

Kısa Vadeli Öneri	Endeksin Üzerinde Getiri	Hedef Fiyat (TL)	160,00	FD/FAVÖK (Cari):	8,1x							
Uzun Vadeli Öneri	AL	Kapanış Fiyatı (TL)	125,20	F/K (Cari):	6,9x							
UFRS Gelir Tablosu - Özet												
(mn TL)	2Ç19	1Ç19	Açıklanan		Beklenti	Sapma %						
			Çeyreksel %	2Ç18	Yıllık %	6A19	6A18	Yıllık %	VKY	Kons.	VKY	Kons.
Net Satışlar	865	419	106,4%	236	266,8%	1.284	488	163,0%	753	802	15%	8%
Brüt Kar	374	104	261,4%	47	694,6%	478	102	367,8%	-	-	m.d.	m.d.
FAVÖK	224	10	2149,8%	-32	a.d.	234	-35	a.d.	192	201	17%	11%
Net Dönem Karı	206	-11	a.d.	-51	a.d.	195	-79	a.d.	164	164	26%	26%
Brüt Kar Marjı	43,3%	24,7%	18,6 yp	20,0%	23,3 yp	37%	21%	16,3 yp	m.d.	m.d.	m.d.	m.d.
FAVÖK Marjı	25,9%	2,4%	23,5 yp	-13,6%	39,5 yp	18,2%	-7,1%	25,3 yp	25,4%	25,0%	0,4 yp	0,8 yp
Net Kar Marjı	23,9%	-2,6%	26,5 yp	-21,6%	45,5 yp	15%	-16%	31,3 yp	21,7%	20,4%	2,1 yp	3,4 yp

Kaynak: Şirket, Research Turkey, VKY Araştırma ve Strateji

Kısaltmalar: yp: yüzde puan, m.d.: mümkün değil, a.d.: anlamlı değil, Ç: Çeyrek, A: Ay, Y: Yarıyıl, VKY: Vakıf Yatırım, Kons: Konsensüs

Her açıdan güçlü sonuçlar; "AL" tavsiyemizi sürdürüyoruz (+)

Otokar, 2Ç19'da beklentilerin %26 üzerinde 206 mn TL net kâr açıkladı (2Ç18: 51 mn TL net zarar). Kâr marjı yüksek ihracat gelirlerinin etkisiyle tahminimizden güçlü gerçekleşen ciro performansı ve operasyonel marjlar, net kârdeki sapmanın ana unsuru oldu. Şirket hisselerinin son 1 ayda BIST100 endeksinden %4 ile sınırlı oranda pozitif ayrışmasını da göz önünde bulundurarak, her anlamda beklentimizden güçlü gelen 2Ç sonuçlarının hisse fiyatına olumlu yansıtacağını tahmin ediyoruz. Hatırlatmak gerekirse Otokar için hedef fiyatımızı 160 TL'ye yükseltirken (16.07.2019: [Vites Büyütüyor](#)), kısa vadeli önerimizi "Endeksin Üzerinde Getiri"ye ve uzun vadeli önerimizi "AL"a revize etmiş, 2019 [Strateji Güncelleme raporumuzla](#) da (17.07.2019: [Fırsatlara Odaklanma Zamanı](#)) hisseyi model portföyümüze eklemiştik. 2Ç sonuçlarının ardından tahminlerimizde ve önerilerimizde herhangi bir değişikliğe gitmiyor, Şirket ile ilgili olumlu görüşümüzü sürdürüyoruz.

- **İhracatın etkisiyle güçlü satış büyümesi** - Otokar'ın 2Ç19'da net satış gelirleri beklentimizin %15, piyasa beklentisinin %8 üzerinde yıllık bazda %267 artışla 865 mn TL seviyesinde gerçekleşti. Beklentimizden güçlü oluşan ihracat gelirleri, cirodaki sapmanın ana unsuru oldu. Bu dönemde Şirketin yurt içi satış gelirleri yıllık bazda %9,4 gerilerken, ihracat gelirleri 7 kat artarak 732 mn TL'ye ulaştı ve böylece ihracatın toplam ciro içindeki payı %84,7'ye yükseldi (2Ç18: %38). Ürün grubu bazında ise, BAE projesi kapsamındaki zırlı araç teslimatlarının etkisiyle savunma sanayi araç satışları 474 mn TL'ye sıçrama kaydederken (2Ç18: 814 bin TL), Bükreş Belediyesi'ne gerçekleşen otobüs satışlarının ağırlıklı etkisiyle ticari araç satışları ise yıllık bazda %72 artarak 318 mn TL'ye yükseldi.
- **Beklentimizin üzerinde operasyonel kârlılık** - Şirketin 2Ç19'da FAVÖK'ü beklentimizin %17, piyasa beklentisinin %11 üzerinde 224 mn TL seviyesinde gerçekleşti (2Ç18'de 32 mn TL eksi FAVÖK kaydetmişti). Kâr marjı yüksek ihracat gelirlerinin beklentimizin üzerinde gerçekleşmesi, hem operasyonel kârın mutlak anlamda tahminlerimizin üzerinde gelmesine hem de FAVÖK marjı seviyesinde daha yüksek operasyonel marjların oluşmasına neden oldu. Operasyonel olmayan tarafta ise, Şirketin özkaynak yöntemiyle konsolidasyona dahil ettiği Al Jasoor'dan elde ettiği 15 mn TL'lik katkı net kâr destekleyen bir diğer unsur oldu.
- **Net borç/FAVÖK rasyosunda düşüş** - Şirketin 1Ç19 sonu itibarıyla 814 mn TL olan net borç pozisyonu 2Ç19 sonu itibarıyla 1,02 mlr TL'ye yükselse de, operasyonel kârlılıktaki güçlü artış sayesinde net borç/FAVÖK rasyosu 3,41x'den 2,06x'ya geriledi.
- **Değerleme ve öneri** - Şirketi, i) hem askeri hem de ticari segmentte küresel ölçekte artan büyüme potansiyeli, ii) yeni nesil araçlarla zenginleştirdiği geniş ürün gamı ve iii) TL'deki olası zayıflamaya karşı korunaklı operasyonel yapısı ile beğenmeye devam ediyor, her anlamda beklentimizden güçlü gelen 2Ç sonuçlarının hisse fiyatına olumlu yansımalarını bekliyoruz. BAE projesi kapsamındaki zırlı araç teslimatlarının seyrine duyarlılığı yüksek olan (ki bizce Şirket ile ilgili en önemli risk unsurlarından biridir) Şirkete yönelik tahminlerimizde herhangi bir değişikliğe gitmiyoruz. Otokar için 160 TL seviyesindeki hedef fiyatımızı ve tavsiyemizi koruyoruz (KVÖ: "Endeksin Üzerinde Getiri", UVÖ: "AL").

01 Ağustos 2019 Perşembe

Gelir Tablosu (m n TL)	Açıklanan								Beklenti		Sapma %	
	2Ç19	1Ç19	Çeyrekse %	2Ç18	Yıllık %	6A19	6A18	Yıllık %	VKY	Kons.	VKY	Kons.
Net Satışlar	865	419	106%	236	267%	1.284	488	163%	753	802	15%	8%
SMM	-490	-315	55%	-189	160%	-806	-386	109%	-	-	m.d.	m.d.
Brüt Kar	374	104	261%	47	695%	478	102	368%	-	-	m.d.	m.d.
Operasyonel Gider	-173	-111	55%	-94	83%	-284	-167	70%	-	-	m.d.	m.d.
FVÖK	202	-7	a.d.	-47	a.d.	194	-65	a.d.	-	-	m.d.	m.d.
FAVÖK	224	10	2150%	-32	a.d.	234	-35	a.d.	192	201	17%	11%
Op. Olmayan Gelir/Gider	5	-11	a.d.	-8	a.d.	-5	-21	-75%	-	-	m.d.	m.d.
VÖK	207	-18	a.d.	-55	a.d.	189	-86	a.d.	-	-	m.d.	m.d.
Net Dönem Karı	206	-11	a.d.	-51	a.d.	195	-79	a.d.	164	164	26%	26%
Brüt Kar Marjı	43%	25%	18,6 yp	20%	23,3 yp	37%	21%	16,3 yp	m.d.	m.d.	m.d.	m.d.
FAVÖK Marjı	26%	2%	23,5 yp	-14%	39,5 yp	18%	-7%	25,3 yp	25,4%	25,0%	0,4 yp	0,8 yp
Net Kar Marjı	24%	-3%	26,5 yp	-22%	45,5 yp	15%	-16%	31,3 yp	21,7%	20,4%	2,1 yp	3,4 yp
Bilanço (m n TL)	6A19	3A19		6A18		6A19	6A18					
Dönen Varlıklar	2.376	2.144	11%	1.724	38%	2.376	1.724	38%				
Hazır Değerler	108	154	-30%	29	275%	108	29	275%				
Menkul Kıymetler	0	0	a.d.	0	a.d.	0	0	a.d.				
KV Ticari Alacaklar	1.394	1.060	32%	411	239%	1.394	411	239%				
Stoklar	774	829	-7%	603	28%	774	603	28%				
Diğer Dönen Varlıklar	100	100	0%	681	-85%	100	681	-85%				
Duran Varlıklar	567	533	6%	404	40%	567	404	40%				
Aktif Toplamı	2.943	2.676	10%	2.128	38%	2.943	2.128	38%				
KV Borçlar	1.330	1.429	-7%	1.101	21%	1.330	1.101	21%				
KV Finansal Borçlar	575	658	-13%	441	30%	575	441	30%				
KV Ticari Borçlar	259	367	-29%	138	89%	259	138	89%				
Diğer KV Borçlar	496	403	23%	523	-5%	496	523	-5%				
UV Borçlar	1.127	949	19%	892	26%	1.127	892	26%				
UV Finansal Borçlar	553	310	78%	340	63%	553	340	63%				
UV Ticari Borçlar	0	0	a.d.	0	a.d.	0	0	a.d.				
Diğer UV Borçlar	574	639	-10%	552	4%	574	552	4%				
Öz Sermaye	486	298	63%	135	261%	486	135	261%				
Pasif Toplamı	2.943	2.676	10%	2.128	38%	2.943	2.128	38%				
Net Borç	1.020	814	25%	752	36%	1.020	752	36%				
Alacak Tahsilat Süresi	126	130		124		126	124					
Stok İşleme Süresi - Yıllık	177	205		190		177	190					
Ticari Borç Ödeme Süresi - Yıllık	66	75		50		66	50					
Nakit Döndürme Süresi	263	286		277		263	277					

Kaynak: Şirket, Research Turkey, VKY Araştırma ve Strateji

Kısaltmalar: yp: yüzde puan, m.d.: mümkün değil, a.d.: anlamlı değil, Ç: Çeyrek, A: Ay, Y: Yarıyıl, VKY: Vakıf Yatırım, Kons: Konsensüs



VakıfBank Grubu İştirakidir.

www.vakifyatirim.com.tr | www.vkyanaliz.com

Vakıf Yatırım Araştırma ve Strateji

Sezai ŞAKLAROĞLU, ACIFE

Genel Müdür Yardımcısı - Hisse Senedi Strateji, SGMK

Selahattin AYDIN	Müdür	Teknik Strateji, Çimento, Cam, Demir Çelik, Taahhüt, Küçük ve Orta Ölçekli Şirketler
Mehtap İLBİ	Müdür Yardımcısı	Savunma, Havacılık, Perakende, Gıda-İçecek, Beyaz Eşya, Otomotiv, Enerji, Telekomünikasyon
Tuğba SAYGIN	Müdür Yardımcısı	Bankacılık, Sigortacılık, GYO, Holdingler
Nazlıcan ŞAHAN	Analist	Makro Ekonomi, Strateji, SGMK
Umut Deniz PAK	Analist	Kantitatif Analiz
Ekin Cem EKE	Analist	Veri Tabanı

Akat Mah. Ebulula Mardin Cad. No:18 Park Maya Sitesi F-2/A Blok
Beşiktaş 34335 İSTANBUL
+90 212 352 35 77

Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, yatırım ve kalkınma bankaları ile müşteri arasında imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde ve yetkili kuruluşlar tarafından kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler ise genel niteliktedir. Burada yer alan yorum ve 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. Gerek bu yayındaki, gerekse bu yayında kullanılan kaynaklardaki hata ve eksikliklerden ve bu yayındaki bilgilerin kullanılması sonucunda yatırımcıların ve/veya ilgili kişilerin uğrayabilecekleri doğrudan ve/veya dolaylı zararlardan, kâr yoksunluğundan, manevi zararlardan ve her ne şekilde ve surette olursa olsun üçüncü kişilerin uğrayabileceği her türlü zararlardan dolayı Vakıf Yatırım Menkul Değerler A.Ş. sorumlu tutulamaz.