 216 547 87 26
İdil Su KESKEN SÖNMEZ	Uzman Piyasalar ve Strateji	IdiS@halkyatirim.com.tr +90 216 547 81 70

ÇEKİNCE

Bu rapor ve yorumlardaki yazılar, bilgiler ve grafikler yalnızca bilgi edinilmesi amacıyla derlenmiştir. Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti, yetkili kuruluşlar tarafından kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel, imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler ise genel niteliktedir. Bu tavsiyeler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanılarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

Halk Yatırım, bu bilgilerin doğru, eksiksiz ve değişmez olduğunu garanti etmez, bilgi eksikliği ve yanlışlığından hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. Raporda yer alan ifadeler, hiçbir şekilde alış veya satış teklifi olarak değerlendirilemez. Halk Yatırım'ın rapordaki bilgiler dolayısıyla ortaya çıkabilecek doğrudan ve dolaylı kazanç ve zararlarla ilgili herhangi bir sorumluluğu yoktur.

Bu ileti 05 Kasım 2014 tarih ve 29166 sayılı Resmî Gazetede yayınlanan ve 01 Mayıs 2015 tarihinde yürürlüğü giren "Elektronik Ticaretin Düzenlenmesi Hakkında" çıkan kanunun 2.Maddesi c bendinde belirtilen Ticari Elektronik ileti kapsamında değildir.



HalkYatirimMenkulDegerlerA.S



company/halk-yatirim-menkul-degerler



halkyatirim



halkyatirim