

16 Temmuz 2018 Pazartesi

Sektör	Sektör Görüşü	Rapor Türü	İlgili Hisseler
Savunma	Olumlu	Başlangıç Raporu	ASELS, OTKAR

Vakıf Yatırım olarak, savunma sektörüne yönelik bu raporumuz ile birlikte Aselsan (ASELS) ve Otokar (OTKAR) için hisse senedi öneri sürecimizi başlatıyoruz.

Küresel savunma harcamaları son yıllarda yatay bir seyir izlese de, bölgeler arasında ayrışmaların yaşandığı görülmektedir. Ortadoğu ülkelerinin, güvenlik endişelerinin yanı sıra petrol ve doğalgaz gelirlerine bağımlılıklarını sanayi ve hizmet alanında farklı sektörlerini büyütürken azaltma amaçları doğrultusunda, savunma harcamalarında son yıllarda artış yaşanmaktadır. Öte yandan, ABD'nin mutlak büyüklük olarak küresel savunma harcamalarında lider pozisyonunu korumakla birlikte, son yıllarda özellikle diğer ülkelerin artan harcamalarına bağlı olarak toplam dünya harcamalarında azalan bir paya sahip olduğu görülmektedir. Önümüzdeki dönemde, küresel askeri harcamalarda 1,6 trilyon \$ seviyelerindeki seyrin devam edeceğini tahmin ederken, Batılı ülkelerin küresel savunma harcamalarından aldığı payda düşüşe karşın Asya&Okyanusya, Ortadoğu ve Afrika ülkelerinin payındaki artış eğiliminin ise devam edeceğini düşünüyoruz. Bunun yanında, son günlerde ABD'den NATO üyesi ülkelerin savunma bütçelerini artırmaları gerektiği yönündeki çıkışları, Avrupa ülkelerinin önümüzdeki dönemde savunma harcamalarında yaratması muhtemel artışlar nedeniyle dikkate değer görüyoruz.

1990 öncesi dönemde ithalata bağımlı olan Türk savunma sanayii, jeopolitik unsurların yanı sıra, hükümetin yerlilik oranını artırma hedefi doğrultusunda aldığı aksiyonlar sonucu bugün yerel ve özgün tasarımın hâkim olduğu bir üretim modeline dönüşmüştür. Nitekim Savunma Sanayii Başkanlığı (SSB) verilerine göre, savunma sanayiindeki yerlilik oranı 2006 yılında %37 iken 2016 yılında %69'a kadar yükselmiştir. Hükümetin Türk savunma sanayiinde tamamen yerleşme hedefi doğrultusunda uyguladığı teşviklerin ve destekleyici yasal çerçevenin önümüzdeki dönemde de devam edeceğini düşünüyoruz. Gelecek dönemde devreye girmesi beklenen HAVASOJ (Stand-off Jammer), MILGEM İ-Sınıfı Firkateyn ve Altay Tankı seri üretimi gibi büyük ölçekli projelerin, Türk savunma sanayiinin tamamen yerleşmesi sürecinin önemli kilometre taşları olacağı görüşündeyiz. Bu doğrultuda, 2012-2016 döneminde yıllık ortalama 17 mlr \$ seviyesinde gerçekleşen Türkiye savunma harcamalarının 2017-2021 döneminde yıllık ortalama -20 mlr \$ seviyesine yükseleceğini öngörüyoruz.

**Riskler...** Savunma sektörünün ekonomik aktivitedeki gelişmelere hassasiyeti diğer sektörlerle nazaran düşük olsa da, ekonomik göstergelerde yaşanacak olası bozulmalar, savunma sektörünün bütçeden aldığı payda göreceli azalmaya neden olabilir ve bu durum önümüzdeki dönemde devreye girmesi planlanan büyük ölçekli projelerde gecikmeler yaratabilir. Savunma sektörü, diğer sektörlerin aksine politik ilişkilerin etkisinde olan bir yapıya sahip olup, ülkeler arası politik ilişkilerde yaşanacak olası bozulmalar, Türk savunma sektörünün ihracat pazarlarında artan etkinliğini ve büyüme potansiyelini olumsuz yönde etkileyebilir.

**Aselsan (ASELS), Hedef Fiyat 38,2 TL, Öneri "AL"** - İkincil halka arzın başarıyla tamamlanması ile hisse fiyatındaki baskının ortadan kalktığını düşündüğümüz Aselsan hisselerinde, fiili dolaşım oranının %15,3'ten %25,7'ye yükselmiş olmasının da etkisiyle önümüzdeki dönemde daha öngörülebilir fiyat hareketlerinin oluşmasını bekliyoruz. Türkiye'nin lider savunma elektroniği şirketi olarak Aselsan'ı, i) kendi kendini finanse eden iş modelinin desteklediği işletme sermayesi yapısı ve düşük riskli finansman yapısı, ii) hem operasyonel hem de finansal olarak TL'deki değer kaybından olumlu etkilenmesi, iii) savunma alanındaki bilgi birikimi ve tecrübesini savunma dışı alanlardaki büyüme fırsatına dönüştürme hedefi, iii) yurt içindeki güçlü konumuna ek olarak ihracat pazarlarındaki etkinliğinin artacağı öngörümüz nedeniyle beğeniyoruz. İkincil halka arzdan sağladığı 3 mlr TL'ye yakın nakdin Şirketin gelecek dönemde karşılaştığı yatırım fırsatlarını değerlendirme ve yeni alanlarda Ar-Ge çalışmaları yapma adına itici güç olacağını düşünüyoruz.

**Otokar (OTKAR), Hedef Fiyat 87,3 TL, Öneri "AL"** - Altay Tankı seri üretim ihalesinde SSB'nin başka bir firma ile sözleşme görüşmelerine başlama kararı almasını Otokar'ın gelecek dönem büyüme potansiyeli açısından önemli bir kayıp olarak görsek te, Şirketin Altay Tankı geliştirme sürecinde edindiği bilgi birikimi ve mühendislik kabiliyetinin mevcut ürün portföyünde yaratacağı potansiyel katma değer göz ardı edildiğini düşünüyoruz. 2017 yılında Birleşik Arap Emirlikleri'nde (BAE) aldığı 8x8 zırhlı araç tedarikine yönelik 6 yıllık uzun vadeli proje ile bölgedeki etkinliğinin, Bükreş'te kazandığı 400 adetlik otobüs ve 8 yıllık satış sonrası hizmetleri kapsayan toplu taşıma ihalesi ile de Avrupa otobüs pazarındaki payının artmasını bekliyoruz. Böylece Şirketin, kâr marjı yüksek ihracat gelirlerinin toplam ciro içerisindeki payının artmasıyla operasyonel kârlılığın olumlu etkileneceğini öngörüyoruz. 1Ç18 finansallarındaki zayıflığın 2. ve 3.çeyrek sonuçlarında da devamını beklerken, yılın son çeyreğinden itibaren iyileşmenin görülmeye başlayacağını ve bu iyileşmenin 2019 yılından itibaren daha da belirginleşeceğini tahmin ediyoruz.

Hisse	Şirket	Piyasa Değeri (mn TL)	Kapanış (TL)	Hedef Fiyat (TL)	Yükselme Potansiyeli (%)	KV Öneri / UV Öneri
ASELS	Aselsan	29.640	26,0	38,2	46,8%	Endeksin Üzerinde Getiri / AL
OTKAR	Otokar	1.670	69,6	87,3	25,4%	Endekse Paralel Getiri / AL

**Analist: Mehtap İLBI**  
 İletişim: (0212) 403 41 60  
[mehtap.ilbi@vakifyatirim.com.tr](mailto:mehtap.ilbi@vakifyatirim.com.tr)

## İçindekiler

Savunma Sektörü .....	3
Küresel Savunma Sanayii .....	3
Türk Savunma Sanayii.....	5
Bir Bakışta Türk Savunma Sanayii.....	6
Beklentiler .....	9
Aselsan - Yeni bir hikâye yazmanın tam zamanı.....	12
Otokar - Şarkı henüz bitmedi.....	40
Vakıf Yatırım Menkul Değerler A.Ş. Öneri Metodolojisi .....	59

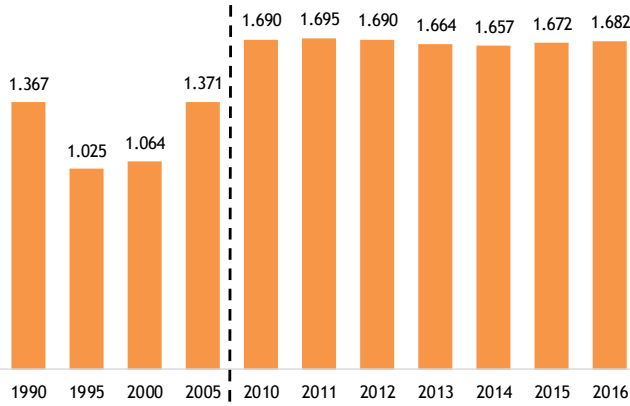
16 Temmuz 2018 Pazartesi

## Savunma Sektörü

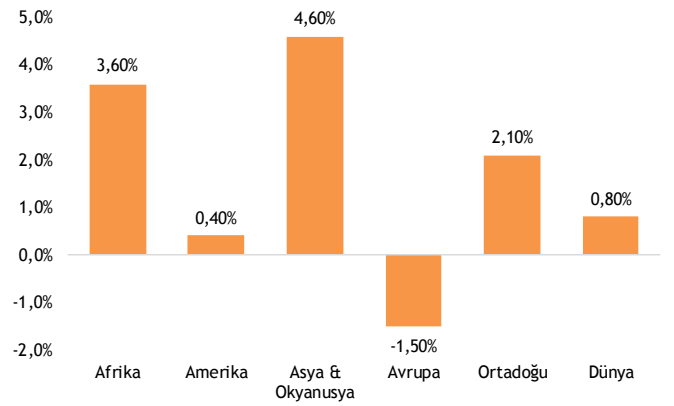
### Küresel Savunma Sanayii

- **Savunma harcamalarının genel seyri ülkelerin güvenlik algılarındaki değişime duyarlı** - Savunma sanayi harcamaları, ekonomik aktivitedeki gelişmelerden ziyade daha çok güvenlik endişelerinin yönlendirdiği bir yapıya sahiptir. Savaş, terör olayları ve sosyal ayaklanma gibi güvenlik kaygılarını artıran gelişmeler, ülkelerin askeri harcamalarını etkileyen en önemli unsurlar olarak karşımıza çıkmaktadır. Nitekim Ortadoğu'daki ülkelerin askeri harcamalarında son yıllarda yaşanan artışın en önemli nedeni bölgede devam eden karışıklıklardır.
- Stockholm Uluslararası Barış Araştırmaları Enstitüsü (SIPRI) verilerine göre, küresel askeri harcamalar 1990-2016 döneminde yıllık ortalama %0,8 artarak 1,68 trilyon \$'a ulaşmıştır. Söz konusu harcamaları 1995-2010 ve 2010-2016 şeklinde iki ayrı dönemde inceleyecek olursak yukarıda bahsettiğimiz ekonomik büyümeden bağımsız harcama gelişimi daha net görülecektir. Buna göre 2001 yılında gerçekleştirilen ve ülkelerin savunma algılarında kırılma ve dönüşüm yaratan 11 Eylül saldırılarının yaşandığı dönemi kapsayan 1995-2010 döneminde dünyada ortalama ekonomik büyüme IMF'ye göre %3,85 iken, dünya savunma harcamaları yıllık ortalama %3,4 büyümüştür. 2010-2016 döneminde ise dünyada ortalama ekonomik büyüme %3,6 iken, dünya savunma harcamalarının 1,6 trilyon \$ düzeylerinde yatay bir görünüm sergilediği görülmektedir. Her ne kadar dünya savunma harcamalarının gelecek seyri ile ilgili bir tahminimiz bulunmamakla birlikte, dünyada güvenlik algılarında değişikliğe sebep olacak önemli bir kırılma gerçekleşmediği sürece savunma harcamalarının mevcut seyrini koruyacağını öngörmek yanlış olmayacaktır.

**Grafik 1: Küresel Askeri Harcamalar (mlr \$)**



**Grafik 2: Bölgelere Göre YBBO (1990-2016)**



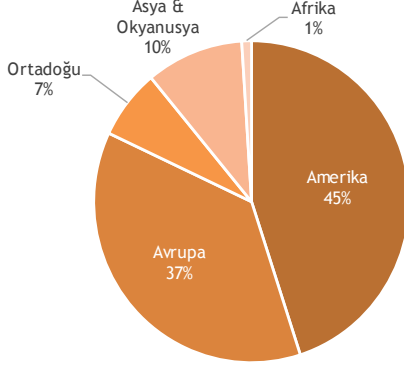
Kaynak: Aselsan, SIPRI, Vakıf Yatırım Araştırma ve Strateji

- **Amerika kıtası savunma harcamalarında öncülüğünü korurken, Asya & Okyanusya payını artırmakta** - Bölgesel olarak incelediğimizde, 2016 yılında küresel askeri harcamaların %41 ile ağırlıklı kısmını Amerika'nın, %20'lik kısmını ise Avrupa'nın oluşturduğu görülmektedir. Ancak, hem Amerika'nın hem de Avrupa'nın paylarının 1990 yılındaki sırasıyla %45 ve %37'ye göre gerilediği ve 1990-2016 döneminde dünya ortalamasının gerisinde kaldığı dikkat çekmektedir. Bu dönemde Amerika'nın savunma harcamaları yıllık ortalama %0,4 büyürken, Avrupa'nın ise dünyadaki trendin aksine yıllık ortalama %1,5 oranında daralma kaydeden tek bölge olduğu görülmektedir.
- Amerika ve Avrupa'nın aksine, gerçekleştirdikleri askeri harcamaları dünya ortalamasının üzerinde büyüyen bölgeler de olmuştur. Bunlar içerisinde en dikkat çeken Asya&Okyanusya bölgesi olup, Çin'in ağırlıklı etkisiyle söz konusu bölgenin askeri harcamaları 1990-2016 döneminde yıllık ortalama %4,6 oranında büyüme kaydetmiş ve küresel askeri harcamalar içerisinde 1990 yılında %10 olan payı 2016 yılında %27'ye yükselmiştir.

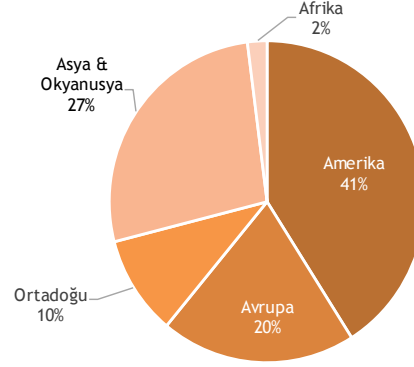
16 Temmuz 2018 Pazartesi

- Düşük baz etkisiyle Afrika'nın askeri harcamaları da 1990-2016 döneminde kaydettiği yıllık ortalama %3,6'lık büyümeyle dünya ortalamasının üzerinde bir gelişim göstermiştir. Bunun yanı sıra, güvenlik endişelerinin ağırlıklı etkisiyle Ortadoğu'nun yıllık ortalama %2,1'lik büyümeyle küresel askeri harcamalar içerisinde 1990 yılında %7 olan payının 2016 yılında %10'a yükseldiği görülmektedir.

Grafik 3: Bölgelere Göre Askeri Harcamalar (1990)



Grafik 4: Bölgelere Göre Askeri Harcamalar (2016)



Kaynak: Aselsan, SIPRI, Vakıf Yatırım Araştırma ve Strateji

- Savunma harcamalarında mutlak büyüklük anlamında ABD, ekonomik büyüklüğe oran anlamında ise Ortadoğu ülkeleri başı çekmekte - Ülke bazında ise, 2016 yılında gerçekleştirdiği -611 mlr \$'lık askeri harcama ile ABD'nin (küresel askeri harcamaların %36'sını oluşturmaktadır) ilk sırada yer aldığı görülürken, ABD'yi sırasıyla -215 mlr \$ ile Çin, -69 mlr \$ ile Rusya ve -64 mlr \$ ile Suudi Arabistan takip etmektedir. Askeri harcamalarda ABD uzun yıllardır sürdürdüğü liderliğini korurken, hem ekonomik büyüklük hem de soğuk savaş dönemi karşı blok ülkesi olarak Rusya ve Çin'in artan ve yüksek seviyedeki savunma harcamaları göze çarpmaktadır.
- Diğer yandan, söz konusu dönemde ülkelerin askeri harcamalarının GSYH'leri içerisindeki payına baktığımızda ise farklı bir manzara karşımıza çıkmaktadır. Buna göre Umman (%16,7), Suudi Arabistan (%10,4) ve Kuveyt (%6,5) gibi Ortadoğu ve Körfez ülkelerinin öne çıktığı görülmektedir. Bu durumun oluşmasında söz konusu bölge ülkelerinin yaşanan istikrarsızlığa bağlı olarak güvenlik endişelerindeki artışın yanında, petrole dayalı ekonomilerini sanayi sektörüne dönüştürmek istemeleri ve savunma sanayiini hedef sektörlerden biri olarak belirlemeleri etkili olmaktadır.

16 Temmuz 2018 Pazartesi

### Türk Savunma Sanayii

- Türkiye'nin savunma harcamaları tarihsel olarak küresel trendler yerine daha çok yerel dinamikleri takip etmektedir. Mesela soğuk savaş sonrası dönemde, pek çok ülkede savunma harcamalarında daralma görülmesine karşın Türkiye 1990'larda PKK'nın terör saldırılarının artmasının da etkisiyle savunma harcamalarını artıran ender ülkelerden birisi olmuş, 11 Eylül saldırılarının ardından ise askeri harcamalar küresel düzeyde artış gösterse de, Türkiye'nin aynı dönemdeki askeri harcamalarında azalış yaşanmıştır. Ege Denizi'nde Yunanistan ile yaşanan muhtelif gerilimler, Kıbrıs sorunu ve PKK tarafından gerçekleştirilen terör saldırıları ülkenin savunma harcamalarını etkileyen önemli tarihsel faktörlerdendir. Türk savunma sektörünün mevcut durumunu ve gelecek ile ilgili beklentileri daha net anlamak adına yakın geçmişteki belirgin dönemleri incelemekte fayda görüyoruz.

**Tablo 1: Türk Savunma Sanayiinin Dönüşümü**

1990 Öncesi	1990-2000	2000-2010	2010-2020	2020-2030
<b>İthalat</b>	<b>Ortak Üretim</b>	<b>Kısmi Tasarım (Ana Platform)</b>	<b>Yerel ve Özgün Tasarım</b>	<b>Temel ve Gelişmiş Teknoloji</b>
Cobra AH-1 (Hücum Helikopteri)	Zırhlı Savaş Aracı	Altay (Tank)	Yerli Helikopter Programı	Tamamen Yerlileşme
AB-412 Helikopteri	Hafif Nakliye Uçağı	Milgem (Fırkateyn)	Yerli Savaş Uçağı Programı	Ürün Ömrü Yönetimi
MLRS (Roket Sistemi)	Temel Eğitim Uçağı	Anka (İHA)	Göktürk-3	Performansa Dayalı Lojistik
	Kargo Helikopteri	Hürkuş (Başlangıç ve Temel Eğitim Uçağı)		

Kaynak: Aselsan, SSB, Vakıf Yatırım Araştırma ve Strateji

- **Hedef tamamen yerlileşme** - Türk savunma sanayiinin tarihsel gelişimine bakıldığında 1990 öncesi dönemde ithalata bağımlı bir yapıya sahip olduğu görülmektedir. Söz konusu dönemde helikopter ve roket sistemi ithalatının gerçekleştiği sektörde, 1990-2000 döneminde ise zırhlı savaş aracı, hafif nakliye ve temel eğitim uçağı ile kargo helikopteri gibi kara ve hava araçlarının ortak üretimi modeline geçilmiştir. 2000'li yıllarla birlikte Milgem, Anka ve Hürkuş gibi önemli nitelikteki ana platformların kısmi tasarım süreci başlamıştır. 2010 yılından günümüze kadar gelen süreçte ise yerli helikopter, yerli savaş uçağı, Göktürk-3 projeleriyle birlikte yerli ve özgün tasarım ürünlerin geliştirilmesi sürecine geçilmiştir.
- Yukarıdaki tabloda özetlenen savunma sanayiinin dönüşümünde açıkça görüleceği üzere, 1990 öncesi dönemde yurt dışından tedarik modelinin hâkim olduğu Türk savunma sanayii, mevcut durumda ise yerli tasarım ve üretime dayalı tedarik modeline geçerek önemli bir gelişim kaydetmiştir. Türk savunma sanayiinde gerçekleşen bu gelişimde jeopolitik unsurların yanı sıra hükümetin milli savunma sektörünü geliştirmeye verdiği önem doğrultusunda aldığı aksiyonlar da etkili olmuştur. Nitekim SSB verilerine göre, savunma sanayiindeki yerlilik oranı 2006 yılında %37 iken 2016 yılında %69'a kadar yükselmiştir.
- Türkiye'nin savunma harcaması 2002-2006 döneminde yıllık ortalama 11,1 mlr \$ iken 2012-2016 döneminde yıllık ortalama 17 mlr \$'a yükselmiştir. Türkiye, 2016 yılında gerçekleştirdiği 14,8 mlr \$'lık savunma harcaması ile (GSYH'nin %2'sine denk gelmektedir) dünyada 17.sırada yer almıştır. 2016 yılı itibarıyla Türkiye savunma harcamalarının %59 ile ağırlıklı kısmını personel harcamaları oluştururken (NATO'nun %40), %22'lik payla ekipman harcamaları (NATO'nun %23) ikinci sırada yer almaktadır. Türkiye savunma sanayiinin cirosu, 2011-2016 döneminde yıllık ortalama %6,4 artarak 6 mlr \$'a yükselirken söz konusu dönemde sektörün ihracat gelirleri yıllık ortalama %18,6 artarak 2 mlr \$'a önemli bir sıçrama gerçekleştirmiştir. Türk savunma sanayii genelinde 2016 yılında alınan 11,9 mlr \$'lık yeni siparişin yaklaşık %89 ile ağırlıklı kısmını yurt içi, %3,2'sini ABD, %2,2'sini Avrupa ve %5,5'ini diğer ülkelerden alınan siparişler oluşturmuştur.

16 Temmuz 2018 Pazartesi

## Bir Bakışta Türk Savunma Sanayii

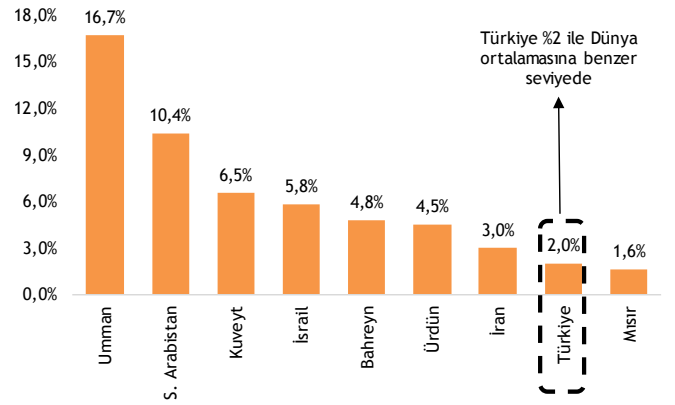
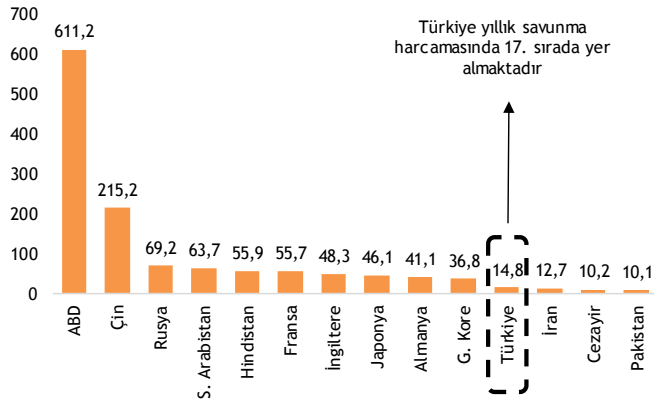
Grafik 5: Savunma Harcamalarının Dağılımı (2016)



Kaynak: Aselsan, NATO, Vakıf Yatırım Araştırma ve Strateji

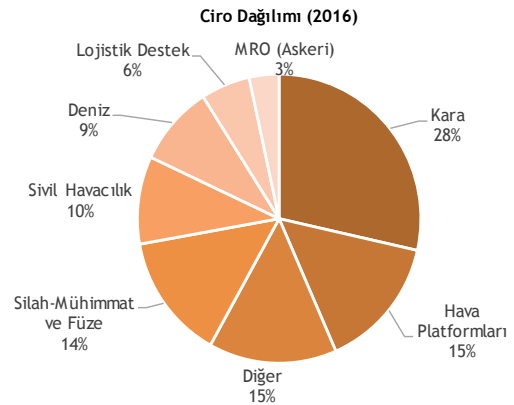
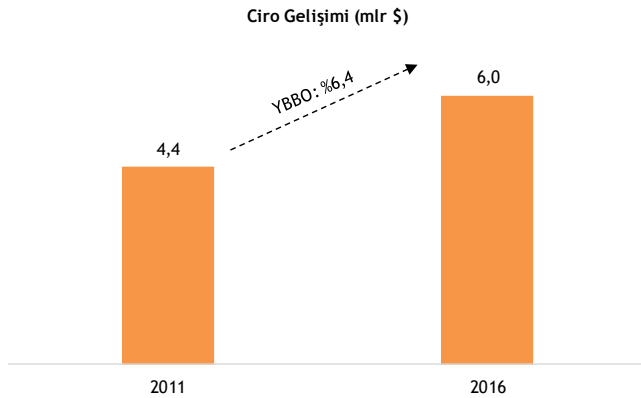
Grafik 6: Askeri Harcamalara Göre Ülkeler (mlr \$, 2016)

Grafik 7: Askeri Harcamaların GSYH'ye Oranı (2016)



Kaynak: Aselsan, SIPRI, Vakıf Yatırım Araştırma ve Strateji

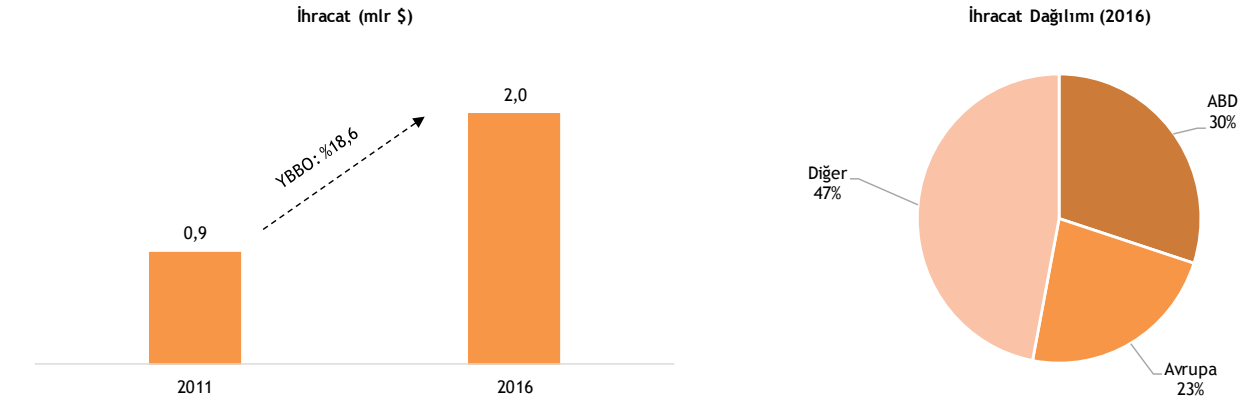
Grafik 8: Türk Savunma ve Havacılık Sektörü - Ciro Gelişimi



Kaynak: Aselsan, SASAD, Vakıf Yatırım Araştırma ve Strateji

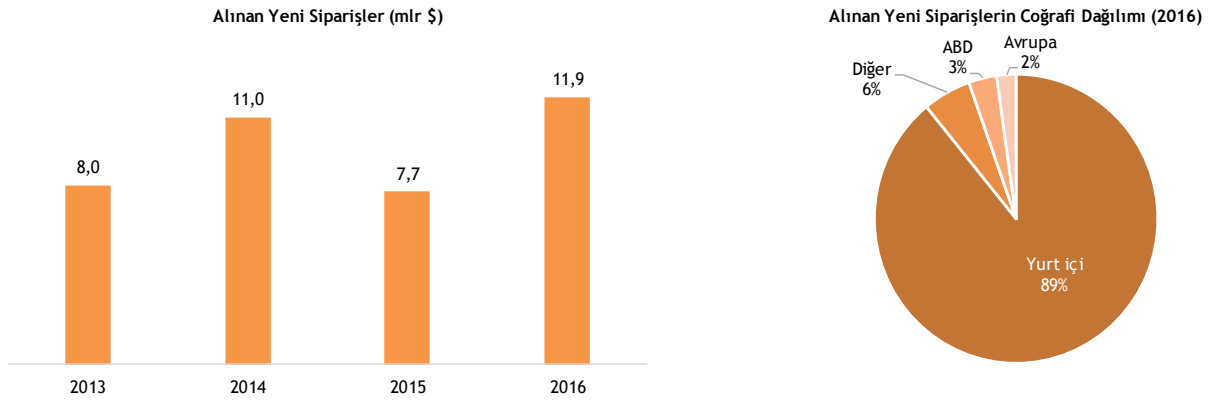
16 Temmuz 2018 Pazartesi

Grafik 9: Türk Savunma ve Havacılık Sektörü - İhracat



Kaynak: Aselsan, SASAD, Vakıf Yatırım Araştırma ve Strateji

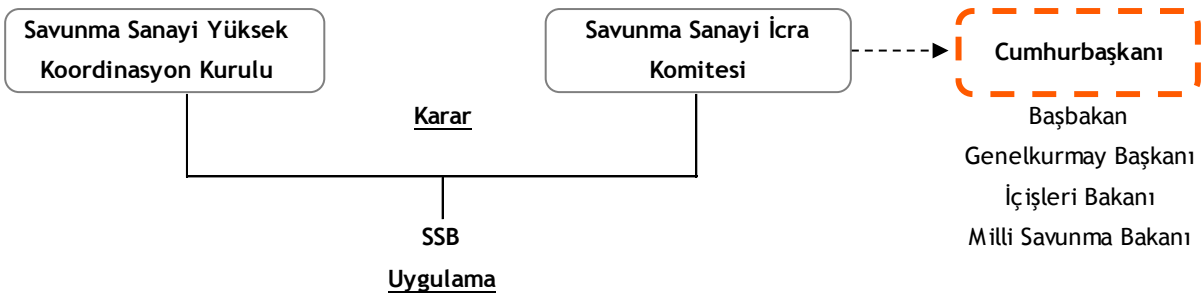
Grafik 10: Türk Savunma ve Havacılık Sektörü - Alınan Siparişler



Kaynak: Aselsan, SASAD, Vakıf Yatırım Araştırma ve Strateji

- **Karar mekanizması** - Türk savunma sanayiinde en üst seviyede karar organı Savunma Sanayii İcra Komitesi olup, söz konusu komiteye Cumhurbaşkanı başkanlık etmektedir. Savunma Sanayii İcra Komitesi'nin milli savunma sanayiinin geliştirilmesine yönelik aldığı kararlar, Savunma Sanayii Başkanlığı (SSB) tarafından uygulanmaktadır. SSB, Türk Silahlı Kuvvetleri'nin ana tedarik mekanizması olup, Türk savunma sanayiinin başlıca müşterisi konumundadır.

Tablo 2: Türk Savunma Sanayii Karar Mekanizması\*



Kaynak: Aselsan, Vakıf Yatırım Araştırma ve Strateji

\*Söz konusu bilgiler Cumhurbaşkanlığı Hükümet Sistemi'ne geçişten önceki döneme aittir.

16 Temmuz 2018 Pazartesi

- **Finansman imkânları** - Türk savunma sanayiinin desteklenmesi amacıyla bütçe ve bütçe dışı pek çok farklı finansman kaynağı oluşturulmuştur. Söz konusu kaynaklar arasında en önemli kalem bütçe olmakla birlikte, bütçe dışında; Türk Silahlı Kuvvetlerini Güçlendirme Vakfı başta olmak üzere vakıflar, Savunma Sanayii Destekleme Fonu ve diğer bazı fonlardan aktarımlar, bağışlar ve diğer bazı aktarımlar (milli piyango gelirlerinden ve bedelli askerlik gelirlerinden gibi) da finansman kaynakları olarak sayılabilir.

**Tablo 3: Türk Savunma Sanayii Finansman Modeli****Finansman Kaynakları**

Devletin yıllık bütçesinden yapılan aktarımlar

TSK'yı güçlendirmek için kurulan vakıflardan yapılan aktarımlar

Bakanlar Kurulu'nun yönlendirmesiyle diğer fonlardan yapılan aktarımlar

Milli Piyango İdaresi kanalıyla sağlanan kaynaklardan yapılan aktarımlar

Milli Savunma Bakanlığı bütçesinden yapılan aktarımlar

SSDF'nin kendi gelirleri

Bedelli askerlik gelirleri

Bağışlar, hibeler

Diğer teşvikler ve kamu fonları

Savunma Sanayii Destekleme Fonu  
(SSB tarafından yönetilmektedir)

Fonun %2'lik kısmı personel giderleri, alımlar vb. giderlerin karşılanması amacıyla SSB'nin kendi bütçesine ayrılmaktadır

**Kullanım Alanları**

Eğitim desteği

Doğrudan alımlar

Ar-Ge projeleri ve prototip üretimi

Krediler

Kaynak: Aselsan, Vakıf Yatırım Araştırma ve Strateji

- **Destekleyici yasal çerçeve** - Hükümet, Türk savunma sanayiinin tamamen yerlileştirilmesi hedefi doğrultusunda gerek üretim yatırımlarına gerekse de Ar-Ge ve tasarım faaliyetlerine yönelik vergi, proje finansmanı, eğitim vb konularda destekleyici bir yasal çerçeve sağlamaktadır.

**Tablo 4: Türk Savunma Sanayii Teşvik Mekanizması****Savunma Sanayi Üretim Yatırımlarına Yönelik Teşvikler**

- Kurumlar vergisi indirimi (Üst sınır %100)
- Vergi kredileri (Üst sınır %90)
- Arazi tahsisi
- Proje finansman desteği
- Sosyal güvenlik prim ödemeleri desteği
- KDV ve Gümrük vergisi istisnaları
- Eğitim destekleri

**Ar-Ge ve Tasarım Faaliyetlerine Yönelik Destekler**

- Ar-Ge indirimi (%100'e kadar)
- Kurumlar vergisi istisnası
- Ar-Ge personeli gelir vergisi istisnası
- Son ürünler için KDV istisnası
- Özellikli teknoloji geliştirme bölgeleri
- Start-up firmaları için finansman desteği
- İhracat desteği

- Sektörel katılım/Offset programları
- Üretim bazlı destek kredileri
- Sektör gelişim programları
- Yükümlülük istisnaları

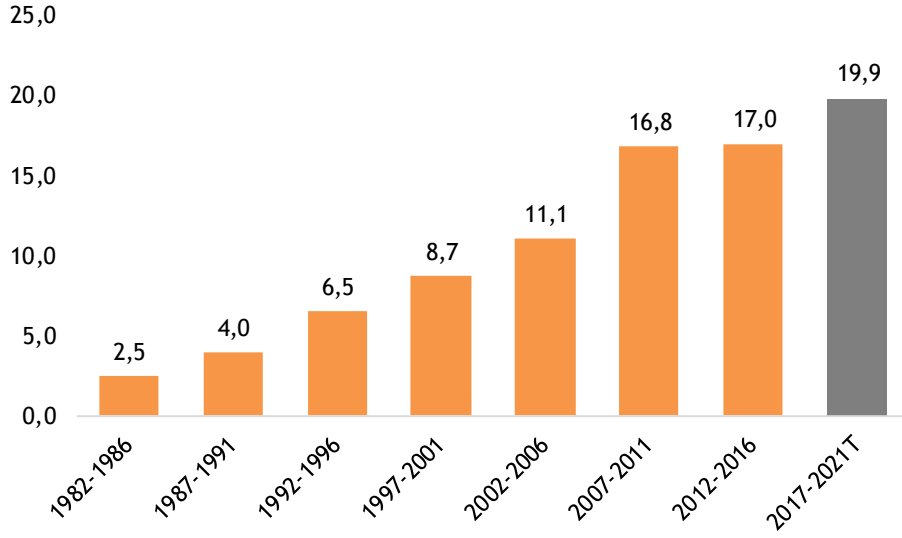
Kaynak: Aselsan, Vakıf Yatırım Araştırma ve Strateji



### Beklentiler

- **Türk savunma sanayiinde büyüme devam edecek** - Jeopolitik unsurların, hükümetin yerlilik oranını artırma hedefi doğrultusunda sağlanan teşviklerin ve destekleyici yasal çerçevenin devamı ile Türk savunma sanayiinin son yıllarda kaydettiği güçlü büyüme trendini önümüzdeki dönemde de devam ettirme potansiyelini yüksek görüyoruz. Önümüzdeki dönemde devreye girmesi planlanan MILGEM İ-Sınıfı Firkateyn, ALTAY Tankı seri üretimi, HAVASOJ (Stand-off Jammer) gibi projelerin, Türk savunma sanayiinde dışa bağımlılığın azaltılması sürecinde önemli kilometre taşları olarak yer alacağını düşünüyoruz. 2012-2016 döneminde yıllık ortalama 17 mlr \$ seviyesinde gerçekleşen Türkiye savunma harcamalarının 2017-2021 döneminde yıllık ortalama ~20 mlr \$ seviyesine yükseleceğini öngörüyoruz.

**Grafik 11: Türkiye'nin Savunma Harcamaları (5 yıllık ort., mlr \$)\***



*Kaynak: Aselsan, SIPRI, NATO, Vakıf Yatırım Araştırma ve Strateji*  
*\*Cari fiyatlarla*

- **Sektörün ihracatçı kimliği ön plana çıkacak** - Savunma sanayii, ihracata yapacağı katkı ile ülkenin önemli sorunlarından biri olan cari açığa olumlu etki sağlaması beklenen sektörlerden birisidir. Hem bölgedeki savunma sanayii harcamalarının artmasının, hem de Türkiye'nin teknoloji ve know-how transferi konusunda rakip ülkelere göre daha büyük avantajlar sunmasının, bölge ülkelerinden savunma sanayii araç ve ekipman taleplerinde artışa neden olacağını ve ayrıca ortak geliştirme projelerine de hız kazandıracağını düşünüyoruz.

16 Temmuz 2018 Pazartesi

Tablo 5: Türk Savunma Sanayinde Büyümeyle Destekleyecek Muhtemel Projeler



**HAVASOJ (Stand-off Jammer):** Söz konusu proje ile düşman haberleşme sistemleri ve radarlarının tespit ve teşhis edilmesi, konumlarının bulunması ve ayrıca bu sistemlerin özellikle sınır ötesi harekâta dost unsurlara karşı kullanılmaması amacıyla karıştırılması ve aldatılması hedeflenmektedir. Projenin ana yüklenicisi Aselsan'dır.



**Lazer Güdüm Kiti (LGK):** LGK, sabit/hareketli hedeflere karşı daha yüksek vuruş hassasiyeti, arttırılmış atış zarfı, daha düşük ikincil hasar ve atış sonrası hedef değiştirme kabiliyeti sağlamaktadır. Projenin ana yüklenicisi Aselsan'dır.



**MILGEM İ-Sınıfı Firkateyn:** Söz konusu proje ile Türkiye'de ilk defa korvet tipi bir askeri geminin tasarımı milli imkânlarla gerçekleştirilmiştir. Aselsan'ın alt yüklenici olarak yer aldığı proje kapsamında üretilen ilk iki gemi Deniz Kuvvetleri Komutanlığı'nın hizmetinde olup, diğer iki geminin test faaliyetleri sürmektedir. Önümüzdeki dönemde 4'ü Türkiye Deniz Kuvvetleri Komutanlığı'na, diğer 4'ü de Pakistan Deniz Kuvvetleri'ne olmak üzere toplam 8 adet korvetin üretimi planlanmaktadır.



**ALTAY Tankı seri üretimi:** Otokar'ın ana yükleniciliğinde geliştirme aşaması tamamlanmış olup, 4 adet prototip üretilmiştir. Seri üretim süreci için BMC ile görüşmelere başlanmış olup söz konusu projede Aselsan alt yüklenici olarak yer almaktadır. İlk etapta 250 adet tankın seri üretiminin gerçekleştirilmesi planlanmaktadır.

*Kaynak: Çeşitli basın ve internet siteleri, Vakıf Yatırım Araştırma ve Strateji*

16 Temmuz 2018 Pazartesi

Tablo 6: Savunma Sanayii Şirketleri

Önemli Yerli Oyuncular	Önemli Yabancı Oyuncular
 <p><b>TAI</b>, yurt içi ve yurt dışı askeri ve ticari müşteriler için havacılık sistemleri tasarım, geliştirme, üretim ve entegrasyon faaliyetleri yürütmektedir.</p>	 <p>ABD merkezli <b>Lockheed Martin</b>, havacılık, füze ve atış kontrolü, rotatif ve görev sistemleri ve uzay alanlarında faaliyet göstermektedir.</p>
 <p><b>Roketsan</b>, roket ve füze geliştirme ve üretim faaliyeti gerçekleştirmektedir.</p>	 <p>ABD merkezli <b>Raytheon</b>, savunma, sivil yönetim ve siber güvenlik çözümleri sunmaktadır.</p>
 <p><b>Havelsan</b>, savunma ve bilgi teknolojileri alanında yazılım ve sistem çözümleri sunmaktadır.</p>	 <p>ABD'li şirket <b>Boeing</b>, havacılık, savunma uzay ve güvenlik sistemleri üretmektedir.</p>
 <p><b>BMC</b>, ticari ve askeri araç üretimi gerçekleştirmektedir.</p>	 <p>ABD'li şirket <b>Northrop Grumman</b>, havacılık ve savunma teknolojileri alanında faaliyet göstermektedir.</p>
 <p><b>Türk Teknik</b>, Türk Hava Yolları'nın iştiraki olup, Boeing ve Airbus uçak parçaları için bakım, onarım ve yenileme sağlamaktadır.</p>	 <p>Hollanda merkezli <b>Airbus</b>, havacılık ürünlerinin yanı sıra, iştirakleri aracılığıyla savunma ve uzay alanında da faaliyet göstermektedir.</p>
 <p><b>TEI</b>, motor parçaları ve havacılık sanayisi için modüller üretmektedir.</p>	 <p>Londra merkezli <b>BAE Systems</b>, savunma, havacılık ve güvenlik alanlarında faaliyet göstermektedir.</p>
 <p><b>FNSS</b>, Türk Silahlı Kuvvetleri ve Müttefik Silahlı Kuvvetler için paletli ve tekerlekli zırhlı harp aracı ve silah sistemleri üretmektedir.</p>	 <p>Fransa merkezli <b>Thales</b>, havacılık, uzay, savunma, güvenlik ve kara ulaşım alanlarında faaliyet göstermektedir.</p>
 <p><b>MKEK</b>, Türk Silahlı Kuvvetleri'ne mühimmat ürünleri üretmektedir.</p>	 <p>İtalya merkezli <b>Leonardo</b>, savunma ve güvenlik elektronikleri, havacılık, uzay, savunma sistemleri alanlarında faaliyet göstermektedir.</p>
 <p><b>Savunma Teknolojileri Mühendislik ve Ticaret A.Ş. (STM)</b>, SSB ve Türk Silahlı Kuvvetleri'ne sistem mühendisliği, teknik destek, proje yönetimi, teknoloji transferi ve lojistik destek sağlamaktadır.</p>	 <p>İsrail merkezli <b>Elbit Systems</b>, hava, kara ve denizcilik sistemleri ve savunma, güvenlik ve ticari havacılık uygulamaları için ürün geliştirme ve tedarik hizmetleri sunmaktadır.</p>
 <p><b>Otokar</b>, otomotiv sektörüne yönelik ticari araçlar ve savunma sanayiine yönelik kara araçları ile kule sistemleri üretmektedir.</p>	

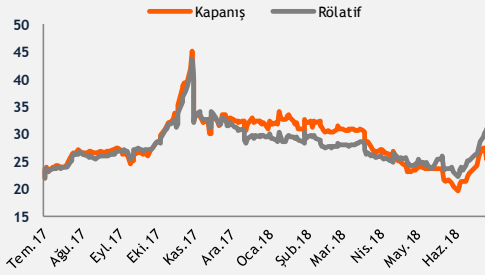
Kaynak: Vakıf Yatırım Araştırma ve Strateji

16 Temmuz 2018 Pazartesi

Sektör	: Savunma
Şirket	: Aselsan
Hisse Kodu	: ASELS
Fiyat (TL)	: 26,00
Hedef Fiyatı (TL)	: 38,2
Yükselme Potansiyeli	: 46,8%
Öneri / Kısa Vade	: Endeksin Üzerinde Getiri
Öneri / Uzun Vade	: AL
Hisse Adedi (mn)	: 1.140
HAO (%)	: 25,7%

Aselsan, Türk Silahlı Kuvvetleri'nin haberleşme ihtiyaçlarının milli imkanlarla karşılanması amacıyla 1975 yılında kurulmuş olup, Türkiye'nin en büyük savunma elektroniği şirkettir. Şirketin %74,2 ile ana hissedarı Türk Silahlı Kuvvetleri'nin Güçlendirme Vakfı'dır (TSKGV). 2018 yılının 31 Mayıs - 1 Haziran tarihlerinde talep toplaması gerçekleştirilen ikincil halka arz sonrası Şirketin fiili dolaşım oranı %15,3'den %25,7'ye yükselmiştir.

## Hisse Performansı



Performans	1Ay	3Ay	12Ay
Mutlak %	23,61	-1,98	20,39
Rölatif %	28,57	19,50	39,56
En Yüksek (TL)	27,48	27,48	45,17
En Düşük (TL)	19,53	19,53	19,53

## Yatırımcı Takvimi

2Ç18 Finansal Sonuçları 14 Ağustos (Tahmini)

Analist : Mehtap İLBİ  
İletişim : 0212 403 41 60  
: [mehtap.ilbi@vakifyatirim.com.tr](mailto:mehtap.ilbi@vakifyatirim.com.tr)

## Aselsan - Yeni bir hikâye yazmanın tam zamanı...

2017 yılında güçlü operasyonel ve finansal performansın da desteği ile tarihi rekor seviyelerin görüldüğü ve BIST100 endeksine göre %103 oranında pozitif ayrışmanın yaşandığı Aselsan hisselerinin, yılın sonlarına doğru alınan ikincil halka arz kararının etkisiyle baskı altında kaldığını gördük. İkincil halka arzın başarıyla tamamlanması ile fiili dolaşım oranı %15,3'ten %25,7'ye yükselen hissede daha öngörülebilir ve sağlıklı fiyat hareketlerinin oluşmasını bekliyoruz. Türk savunma sanayiinin en önemli oyuncusu olan Aselsan'ı, i) güçlü büyüme hikâyesi, ii) döviz bazlı iş modeli, iii) ihracat pazarlarında ve ulaşım, güvenlik, enerji ve sağlık gibi savunma dışı alanlarda büyüme potansiyeli ve iv) konjonktürel bir hisse olmaması ile beğeniyor; mevcut fiyat seviyelerinin orta-uzun vadeli yatırımlar için cazip olduğunu düşünüyoruz. Aselsan için İndirgenmiş Nakit Akımları yöntemine göre yaptığımız değerlendirme sonucunda 12 aylık hedef fiyatımızı 38,2 TL olarak belirliyor, uzun vadeli önerimizi "AL", kısa vadeli önerimizi "Endeksin Üzerinde Getiri" olarak başlatıyoruz.

mn TL	Ciro	FAVÖK	Net Kâr	HBT (TL)	F/K (x)	FD/FAVÖK (x)
2015	2.780	428	213	0,13	139,2	69,2
2016	3.768	716	795	0,04	37,3	41,4
2017	5.360	1.048	1.388	0,08	21,4	28,3
2018T	7.226	1.413	1.755	0,08	16,9	21,0
2019T	9.131	1.781	2.134	0,10	13,9	16,7
2020T	11.133	2.159	2.467	0,12	12,0	13,7

- **Türk savunma sanayiinin lider oyuncusu** - Aselsan, Savunma Sanayii Başkanlığı ve Millî Savunma Bakanlığı başta olmak üzere çoğu kamu kurumunun en önemli tedarikçisidir ve bu durum Şirketin 1Ç18 sonu itibarıyla 7,5 mlr \$ gibi önemli bir bakiye siparişi seviyesine ulaşmasını sağlamıştır.
- **Kendi kendini finanse eden iş modeli** - Aselsan, üstlendiği projelerin finansmanını başlangıç dönemlerinde müşterilerinden aldığı avanslar ve ara dönemlerdeki ödemelerle sağlamaktadır. Ayrıca, nakit Ar-Ge harcamalarının %75-80 gibi ağırlıklı kısmının müşterileri tarafından finanse edilmesi de Şirketin işletme sermayesi yönetimini destekleyen bir unsur olarak öne çıkmaktadır.
- **Güçlü operasyonel kârlılık** - Güçlü ciro büyümesi ve kur kaynaklı olumlu etkiyle Aselsan'ın FAVÖK'ü 2015-2017 döneminde yıllık ortalama %56,4 büyürken, söz konusu dönemde FAVÖK marjı %15,4'ten %19,6'ya yükselmiştir. Operasyonel kârlılıkta kaydedilen olumlu trendin, ciro büyümesinin ve kur kaynaklı pozitif etkinin devamı ile önümüzdeki dönemde de sürmesini bekliyoruz; yüksek baz etkisine rağmen FAVÖK'ün 2018 yılında yıllık bazda %34,8 artmasını (2019 yılında +%26) ve FAVÖK marjının %19,6 seviyesinde (2019 yılında %19,5) gerçekleşeceğini tahmin ediyoruz.
- **Düşük kaldıraç kullanımı** - Aselsan, Eximbank ve Savunma Sanayii Destekleme Fonu'ndan uygun koşullarda kredi kullanma imkânına sahip olmakla birlikte, savunma sanayiinde faaliyet göstermesinin de bir sonucu olarak, ağırlıklı olarak özsermaye ile finansmanı tercih etmektedir. Her ne kadar Şirketin 1Ç18 sonu itibarıyla 25 mn TL net borç pozisyonu bulursa da, yılsonlarına doğru artan tahsilatlarla birlikte nakit zengini bir yapıda olduğu görülmektedir. Ayrıca Şirketin 31 Mayıs - 1 Haziran tarihlerinde talep toplamasını gerçekleştirdiği ikincil halka arz ile sağladığı 3 mlr TL'ye yakın nakit, hem işletme sermayesi yönetimi hem de yatırım finansmanı açısından önemli bir avantaj sağlayarak Şirketin güçlü bilanço yapısını destekleyecektir.
- **Ihracat pazarlarında büyüme imkânı** - Mevcut durumda gelirlerinin ağırlıklı kısmını yurt içinden sağlayan ve bu anlamda yoğunlaşma riski taşıyan Aselsan, %15 seviyesinde olan ihracat payını önümüzdeki dönemde artırmayı hedeflemektedir. Körfez Bölgesi, Uzak Doğu, Türkiye Cumhuriyetleri ve Güney Amerika gibi bölgeler, Şirketin büyüme fırsatlarını değerlendirmeye devam edeceği pazarlar olarak öne çıkmaktadır.
- **Savunma dışı alanlarda büyüme potansiyeli** - Aselsan, savunma sanayiinde kaydettiği güçlü bilgi birikimi ve tecrübesini savunma dışı alanlara da aktarmak istemektedir. Şirketin önümüzdeki dönemde, savunma dışı alanlardaki büyüme fırsatlarını değerlendirme konusundaki girişimlerini yoğunlaştırarak, büyümede ve kârlılıkta daha istikrarlı konuma geleceğini tahmin ediyoruz.
- **Riskler** -Aselsan'ın yurt dışındaki faaliyet gösterdiği ülkelerin Türkiye ile politik ilişkilerinde bozulmalar ve TL'nin \$ ve € karşısında değer kazanması, tahminlerimiz, hedef fiyatımız ve tavsiyemize yönelik aşağı yönlü riskler arasında öne çıkmaktadır.

16 Temmuz 2018 Pazartesi

Getir Tablosu (mn TL)	2015	2016	2017	2018T	2019T	2020T
Satış Gelirleri (net)	2.780	3.768	5.360	7.226	9.131	11.133
FVÖK	325	606	916	1.279	1.616	1.968
Amortisman Giderleri	103	110	133	134	165	191
FAVÖK	428	716	1.048	1.413	1.781	2.159
Diğer Gelir ve Giderler (Net)	-122	204	257	162	98	98
Finansal Gelir ve Giderler (Net)	-117	-85	-21	291	393	370
VÖK	79	734	1.171	1.755	2.134	2.468
Vergiler	134	61	217	0	0	0
Net Dönem Kârı	213	795	1.388	1.755	2.134	2.467
HBK (TL)	0,4	0,8	1,4	1,5	1,9	2,2

Bilanço (mn TL)	2015	2016	2017	2018T	2019T	2020T
Nakit ve Benzerleri	681	1.169	1.263	3.985	4.733	5.690
Kısa Vadeli Ticari Alacaklar	1.068	2.040	1.581	2.421	3.034	3.669
Stoklar	887	1.187	2.222	2.174	2.731	3.312
Duran Varlıklar	3.152	3.535	5.580	6.195	8.040	10.031
Uzun Vadeli Ticari Alacaklar	376	386	1.575	858	1.084	1.322
Finansal Yatırımlar	434	516	569	644	729	824
Maddi Duran Varlıklar	925	968	1.091	1.601	2.157	2.761
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	538	697	891	1.231	1.658	2.122
Uzun vadeli ertelenmiş vergi varlıkları	331	385	651	899	1.211	1.550
Diğer Duran Varlıklar	508	527	720	961	1.202	1.451
Toplam Aktifler	6.245	8.598	11.639	16.113	20.230	24.763
Finansal Borçlar	603	494	534	726	913	1.107
Kısa Vadeli	447	372	472	631	788	948
Uzun Vadeli	156	122	62	95	125	159
Ticari Borçlar	800	1.306	3.052	2.435	3.080	3.759
Kısa Vadeli	577	1.053	1.790	1.903	2.407	2.939
Uzun Vadeli	223	253	1.262	532	673	820
Özkaynaklar	2.841	3.691	4.768	8.525	10.643	13.076
Ana Ortaklığa ait Özkaynaklar	2.840	3.691	4.768	8.524	10.642	13.075
Azınlık payları	0	0	1	1	1	1
Net Borç	-78	-674	-729	-3.259	-3.820	-4.583

Nakit Akım Tablosu (mn TL)	2015	2016	2017	2018T	2019T	2020T
VÖK	79	734	1.171	1.755	2.134	2.468
Amortisman	103	110	133	134	165	191
İşletme sermayesi ihtiyacı	-100	-796	162	-679	-667	-684
Vergi	134	61	217	0	0	0
Yatırım Harcamaları	-254	-352	-550	-645	-720	-795
Temettü Ödemesi (Brüt)	-65	-42	-76	-95	-116	-134
Bedelli Sermaye Artırımı	0	500	0	140	0	0
ΔBorçlanma Değişimi	124	-109	40	192	187	194
Diğer Nakit Giriş/Çıkış	527	382	-1.002	1.921	-236	-283
Yıl Boyunca Yaratılan Nakit	22	106	1.096	801	983	1.240
Dönemsonu Nakit	681	1.169	1.263	3.985	4.733	5.690

Büyüme (%)	2015	2016	2017	2018T	2019T	2020T
Satış	9,7%	35,5%	42,3%	34,8%	26,4%	21,9%
FAVÖK	-8,0%	67,1%	46,4%	34,8%	26,0%	21,2%
Net Dönem Kârı	-45,7%	273,5%	74,5%	26,5%	21,6%	15,6%

Çarpanlar (x)	2015	2016	2017	2018T	2019T	2020T
FD/Satışlar	10,7	7,9	5,5	4,1	3,2	2,7
FD/FAVÖK	69,2	41,4	28,3	21,0	16,7	13,7
F/K	139,2	37,3	21,4	16,9	13,9	12,0
PD/DD	10,4	8,0	6,2	3,5	2,8	2,3

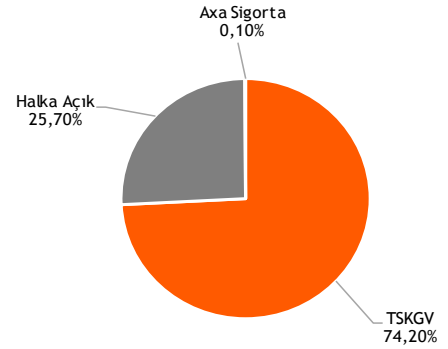
Finansal Rasyolar	2015	2016	2017	2018T	2019T	2020T
Özsermaye Kârlılığı (%)	7,9%	24,3%	32,8%	26,4%	22,3%	20,8%
FAVÖK Marjı (%)	15,4%	19,0%	19,6%	19,6%	19,5%	19,4%
Net Kâr Marjı (%)	7,7%	21,1%	25,9%	24,3%	23,4%	22,2%
Net Borç/Özsermaye (x)	0,0	-0,2	-0,2	-0,4	-0,4	-0,4
Net Borç/FAVÖK (x)	-0,2	-0,9	-0,7	-2,3	-2,1	-2,1
KV Borç/UV Borç (%)	286,6%	303,8%	758,7%	666,8%	629,8%	595,5%
Özsermaye/Aktif Toplamı (%)	45,5%	42,9%	41,0%	52,9%	52,6%	52,8%
Cari Oran (x)	2,0	2,3	1,6	2,2	2,2	2,1
Brüt Nakit Temettü Dağıtım Oranı (%)	30,5%	5,3%	5,4%	5,4%	5,4%	5,4%

Şirket	Aselsan
Hisse Kodu	AELS - AELS TI, AELS IS
Vakıf Yatırım Öneri	AL
Kapanış (TL)	26,0
Hedef Fiyat (TL)	38,2
Mevcut Piyasa Değeri (mn TL)	29.640
Hedef Piyasa Değeri (mn TL)	43.515
Yükselme Potansiyeli	46,8%

#### Aselsan Hakkında

Aselsan, Türk Silahlı Kuvvetleri'nin haberleşme ihtiyaçlarının milli imkanlarla karşılanması amacıyla 1975 yılında kurulmuş olup, Türkiye'nin en büyük savunma elektroniği şirkettir. Şirketin %74,2 ile ana hissedarı Türk Silahlı Kuvvetlerini Güçlendirme Vakfı'dır (TSKGV). 2018 yılının 31 Mayıs - 1 Haziran tarihlerinde talep toplaması gerçekleştirilen ikincil halka arz sonrası şirketin fiili dolaşım oranı %15,3'den %25,7'ye yükselmiştir.

#### Ortaklık Yapısı



#### SWOT Analiz

##### Güçlü Yönler

- Yurt içinde lider savunma elektroniği şirketi
- Savunma ve savunma dışı alanlara yönelik geniş ürün gamı
- Bakiye siparişlerde sürdürülebilir büyüme
- Ana ihracat pazarlarında artan bilinirlik
- Savunma sanayiinde geniş bilgi birikimi ve tecrübe
- Düşük kaldıraç ve destekleyici işletme sermayesi yapısı
- Türkiye'nin en büyük Ar-Ge merkezi ve nitelikli personel yapısı

##### Zayıf Yönler

- Yurt içinde kamu kurumlarına yüksek bağımlılık
- Gelirlerde ihracatın ve savunma dışı alanların payının düşük olması
- Sektörün doğası gereği düşük şeffaflık

##### Fırsatlar

- Hükümetin milli savunma sanayiini destekleme politikası
- Ar-Ge yatırımlarını destekleyici yasal çerçeve
- Türkiye'de ve ihracat pazarlarında askeri harcamaların artması
- Güney Doğu, Suriye ve Irak'ta artan askeri faaliyetler
- İhracat pazarlarında yeni satın alma ve ortaklıklar
- TL'nin yabancı para birimleri (\$ ve €) karşısında değer kaybetmesi

##### Tehditler

- Makroekonomik koşullarında kötüleşme
- Hükümet bütçelerinde savunma harcamalarının payının azalması
- Askeri faaliyetlerde azalma
- İhracat yapılan ülkeler ile politik ilişkilerde bozulma
- Tahsilatlarda gecikmeler ve işletme sermayesinde kötüleşme

## Neden AL önerisi veriyoruz?

*Yüksek öncelikli, stratejik öneme sahip sektörde lider şirket...*

*Büyük ölçekli milli projelerde seri üretimlerin devreye girmesiyle büyümede hızlanma...*

- **Türk savunma sanayiinin itici gücü** - Aselsan, kurulduğu 1975 yılından bu yana milli savunma sanayiinin dışa bağımlılığının azaltılması sürecinin en önemli mimarlarından birisi olmuştur. Her ne kadar ortaya çıkış amacı Türk Silahlı Kuvvetleri'nin haberleşme ihtiyaçlarının milli imkânlarla karşılanması olsa da Türkiye'nin en büyük savunma elektroniği şirketi olarak Aselsan, geliştirdiği en yeni teknolojilerle savunma sanayiinin pek çok alanına yönelik ihtiyaçların karşılanmasında önemli roller üstlenmiş ve üstlenmeye de devam etmektedir. Cumhurbaşkanlığı Hükümet Sistemi'ne geçişten sonra da savunma sektörünün öncelikli sektörler arasında yer almaya devam edeceğini düşünüyoruz. Bu doğrultuda Aselsan'ın, sektörün vadettiği büyüme potansiyelinden, vergi avantajlarından ve Ar-Ge teşviklerinden fayda sağlamaya devam etmesini bekliyoruz.
- **Büyüme hikâyesinin henüz başlarında** - Aselsan'ın bakiye siparişleri 2015-2017 döneminde yıllık ortalama %25,8 artarak 6,8 mlr \$'a yükselirken, 1Ç18 sonu itibariyle ise 7,5 mlr \$ ile tarihi yüksek seviyeye ulaşmıştır. Ancak, söz konusu rekor seviyede, henüz sözleşmeye bağlanmayan büyük ölçekli milli projelerin (MILGEM İ-Sınıfı Firkateyn, HAVASOJ, Lazer Güdüm Kiti, Altay Tankı seri üretimi gibi) yer almadığını belirtmek isteriz. Söz konusu projelerin de devreye girmesiyle, Aselsan'ın büyüme döngüsünde önemli bir sıçrama kaydedeceğini düşünüyoruz.
  - **MILGEM İ-Sınıfı Firkateyn** - Türkiye'de ilk defa korvet tipi bir askeri geminin tasarımının milli olarak gerçekleştirildiği söz konusu projede Aselsan alt yüklenici olarak yer almaktadır. Daha önce Deniz Kuvvetleri Komutanlığı'nın hizmetine sunulan 4 adet gemiye ek olarak 4 adet geminin daha üretilmesi planlanmaktadır. Gemi başına Aselsan'a düşen payın 120-150 mn € civarında olduğu tahmin edilmektedir. Ayrıca, Türkiye'nin kazandığı ihale kapsamında Pakistan Deniz Kuvvetleri'ne MILGEM sınıfı 4 adet korvetin satışı gerçekleştirilecek. Söz konusu korvetlerin 2024 yılına kadar Pakistan Deniz Kuvvetleri'nin envanterine girmesi beklenirken, toplam proje büyüklüğünün 5 mlr \$ olduğu tahmin edilmektedir. İhracat kapsamında satış fiyatına dair herhangi bir resmi açıklama yapılmamakla birlikte, yurt içinde verilen sistemlerin tamamının yurt dışına da verileceği ve yurt içine benzer bir fiyatlama varsayımı altında, Aselsan'a potansiyel toplam katkının 600 mn €'ya kadar çıkabileceğini düşünüyoruz. Bu doğrultuda, yurt içi ve ihracat kapsamındaki toplam 8 adet korvetin satışının Aselsan'a sunacağı potansiyel katkının, Şirketin 1Ç18 sonu itibariyle bakiye siparişlerinin yaklaşık %19'una kadar çıkabileceğini ve Şirket finansallarına olumlu etkide bulunacağını düşünüyoruz.
  - **HAVASOJ (Stand-off Jammer)** - Aselsan'ın ana yüklenici olarak yer aldığı projenin bu yıl içerisinde imzalanması beklenirken, Şirkete potansiyel katkısının 500 mn \$'ın (1Ç18 sonu itibariyle bakiye siparişlerinin yaklaşık %7'si) üzerinde olacağı tahmin edilmektedir.

- **Lazer güdüm kiti** - Aselsan'ın ana yüklenici olarak yer aldığı proje ihracat kapsamında olup, Şirkete potansiyel katkısının 1 mlr \$'a (1Ç18 sonu itibarıyla bakiye siparişlerinin yaklaşık %13'ü) kadar çıkabileceği tahmin edilmektedir.
- **Altay Tankı seri üretimi** - Milli ana muharebe tankı Altay'ın seri üretimi sürecinde alt yüklenici olarak yer alacak olan Aselsan'ın tank başına elde edeceği potansiyel katkının 3-3,5 mn \$ seviyesinde olduğu tahmin edilmektedir. İlk etapta 250 adet tank üretiminin planlandığını göz önünde bulundurduğumuzda, toplam katkının 875 mn \$'a (1Ç18 sonu itibarıyla bakiye siparişlerinin yaklaşık %12'si) kadar çıkabileceğini ve finansallara olumlu katkıda bulunacağını düşünüyoruz.

**Güçlü finansal yapı, düşük dış kaynak bağımlılığı ve yüksek döviz bazlı gelirlerle avantajlı konumda...**

- **Destekleyici işletme sermayesi yapısı** - Aselsan, kendi kendini finanse eden bir iş modeline sahiptir. Müşterilerinden başlangıç dönemlerinde aldığı proje avansları (proje büyüklüğünün %10-20'si oranında) ve ara dönem ödemelerinin yardımıyla, projelerin gerektirdiği yatırım ihtiyacını finanse eden şirket, bu yönüyle kendi kendini finanse edebilen bir iş modeline sahip olmanın avantajına sahiptir. Ayrıca, Şirketin nakit Ar-Ge harcamalarının %75-80 gibi ağırlıklı kısmı müşterileri tarafından finanse edilmekte olup, bu özellikli yapı, Şirketin finansman ve işletme sermayesi ihtiyacını azaltarak, nakit akımlarını destekleyici etkide bulunmaktadır.
- **Güçlü finansal yapı** - Şirketin 1Ç18 sonu itibarıyla 25 mn TL seviyesinde net borcu gözükse de özellikle yılın son çeyreğinde artan tahsilatlarla nakit varlığı artmaktadır. Bazı istisna yıllar haricinde tarihsel olarak şirketin net nakit pozisyonunda olduğu görülmektedir. Şirket, 31 Mayıs - 1 Haziran tarihlerinde talep toplaması gerçekleşen ikincil halka arzı ile 3 mlr TL'ye yakın büyüklükte bir nakit girişi sağlamıştır. Şirketin mevcut piyasa değerinin yaklaşık %10'una denk gelen söz konusu nakit, güçlü finansal yapının korunmasına yardımcı olmasının yanı sıra gelecek dönemde gerek yurt içi gerekse de ihracat pazarlarında oluşabilecek büyüme fırsatlarının değerlendirilmesinde önemli rol oynayacaktır.
- **Döviz bazlı iş modeli** - Aselsan, gerek operasyonel gerekse de finansal açıdan uzun döviz pozisyonuna sahiptir. Şirketin 1Ç18 sonu itibarıyla bakiye siparişlerinin %78'i (%45'i \$, %33'ü €) döviz bazlı olup, harcamalarının ise %55'i (%40'ı \$, %15'i €) döviz bazlıdır. Finansal tarafta ise, 1Ç18 sonu itibarıyla -130 mn \$ ve -120 mn € uzun pozisyonu bulunmaktadır. Gelişmiş ülke merkez bankalarının para politikalarında normalleşme sürecinde olmalarının gelişen ülke para birimlerini olumsuz yönde etkilemeye devam edeceğini düşünüyoruz. Bu doğrultuda, TL'nin hem \$ hem de € karşısında değer kaybı yaşamasını ve Aselsan'ın hem operasyonel kârlılığına hem de net kârına olumlu etkide bulunacağını tahmin ediyoruz.
- **Ucuz finansmana erişim imkânı** - Şirketin faaliyet gösterdiği savunma sektörünün gizlilik esasına dayalı bir yapıda olması ve en önemli müşterilerinin kamuyu temsil eden kurumların olması nedeniyle Aselsan, finansman konusunda ağırlıklı olarak özsermaye kullanımını tercih etmektedir. Ancak, gerektiğinde Eximbank ve Savunma Sanayii Destekleme Fonu gibi kurumlardan, herhangi bir ticari bankadan kullanabileceği borçlanmaya göre daha uygun koşullarda finansmana erişim imkânına sahiptir.

16 Temmuz 2018 Pazartesi

*Artan ihracat ile yurt içine yoğunlaşma riskinde azalma beklentisi...*

*Savunma alanındaki bilgi birikimi ve tecrübesi ile savunma dışı alanlarda da büyüme imkânı...*

- **İhracatın büyümeye katkısında artış potansiyeli** - Gelirlerinin yaklaşık %15'i ihracat kaynaklı olan Aselsan, önümüzdeki dönemde bu oranı ilk etapta %30'a çıkarmayı hedeflemektedir. Yüksek askeri harcamalarıyla dikkat çeken (GSYH'sinin yaklaşık %10'u) ve savunma sanayiinde yerlilik oranını artırmayı hedefleyen Suudi Arabistan başta olmak üzere Ortadoğu ülkelerinin Aselsan için önemli büyüme fırsatları sunacağını düşünüyoruz. Uzak Doğu, Türki Cumhuriyetler ve Güney Amerika gibi bölgelerin de Şirketin gerek savunma gerekse de savunma dışı alanlarda büyüme imkânı bulabileceği pazarlar olarak öne çıkabileceğini düşünüyoruz. Böylelikle, ihracatın büyümeye katkısının artmasını ve Şirketin yurt içi projelere bağımlılığının azalarak riski dağıtan dengeli bir gelir yapısına ulaşmasını bekliyoruz.
- **Savunma dışı alanlarda büyüme potansiyeli** - 2017 sonu itibarıyla Aselsan'ın savunma dışı sektörlerden elde ettiği gelirlerin toplam ciro içerisindeki payı %13 olup, bakiye siparişlerinin ise %6'sını oluşturmaktadır. Savunma sanayiinde elde ettiği bilgi birikimini savunma dışı alanlara aktarmak isteyen Aselsan, bu hedef doğrultusunda 2014 yılında UGES iş alanını kurmuştur. Şirketin savunma şirketi olmaktan ziyade teknoloji üreten bir şirket olmasının getirdiği avantajla, savunma dışı alanlardaki büyüme potansiyelinden de faydalanacağını düşünüyoruz. Bu noktada özellikle de sağlık sektörünün önemli bir büyüme alanı yaratacağını tahmin ediyoruz. Hükümetin savunma sektöründe olduğu gibi sağlık sektöründe de dışa bağımlılığın azaltılması hedefi bulunmaktadır. Aselsan, sağlık alanında ultrason, MR ve dijital X-Ray gibi tıbbi cihazların üretilmesi konusunda çalışmalar yürütmektedir. Son dönemde basında yer alan haberlerde, Sağlık Bakanlığı'nın önümüzdeki günlerde yapması beklenen tıbbi cihaz alım ihalesine Aselsan'ın General Electric (GE) ile ortak olarak katılacağı belirtilmişti. İhalede son teklif verme tarihi 24.07.2018 olup, 10 yıl alım garantili ihale sonrasında cihazların 5 yıl içinde %50'sinin Türkiye'de üretimi hedeflenmektedir. Aselsan'ın söz konusu ihaleyi kazanması, tıbbi cihaz alanında ülkenin dışa bağımlılığının azaltılması sürecine katkıda bulunması, know-how birikimi sağlaması ve kârlı bir alan olması gibi nedenlerle önemli bir katalist olacaktır.



### Aselsan için AL önerimizdeki temel riskler nelerdir?

- **Politik ilişkilerde bozulma** - Savunma sektörü, diğer sektörler nazaran politik ilişkilerdeki gelişmelerin etkisinde olan sektörlerin başında gelmektedir. Türkiye'nin, Aselsan'ın faaliyet gösterdiği ülkeler ile politik ilişkilerinde bozulmalar yaşanması, söz konusu ülkelerde devam eden projelerle birlikte yeni iş alma potansiyeli üzerinde risk oluşturabilir.
- **Ticaret savaşları** - Her ne kadar Şirketin hammadde alımında tek tedarikçi bağımlılığı bulunmasa da, hammadde ithalatına yönelik olası kısıtlayıcı önlemler, Şirketin operasyonlarında aksama yaratarak finansalları üzerinde risk oluşturabilir.
- **Yurt içine yoğunlaşma riski** - İhracatın payında beklediğimiz artışın gerçekleşmemesi, Şirketin yurt içi projelere bağımlı yapısının ve dolayısıyla yoğunlaşma riskinin devam etmesine neden olabilir.
- **Makroekonomik koşullarda kötüleşme** - Başta Türkiye olmak üzere Aselsan'ın faaliyet gösterdiği ülke ekonomilerinde yaşanacak olası kötüleşmeler, savunma bütçelerinde azalmaya neden olabilir. Bu durum, Şirketin mevcut projelerinde aksamalara, ötelemelere ve hatta iptallere neden olarak büyüme hikâyesini sekteye uğratabilir.

### Değerleme ve öneri

- Aselsan'ın hedef değerini hesaplarken İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) yöntemini kullandık. Aselsan ile küresel ölçekte benzerliği bulunan şirketlerin piyasa çarpanlarına bilgi amaçlı olarak raporumuzda yer verdik. Ancak, söz konusu şirketlerin endüstri yaşam eğrisinde doyum noktasına ulaştıkları ya da yaklaştıkları, buna karşın Aselsan'ın henüz büyüme aşamasında genç bir şirket olduğu gerçeğinden hareketle kıyaslanabilir olmadıklarını düşünerek değerlememize dâhil etmedik.
- Aselsan için 12 aylık hedef fiyatımızı hisse başı 38,2 TL olarak belirliyor, mevcut fiyata göre sunduğu %46,8 oranındaki getiri potansiyelini de göz önünde bulundurarak uzun vadeli önerimizi "AL", kısa vadeli önerimizi "Endeksin Üzerinde Getiri" olarak başlatıyoruz.
- İNA varsayımlarımız ve finansal tahminler;
  - İNA analizimizde iskonto oranını hesaplarken %14,0 risksiz faiz oranı (terminal yıl için %13,0), %5,5 hisse senedi risk primi (terminal yıl için %5,0), 0,77 beta (terminal yıl için 1) kullanırken, reel büyüme ve enflasyon varsayımlarımız doğrultusunda %10 sonsuz büyüme oranı uyguladık.
  - Net satış gelirlerinin projeksiyon dönemimizde yıllık ortalama %22,8 büyüyeceğini, uç değer hesabında ise yıllık ortalama %15 büyüyeceğini öngörüyoruz.
  - Projeksiyon dönemimizde FAVÖK'ün yıllık ortalama %22,2 büyüyeceğini ve aynı dönemde FAVÖK marjının ortalama %19,1 seviyesinde gerçekleşeceğini tahmin ediyoruz.
  - Yatırım harcamalarının net satış gelirlerine oranının projeksiyon dönemimizde ortalama %5,5 olmasını bekliyoruz.
  - Net işletme sermayesinin satışlara oranının projeksiyon dönemi boyunca ortalama ~%35 seviyesinde olacağını öngörüyoruz.
  - Şirketin son 10 yıllık periyotta ertelenmiş vergi gelirleri nedeniyle vergi ödemediği görülmekte olup, 2023 yılına kadar kurumlar vergisi ödemesi beklenmemektedir. Aselsan'ın 2023 sonrası dönemde de vergi ve Ar-Ge teşviklerinden yararlanarak vergi ödemesini beklemiyoruz. Bu nedenle projeksiyon dönemimizde efektif vergi oranını %0 aldık, uç değer hesabında ise vergi avantajlarından yararlanmaya devam edeceğini ama %10 oranında vergi ödeyeceğini varsaydık. Diğer yandan ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti hesabında Şirketin tabi olduğu kurumlar vergisi oranını kullandık (2018-2019-2020 yılları için %22, sonraki yıllar için %20).

- Değerlememize ilişkin başlıca riskler ve potansiyeller;
  - Aselsan'ın faaliyet gösterdiği ülkeler ile Türkiye arasındaki politik ilişkilerde iyileşmeler/bozulmalar, Şirketin söz konusu ülkelerde yeni iş alma potansiyelini ve varsayımlarımızı olumlu/olumsuz yönde etkileyebilir.
  - Faaliyet gösterilen ülke ekonomilerinde büyümeler/daralmalar nedeniyle ilgili ülkelerin bütçelerinden savunma sektörüne ayırdıkları paylarda artışlar/azalışlar, Aselsan'ın yeni sipariş alma potansiyelini olumlu/olumsuz yönde etkileyebilir ve varsayımlarımızda değişikliklere yol açabilir.
  - İhracat pazarlarında yabancı şirketlere yönelik destekleyici/kısıtlayıcı uygulamaların devreye girmesi, varsayımlarımızı olumlu/olumsuz yönde etkileyebilir.
  - Yeni sipariş alımlarında beklentimizden güçlü/zayıf artışlar ve siparişlerin teslimat sürelerinde öne çekilmeler/gecikmeler, başta net satış gelirleri olmak üzere varsayımlarımızda olumlu/olumsuz yönde değişikliklere yol açabilir.
  - Şirketin operasyonel ve finansal olarak uzun döviz pozisyonuna sahip olması nedeniyle TL'nin \$ ve €'ya karşı değer kaybetmesi/kazanması, operasyonel ve net kâra ilişkin varsayımlarımızı olumlu/olumsuz yönde etkileyebilir.
  - Aselsan'ın savunma ve savunma dışı sektörlerde gerek yurt içinde gerekse de yurt dışında yeni satın alma ve iş birlikleri gibi girişimlerde bulunması, varsayımlarımıza olumlu yansiyabilir.
  - Yurt içinde destekleyici yasal çerçevenin devam ettirilmesi/ettirilmemesi varsayımlarımızı olumlu/olumsuz yönde etkileyebilir.

16 Temmuz 2018 Pazartesi

## Aselsan (ASELS) - İNA (mn TL)

Ağırlıklı Sermaye Maliyeti Hesaplama	2018T	2019T	2020T	2021T	2022T	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T (TD)
Risksiz Faiz Oranı	14,0%	14,0%	14,0%	14,0%	14,0%	14,0%	14,0%	14,0%	14,0%	14,0%	13,0%
Risk Primi	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,0%
Beta	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	1,0
Özsermaye Maliyeti	18,2%	18,2%	18,2%	18,2%	18,2%	18,2%	18,2%	18,2%	18,2%	18,2%	18,0%
Borçlanma Maliyeti	14,5%	14,5%	14,5%	14,5%	14,5%	14,5%	14,5%	14,5%	14,5%	14,5%	13,5%
Kurumlar Vergisi Oranı	22,0%	22,0%	22,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%
Vergi Sonrası Borçlanma Maliyeti	11,3%	11,3%	11,3%	11,6%	11,6%	11,6%	11,6%	11,6%	11,6%	11,6%	10,8%
Özsermaye Oranı	52,9%	52,6%	52,8%	53,1%	53,4%	53,6%	53,8%	54,1%	54,4%	54,7%	50,0%
Ağırlıklı Sermaye Maliyeti	15,0%	15,0%	15,0%	15,1%	15,1%	15,2%	15,2%	15,2%	15,2%	15,2%	14,4%

(mn TL)	2018T	2019T	2020T	2021T	2022T	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T (TD)
Satış Gelirleri (net)	7.226	9.131	11.133	13.455	16.262	19.654	23.753	28.707	34.694	41.931	48.220
Büyüme	34,8%	26,4%	21,9%	20,9%	20,9%	20,9%	20,9%	20,9%	20,9%	20,9%	15,0%
FVÖK	1.279	1.616	1.968	2.387	2.886	3.495	4.232	5.119	6.191	7.482	8.337
Operasyonel Kâr Marjı	17,7%	17,7%	17,7%	17,7%	17,7%	17,8%	17,8%	17,8%	17,8%	17,8%	17,3%
Efektif Vergi	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	-1.222
Vergi Sonrası Net Operasyonel Kâr/Zarar	1.279	1.616	1.968	2.387	2.886	3.495	4.232	5.119	6.191	7.482	7.115
+ Amortisman	134	165	191	208	231	251	270	289	307	325	343
FAVÖK	1.413	1.781	2.159	2.594	3.117	3.746	4.501	5.408	6.498	7.807	8.680
FAVÖK Marjı	19,6%	19,5%	19,4%	19,3%	19,2%	19,1%	19,0%	18,8%	18,7%	18,6%	18,0%
Yatırım Harcamaları / Amortisman	480%	437%	416%	419%	398%	386%	378%	370%	364%	360%	300%
+/- Çalışma sermayesindeki değişim	679	667	684	779	928	1.106	1.317	1.568	1.866	2.221	1.887
Satışlardaki değişim	1.866	1.905	2.002	2.322	2.806	3.392	4.099	4.954	5.987	7.236	6.290
Çalışma sermayesindeki değişim / Satışlardaki değişim	36%	35%	34%	34%	33%	33%	32%	32%	31%	31%	30%
- Yatırım Harcamaları	-645	-720	-795	-870	-920	-970	-1.020	-1.070	-1.120	-1.170	-1.028
Firmaya Yönelik Serbest Nakit Akımları	89	394	680	945	1.269	1.670	2.165	2.771	3.512	4.417	4.542

Sonsuz Büyüme Oranı											10,0%
Sonsuza Giden Değer											113.561
İskonto Faktörü	0,90	0,78	0,68	0,59	0,51	0,45	0,39	0,34	0,29	0,25	0,22
İskonto Edilmiş Nakit Akımları - Mart 30 2018	80	309	464	560	652	746	839	932	1.026	1.120	25.164
Firma Değeri - Mart 30 2018	31.892										
Azınlık Payları	0,5										
Operasyonel Olmayan Aktifler	0										
Net Borç	25										
Diğer Düzeltmeler*	2.939										
Özsermaye Değeri - Mart 30 2018	34.805										
Özsermaye Maliyeti	18,24%										
12A Hedef Özsermaye Değeri	43.515										
12A Hedef Fiyat (TL)	38,2										
Yükseliş Potansiyeli	46,8%										

**Kaynak:** Vakıf Yatırım Araştırma ve Strateji  
\*İkincil halka arzdan elde edilen yaklaşık gelir

16 Temmuz 2018 Pazartesi

### Benzer Şirketler Çarpan Analizi

- Aselsan, 2018 ve 2019 yıllarına ilişkin tahminlerimize göre sırasıyla 21x ve 16,7x seviyesindeki FD/FAVÖK çarpanları ile uluslararası savunma sanayii şirketlerine kıyasla %65 ve %43 oranlarında primli işlem görmektedir. Ancak, söz konusu şirketlerin endüstri yaşam eğrisinde doyum noktasına ulaştıkları ya da yaklaştıkları, buna karşın Aselsan'ın henüz büyüme aşamasında genç bir şirket olduğu gerçeğinden hareketle kıyaslanabilir olmadıklarını düşünmekteyiz. Öte yandan, Aselsan'ın geçmiş 3 yıllık dönemde kaydettiği güçlü ciro büyümesini ve tahminlerimize göre gelecek dönemde sunduğu büyüme potansiyelini göz önünde bulundurduğumuzda, mevcut çarpanların tavsiyemize yönelik herhangi bir risk teşkil etmediği görüşündeyiz.

#### Aselsan Benzer Şirket Piyasa Çarpanları

Şirket	Piyasa Değeri (mn \$)	FD/Satış (x)		FD/FAVÖK (x)		F/K (x)		FAVÖK Marjı (%)		Net Kâr Marjı (%)	Vergi Öncesi Kâr Marjı (%)	Satış Büyümesi (%)		Bakiye Siparişler
		2018T	2019T	2018T	2019T	2018T	2019T	3 yıllık ort.	2017	3 yıllık ort.	2017	3 yıllık ort.	2017	2017
ABD ortalama	83.971	2,1	2,0	13,1	12,0	19,5	17,5	14,5	15,0	7,8	12,1	1,7	3,7	108.416
ABD medyan	57.518	2,0	1,9	12,7	11,9	19,4	17,4	14,5	14,8	8,4	11,8	1,0	3,9	42.878
BOEING CO/THE	201.590	2,1	2,0	14,7	13,7	22,1	19,9	10,4	13,8	6,4	10,8	1,0	-1,2	488.145
GENERAL DYNAMICS	57.518	1,7	1,5	11,5	10,4	17,2	15,4	14,5	14,8	9,1	13,2	0,2	1,3	63.175
HONEYWELL INTL	110.463	2,7	2,7	12,7	11,9	18,1	16,9	20,0	19,8	9,6	17,0	0,2	3,1	17.690
L3 TECHNOLOGIES	15.857	1,9	1,8	14,0	12,7	20,7	18,1	12,1	10,8	4,1	9,1	-4,1	3,9	8.879
LOCKHEED MARTIN	89.459	2,0	1,9	12,7	11,7	19,4	17,4	14,1	14,9	8,0	10,3	8,7	8,0	99.936
NORTHROP GRUMMAN	56.174	2,0	1,8	14,0	12,3	19,1	16,6	14,9	14,5	8,4	11,8	2,5	5,3	42.878
RAYTHEON CO	56.738	2,2	2,1	11,9	11,6	20,1	17,9	15,4	16,3	8,8	12,3	3,6	5,1	38.210
Avrupa ortalama	37.424	1,6	1,5	11,1	9,9	21,1	18,1	14,3	14,1	7,7	15,8	5,6	4,0	47.232
Avrupa medyan	28.874	1,4	1,2	10,4	9,5	21,8	18,5	11,3	11,4	5,7	7,3	5,9	3,0	41.200
THALES SA	28.874	1,4	1,2	10,4	9,1	21,8	18,5	11,3	11,2	5,7	7,3	6,8	6,1	31.914
BAE SYSTEMS PLC	28.200	1,2	1,2	10,1	9,5	15,6	14,4	11,2	11,4	5,1	6,2	5,9	3,0	41.200
SAFRAN SA	55.200	2,3	2,1	12,9	11,2	25,8	21,5	20,3	19,7	12,4	33,9	4,1	2,8	68.583
ASELSAN*	6.135	4,1	3,2	21,0	16,7	16,9	13,9	18,0	19,6	18,2	21,8	29,2	42,3	6.800

Kaynak: Bloomberg (13.07.2018 tarihli veriler kullanılmıştır), \*Vakıf Yatırım Araştırma ve Strateji tahmini

## Aselsan ve Sektördeki Konumu

*Türkiye'nin en büyük savunma elektroniği şirketi...*

- **Türk savunma sanayiinin lider oyuncusu** - Aselsan, Türk savunma sanayiinin dışa bağımlılığının azaltılması sürecinin en önemli oyuncularından biri olmuştur. TSK'nın ana tedarik mekanizması olan SSB ve TSK'nın gözetimini yapan MSB, Aselsan'ın en önemli müşterileridir. 1Ç18 sonu itibarıyla Şirketin bakiye siparişlerinin %59'u SSB ve %14'ü MSB projelerinden oluşmaktadır. Ayrıca, Aselsan'ın ana ortağı TSKGV'nin diğer iştirakleri arasında Türk savunma sanayiinin gelişiminde önemli rol oynayan TAI, Roketsan ve Havelsan gibi önemli sistem entegratörleri de Aselsan'ın müşterileri arasında yer almaktadır.

**Tablo 7: TSKGV'nin Diğer İştirakleri**



Havacılık sistemleri tasarım, geliştirme, üretim ve entegrasyon faaliyetleri yürütmektedir.



Diğer entegre savunma dışı ve askeri platformlara teknoloji ve mühendislik çözümleri sunmaktadır.



Savunma ve bilgi teknolojileri alanında yazılım ve sistem çözümleri sunmaktadır.



Pil/batarya ve uçak akü sistemlerinin tasarım, üretim ve proje destek süreçlerini yürütmektedir.



Alternatör ve dizel jeneratör üretmektedir.

*Kaynak: Aselsan, Vakıf Yatırım Araştırma ve Strateji*

- **Yurt içinde dört farklı yerleşkede gerçekleşen operasyonlar** - Aselsan, dört yerleşke üzerinde üretim faaliyetlerini yürütmektedir. 1979 yılında açılan Macunköy yerleşkesi, 186 bin m<sup>2</sup>'lik toplam alan ve 110 bin m<sup>2</sup>'lik kapalı alana sahiptir. Kapasite imkânları doğrultusunda, Şirket önümüzdeki dönemde Gölbaşı yerleşkesinde büyümeyi amaçlamaktadır.

**Tablo 8: Aselsan Yerleşkeleri**

**Macunköy Yerleşkesi (1979)**



**Akyurt Yerleşkesi (1991)**



**Gölbaşı Yerleşkesi (2014)**



**Teknokent Yerleşkesi (2004)**



*Kaynak: Aselsan, Vakıf Yatırım Araştırma ve Strateji*

16 Temmuz 2018 Pazartesi

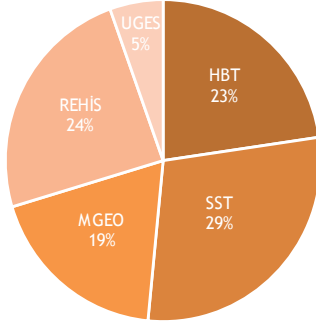
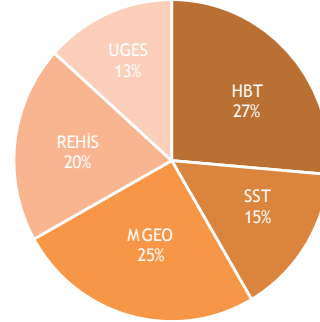
*Beş farklı iş alanı ile sağlanan benzersiz yetenekler...*

- **Birbirinden bağımsız 5 ayrı iş alanı ile artan sinerji** - Aselsan, operasyonlarını birbirinden bağımsız şirket formatında yönetilen i) Haberleşme ve Bilgi Teknolojileri (HBT), ii) Savunma Sistem Teknolojileri (SST), iii) Mikroelektronik, Güdüm ve Elektro-Optik (MGEO), iv) Radar ve Elektronik Harp Sistemleri (REHİS), v) Ulaşım, Güvenlik, Enerji & Otomasyon Sistemleri (UGES) olmak üzere beş farklı iş alanına ayırmıştır. Söz konusu iş alanları sayesinde Şirket önemli bir sinerji kazanımı ile operasyonel verimliliği artırmaktadır.

**Tablo 9: Aselsan İş Alanları**

Haberleşme ve Bilgi Teknolojileri (HBT)	Savunma Sistem Teknolojileri (SST)	Mikroelektronik, Güdüm ve Elektro-Optik (MGEO)	Radar ve Elektronik Harp Sistemleri (REHİS)	Ulaşım, Güvenlik, Enerji & Otomasyon Sistemleri (UGES)
Haberleşme ve Bilgi Teknolojileri	Hava & füze savunma sistemleri	Aviyonik	Radar sistemleri	Güvenlik
Uydu Sistemleri	Kara & silah sistemleri	Elektro-optik	Elektronik harp	Ulaşım
Bilgi Teknolojileri & Siber Güvenlik	Komuta kontrol sistemleri	Güdüm & insansız sistemler	Mikrodalga ürünler	Trafik ve otomasyon
	Deniz sistemleri	Mikroelektronik		Enerji
				Sağlık

Kaynak: Aselsan, Vakıf Yatırım Araştırma ve Strateji

**Grafik 12: Konsolide Bakiye Siparişler (mn \$, 2017)****Grafik 13: Konsolide Satış Gelirleri (mn TL, 2017)**

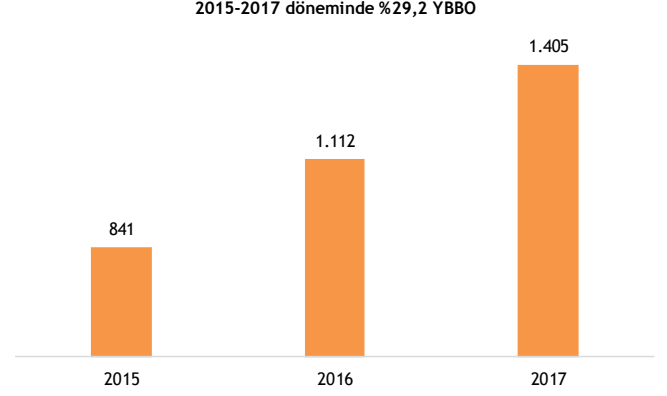
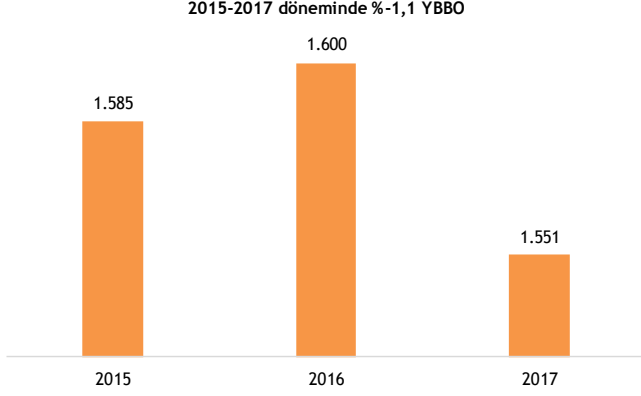
Kaynak: Aselsan, Vakıf Yatırım Araştırma ve Strateji

- **HBT iş alanı**, Şirketin kuruluş sebebidir. Söz konusu iş alanında Aselsan, kara, hava ve deniz platformları için askeri ve profesyonel haberleşme sistemleri geliştirme ve üretim faaliyetlerini yürütmekte olup, Türkiye Cumhuriyetler, Ortadoğu ve Asya'da uzun dönemli ortaklıklara sahiptir. Data link, dost-düşman tanıma sistemleri (IFF), telsiz, baz istasyonları, uydu terminalleri, data & network şifreleme aygıtları, HBT iş alanında geliştirilen ürünler arasında yer almaktadır.

16 Temmuz 2018 Pazartesi

Grafik 14: HBT - Bakiye Siparişler (mn \$)

Grafik 15: HBT - Satış Gelirleri (mn TL)

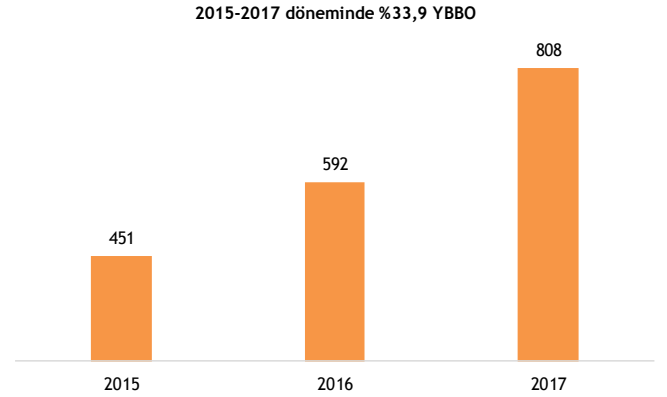
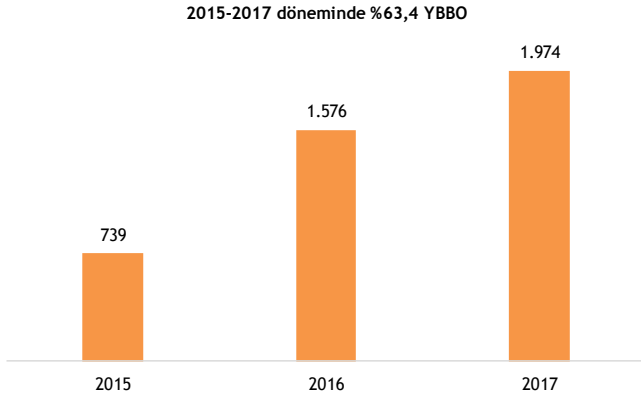


Kaynak: Aselsan, Vakıf Yatırım Araştırma ve Strateji

- **SST iş alanında** Aselsan, ağırlıklı olarak kara platformlarına entegre edilmek üzere silah sistemlerinin satışını gerçekleştirmektedir. Hava savunma füze ve silah sistemleri, obüs-hava atış kontrol, uzaktan komutalı atış sistemleri, muharebe yönetim sistemi ve hava savunma komuta & kontrol, SST iş alanında geliştirilen ürünler arasında yer almaktadır. Bu iş alanında Aselsan, 2018 yılında ihracat tarafında tank modernizasyonu, C4ISR, uzaktan kumandalı silah sistemleri, hava savunma ve deniz sistemleri alanlarına odaklanmayı hedeflemektedir.

Grafik 16: SST - Bakiye Siparişler (mn \$)

Grafik 17: SST - Satış Gelirleri (mn TL)



Kaynak: Aselsan, Vakıf Yatırım Araştırma ve Strateji

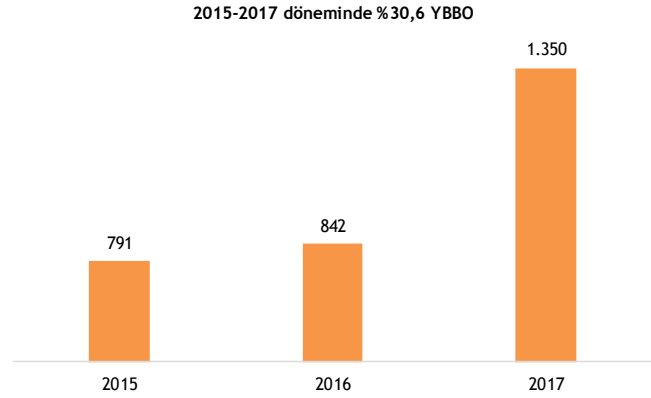
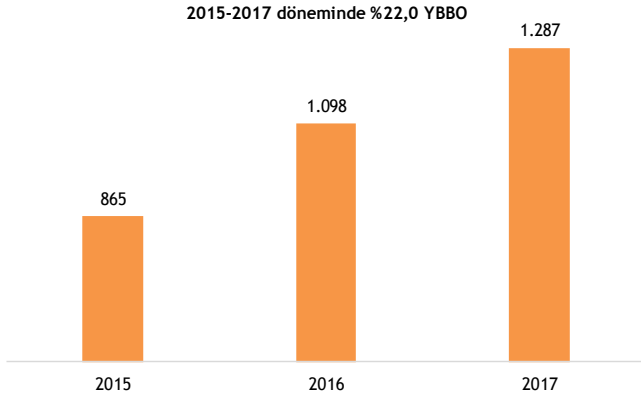
- **MGEO iş alanı**, Aselsan'ın ihracatında önemli bir yere sahiptir. Nitekim Şirketin 2017 yılında gerçekleştirdiği ihracatın %40'ı bu iş alanından sağlanmıştır. Termal görüntüleme, gece/gündüz görüş, lazer sistemleri, aviyonik bilgisayarlar, kızıl ötesi arayıcı başlık (hava), insansız sistemler, kızıl ötesi dedektörler, MGEO iş alanında geliştirilen ürünler arasında yer almaktadır.



16 Temmuz 2018 Pazartesi

Grafik 18: MGEO - Bakiye Siparişler (mn \$)

Grafik 19: MGEO - Satış Gelirleri (mn TL)

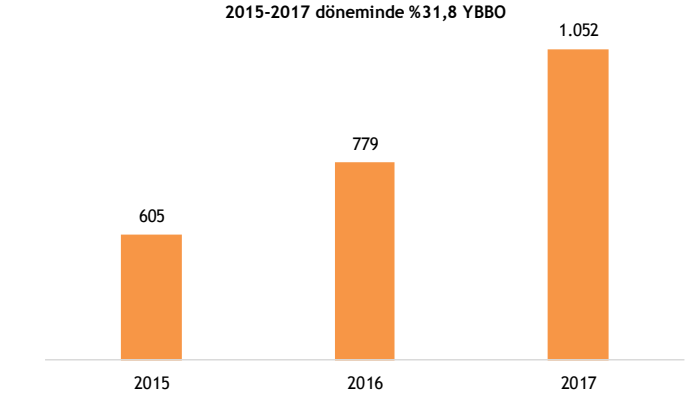
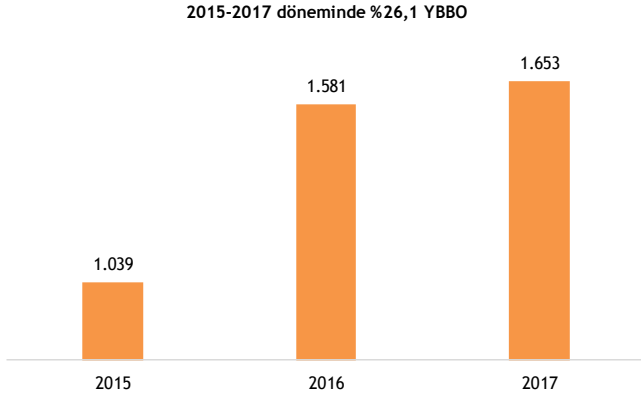


Kaynak: Aselsan, Vakıf Yatırım Araştırma ve Strateji

- **REHİS**, Aselsan'ın elektronik harp ve radar sistemleri alanında faaliyetlerini yürüttüğü iş alanıdır. Şirket, bugüne kadar yaptığı yatırımların bir sonucu olarak radar teknolojisinde dünyanın önde gelen şirketleri arasında yer almaktadır. Hava savunma radarı, gözetleme radarı, denizaltı radar elektronik destek sistemi, güç yükselteçleri, frekans çeviriciler, REHİS iş alanında geliştirilen ürünler arasında yer almaktadır.

Grafik 20: REHİS - Bakiye Siparişler (mn \$)

Grafik 21: REHİS - Satış Gelirleri (mn TL)



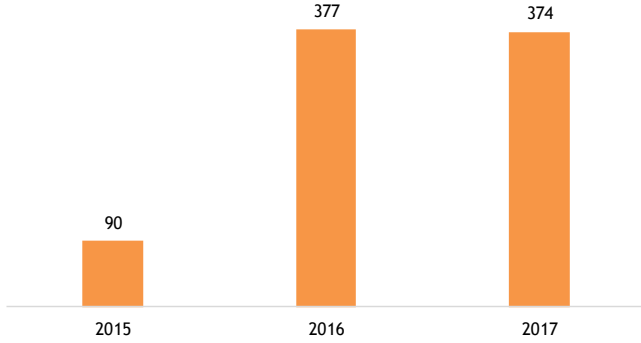
Kaynak: Aselsan, Vakıf Yatırım Araştırma ve Strateji

- **UGES**, Aselsan'ın savunma sektöründeki yüksek bilgi birikimini savunma dışı alanlarda kullanmak için kurduğu bir iş alanıdır. Raylı sistemler, elektrikli araçlar, sınır güvenliği, hibrit enerji sistemleri, ücret toplama, trafik yönetimi, ultrason, MR cihazı, bilgisayarlı tomografi, UGES iş alanında geliştirilen ürünler arasında yer almaktadır.

16 Temmuz 2018 Pazartesi

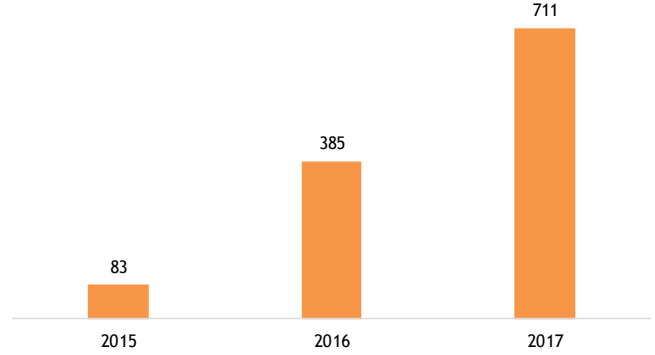
Grafik 22: UGES - Bakiye Siparişler (mn \$)

2015-2017 döneminde %103,9 YBBO



Grafik 23: UGES - Satış Gelirleri (mn TL)

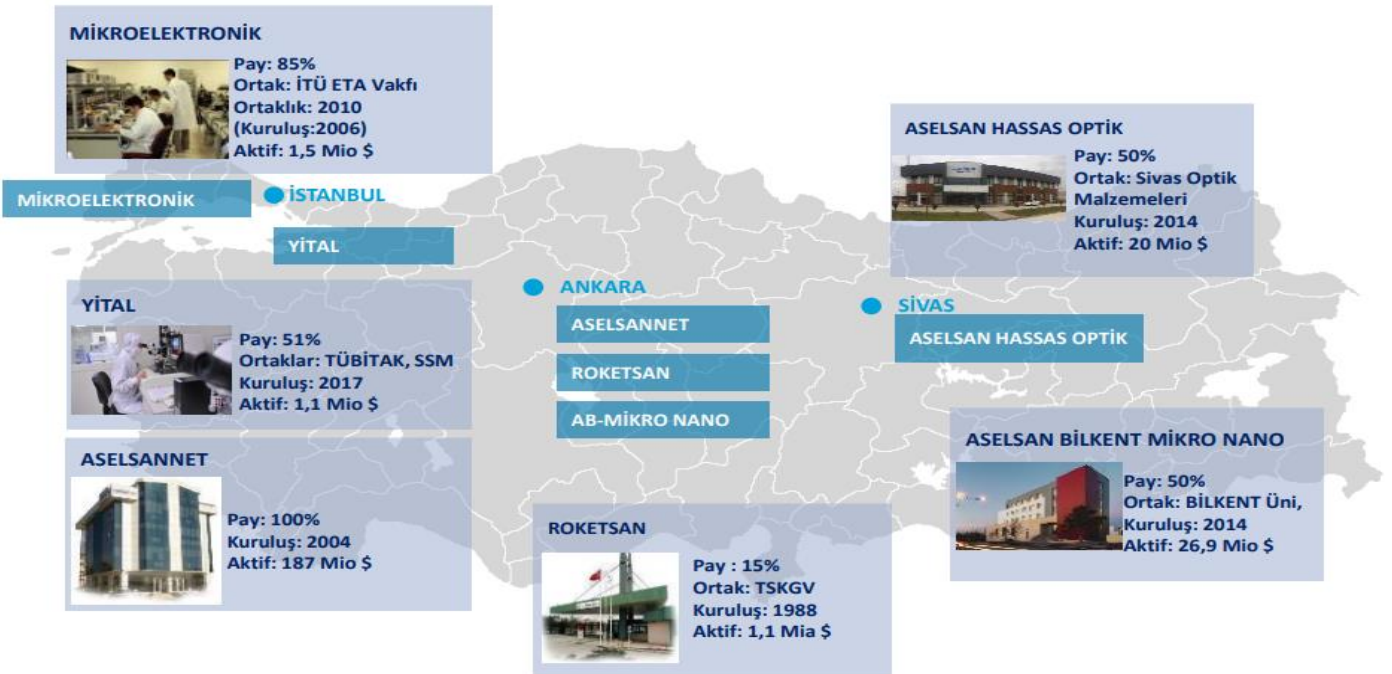
2015-2017 döneminde %192,1 YBBO



Kaynak: Aselsan, Vakıf Yatırım Araştırma ve Strateji

- Savunma ve savunma dışı alanlarda faaliyet gösteren iştirakler - Aselsan'ın 6'sı yurt içinde, diğer 6'sı da yurt dışında (Kazakistan, Ürdün, Suudi Arabistan, BAE, Azerbaycan ve Güney Afrika) olmak üzere, savunma ve savunma dışı alanlarda faaliyet gösteren toplamda 12 iştiraki bulunmaktadır.

Tablo 10: Aselsan Yurt İçi İştirakler

Kaynak: Aselsan, Vakıf Yatırım Araştırma ve Strateji  
Aktif büyüklükleri 31.03.2018 itibarıyla.

16 Temmuz 2018 Pazartesi

Tablo 11: Aselsan Yurt Dışı İştirakler

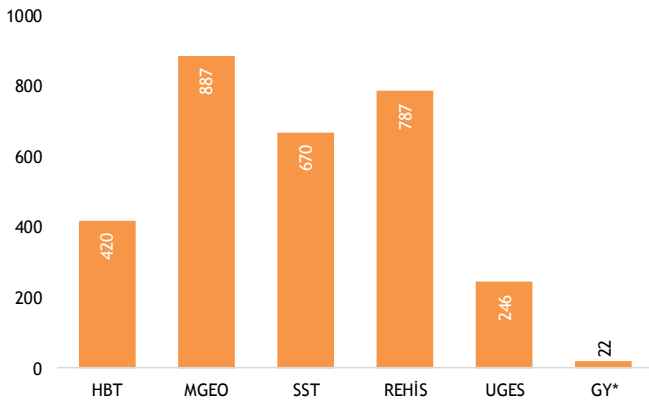


Kaynak: Aselsan, Vakıf Yatırım Araştırma ve Strateji Aktif büyüklükleri 31.03.2018 itibarıyla.

**Mühendis ağırlıklı iş gücü, lider Ar-Ge merkezi...**

- Türkiye'nin en büyük Ar-Ge merkezi - Aselsan, Türkiye'nin en büyük Ar-Ge organizasyonu olup, mühendis ağırlıklı bir iş gücüne sahiptir. Şirket yıllık satış gelirlerinin yaklaşık %7'sini Ar-Ge harcamalarına ayırmaktadır. Mevcut durumda Şirketin 6 adet Ar-Ge merkezi bulunmakta olup, söz konusu Ar-Ge merkezlerinde 3.032 kişi görev yapmaktadır. Bunun yanı sıra Şirketin ODTÜ Teknokent, İstanbul Teknoloji Geliştirme Bölgesi Teknopark ve İTÜ Arı Teknopark'ta faaliyetleri olup, bu bölgelerde de personel istihdam etmektedir.

Grafik 24: Ar-Ge Merkezlerinde Çalışan Personel Sayısı

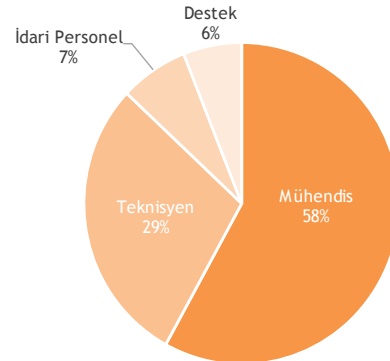


Kaynak: Aselsan, Vakıf Yatırım Araştırma ve Strateji

\*Aselsan Araştırma Merkezi

\*\*Veriler 1Ç18 sonu itibarıyla

Grafik 25: Personel Dağılımı



16 Temmuz 2018 Pazartesi

*Türk savunma sanayiindeki büyük ölçekli projeler büyümenin itici gücü...*

- **Büyük ölçekli muhtemel projeler** - Türkiye'nin lider savunma elektroniği şirketi olarak Aselsan, yüksek bilgi birikimi ve geniş ürün portföyünün desteğiyle projelerde birden farklı noktada görev alabilmektedir. Aselsan, HAVASOJ (Stand-off Jammer) ve Lazer güdüm kiti projelerinde ana yüklenici olarak görev alırken, MILGEM İ-Sınıfı Firkateyn ve Altay Tankı seri üretimi projelerinde ise alt yüklenici olarak yer almaktadır. Söz konusu projelerin, Türk savunma sanayiinin dışa bağımlılığının azaltılarak geliştirilmesi sürecine önemli katkıda bulunacağını düşünürken, Aselsan'ın mevcut bilgi birikimine potansiyel katkılarını göz önünde bulundurarak gelecek dönem büyüme hikâyesinin en önemli destekleyicilerinden olacağını düşünüyoruz.

**Tablo 12: Aselsan Ana Yükleniciliğinde Büyük Ölçekli Muhtemel Projeler**
**HAVASOJ (Stand-off Jammer)**

**Lazer Güdüm Kiti**


Kaynak: Aselsan, Vakıf Yatırım Araştırma ve Strateji

**Tablo 13: Aselsan Alt Yükleniciliğinde Büyük Ölçekli Muhtemel Projeler**
**MILGEM İ-Sınıfı Firkateyn**

**ALTAY Tankı seri üretimi**

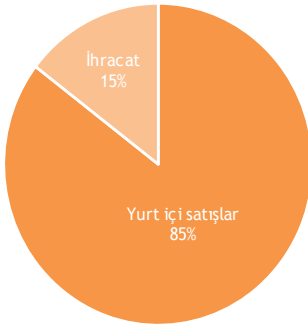

Kaynak: Aselsan, Vakıf Yatırım Araştırma ve Strateji

16 Temmuz 2018 Pazartesi

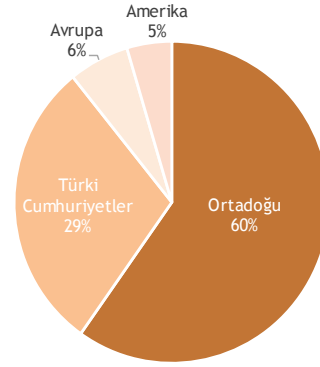
*Know-how transferine dayanan iş modeliyle yakın coğrafyada artan bilinirlik...*

- **İhracat pazarlarında büyüme imkânı** - Aselsan'ın net satış gelirleri içerisinde ihracatın payı yaklaşık %15 seviyesinde olup, ağırlıklı kısmı Ortadoğu ve Türki Cumhuriyetlere satışlardan kaynaklanmaktadır. Şirket, önümüzdeki dönemde ihracatın payını %30'a çıkarmayı hedeflemekte olup, özellikle de Ortadoğu'da önemli büyüme potansiyeli görmektedir. Bu noktada Suudi Arabistan'ın Şirketin büyüme fırsatlarını değerlendirebileceği önemli bir pazar olduğunu düşünmekteyiz. SIPRI verilerine göre, 2016 yılında gerçekleştirdiği 63,7 mlr \$'lık askeri harcama ile Suudi Arabistan (GSYH'sinin %10,4'üne denk gelmektedir) dünyada en fazla askeri harcama yapan 4. ülke olmuştur. Daha da önemlisi Suudi Arabistan, savunma sanayiinde yerli üretim kapasitesini artırmayı hedeflemektedir. Mevcut durumda Aselsan'ın Suudi Arabistan'da SADEC LLC adında bir iştiraki bulunmaktadır. Bölgede artan bilinirliği ve yüksek bilgi birikimi ile Aselsan'ı, Suudi Arabistan savunma sanayiine teknoloji transferi konusunda öne çıkabilecek güçlü adaylar arasında görüyoruz. Aselsan'ın, yalnızca savunma alanıyla kalmayıp savunma dışı alanlara yönelik ihracat potansiyelini de yüksek görüyoruz. Hatırlatmak gerekirse mevcut durumda Aselsan, Makedonya'ya ücret toplama sistemleri, Katar ve Uruguay'a ise güvenlik sistem çözümleri ihraç etmektedir.

Grafik 26: Net Satış Gelirlerinin Dağılımı (2017)



Grafik 27: İhracatın Bölgesel Dağılımı (2017)



Kaynak: Aselsan, Vakıf Yatırım Araştırma ve Strateji

*Ulaşım, güvenlik, trafik & otomasyon, sağlık ve enerji gibi savunma dışı alanlarda büyüme fırsatları...*

- **Savunma dışı alanlarda yüksek büyüme potansiyeli** - Aselsan, savunma sektöründeki bilgi birikimini ve tecrübesini savunma dışı alanlara aktarmayı hedeflemekte olup, bu hedefi doğrultusunda 2014 yılında UGES iş alanını kurmuştur. Söz konusu iş alanında faaliyet gösterdiği segmentler ise şöyledir;
  - **Ulaşım** - Şirketin, ulaşım tarafında raylı sistemler ve elektrikli araçlara yönelik faaliyetleri bulunmaktadır. Artan nüfus ve şehirleşmenin yanı sıra büyük şehirlerde devam eden trafik problemi nedeniyle raylı ulaşım sistemlerine artan ihtiyaç, Aselsan'ın bu alandaki büyüme potansiyelini desteklemektedir. Her ne kadar yerli otomobil projesindeki mevcut konsorsiyum içerisinde yer almasa da, önemli bir yerli teknoloji şirketi olarak Aselsan'ın bu projede de önemli bir tedarikçi olarak yer alabileceğini düşünüyoruz.

- **Güvenlik** - Güvenlik alanında geliştirdiği sistem çözümleri ile öne çıkan Şirket, yurt içinde bazı kritik sınır güvenliği ve üs sistemlerinde tek tedarikçi konumunda yer almaktadır. Türkiye'nin jeopolitik konumu itibarıyla sınır güvenliğine yatırımlarının artması ile Aselsan'ın bu iş alanındaki büyüme potansiyelinin destekleneceğini düşünüyoruz.
- **Trafik & Otomasyon** - Aselsan'ın savunma dışı alanda öne çıktığı iş alanlarından bir diğeri trafik ve otomasyon olup, bu alanda geliştirdiği ücret toplama sistemlerinin önemli ihracat potansiyeli olduğunu düşünüyoruz. Hatırlatmak gerekirse, Makedonya'nın Sırbistan ile Yunanistan sınırlarını bağlayan Koridor-10 Otoyolu üzerindeki yedi ücret toplama istasyonuna Aselsan'ın ürettiği ücret toplama sistemleri kurulmaktadır.
- **Sağlık** - Aselsan, sağlık biyoteknolojisi üretimi alanında da çalışmalar yürütmektedir. Hükümetin savunma sektöründe olduğu gibi sağlık sektöründe de yerleşme ve millileşme hedefi bulunmaktadır. Bu hedef doğrultusunda hükümetin, yeni tıbbi cihaz alımında yerli üretim ve yerli ortak şartıyla alım garantili bir modeli devreye soktuğu belirtilmektedir. Basında yer alan haberlerde de, General Electric ile Aselsan arasında tıbbi cihaz üretimi konusunda ortaklık görüşmelerinin yapıldığı yönünde iddialar yer almıştı. Tıbbi cihaz alanında Aselsan'a önemli bir teknoloji transferinin gerçekleşmesini sağlayacak söz konusu ortaklığın hayata geçirilmesinin, Şirketin bu alandaki büyümesine ve kârlılığına önemli katkıda bulunacağını düşünüyoruz.

**İkincil halka arz sonrası BIST100 endeksine göre -%31 pozitif ayrışma...**

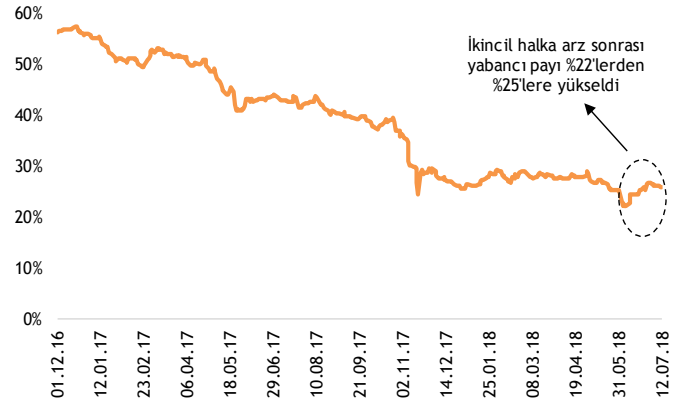
- **İkincil halka arz sonrası hisse fiyatında artan öngörülebilirlik ve yabancı payında artış** - 2017 yılında BIST100 endeksine göre TL bazında %103 oranında pozitif ayrışan Aselsan hisseleri, yılın sonlarına doğru alınan ikincil halka arz kararının ağırlıklı etkisiyle baskı altında kalmıştır. 31 Mayıs - 1 Haziran'da talep toplaması gerçekleştirilen ikincil halka arzın başarıyla tamamlanmasıyla birlikte Şirketin fiili dolaşım oranı %15,3'ten %25,7'ye yükselmiştir. Gerek ikincil halka arz baskısının ortadan kalkması gerekse de artan fiili dolaşım oranı ile hissede ağırlıklı olarak temel dinamiklerin etkide bulunacağı daha sağlıklı ve öngörülebilir fiyat hareketlerinin yaşanacağını düşünüyoruz. Nitekim bu görüşümüz, ikincil halka arzın tamamlanması sonrasında Aselsan hisselerinin 07.06.2018'den itibaren yeniden işleme açılmasından bu yana BIST100 endeksine göre TL bazında yaklaşık %31 oranında pozitif ayrışması ve yabancı payındaki artışla desteklenmektedir.

16 Temmuz 2018 Pazartesi

Grafik 28: ASELS - BIST100 Relatif Performans



Grafik 29: ASELS - Yabancı Payı



Kaynak: Rasyonet, Vakıf Yatırım Araştırma ve Strateji

16 Temmuz 2018 Pazartesi

## Finansal Tablo Analizi

## Bakiye Siparişler

- **Bakiye siparişlerde yeni rekor seviyelerin görülmesini bekliyoruz** - Aselsan, siparişe dayalı bir iş modeline sahip olduğu için bakiye siparişlerinin gelişimi operasyonel performansın en önemli göstergelerinden biridir. Şirketin bakiye siparişleri 2015-2017 döneminde yıllık ortalama %25,8 artarak 6,8 mlr \$'a yükselirken, 1Ç18 sonu itibarıyla ise 7,5 mlr \$ ile tarihi yüksek seviyeye ulaşmıştır. Şirket, 31.03.2018'den itibaren toplam 1,38 mlr \$ (6,7 mlr TL) değerinde yeni sipariş almış olup, söz konusu tutar 1Ç18 sonu itibarıyla 7,5 mlr \$ seviyesindeki bakiye siparişlerinin %18,4'üne denk gelmektedir. Söz konusu siparişler arasında 14.05.2018 tarihinde açıklanan Dost Düşman Tanıma Sistemi seri üretimine yönelik SSB ile imzalanan -250 mn \$'lık sözleşme ile 05.07.2018 tarihinde açıklanan ve milli muharip uçak (TF-X) projesi kapsamında TUSAŞ ile imzalanan 254,7 mn \$'lık sözleşme dikkat çekmektedir. Her iki proje de beklenen büyük ölçekli projelerden olup, sözleşmeye bağlanmış olmasının olumlu yönde değerlendiriyoruz.

Tablo 14: 31.03.2018 Tarihinden İtibaren Alınan Yeni Siparişler

Açıklanma Tarihi	Müşteri	Proje	Sözleşme Tutarı (mn \$)*	Teslimatların Tamamlanma Süresi
05.07.2018	TUSAŞ	Milli Muharip Uçak Projesi (TF-X)	254,7	2018-2022 yıllarında gerçekleştirilecek
02.07.2018	BMC Otomotiv	Kara Kuvvetleri Komutanlığı, Jandarma Genel Komutanlığı ve Sahil Güvenlik Komutanlığı'nın ihtiyacı kapsamında SARP Uzaktan Komutalı Silah Sistemi tedariki	110,6	2018-2021 yılı içerisinde tamamlanacak
29.06.2018	Milli Savunma Bakanlığı	Seyyar Hava Tespit Radarı tedariki	40,3	Belirtilmemiş
29.06.2018	Yurt Dışı Müşteri	Hava platformlarına ASELPD Elektro Optik Hedefleme Sistemi entegre edilmesi	30,0	Belirtilmemiş
08.06.2018	Nurol Makine	Yurt dışı müşteri ihtiyacı kapsamında	150,0	2018 yılı içerisinde tamamlanması planlamakta
05.06.2018	SSB	İstanbul ve Ankara'da Emniyet Genel Müdürlüğü'nün ihtiyaçları doğrultusunda Sayısal Haberleşme Şebekesi kurulumu	81,9	Belirtilmemiş
18.05.2018	SSB	Hassas Güdüm Kiti Projesi	21,3	2019-2020 yıllarında gerçekleştirilecek
15.05.2018	SSB	Güvenlik Sistemi Projesi	35,0	2019 yılı içerisinde tamamlanacak
14.05.2018	SSB	Tedarik ve geliştirme bileşenleri olan Savunma Amaçlı Haberleşme Sistemi Projesi (Dost Düşman Tanıma Sistemi Projesi Seri Üretimi)	250,2	2018-2024 yılları arasında gerçekleştirilecek
25.04.2018	SSB	ATAK Programı Altyüklenicilik Sözleşmesi Sözleşme Değişikliği-11 ile ilgili olarak ilave helikopter aviyonik ekipman kitleleri tedariki	63,1	2020-2021 yıllarında gerçekleştirilecek
10.04.2018	Yurt İçi Müşteri	Trafik Sistemleri	42,7	2018-2019 yıllarında gerçekleştirilecek
03.04.2018	SSB	Barbaros Sınıfı Fırkateyn Yarı Ömür Modernizasyon Projesi	299,5	2025 yılına kadar gerçekleştirilecek
<b>TOPLAM (mn \$)</b>			<b>1.379</b>	
<b>1Ç18 sonu itibarıyla bakiye siparişlere oranı</b>			<b>18,4%</b>	

**Kaynak:** Aselsan, Vakıf Yatırım Araştırma ve Strateji

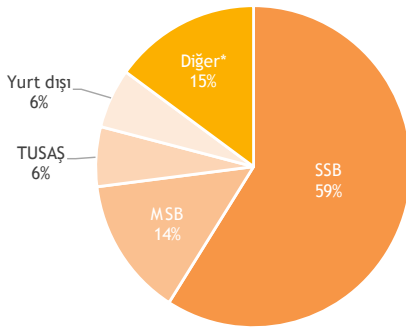
\*Farklı para birimi bazında açıklanan sözleşme tutarları 14.07.2018 tarihli kur seviyeleri baz alınarak \$'a çevrilmiştir.



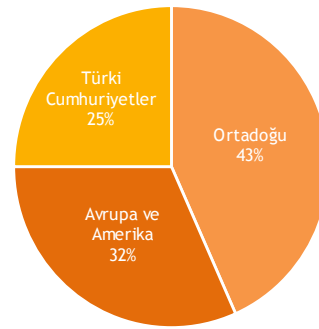
16 Temmuz 2018 Pazartesi

- Şirketin mevcut kontratlarının neredeyse tamamı sabit fiyatlı olup, savunma dışı bazı projelerde maliyet artı kâr fiyatlı kontratları da bulunmaktadır. 1Ç18 sonu itibarıyla 7,5 mlr \$ seviyesindeki bakiye siparişlerin tamamlanma süresi ise yaklaşık 5 yıl olup, %71 ile ağırlıklı kısmının 2018-2020 döneminde tamamlanması planlanmaktadır. Söz konusu bakiye siparişlerin %59'u SSB ve %14'ü MSB projelerinden oluşurken, %6'sı Ortadoğu, Amerika & Avrupa ile Hazar bölgesindeki müşteriler kaynaklı yurt dışı projelerden oluşmaktadır. İş alanı bazında ise, bakiye siparişlerin %29 ile ağırlıklı kısmını SST iş alanı oluşturmaktadır olup, %6 ile en düşük payı UGES iş alanı oluşturmaktadır.

Grafik 30: Bakiye Siparişlerin Dağılımı



Grafik 31: Bakiye Siparişlerin Yurt Dışı Dağılımı

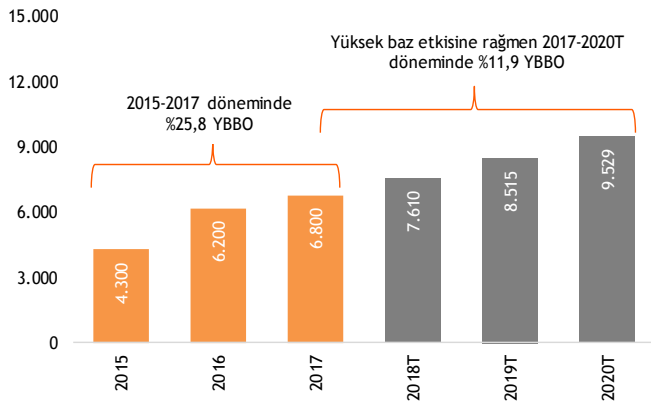


Kaynak: Aselsan, Vakıf Yatırım Araştırma ve Strateji

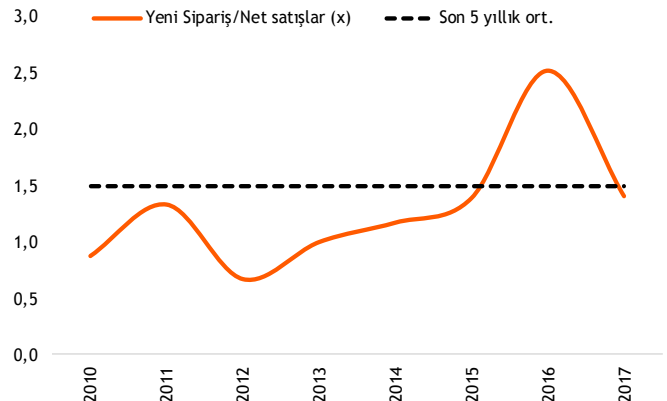
\*STM Savunma Teknolojileri Müh., Roketsan, Sedef Tersanesi, Jandarma

- Şirketin son 5 yıllık dönemde net satış gelirlerinin ortalama 1,5 katı kadar yeni sipariş aldığı görülmekte olup, bu oranın projeksiyon dönemimizde de devam edeceğini tahmin ediyoruz. Bakiye siparişlerin 2018 yılsonu itibarıyla 7,6 mlr \$ seviyesine yükselmesini beklerken, 2019 yılında 8,5 mlr \$ ile yeni tarihi yüksek seviyenin görüleceğini tahmin ediyoruz.

Grafik 32: Bakiye Siparişler (mn \$)



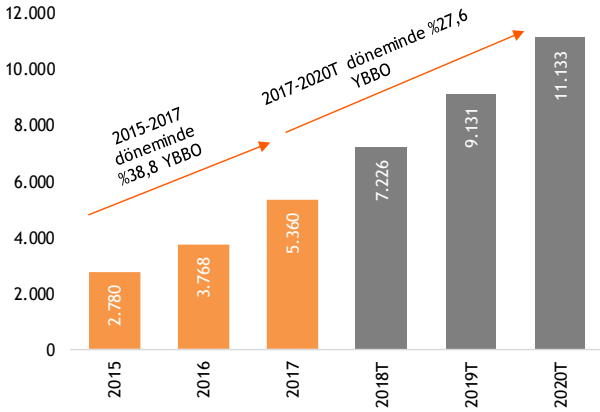
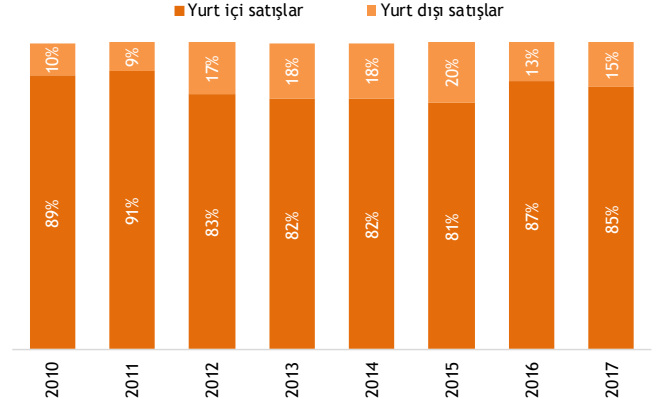
Grafik 33: Yeni Sipariş / Net Satış Gelirleri (x)



Kaynak: Aselsan, Vakıf Yatırım Araştırma ve Strateji

## Gelirler

- Rekor bakiye siparişler ile güçlü ciro büyümesinin devamını bekliyoruz -** Aselsan'ın bakiye siparişlerinde kaydettiği güçlü büyümenin bir sonucu olarak net satış gelirleri 2015-2017 döneminde yıllık ortalama %38,8 artarak 5,4 mlr TL'ye yükselmiştir. 2017 sonu itibariyle net satış gelirleri içerisinde en yüksek ağırlığa sahip iş alanları HBT (%26,2) ve MGEO (%25,2) iken, en düşük pay %13,3 ile UGES'e aittir. Net satış gelirlerinin %85,5 ile ağırlıklı kısmını yurt içi satışlar oluşturmaktadır. Düşük baz etkisini göz ardı etmemekle birlikte ihracat gelirlerinde son dönemde yaşanan artış ise dikkat çekmektedir. Aselsan'ın 2015-2017 döneminde Ortadoğu, Türki Cumhuriyetler ve Avrupa'ya gerçekleştirdiği ihracatta yıllık ortalama %22,9, %10,6 ve %78,3 oranında güçlü artışlar yaşanırken, Amerika'ya yapılan ihracatta ise %3,7 ile görece sınırlı artış yaşanmıştır.
- Aselsan'ın bakiye siparişlerinin ortalama yaşlanma süresinin projeksiyon dönemimizde 4,2 yıl olacağını varsaydık. Bu doğrultuda, net satış gelirlerinin 2018 yılında yıllık bazda %34,8 artarak 7,2 mlr TL'ye yükseleceğini tahmin ediyoruz (Şirketin beklentisi yıllık bazda %25-35 büyüme). 2019 yılında ise, yüksek bazın yarattığı olumsuz etkiye rağmen yıllık bazda %26,4 ile güçlü büyüme trendinin devam edeceğini öngörüyoruz.

**Grafik 34: Net Satış Gelirleri (mn TL)**

**Grafik 35: Satışların Dağılımı\***


Kaynak: Aselsan, Vakıf Yatırım Araştırma ve Strateji  
\*Brüt rakamlar baz alınmıştır

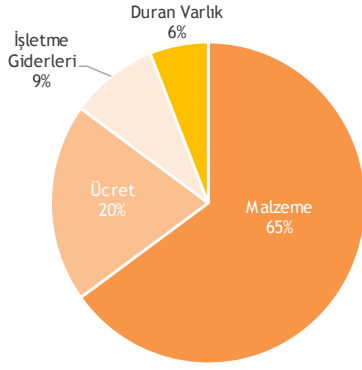
## Operasyonel Kârlılık

- Ciro ve kur kaynaklı olumlu etkinin devamı ile operasyonel kârdaki büyümenin devamını bekliyoruz -** Aselsan'ın maliyetlerinin %65 ile ağırlıklı kısmı malzeme giderlerinden oluşurken, %20'si ücret giderlerinden oluşmaktadır. Toplam harcamalarının %55'i döviz bazlı olup (%40'ı \$, %15'i €), %45'i TL cinsindedir. Buna karşın bakiye siparişlerinin %78 ile ağırlıklı kısmı ise döviz bazlı (%45'i \$, %33'ü € ve %22'si TL) olup, operasyonel olarak uzun döviz pozisyonuna sahiptir. Bu durum, TL'nin \$ ve € karşısında değer kaybettiği dönemlerde Şirketin operasyonel kârlılığına olumlu yansıtılmaktadır.

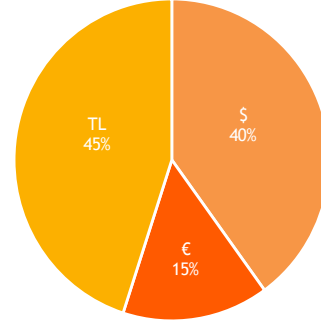
16 Temmuz 2018 Pazartesi

- Nitekim Aselsan'ın FAVÖK'ünün 2015-2017 döneminde kaydettiği yıllık ortalama %56,4'lük artış ile FAVÖK marjının %15,4'ten %19,6'ya yükselişinde TL'deki değer kaybının da etkisi olmuştur. Hatırlatmak gerekirse, 2015-2017 döneminde TL, \$ karşısında yıllık ortalama %15,8 ve € karşısında %16,8 oranında değer kaybetmiştir.

Grafik 36: Harcamaların Türüne Göre Dağılımı

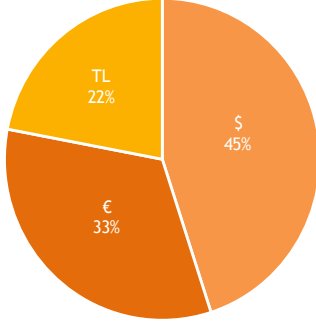


Grafik 37: Harcamaların Para Birimi Bazında Dağılımı

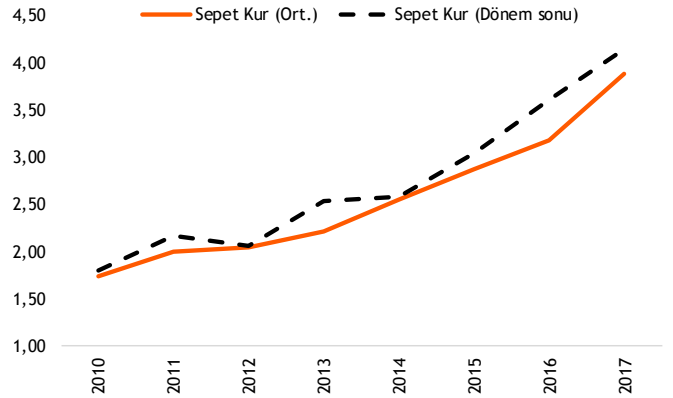


Kaynak: Aselsan, Vakıf Yatırım Araştırma ve Strateji

Grafik 38: Bakiye Siparişlerin Dağılımı



Grafik 39: Sepet Kur (%50\*\$+%50\*€)

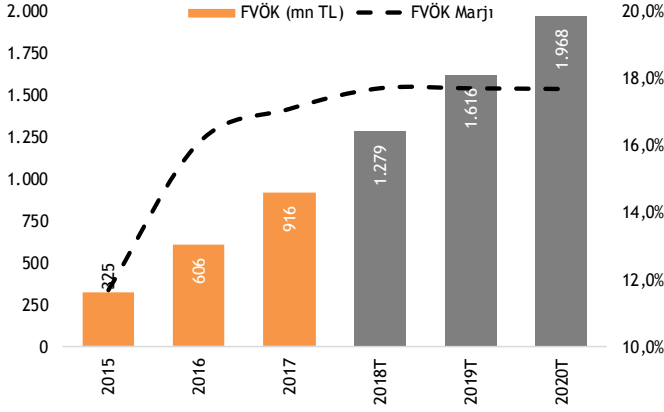


Kaynak: Aselsan, Vakıf Yatırım Araştırma ve Strateji

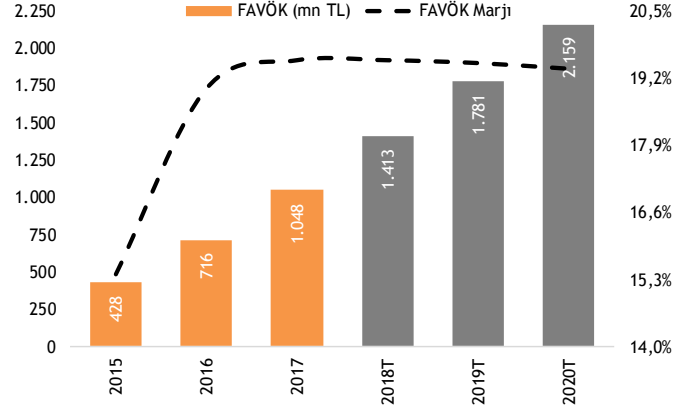
- Net satış gelirlerine yönelik tahminlerimiz ve kur beklentilerimiz doğrultusunda, Aselsan'ın 2018 yılında FAVÖK'ünün geçen yıla göre %34,8 artarak 1,4 mlr TL'ye yükselmesini ve böylece FAVÖK marjının %19,6 seviyesinde korunmasını bekliyoruz (Şirketin beklentisi %18-20). 2019 yılında ise, yüksek baz etkisine rağmen yıllık bazda %26'luk güçlü büyüme ile FAVÖK'ün 1,8 mlr TL'ye ulaşmasını ve FAVÖK marjının %19,5 seviyesinde gerçekleşeceğini tahmin ediyoruz.

16 Temmuz 2018 Pazartesi

Grafik 40: FVÖK ve FVÖK Marjı



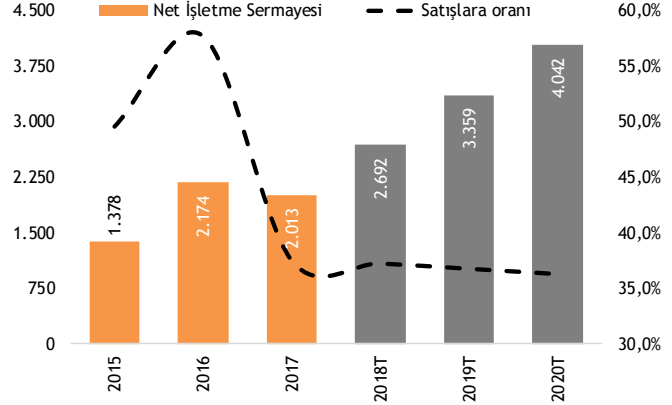
Grafik 41: FAVÖK ve FAVÖK Marjı



Kaynak: Aselsan, Vakıf Yatırım Araştırma ve Strateji

### İşletme Sermayesi

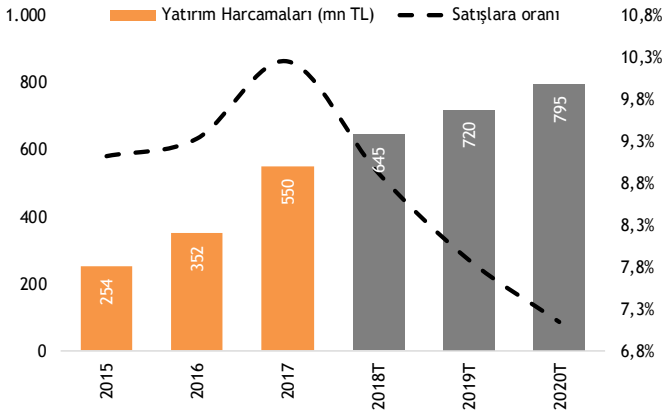
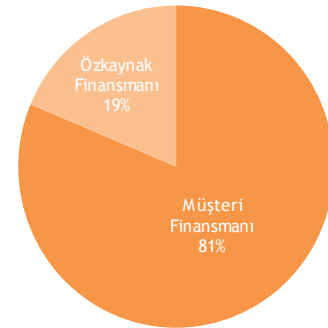
- Aselsan'ın siparişe dayalı bir iş modeline sahip olması ve tahsilatlarının da genellikle yılsonlarına doğru gerçekleşmesi, işletme sermayesi ihtiyacını dönemsel olarak etkilemektedir. Öte yandan, projelerin başlangıç dönemlerinde müşterilerinden aldığı avanslar (proje büyüklüğünün yaklaşık %10-20'si oranında) ve ara dönemlerdeki tahsilatlar, işletme sermayesi ihtiyacını azaltmaktadır. Bu nedenle Aselsan'ın işletme sermayesi yapısını incelerken, aldığı ve ödediği sipariş avanslarıyla düzeltilmiş rakamlarının da dikkate alınmasında fayda görüyoruz.
- Aselsan'ın operasyonel kârlılığındaki iyileşme ve Şirket tarafından alınan önlemlerin etkisiyle net işletme sermayesinin satışlara oranı 2016 yılındaki %57,7'den (2015: %49,6) 2017 yılında %37,5'e önemli bir iyileşme kaydetmiştir (son 5 yıllık ortalama %48,3). Düzeltilmiş verilere göre ise, net işletme sermayesinin satışlara oranı 2016 yılındaki %12,9'dan (2015: %17,5) 2017 yılında %21,8'e yükselmiştir (son 5 yıllık ortalama %18).
- Aselsan'ın ikincil halka arz kapsamında elde ettiği 3 mlr TL'ye yakın büyüklükteki nakdin, işletme sermayesi yapısına önemli derecede olumlu katkı sağlayacağını düşünüyoruz. Bunun yanı sıra, operasyonel kârlılığındaki büyümenin devamı ve kendi kendini finanse eden iş modelinin desteği ile net işletme sermayesi yapısının nakit akımlarını destekleyici tarafta yer almaya devam edeceğini tahmin ediyoruz. Bu doğrultuda, net işletme sermayesinin satışlara oranının 2018 ve 2019 yıllarında sırasıyla %37,3 ve %36,8 seviyelerine gerileyeceğini öngörüyoruz.

**Grafik 42: Net İşletme Sermayesi Gelişimi**

Kaynak: Vakıf Yatırım Araştırma ve Strateji

### Yatırım Harcamaları

- **Aselsan'ın** yatırım harcamalarının satış gelirlerine oranı son 5 yılda ortalama %10,8 seviyesinde gerçekleşmiştir. Şirketin yatırım harcamalarının ağırlıklı kısmı Ar-Ge harcamalarından kaynaklanmakta olup, 2015-2017 döneminde toplam Ar-Ge harcamaları yıllık ortalama %35 artarak 1,7 mlr TL'ye yükselmiştir. Ancak, Ar-Ge harcamalarının yaklaşık %20-25 oranındaki kısmı Şirket tarafından kendi özsermayesi ile finanse edilirken (net satış gelirlerinin yaklaşık %6'sını oluşturmaktadır), %75-80 oranındaki ağırlıklı kısmı ise müşterileri tarafından finanse edilmektedir. Bu durum, Şirketin dış finansman ihtiyacını azaltıcı ve işletme sermayesi yönetimini destekleyici etkide bulunmaktadır.
- Şirketin 2018 yılında yatırım harcamalarının, Ar-Ge harcamalarının ağırlıklı etkisiyle geçen yıla göre %17,3 artarak 645 mn TL'ye yükseleceğini (Şirket beklentisi 650 mn TL) ve net satış gelirlerine oranının %8,9 olacağını tahmin ediyoruz. 2019 yılında ise yatırım harcamalarının 720 mn TL ile satışlara oranının %7,9 seviyesinde gerçekleşmesini bekliyoruz.

**Grafik 43: Yatırım Harcamaları****Grafik 44: Ar-Ge Harcamaları Finansmanı (2017)**

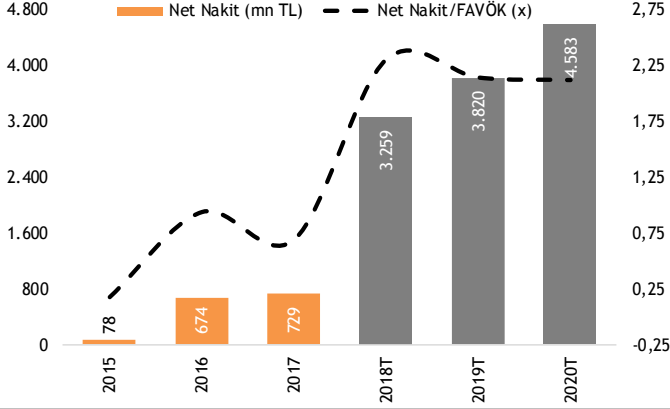
Kaynak: Aselsan, Vakıf Yatırım Araştırma ve Strateji

## Borçluluk

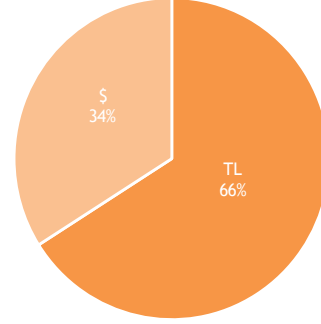
- **Aselsan**, gizlilik esasına dayalı savunma sektöründe iş yapmasının da bir sonucu olarak düşük kaldıraç kullanmayı tercih etmektedir. 1Ç18 sonu itibarıyla Şirketin 25,2 mın TL net borç pozisyonu bulunmakta olup, net borç/FAVÖK'ü 0,02x ile oldukça düşük seviyededir. Ancak tarihsel olarak bakıldığında ise Şirketin ağırlıklı olarak nakit zengini bir yapıda olduğu görülmektedir. Bunun temel sebebi, siparişe dayalı bir iş modeline sahip olduğu için proje başlangıçlarında avans alması ve yürüttüğü projelerin kâr marjının yüksek olmasıdır. Şirketin tahsilatları yılın sonlarına doğru artmaktadır.
- Aselsan, Eximbank ve Savunma Sanayii Destekleme Fonu'ndan, herhangi bir ticari bankadan alacağı krediye göre daha uygun şartlarda borçlanma imkânına sahiptir. Şirketin 1Ç18 sonu itibarıyla Eximbank, SSB ve Türkiye Teknoloji Geliştirme Vakfı (TTGV)'den kullandığı kredilerden oluşan toplam ~506 mın TL tutarında finansal borcu bulunmakta olup, bunun yaklaşık %91 ile ağırlıklı kısmı kısa vadeli.
- Şirket, 31 Mayıs - 1 Haziran tarihlerinde talep toplamasını gerçekleştirdiği ikincil halka arz kapsamında 140 mın TL nominal değerli payın hisse başı 21,35 TL'den satışı ile 3 mlr TL'ye yakın önemli büyüklükte nakit sağlamıştır. Şirket, söz konusu ikincil halka arzdan elde ettiği kaynağı ağırlıklı olarak faaliyetlerini büyütmek amacıyla kullanmayı planlamakta olup, söz konusu kaynağın kullanım yerlerini aşağıdaki gibi beyan etmiştir;
  - Yaklaşık %40'ı, yeni teknoloji ve inovasyon alanlarına yönelik yatırımların finansmanında kullanılacak. Bu noktada, yapay zekâ uygulamaları, akıllı şehir altyapıları, uydu teknolojileri, insansız sistem çözümleri ve raylı ulaşım teknolojileri alanları öne çıkmaktadır.
  - Yaklaşık %10'u, işletme sermayesi ihtiyacının karşılanmasında kullanılacak. Böylelikle, ürünlerin teslimat şartlarının yerine getirilmesi, bakiye siparişler arttıkça tedarikçilere zamanında ödemeler yapılabilmesi ve ihracat faaliyetlerinin desteklenmesi amaçlanmaktadır.
  - Yaklaşık %20'si, Şirketin müşterileri için özgün ürünler ve çözümler sağlayan ve büyümesi için katkıda bulunan özkaynak finansmanlı Ar-Ge faaliyetleri kapsamında kullanılacak.
  - Yaklaşık %30'u, olası şirket birleşmeleri, satın alımları ve uluslararası iş birlikleri için kullanılacak.
- **Aselsan'ın**, projeksiyon dönemimiz boyunca düşük kaldıraç kullanmaya devam edeceğini ve nakit zengini yapısını koruyacağını öngörüyoruz. Şirketin 2018 yılını 3,2 mlr TL net nakit pozisyonu ile tamamlamasını bekliyoruz (tahmini FAVÖK'ün 2,3x'üne denk gelmektedir).

16 Temmuz 2018 Pazartesi

Grafik 45: Net Nakit Pozisyonu



Grafik 46: Borç Dağılımı (2017)



Kaynak: Aselsan, Vakıf Yatırım Araştırma ve Strateji

### TFRS değişiklikleri

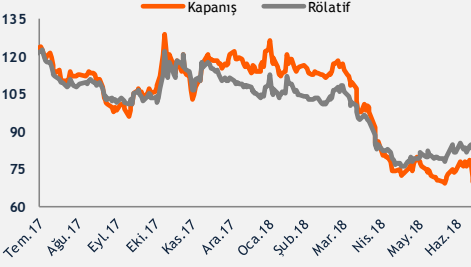
- **Aselsan**, 2018 yılı başından itibaren yürürlüğe giren “TFRS 9 Finansal Araçlar” ve “TFRS 15 Müşteri Sözleşmelerinden Hasılat” standartlarını geriye dönük olarak uygulamaya başladığını bildirmiştir. “TMS 39 Finansal Araçlar: Muhasebeleştirme ve Ölçme” standardının yerini alan “TFRS 9 Finansal Araçlar” standardı, finansal varlıkların ve yükümlülüklerin ve bazı sözleşmelerin muhasebeleştirilmesi ve ölçülmesi ve finansal olmayan varlıkları satın almak veya satmak için gerekli şartları ortaya koymaktadır. “TMS 18 Gelir”, “TMS 11 İnşaat Sözleşmeleri” ve “TFRYK 13 Müşteri Bağlılık Programları” dâhil olmak üzere mevcut gelir tahakkuk kılavuzlarının yerini alan “TFRS 15” standardı ise, gelirin nasıl hesaplanması ve ne zaman muhasebeleştirilmesi gerektiğini belirlemek için kapsamlı bir çerçeve oluşturmaktadır.
- Şirket, 1Ç18 dönemi finansallarıyla birlikte TFRS 9 ve TFRS 15’in 2016 ve 2017 yılı finansallarına etkilerini açıklamış olup, en önemli finansal göstergelerinden olan net kârında sınırlı etkide bulunduğu görülmektedir. Önümüzdeki dönemde de söz konusu standart değişiklikleri kaynaklı etkinin sınırlı kalmasını bekliyoruz.

16 Temmuz 2018 Pazartesi

Sektör	: Savunma ve Otomotiv
Şirket	: Otokar
Hisse Kodu	: OTKAR
Fiyat (TL)	: 69,6
Hedef Fiyatı (TL)	: 87,3
Yükselme Potansiyeli	: 25,4%
Öneri / Kısa Vade	: Endekse Paralel Getiri
Öneri / Uzun Vade	: AL
Hisse Adedi (mn)	: 24
HAO (%)	: 27,0%

Otokar, ticari piyasaya yönelik toplu taşımacılık ve servis taşımacılığında kullanılan midibüs ve otobüs tipi araçların yanı sıra nakliye ve lojistik sektörüne yönelik olarak treyler ve semi-treyler ile hafif kamyon üretmektedir. Şirketin bir diğer faaliyet alanı savunma sanayi olup, çeşitli taktik tekerlekli paletli askeri araçlar üretimi ile Türkiye'nin ilk milli tankını tasarlamak üzere Altay Projesi Dönem I'de ana yüklenici olarak görev almıştır. Şirketin, %45 ile ana ortağı Koç Holding olup, Ünver Holding'in %25 oranında payı bulunmaktadır. Hisselerin %27'si ise halka açıktır.

## Hisse Performansı



Performans	1Ay	3Ay	12Ay
Mutlak %	-0,64	-28,98	-39,35
Rölatif %	3,34	-13,41	-29,70
En Yüksek (TL)	78,35	100,50	128,71
En Düşük (TL)	69,40	69,40	69,40

## Yatırımcı Takvimi

2Ç18 Finansal Sonuçları 6 Ağustos haftası (Tahmini)

Analist : Mehtap İLBI  
İletişim : 0212 403 41 60  
: [mehtap.ilbi@vakifyatirim.com.tr](mailto:mehtap.ilbi@vakifyatirim.com.tr)

## Otokar - Şarkı henüz bitmedi...

Altay Tankı seri üretim projesinde yer alamaması ve 1Ç18 sonuçlarının zayıf olmasıyla Otokar hisseleri yılbaşından bu yana BIST100 endeksine göre %20 negatif ayrıştı. Gündemindeki en önemli projelerden birini alamasa da Otokar'ın Altay Tankı geliştirme sürecinde edindiği bilgi birikimi ve mühendislik kabiliyetinin mevcut ürün portföyünde yaratacağı potansiyel katma değer göz ardı edildiğini düşünüyor, Türk Silahlı Kuvvetlerinin lider kara araçları tedarikçisi olarak Otokar'ın milli savunma sanayiinde öngördüğümüz büyüme hikâyesinden fayda sağlamaya devam etmesini bekliyoruz. Orta-uzun vadeli görünümde Şirketin, ticari ürünlerde Avrupa'dan aldığı yeni siparişlerin, askeri alanda büyüme fırsatları sunan Ortadoğu'daki iş birliklerinin ve artan ihracat potansiyelinin şirket için önemli büyüme katalizörleri olacağını düşünüyoruz. Ancak, daha kârlı segment olan zırhlı araç satışlarındaki zayıflığın 2018 yılının son çeyreğine kadar devam ederek operasyonel kârlılıkta baskı yaratacağını düşünüyor, bu nedenle kısa vadede Otokar için önemli bir kataliz görmüyoruz. Öte yandan, orta-uzun vadede yaratmasını beklediğimiz büyüme potansiyelinin de göz ardı edilmemesi gerektiğini düşünüyoruz. Otokar için İndirgenmiş Nakit Akımları yöntemine göre yaptığımız değerlendirme sonucunda 12 aylık hedef fiyatımızı 87,3 TL olarak belirliyor, uzun vadeli önerimizi "AL", kısa vadeli önerimizi "Endekse Paralel Getiri" olarak başlatıyoruz.

mn TL	Ciro	FAVÖK	Net Kâr	HBT (TL)	F/K (x)	FD/FAVÖK (x)
2015	1.434	155	80	3,3	21,0	14,5
2016	1.635	170	70	3,0	24,0	13,2
2017	1.785	186	99	2,5	16,8	12,1
2018T	1.759	183	70	1,8	23,8	12,3
2019T	2.398	264	159	4,0	10,5	8,5
2020T	2.668	300	188	4,7	8,9	7,5

- **Türk savunma sanayiinin en büyük özel sermayeli şirketi** - Otokar, Türk Silahlı Kuvvetleri'nin lider kara araçları tedarikçisidir. Bu yönüyle Şirket, savunma sanayiinde yerli tedarik oranının artırılması kapsamında sağlanan vergisel teşviklerden ve büyüme potansiyelinden fayda sağlayan yerli şirketler arasında yer almaktadır.
- **Bakiye siparişlerde güçlü artış** - Otokar'ın 2016 sonu itibariyle 441 mn TL seviyesinde olan bakiye siparişleri 1Ç18 sonu itibariyle 2,3 mlr TL'ye yükseldi. Söz konusu artışta, Şirketin BAE'de kazandığı 8x8 zırhlı araç tedarikine yönelik 6 yıllık proje ve Bükreş'te kazandığı 400 adetlik otobüs ve 8 yıllık satış sonrası hizmetlerini kapsayan toplu taşıma ihalesi etkili olmuştur.
- **Yurt dışı pazarlarda artan etkinlik** - Şirket'in bu yıl içerisinde Bükreş'te kazandığı ihale ile Avrupa otobüs pazarındaki varlığını artırma konusunda önemli bir adım atıldığını düşünüyoruz. Ek olarak, yüksek savunma bütçeleri ile öne çıkan Ortadoğu'daki faaliyetlerini artırma adına geçtiğimiz yıl BAE'de kurduğu JV'nin, ticariye kıyasla daha kârlı olan askeri segmentte büyümeyi destekleyeceği görüşündeyiz. Böylece Otokar'ın, son 5 yılda -%16'dan -%31'e yükselen ihracat payının, projeksiyon dönemimizde kademeli bir şekilde artarak %50'ye yaklaşacağını ve bunun da kar marjlarını olumlu etkileyeceğini düşünüyoruz.
- **4Ç18'den itibaren finansallarda iyileşme öngörüyoruz** - Otokar'ın 1Ç18 finansallarındaki zayıflığın 2.ve 3.çeyrekte de devam edeceğini düşünüyoruz. Ancak, BAE ve Bükreş projeleri kapsamındaki teslimatların etkisiyle son çeyrekte itibaren finansallarda iyileşme yaşanmasını bekliyoruz. Net satış gelirlerinin ve FAVÖK'ün 2018 yılında sınırlı da olsa düşeceğini, 2019 yılında ise sırasıyla %36,3 ve %44,2 artacağını tahmin ediyoruz.
- **Riskler** - Faaliyet gösterilen ülkelerin savunma harcamalarında düşüş, kâr marjı yüksek ihracat gelirlerinin payında azalma, hammadde maliyetlerinde yükseliş, rekabetin artması, yüksek kaldıraç kullanımının artarak devam etmesi, tahminlerimize, hedef fiyatımıza ve tavsiyemize yönelik aşağı yönlü riskler arasında öne çıkmaktadır.



16 Temmuz 2018 Pazartesi

Gelir Tablosu (mn TL)	2015	2016	2017	2018T	2019T	2020T
Satış Gelirleri (net)	1.434	1.635	1.785	1.759	2.398	2.668
FVÖK	107	121	124	124	195	223
Amortisman Giderleri	48	49	62	59	69	78
FAVÖK	155	170	186	183	264	300
Diğer Gelir ve Giderler (Net)	33	44	102	95	66	70
Finansal Gelir ve Giderler (Net)	-53	-97	-136	-146	-95	-97
VÖK	88	68	91	74	167	198
Vergiler	-8	2	9	-4	-8	-10
Net Dönem Kârı	80	70	99	70	159	188
HBK (TL)	3,3	2,9	4,1	2,9	6,6	7,8

Bilanço (mn TL)	2015	2016	2017	2018T	2019T	2020T
Nakit ve Benzerleri	59	39	229	216	245	247
Kısa Vadeli Ticari Alacaklar	344	389	445	409	555	614
Stoklar	428	494	413	445	596	660
Duran Varlıklar	585	334	378	481	593	705
Uzun Vadeli Ticari Alacaklar	100	9	10	10	14	15
Finansal Yatırımlar	0	0	0	0	0	0
Maddi Duran Varlıklar	104	105	101	129	159	190
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	155	182	220	281	346	413
Uzun vadeli ertelenmiş vergi varlıkları	37	38	47	60	73	87
Diğer Duran Varlıklar	188	0	0	0	0	0
Toplam Aktifler	1.605	1.784	2.010	2.087	2.721	3.039
Finansal Borçlar	615	430	704	602	752	818
Kısa Vadeli	106	5	514	404	546	604
Uzun Vadeli	509	425	190	198	206	214
Ticari Borçlar	166	401	62	227	305	337
Kısa Vadeli	166	401	62	227	305	337
Uzun Vadeli	0	0	0	0	0	0
Özkaynaklar	245	243	284	311	374	449
Ana Ortaklığa ait Özkaynaklar	245	243	284	311	374	449
Azınlık payları	0	0	0	0	0	0
Net Borç	557	392	475	386	506	571

Nakit Akım Tablosu (mn TL)	2015	2016	2017	2018T	2019T	2020T
VÖK	88	68	91	74	167	198
Amortisman	48	49	62	59	69	78
İşletme sermayesi ihtiyacı	-156	125	-315	170	-220	-90
Vergi	-8	2	9	-4	-8	-10
Yatırım Harcamaları	-52	-77	-95	-87	-99	-108
Temettü Ödemesi (Brüt)	-80	-72	-60	-42	-96	-113
Bedelli Sermaye Artırımı	0	0	0	0	0	0
ΔBorçlanma Değişimi	266	-185	274	-101	149	67
Diğer Nakit Giriş/Çıkış	-91	69	225	-81	66	-19
Yıl Boyunca Yaratılan Nakit	106	-90	-35	68	-37	21
Dönemsonu Nakit	59	39	229	216	245	247

Büyüme (%)	2015	2016	2017	2018T	2019T	2020T
Satış	16,4%	14,0%	9,2%	-1,5%	36,3%	11,2%
FAVÖK	-1,6%	10,0%	9,2%	-1,6%	44,2%	13,7%
Net Dönem Kârı	9,3%	-12,3%	42,6%	-29,4%	126,6%	18,0%

Çarpanlar (x)	2015	2016	2017	2018T	2019T	2020T
FD/Satışlar	1,6	1,4	1,3	1,3	0,9	0,8
FD/FAVÖK	14,5	13,2	12,1	12,3	8,5	7,5
F/K	21,0	24,0	16,8	23,8	10,5	8,9
PD/DD	6,8	6,9	5,9	5,4	4,5	3,7

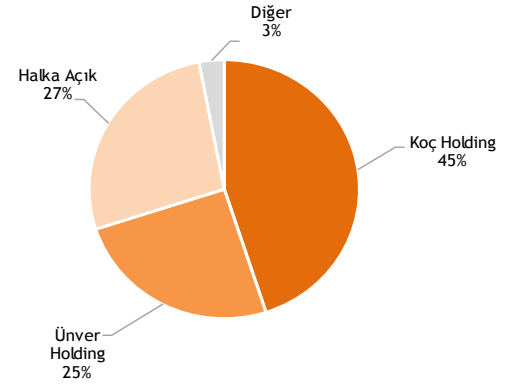
Finansal Rasyolar	2015	2016	2017	2018T	2019T	2020T
Özsermaye Kârlılığı (%)	32,5%	28,6%	37,8%	23,6%	46,4%	45,6%
FAVÖK Marjı (%)	10,8%	10,4%	10,4%	10,4%	11,0%	11,3%
Net Kâr Marjı (%)	5,5%	4,3%	5,6%	4,0%	6,6%	7,0%
Net Borç/Özsermaye (x)	2,3	1,6	1,7	1,2	1,4	1,3
Net Borç/FAVÖK (x)	3,6	2,3	2,6	2,1	1,9	1,9
KV Borç/UV Borç (%)	20,8%	1,1%	270,3%	204,0%	265,6%	282,3%
Özsermaye/Aktif Toplamı (%)	15,3%	13,6%	14,1%	14,9%	13,8%	14,8%
Cari Oran (x)	1,3	1,4	1,5	1,4	1,4	1,4
Brüt Nakit Temettü Dağıtım Oranı (%)	100,6%	103,3%	60,3%	60,3%	60,3%	60,3%

Şirket	Otokar
Hisse Kodu	OTKAR - OTKAR TL, OTKAR IS
Vakıf Yatırım Öneri	AL
Kapanış (TL)	69,6
Hedef Fiyat (TL)	87,3
Mevcut Piyasa Değeri (mn TL)	1.670
Hedef Piyasa Değeri (mn TL)	2.095
Yükselme Potansiyeli	25,4%

#### Otokar Hakkında

Otokar, ticari piyasaya yönelik toplu taşımacılık ve servis taşımacılığında kullanılan midibüs ve otobüs tipi araçların yanı sıra nakliye ve lojistik sektörüne yönelik olarak treyler ve semi-treyler ile hafif kamyon üretmektedir. Şirketin bir diğer faaliyet alanı savunma sanayii olup, çeşitli taktik tekerlekli paletli askeri araçlar üretimi ile Türkiye'nin ilk milli tankını tasarlamak üzere Altay Projesi Dönem I'de ana yüklenici olarak görev almıştır. Şirketin, %45 ile ana ortağı Koç Holding olup, Ünver Holding'in %25 oranında payı bulunmaktadır. Hisselerin %27'si ise halka açıktır.

#### Ortaklık Yapısı



#### SWOT Analiz

##### Güçlü Yönler

- Ticari araçlar ve savunma sanayiine yönelik geniş ürün portföyü
- Türkiye'nin en büyük özel sermayeli savunma sanayii şirketi
- TSK'nın lider kara araçları tedarikçisi
- İlk milli tank Altay'ın geliştirme projesinin ana yüklenicisi
- Yurt içi otobüs pazarında lider
- İhracat gelirlerinin toplam ciro içinde artan payı
- Avrupa otobüs pazarında artan bilinirlik
- Ortadoğu'da artan askeri ihracat faaliyetleri
- İstikrarlı temettü dağıtımı

##### Zayıf Yönler

- Yurt içinde artan rekabet
- Yüksek faiz giderleri nedeniyle net kârda baskı
- Sektörün doğası gereği düşük şeffaflık

##### Fırsatlar

- Hükümetin milli savunma sanayiini destekleme politikası
- Ar-Ge yatırımlarını destekleyici yasal çerçeve
- Yurt içinde ve ihracat pazarlarında daha yüksek askeri harcamalar
- İhracat pazarlarında yeni satın alma ve ortaklıklar
- TL'nin \$, € ve £ karşısında değer kazanması

##### Tehditler

- Makroekonomik koşullarında kötüleşme
- Hükümet bütçelerinde savunma harcamalarının payının azalması
- İhracat yapılan ülkeler ile politik ilişkilerde bozulma
- İşletme sermayesinde kötüleşme
- TL'nin \$, € ve £ karşısında değer kaybetmesi

## Neden AL önerisi veriyoruz?

- **En büyük özel sermayeli savunma sanayi şirketi** - Otokar, kamunun ana işveren olduğu savunma sanayiinde Türkiye'nin en büyük özel sermayeli şirketi konumunda olup, Türk Silahlı Kuvvetleri'nin lider kara araçları tedarikçisidir. Taktik tekerlekli araçlardan, paletli araçlara ve kule sistemlerine kadar geniş bir yelpazede ürün portföyü olan Otokar bu yönüyle, savunma sanayiinde yerli tedarik oranının artırılması sürecinden, bu amaçla oluşturulan teşviklerden ve sektördeki büyüme potansiyelinden en çok fayda sağlaması muhtemel yerli şirketler arasında öne çıkmaktadır.
- **Altay Tankı geliştirme projesi ile artan bilgi birikimi ve mühendislik kabiliyeti** - Otokar, 29.07.2008 tarihinde Savunma Sanayii Başkanlığı ile "Milli İmkânlarla Modern Tank Üretim Projesi" (Altay Projesi) kapsamında Dönem I Türk Ana Muharebe Tankı Tasarım ve Prototip Üretimi sözleşmesi imzalamıştı. Söz konusu proje kapsamında olan işler son aşama olan Sistem Kalifikasyon ve Kabul Testlerinin 2017 yılının Şubat ayında yapılmasıyla tamamlanmıştır. Sonraki süreçte ise, Altay Tankı seri üretim projesine yönelik SSB tarafından açılan ihaleye teklif veren Otokar, söz konusu ihaleyi kazanamamıştır. Bununla birlikte Otokar'ın prototip geliştirme sürecinde gerek insan kaynağı kapasitesi gerekse ürün geliştirme ve Ar-Ge kabiliyetleri açısından önemli bir gelişim ve bilgi birikimi kazandığını düşünüyoruz. Şirketin son dönemlerdeki en önemli katalisti olan Altay Tankı seri üretim ihalesinin kazanılamamasını piyasa olumsuz değerlendirse de biz uzun dönemde bu süreçten sağlanan yeteneklerin ve birikimin mevcut ürün portföyünün katma değerinin artırılması ve portföye yeni ürünler dâhil edilmesi açısından önemli katkılar sağlayacağını değerlendiriyoruz.
- **Bakiye siparişlerde güçlü artış ve daha öngörülebilir nakit akımı** - 2016 sonu itibarıyla 441 mın TL seviyesinde olan bakiye siparişleri 1Ç18 sonu itibarıyla 2,3 mlr TL'ye güçlü bir yükseliş göstermiştir. Bu rakam şirketin son 5 yılı dikkate alındığında en yüksek bakiye sipariş miktarı olmasının yanında, bakiye sipariş / ciro oranı açısından 1,56x ile aynı dönemdeki en yüksek seviyeye ulaşmıştır. Şirketin bakiye siparişlerindeki artışın yanında sipariş portföyünün ortalama ömrünün de uzadığı dikkat çekmektedir. Buna göre, Şirketin BAE'de kazandığı 8x8 zırhlı araç tedarikine yönelik 6 yıllık proje ve Bükreş'te kazandığı 400 adetlik otobüs ve 8 yıllık satış sonrası hizmetlerini kapsayan toplu taşıma ihalesi ile şirketin ortalama sipariş ömrünün 6 yılın üzerine çıkmasının şirket nakit akımları açısından düzen ve öngörülebilirlik sağladığı görüşündeyiz.
- **Yurt dışı pazarlarda giderek artan etkinlik** - Şirket'in ticari alanda bu yıl içerisinde Bükreş ve Varşova'da aldığı otobüs siparişleri ile bölgedeki varlığını artırma konusunda önemli bir adım atıldığını düşünüyoruz. Ek olarak yüksek savunma bütçeleri ile öne çıkan Ortadoğu ülkelerindeki faaliyetlerini artırma adına geçtiğimiz yıl BAE'de kurduğu JV'nin askeri ihracat gelirlerindeki büyümeyi destekleyeceği görüşündeyiz. Böylece Otokar'ın, son 5 yılda -%16'dan -%31'e yükselen ihracat payının, projeksiyon dönemimiz boyunca kademeli bir şekilde artarak %50'ye yaklaşacağını ve ağırlıklı olarak yurtiçi pazarına bağımlı bir şirket yapısından uzaklaşıp dengeli bir yapıya kavuşacağını ve kar marjlarını da iyileştireceğini öngörüyoruz.

*Büyük ölçekli projelerle sağlanan öngörülebilir nakit akışı...*

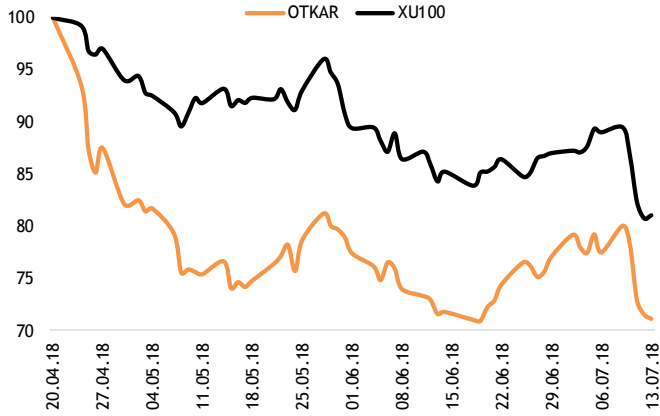
*Artan ihracat operasyonel kârlılığı destekleyecek...*

*Turizm sektöründeki iyileşme, ticari segment için önemli bir katalist...*

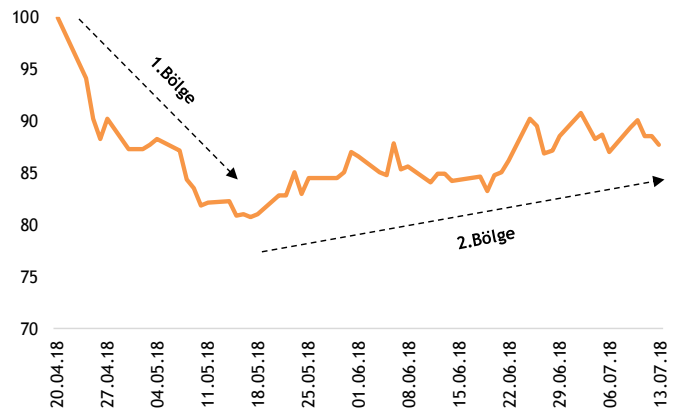
- **Turizm sektöründeki olumlu trendin otobüs satışlarına potansiyel katkısı** - Belediyeler ve tur operatörleri Otokar'ın önemli müşterileri arasındadır ve seçim öncesi dönemler ile turizm sektörünün canlı olduğu dönemlerde otobüs taleplerinde artışlar görülebilmektedir. 24 Haziran'da gerçekleşen erken genel seçim sonrası 2019 yılının mart ayında gerçekleşmesi beklenen yerel seçimlerin erkene çekilme ihtimalinin gündeme gelmesi nedeniyle, belediyelerin filo yenileme ve genişletme yatırımları kapsamında şehir içi otobüs taleplerinde 2014 yılı benzeri bir canlanma yaşanmasını beklemiyoruz. Hatırlatmak gerekirse Otokar, 2014 yerel seçimleri öncesinde 900 adetlik İETT ihalesini kazanmıştı. Öte yandan, turizm sektöründeki iyileşmenin etkisiyle tur operatörlerinin otobüs alımlarını bu yılın son çeyreğinden itibaren artırmalarını bekliyoruz. Kültür ve Turizm Bakanlığı verilerine göre, 2018 yılı Ocak-Mayıs döneminde Türkiye'ye gelen yabancı ziyaretçi sayısı yıllık bazda %30,8 artarak 11,5 mn olmuştur. Güvenlik endişelerindeki azalma, TL'deki değer kaybının sonucunda yabancı turistler açısından oluşan maliyet avantajı gibi unsurların etkisiyle turizm sektöründeki iyileşmenin artarak devam edeceğini ve bunun Otokar'ın otobüs satışlarına olumlu yansıtacağını düşünüyoruz.
- **İstikrarlı yüksek temettü dağıtımı** - Otokar düzenli ve yüksek temettü ödeyen bir şirkettir. Şirketin son 5 yıllık dönemde dağıttığı temettünün net dönem kârına oranı ortalama ~%94 seviyesinde gerçekleşmiş olup, düzenli temettü dağıtımının önümüzdeki yıllarda da devam edeceğini tahmin ediyoruz. Şirketin 2018 ve 2019 yıllarında hisse başına brüt 1,8 TL ve 4,0 TL nakit temettü dağıtmasını bekliyoruz (temettü verimleri sırasıyla %2,5 ve %5,7).
- **Altay Tankı seri üretimi projesinde yer almaması aşırı derecede cezalandırıldı** - Daha önce de belirttiğimiz gibi Altay Tankı seri üretim projesi şirket için en önemli beklentilerden biriydi ve söz konusu projede yer almaması Otokar hisselerinde önemli derecede bir satış baskısı yaratmıştı. Altay Tankı seri üretim projesine yönelik ihale sonucu 25.04.2018 tarihinde Otokar tarafından KAP'ta duyurulmuş olsa da, Nisan ayının başından itibaren baskı altında kalmaya başlayan hisse, Mayıs ayı ortasına kadarki dönemde BIST100 endeksine göre TL bazında yaklaşık %24 oranında negatif ayrılmıştır. Ancak, Altay Tankı seri üretim projesinde yer almamasının Otokar hisselerinde fazlasıyla fiyatlandığını düşünüyoruz. Daha da önemlisi, Otokar'ın Altay Tankının geliştirilmesi sürecinde elde ettiği yüksek bilgi birikimi ve mühendislik kabiliyetinin, mevcut ürün portföyünün katma değerini artırma ve daha gelişmiş tipte askeri araçların gerek yurt içi gerekse de ihracat pazarlarına yönelik üretimine olanak sağlama potansiyelinin göz ardı edildiğini düşünüyoruz.
- Bunun yanı sıra, söz konusu sürecin neticelenmesi ile önemli bir belirsizliğin ortadan kalktığını ve hissede daha öngörülebilir fiyat oluşumunun gerçekleşeceğini düşünüyoruz. Nitekim bu görüşümüz, Grafik 48'de de görülebileceği üzere, Otokar hissesinin Altay tankı seri üretim ihalesinin kazanılamaması ile BIST100 endeksinden negatif ayrışmasının belirginleştiğini gösteren döneme göre (1.Bölge) yaklaşık son 2 aylık dönemde (2.Bölge) endekse görece daha iyi performans göstermesiyle desteklenmektedir.

16 Temmuz 2018 Pazartesi

Grafik 47: OTKAR vs XU100 (TL bazlı)



Grafik 48: OTKAR Relatif Performans (TL bazlı)



Kaynak: Rasyonet, Vakıf Yatırım Araştırma ve Strateji

### Otokar için AL önerimizdeki temel riskler nelerdir?

- **Bakiye siparişin önemli bir kısmının iki projeden geliyor olması** - Şirket bakiye siparişlerindeki hızlı artış BAE ve Bükreş'te kazanılan ihalelerden kaynaklanmaktadır ve bu yoğunlaşma nedeniyle söz konusu siparişlerdeki iptal veya aşağı yönlü revizyon ihtimalini şirket için önemli bir risk unsuru olarak değerlendiriyoruz.
- **Potansiyel ihracat pazarlarının petrol gelirlerine duyarlılığı** - Şirketin en kârlı segmenti olan zırhlı araçlarda önemli potansiyel pazarları petrole dayalı ekonomileri olan ülkelerdir. Bu nedenle söz konusu ülkelerin savunma dâhil dış talepleri petrol fiyatlarına son derece duyarlıdır. Petrol fiyatlarındaki muhtemel gerilemeler bazı projelerde iptal veya ertelemeler getirebilir.
- **Faaliyet gösterilen ülkelerin savunma harcamalarında düşüş** - Şirketin hedef pazarı her ne kadar GSYH'ye oranla en yüksek savunma sanayii bütçesi tutan ülkeler olsa da çeşitli gerekçelerle harcamalardaki düşüş şirket için önemli bir risk unsurudur.
- **Kâr marjı yüksek ihracat gelirlerinin payında azalma** - Otokar sahip olduğu maliyet avantajı, geniş ürün portföyü ve mühendislik kabiliyeti ile ihracat pazarlarında rakiplerine karşı üstünlük sağlayabilmektedir. Şirketin ihracat pazarlarında yeterli etkinliğe ulaşamaması ve yurt içi piyasaya bağımlılığının artması marjlar üzerinde baskı yaratabilir.
- **Yüksek kaldıraç kullanımının artarak devam etmesi** - 1Ç18 sonu itibariyle 580 mn TL net borç pozisyonu taşıyan Otokar'ın net borç/FAVÖK'ü 4,91x seviyesindedir. Söz konusu oranlardaki artış şirket finansalları ve risk primi üzerinde olumsuz etki yaratacaktır.

### Değerleme ve öneri

- Otokar'ın hedef değerini hesaplarken İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) yöntemini kullandık. Otokar ile benzer alanlarda faaliyet gösteren küresel ölçekteki şirketlerin piyasa çarpanlarına bilgi amacıyla raporumuzda yer vermekle birlikte, birebir karşılaştırmanın sağlıklı olmayacağını düşünerek değerlememize dâhil etmedik.
- Otokar için 12 aylık hedef fiyatımızı hisse başı 87,3 TL olarak belirliyor, mevcut fiyata göre sunduğu %25,4 oranındaki getiri potansiyelini de göz önünde bulundurarak uzun vadeli önerimizi "AL", kısa vadeli önerimizi "Endekse Paralel Getiri" olarak başlatıyoruz.
- İNA varsayımlarımız ve finansal tahminler;
  - İNA analizimizde iskonto oranını hesaplarken %14,0 risksiz faiz oranı (terminal yıl için %13,0), %5,5 hisse senedi risk primi (terminal yıl için %5,0), 0,88 beta (terminal yıl için 1), reel büyüme ve enflasyon varsayımlarımıza ek olarak Şirketin hem savunma hem de ticari alanlardaki faaliyetlerini de göz önünde bulundurarak %7,5 sonsuz büyüme oranı kullandık.
  - Net satış gelirlerinin projeksiyon dönemimizde yıllık ortalama %10,4 büyüyeceğini, uç değer hesabında ise yıllık ortalama %8 büyüyeceğini öngörüyoruz.
  - Projeksiyon dönemimizde FAVÖK'ün yıllık ortalama %12,3 büyüyeceğini ve aynı dönemde FAVÖK marjının %10,4'ten %12,4'e iyileşeceğini tahmin ediyoruz.
  - Kapasite sorunu görmediğimiz Şirketin projeksiyon dönemi boyunca gerçekleştirmesini beklediğimiz bakım-onarım ve modernizasyon kaynaklı yatırım harcamalarının net satış gelirlerine oranının ortalama %3,5 olmasını bekliyoruz.
  - Net işletme sermayesinin satışlara oranının projeksiyon dönemi boyunca ortalama %34,6 seviyesinde olacağını öngörüyoruz.
  - Şirketin son 5 yıllık ortalama efektif vergi oranının yaklaşık %4 olduğu görülmektedir. Şirket bilançosunda taşınan ertelenmiş vergi alacağına rağmen muhafazakâr bir yaklaşımla nakit akımlarını hesaplarken efektif vergi oranını %5 varsayarken, uç değer hesabında bu rakamın kurumlar vergisi oranına (%20) eşdeğer oranda olacağını öngördük. Ağırlıklı ortalama sermaye maliyetini hesaplarken ise Şirketin tabii olduğu kurumlar vergisi oranını kullandık (2018-2020 dönemi için %22, sonraki yıllar için %20).

- Değerlememize ilişkin başlıca riskler ve potansiyeller;
  - Otokar'ın yurt dışında faaliyet gösterdiği ülkeler ile Türkiye arasındaki politik ilişkilerde iyileşmeler/bozulmalar, Şirketin söz konusu ülkelerde yeni iş alma potansiyelini ve varsayımlarımızı olumlu/olumsuz yönde etkileyebilir.
  - Faaliyet gösterilen ülke ekonomilerinde büyümeler/daralmalar nedeniyle ilgili ülkelerin bütçelerinden toplu taşıma ve savunma harcamalarına ayırdıkları paylarda artışlar/azalışlar, Otokar'ın yeni sipariş alma potansiyelini olumlu/olumsuz yönde etkileyebilir ve varsayımlarımızda değişikliklere yol açabilir.
  - İhracat pazarlarında yabancı şirketlere yönelik destekleyici/kısıtlayıcı uygulamaların devreye girmesi, varsayımlarımızı olumlu/olumsuz yönde etkileyebilir.
  - Yurt içinde savunma sanayiini ve Ar-Ge harcamalarını destekleyici yasal çerçevenin devam ettirilmesi/ettirilmemesi varsayımlarımızı olumlu/olumsuz yönde etkileyebilir.
  - Yeni sipariş alımlarında beklentimizden güçlü/zayıf artışlar ve siparişlerin teslimat sürelerinde öne çekilmeler/gecikmeler, başta net satış gelirleri olmak üzere varsayımlarımızda olumlu/olumsuz yönde değişikliklere yol açabilir.
  - Askeri araç satışlarının ve ihracatın toplam satış gelirleri içindeki payında beklentimizin aksine düşüş yaşanması operasyonel kârlılığa ilişkin tahminlerimizi olumsuz yönde etkileyebilir.
  - Yurt içinde gerek ticari araçlar gerekse de savunma sektöründeki rekabetin daha da artması fiyat baskısı yaratarak operasyonel kârlılığa ilişkin tahminlerimizi olumsuz yönde etkileyebilir.
  - Hammadde maliyetlerinde azalışlar/artışlar operasyonel kârlılığa ilişkin varsayımlarımızı olumlu/olumsuz yönde etkileyebilir.
  - İşletme sermayesinde beklentimizin aksine kötüleşme yaşanması, nakit akımları üzerinde baskı yaratarak hedef değerimizi olumsuz yönde etkileyebilir.
  - Otokar'ın gerek yurt içinde gerekse de yurt dışında yeni satın alma ve işbirlikleri gibi girişimlerde bulunması, varsayımlarımıza olumlu yansiyabilir.

16 Temmuz 2018 Pazartesi

## Otokar (OTKAR) - İNA (mn TL)

Ağırlıklı Sermaye Maliyeti Hesaplama	2018T	2019T	2020T	2021T	2022T	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T (TD)
Risksiz Faiz Oranı	14,0%	14,0%	14,0%	14,0%	14,0%	14,0%	14,0%	14,0%	14,0%	14,0%	13,0%
Risk Primi	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,0%
Beta	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	1,0
Özsermaye Maliyeti	18,8%	18,8%	18,8%	18,8%	18,8%	18,8%	18,8%	18,8%	18,8%	18,8%	18,0%
Borçlanma Maliyeti	16,0%	16,0%	16,0%	16,0%	16,0%	16,0%	16,0%	16,0%	16,0%	16,0%	15,0%
Kurumlar Vergisi Oranı	22,0%	22,0%	22,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%
Vergi Sonrası Borçlanma Maliyeti	12,5%	12,5%	12,5%	12,8%	12,8%	12,8%	12,8%	12,8%	12,8%	12,8%	12,0%
Özsermaye Oranı	14,9%	13,8%	14,8%	16,1%	17,3%	18,5%	19,7%	20,9%	22,0%	23,1%	20,0%
Ağırlıklı Sermaye Maliyeti	13,4%	13,4%	13,4%	13,8%	13,8%	13,9%	14,0%	14,1%	14,1%	14,2%	13,2%

(mn TL)	2018T	2019T	2020T	2021T	2022T	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T (TD)
Satış Gelirleri (net)	1.759	2.398	2.668	2.895	3.144	3.416	3.714	4.040	4.396	4.786	5.169
Büyüme	-1,5%	36,3%	11,2%	8,5%	8,6%	8,7%	8,7%	8,8%	8,8%	8,9%	8,0%
FVÖK	124	195	223	252	282	317	353	393	438	488	513
Operasyonel Kâr Marjı	7,0%	8,1%	8,3%	8,7%	9,0%	9,3%	9,5%	9,7%	10,0%	10,2%	9,9%
Efektif Vergi	-4	-8	-10	-11	-13	-15	-16	-19	-21	-24	-110
Vergi Sonrası Net Operasyonel Kâr/Zarar	120	187	213	240	269	303	337	374	416	464	403
+ Amortisman	59	69	78	81	88	93	96	100	103	105	107
FAVÖK	183	264	300	333	369	410	449	493	541	593	620
FAVÖK Marjı	10,4%	11,0%	11,3%	11,5%	11,8%	12,0%	12,1%	12,2%	12,3%	12,4%	12,0%
Yatırım Harcamaları / Amortisman	148%	143%	139%	135%	131%	127%	123%	119%	116%	112%	100%
+/- Çalışma sermayesindeki değişim	-170	220	90	74	81	88	96	105	114	124	115
Satışlardaki değişim	-26	639	269	227	249	272	298	326	356	390	383
Çalışma sermayesindeki değişim / Satışlardaki değişim	650%	34%	34%	33%	33%	32%	32%	32%	32%	32%	30%
- Yatırım Harcamaları	-87	-99	-108	-110	-115	-118	-119	-120	-120	-119	-107
Firmaya Yönelik Serbest Nakit Akımları	262	-63	92	138	161	190	218	250	286	327	288

Sonsuz Büyüme Oranı											7,50%
Sonsuza Giden Değer											5.432
İskonto Faktörü	0,91	0,80	0,71	0,62	0,55	0,48	0,42	0,37	0,32	0,28	0,25
İskonto Edilmiş Nakit Akımları - Mart 30 2018	238	-50	65	86	88	91	92	92	92	93	1.358
Firma Değeri - Mart 30 2018	2.244										
Azınlık Payları	0										
Operasyonel Olmayan Aktifler	0										
Net Borç	580										
Diğer Düzeltmeler	0										
Özsermaye Değeri - Mart 30 2018	1.664										
Özsermaye Maliyeti	18,8%										
12A Hedef Özsermaye Değeri	2.095										
12A Hedef Fiyat (TL)	87,3										
Yükseliş Potansiyeli	25,4%										

Kaynak: Vakıf Yatırım Araştırma ve Strateji



### Benzer Şirketler Çarpan Analizi

- 2018 ve 2019 yıllarına ilişkin tahminlerimize göre sırasıyla 12,3x ve 8,5x seviyesinde FD/FAVÖK çarpanı ile işlem gören Otokar, ticari araçlar alanında faaliyet gösteren yurt dışı benzer şirketlere kıyasla yaklaşık %24 ve %3 oranlarında primli işlem görmektedir. Söz konusu primli çarpanların, benzer şirketlerin aksine Otokar'ın savunma sektöründeki büyüme potansiyelinin bir yansıması olduğunu düşünüyoruz.
- Öte yandan, Bloomberg tahminlerine göre, Otokar hisseleri 8,17x seviyesindeki 12 aylık ileriye dönük FD/FAVÖK çarpanı ile 2017 yılının Aralık ayında görülen 15,32x'lik tarihi yüksek seviyeye göre yaklaşık %47 oranında iskontolu işlem görmektedir. Söz konusu iskontoda, Otokar'ın Altay Tankı seri üretim projesinde yer almamasının ağırlıklı etkide bulunduğunu, ancak bu gelişmenin hisse üzerinde fazlasıyla fiyatlandığını düşünüyoruz.

#### Otokar Benzer Şirket Piyasa Çarpanları

Şirket	Piyasa Değeri (mn \$)	FD/Satış (x)		FD/FAVÖK (x)		F/K (x)		FAVÖK Marjı (%)		Net Kâr Marjı (%)	Vergi Öncesi Kâr Marjı (%)	Satış Büyümesi (%)	
		2018T	2019T	2018T	2019T	2018T	2019T	3 yıllık ort.	2017	3 yıllık ort.	2017	3 yıllık ort.	2017
Global ortalama	1.629	0,8	0,7	9,2	7,5	14,7	18,2	6,4	5,7	3,9	2,4	14,2	27,9
Global medyan	878	0,8	0,7	9,9	8,2	15,6	13,0	6,1	5,7	3,5	2,0	12,9	26,8
SSANGYONG MOTOR	572	0,2	0,2	5,5	3,5	nm	36,0	3,9	3,2	-0,7	-1,9	1,8	-3,7
DONGFENG AUTO-A	1.185	0,8	0,8	11,6	10,0	15,6	12,7	0,8	nm	1,5	-4,1	2,2	15,0
NOBLELIFT INTE-A	560	1,3	1,1	10,9	8,8	16,9	13,4	12,5	nm	9,4	9,6	23,5	61,8
FORD OTO	4.199	0,7	0,7	8,9	7,7	11,7	10,6	8,3	8,2	5,4	5,8	29,4	38,6
OTOKAR*	347	1,3	0,9	12,3	8,5	23,8	10,5	10,5	10,4	5,1	5,1	13,2	9,2

Kaynak: Bloomberg (13.07.2018 tarihli veriler kullanılmıştır), \*Vakıf Yatırım Araştırma ve Strateji tahmini

16 Temmuz 2018 Pazartesi

## Otokar ve Sektördeki Konumu

*Türkiye'nin en büyük şirketler grubunun hem savunma hem ticari araç segmentlerinde faaliyet gösteren tek şirketi...*

*Sektöründe yüksek pazar payı ile öncü konumda...*

- **Koç Holding şirketi** - Otokar'ın %45 ile ana ortağı olan Koç Holding, enerji, otomotiv, dayanıklı tüketim, finans, gıda, perakende, turizm, bilgi teknolojileri ve gemi inşaat sektörlerinde faaliyet göstermektedir. Ford Otosan ve Tofaş gibi Türkiye'nin önde gelen otomotiv şirketlerini bünyesinde barındıran Koç Holding'in hem ticari araçlar hem de savunma sanayiinde de faaliyet gösteren tek iştiraki Otokar'dır. Bu nedenle Koç Holding'in, Otokar'ın gerek yurt içi gerekse de ihracat pazarlarındaki büyüme potansiyelinin en önemli destekleyicilerinden olacağını düşünüyoruz.
- **Ticari araçlar ve savunma sanayiine yönelik sistemleri kapsayan geniş ürün gamı** - Otokar, Türkiye otomotiv sektörünün ticari araçlar segmentinde faaliyet göstermekte olup, savunma sanayiine yönelik sistemlerin tasarımı, geliştirme ve üretimini de gerçekleştirmektedir. Şirket, ticari tarafta şehir içi, servis ve turizm taşımacılığına yönelik midibüs ve otobüs türü araçların yanı sıra treyler ve semi-treyler gibi lojistik araçlar ile hafif kamyon üretimi de gerçekleştirmektedir. Şirket, savunma sanayiine yönelik olarak ise çeşitli zırhlı araçlar ile kule sistemleri geliştirip üretmektedir.

**Tablo 15: Otokar Ürün Portföyü**

Ticari Araçlar			Savunma Sanayii	
Toplu Taşıma	Lojistik Araçları	Hafif Kamyon	Kara Sistemleri	Kule Sistemleri
				

Kaynak: Otokar, Vakıf Yatırım Araştırma ve Strateji

- **Savunma segmentinde TSK'nın lider kara araçları tedarikçisi** - Otokar, savunma sanayiine yönelik olarak 60 tona kadar farklı tiplerde 4x4, 6x6, 8x8 taktik tekerlekli zırhlı araçlar ve paletli zırhlı araçların yanı sıra kule sistemlerinin tasarımı ve üretimini gerçekleştirmektedir. Türkiye'nin en büyük özel sermayeli savunma sanayii şirketi olan Otokar, Türk Silahlı Kuvvetleri'nin lider kara araçları tedarikçisidir. Bu yönüyle Otokar'ın, yerli tedarik oranının artırılması kapsamında hükümet tarafından önemli teşviklerle desteklenen milli savunma sanayiinin sunduğu yüksek büyüme potansiyelinden faydalanan şirketler arasında öne çıkmaya devam edeceğini düşünüyoruz.

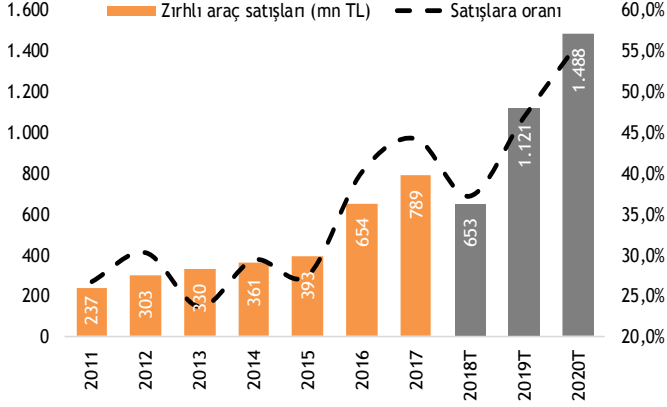
**Tablo 16: Otokar Savunma Sanayii Faaliyetleri**

Taktik Tekerlekli Araçlar			Paletli Araçlar		Kule Sistemleri	
4x4	6x6	8x8	TULPAR	ALTAY	(Altay Projesi Dönem-1)	
						

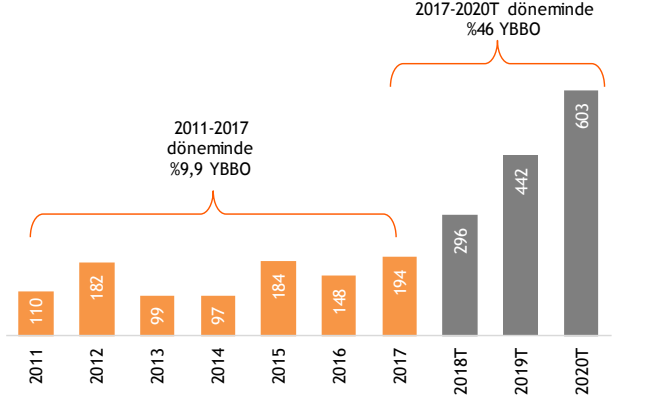
Kaynak: Otokar, Vakıf Yatırım Araştırma ve Strateji

- **Zırhlı araç segmentinde ihracat potansiyeli** - Otokar, ihracatın toplam gelirlerdeki payını artırmayı hedeflemektedir. Şirketin geçtiğimiz yıl Birleşik Arap Emirlikleri'nde (BAE) kurduğu Al-Jasoor isimli ortak girişim şirketi ile imzaladığı ihracat anlaşmasının, bölgedeki büyüme potansiyelinin önemli bir göstergesi olduğunu düşünüyoruz.

Grafik 49: Zırhlı Araç Satışları (Toplam)



Grafik 50: Zırhlı Araç İhracatı (milyon TL)

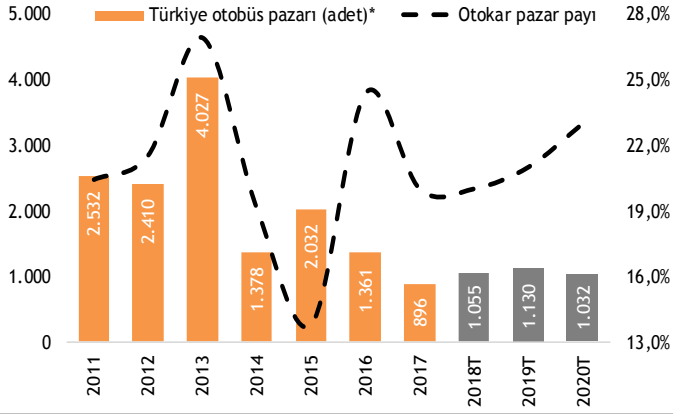


Kaynak: Otokar, Vakıf Yatırım Araştırma ve Strateji

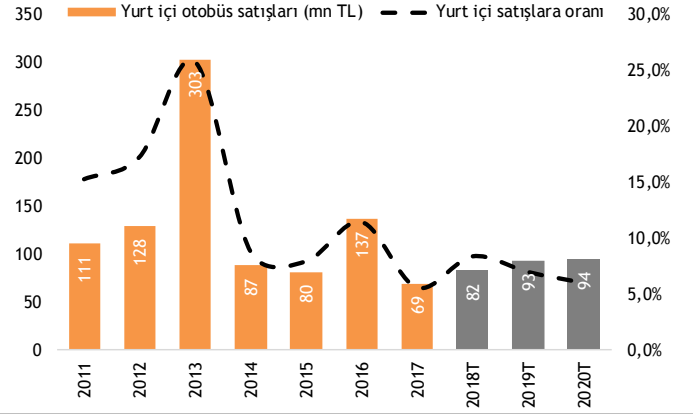
- Hatırlanacağı gibi Al Jasoor, BAE Silahlı Kuvvetleri'ne 8x8 zırhlı araç tedarikine yönelik 6 yıllık toplam 661 milyon \$ tutarında bir sözleşme imzalamıştır. Söz konusu proje kapsamında Otokar, JV'nin ana tedarikçisi olup yaklaşık 460 milyon \$ gelir yaratması beklenmektedir. BAE'de alınan söz konusu projenin, şirketin bakiye siparişlerinin daha uzun vadeye yayılarak öngörülebilirliğini artırması açısından da bir hayli önemli olduğunu düşünüyoruz.
- **Ticari segmentte otobüs pazarının lideri** - Otokar'ın ticari araç piyasasına yönelik en önemli faaliyet alanı otobüs segmenti olup, şirket Türkiye otobüs pazarının lideri konumundadır. 2017 yılı, gerek sektör gerekse de Otokar açısından olumsuz geçmiştir. OSD verilerine göre, Türkiye otobüs pazarında satışlar 2017 yılında yıllık bazda %34,2 düşüşle 896 adet olurken, Otokar'ın yurt içi otobüs satışları yıllık bazda %46,1 düşüşle 179 adet seviyesinde gerçekleşmiştir. 2018 yılının Ocak-Mayıs döneminde ise Türkiye pazarında satışlar geçen yılın aynı dönemine göre %9,9 düşüşle 363 adet seviyesine gerilemiştir. Turizm sektöründe yaşanan iyileşmenin desteğiyle tur operatörlerinin otobüs alımlarında yılın son çeyreğinden itibaren canlanma yaşanmasını bekliyoruz.

16 Temmuz 2018 Pazartesi

Grafik 51: Yurt içi Otobüs Pazarı ve Otokar



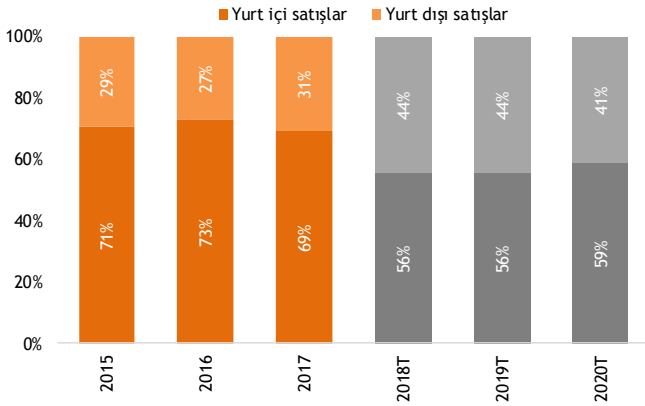
Grafik 52: Otokar Yurt İçi Otobüs Satışları



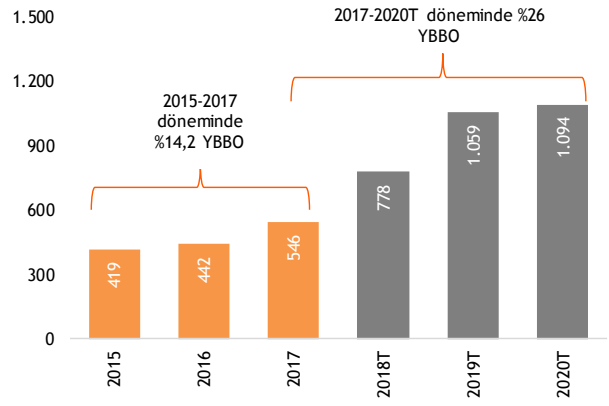
Kaynak: Otokar, Vakıf Yatırım Araştırma ve Strateji  
\*Toplam pazar verileri OSD verilerine göre

- Avrupa otobüs pazarında artan bilinirlik - Otokar'ın ihracat gelirlerinin toplam satış gelirleri içerisindeki payı 2013 yılında ~%16 iken, bu oran 2017 sonu itibarıyla ~%31'e kadar yükselmiştir. Söz konusu artışta otobüs ihracatının toplam ihracat gelirleri içerisindeki payının %23'ten %39'a yükselmesi etkili olmuştur.

Grafik 53: Satış Gelirlerinin Dağılımı



Grafik 54: Yurt Dışı Satış Gelirleri (milyon TL)

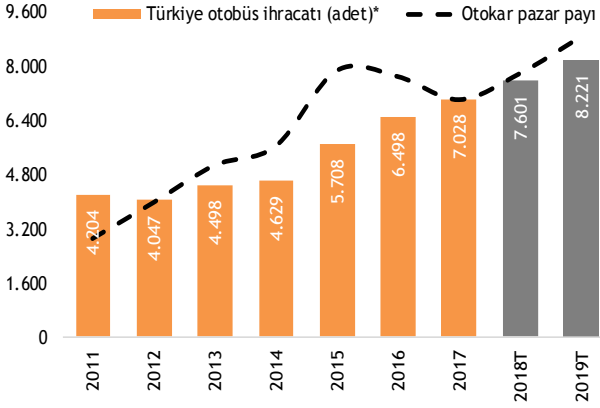


Kaynak: Otokar, Vakıf Yatırım Araştırma ve Strateji

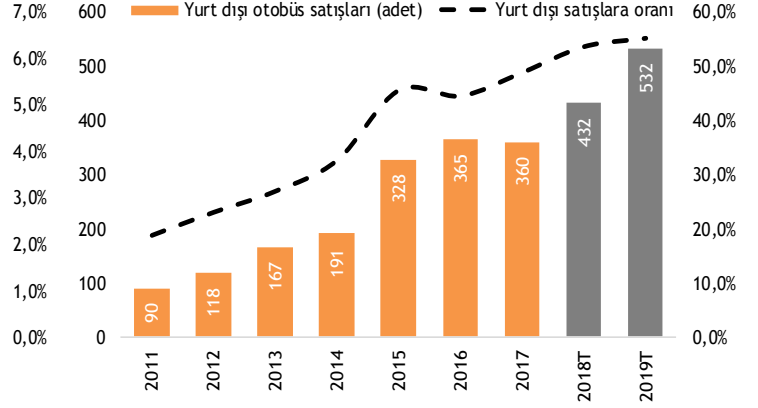
- Avrupa pazarı, Otokar'ın şehir içi toplu taşımacılık alanında odaklandığı en önemli bölge olup, mevcut durumda ticari ihracat gelirlerinin %90'ından fazlasını oluşturmaktadır. Avrupa emisyon standartlarına uyumlu araç portföyü ile İspanya, Sırbistan, Almanya ve İtalya gibi pek çok Avrupa ülkesine otobüs ihraç eden Otokar'ın bu yıl içerisinde Bükreş ve Varşova'dan aldığı siparişlerle bölgedeki gücünü artırma konusunda önemli bir aşama kaydettiğini düşünüyoruz. Hatırlatmak gerekirse, Otokar, Bükreş Belediyesi tarafından açılan toplam 400 adetlik otobüs alımını ve bu araçların 8 yıllık satış sonrası hizmetlerinin yerine getirilmesini kapsayan toplu taşıma ihalesini yaklaşık 98,3 milyon € bedelle kazanmıştır. Bunun yanı sıra şirket, Varşova Belediyesi Ulaştırma Kurumu (ZTM)'nin toplu ulaşım hizmetleri için sözleşme imzaladığı Avrupa'nın en büyük yolcu taşımacılığı şirketi Arriva ile 34 adet 9 metrelik DORUK otobüsünün satışına yönelik sözleşme imzalamıştır (söz konusu otobüsler 2018 yılı sonundan 2026 yılı sonuna kadar Varşova'da hizmet verecek).

16 Temmuz 2018 Pazartesi

Grafik 55: Türkiye Otobüs İhracatı



Grafik 56: Otokar Yurt Dışı Otobüs Satışları



Kaynak: Otokar, Vakıf Yatırım Araştırma ve Strateji  
\*Toplam pazar verileri OSD verilerine göre

- **Elektrikli otobüs pazarına yönelik büyüme fırsatları...** - Küresel çapta çevre kirliliği ile mücadeleye yönelik artan bilinç, belediyelerin şehir içi toplu taşımacılığında elektrikli ulaşım araçlarına yönelik talebini de artırmaktadır. Bu noktada öne çıkan en dikkat çekici uygulama ise Çin'de gerçekleştirilmektedir. Çin'in Shenzhen şehrinde hava kirliliği ile mücadele kapsamında devreye sokulan proje ile 2011 yılından bu yana toplu taşımada kullanılan dizel otobüsler elektrikliye dönüştürülmektedir. Söz konusu proje ile şehirdeki 16 bin otobüsün elektrikliye dönüşüm sürecinin 2018 yılında tamamlanması beklenmektedir.
- Çevre dostu olmasının yanı sıra, dizel otobüslere göre düşük yakıt ve bakım maliyeti ile uzun ömürlü olmaları da şehir içi yolcu taşımacılığında elektrikli otobüs kullanımını cazip hale getirmektedir. Çin'in yanı sıra Avrupa ülkelerinin de elektrikli otobüs kullanımına yönelik eğiliminin son yıllarda arttığı görülmektedir. Avrupalı belediyelerden aldığı toplu taşıma ihaleleriyle pazardaki bilinirliği ve gücü artan Otokar'ın, elektrikli otobüs segmentinde oluşacak potansiyel talep artışından da fayda sağlayacağını düşünüyoruz.
- Türkiye'de ise henüz önemli bir büyüklüğe ulaşmasa da, gerekli altyapının sağlanması ile önümüzdeki dönemde belediyelerin elektrikli otobüs kullanımına yönelik eğilimlerinin artabileceğini düşünüyoruz. Ayrıca, elektrikli otobüs üreten firmaların ve kullanıcıların hükümet teşvikleriyle özendirilmesi ile birlikte önümüzdeki dönemde pazarın önemli bir büyüme potansiyeli sunacağını tahmin ediyoruz. Böylelikle, Türkiye'nin ilk elektrikli otobüsünü 2012 yılında üreten Otokar'ın, söz konusu büyüme potansiyelinden fayda sağlayacak yerli oyuncular arasında ön plana çıkabileceğini düşünüyoruz.

## Finansal Tablo Analizi

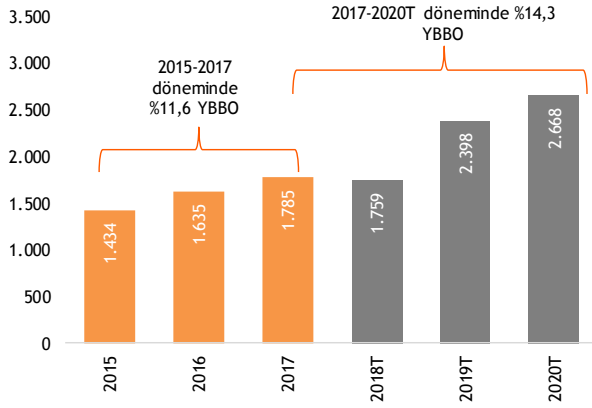
## Gelirler

- **Otokar'ın 2015-2017 döneminde toplam satış hacmi yurt içi pazardaki zayıflamanın etkisiyle yıllık ortalama -%18 oranında gerilemiştir.** Bu dönemde yurt içi satış hacmi yıllık ortalama %21,8 gerilerken, ihracat hacminde yıllık ortalama %1,2 ile sınırlı da olsa artış yaşanmıştır. Hacimdeki zayıf performansa rağmen yüksek fiyatlı zırhlı araç teslimatları ve kur kaynaklı olumlu etkiyle net satış gelirleri yıllık ortalama %11,6 artarak 1,8 mlr TL'ye yükselmiştir (yurt içinde +%10,5 YBBO, yurt dışında +%14,2 YBBO).
- Şirketin bakiye siparişlerinin yaşanma süresi geçtiğimiz yıl alınan BAE projesi ve bu yıl kazanılan Bükreş ihalesiyle uzamış olsa da, bu durumun kalıcı olacağını söylemek için henüz erken olduğunu düşünüyoruz. Bu nedenle, Otokar için oluşturduğumuz gelir modelimizde çıkış noktası olarak bakiye siparişlerin sağlıklı sonuçlar vermeyebileceğini düşünerek satış hacmi, kur ve fiyat değişimi unsurlarını baz alarak tahminlerimizi oluşturduk.
- **2018 yılında büyüme öngörmüyoruz** - Otokar'ın satış gelirlerinin ağırlıklı kısmı € ve \$ cinsinden olup, bu anlamda kur hareketlerinin gelir performansı üzerinde önemli bir etkisi bulunmaktadır. TL'nin her iki para birimi karşısındaki değer kaybının Otokar'ın satış gelirlerine olumlu yansımaları bekliyoruz. Ancak, kur kaynaklı olumlu etkiye ve ihracat gelirlerindeki olumlu performansa karşın, yurt içi satış gelirlerindeki gerilemenin etkisiyle 2018 yılında net satış gelirlerinin yıllık bazda %1,5 düşüşle 1,76 mlr TL'ye gerilemesini bekliyoruz (yurt içinde -%20,8, yurt dışında +%42,4). Bu yıl için toplam askeri araç satışlarının yıllık bazda %18 düşüşle 653 mın TL'ye gerilemesini bekliyoruz. Ticari tarafta ise, Bükreş Belediye'sine otobüs teslimatlarının yılsonuna doğru başlayacağını düşünüyor, bu doğrultuda ticari araç segmentinde satışların yıllık bazda %28,6 artarak 882 mın TL'ye yükseleceğini tahmin ediyoruz. Şirketin yedek parça, eğitim ve Altay Tankı geliştirme projesi kapsamındaki gelirlerini içeren diğer segment gelirlerinin ise, Tank gelirlerindeki düşüşün etkisiyle yıllık bazda %26,1 gerileyeceğini öngörüyoruz.
- **2019 yılı cirosunda güçlü büyüme bekliyoruz** - BAE projesi kapsamında zırhlı araç teslimatlarının bu yılın son çeyreğinden itibaren başlayacağını, ancak yüklü miktardaki teslimatların gelecek yıldan itibaren gerçekleşeceğini tahmin ediyoruz. Bunun yanı sıra, Bükreş projesinde otobüs teslimatlarının ağırlıklı olarak gelecek yıl içerisinde gerçekleşeceğini düşünüyoruz. Bu doğrultuda, ihracat gelirlerinin 2019 yılında yıllık bazda %36,1 artışla 1,06 mlr TL'ye yükseleceğini tahmin ediyoruz. Yurt içinde ise, 2018 yılına göre toparlanma beklediğimiz zırhlı araç satışlarının desteğiyle satış gelirlerinin yıllık bazda %36,6 artarak 1,34 mlr TL'ye yükselmesini bekliyoruz.
- **İhracatın payında artışın devam etmesini bekliyoruz** - Daha önce de belirttiğimiz gibi, savunma sanayiinde dışı bağımlılığı yüksek olan Ortadoğu ülkeleri, ağırlıklı olarak petrol gelirlerine dayalı olan ekonomilerini savunmanın da yer aldığı farklı sektörlerle kaydırma eğilimindedirler. Bölge ülkelerinin savunma sektörüne yönelik teknoloji transferi ihtiyacının, bölgede bilinirliği yüksek şirketler vasıtasıyla karşılanacağını düşünüyoruz.

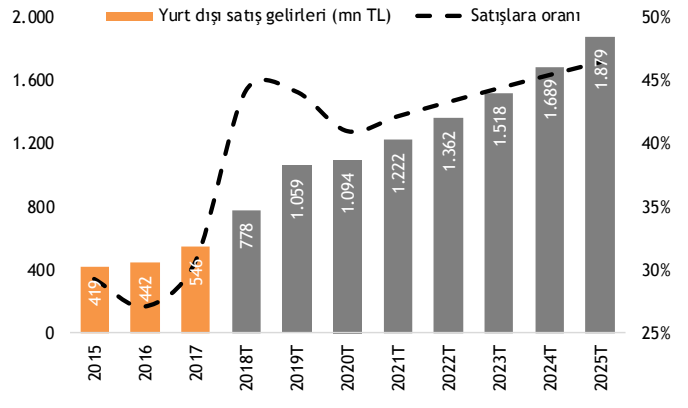
16 Temmuz 2018 Pazartesi

Bu doğrultuda Otokar'ın, uzun yıllardır bölgede kazandığı iş tecrübesi ve geçtiğimiz yıl BAE'de aldığı 6 yıllık uzun vadeli proje ile söz konusu pazardaki büyüme fırsatlarından yararlanacağını ve ihracat gelirlerinin en önemli itici gücü olacağını tahmin ediyoruz. Bu doğrultuda, 2017 yılsonu itibariyle ihracat gelirlerinin toplam ciro içerisinde ~%31 olan payının projeksiyon dönemimizde %50'ye yaklaşacağını öngörüyoruz.

Grafik 57: Net Satış Gelirleri (mn TL)



Grafik 58: Yurt Dışı Satış Gelirleri



Kaynak: Otokar, Vakıf Yatırım Araştırma ve Strateji

Satışlar (adet)	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018T	2019T	2020T
Askeri Araçlar	378	531	435	558	698	463	301	453	553
Yıllık değ.	-49,7%	40,5%	-18,1%	28,3%	25,1%	-33,7%	-34,9%	50,3%	22,1%
Yurt içi	215	340	258	399	528	316	150	253	303
Yurt dışı	163	191	177	159	170	147	151	200	250
Ticari Araçlar	3.760	5.023	4.309	4.168	2.935	2.724	2.979	3.124	2.934
Yıllık değ.	-21,0%	33,6%	-14,2%	-3,3%	-29,6%	-7,2%	9,3%	4,9%	-6,1%
Yurt içi	3.411	4.594	3.901	3.607	2.285	2.134	2.324	2.359	2.359
Yurt dışı	349	429	408	561	650	590	655	765	575

Satışlar (mn TL)	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018T	2019T	2020T
Askeri Araçlar	307	349	368	403	673	796	653	1.121	1.488
Yıllık değ.	21,4%	13,8%	5,4%	9,4%	66,9%	18,3%	-18,0%	71,7%	32,8%
Yurt içi	125	238	264	215	512	597	357	678	885
Yurt dışı	182	111	105	189	161	199	296	442	603
Ticari Araçlar	482	777	571	649	644	686	882	1.049	948
Yıllık değ.	4,0%	61,4%	-26,5%	13,7%	-0,8%	6,6%	28,6%	18,9%	-9,7%
Yurt içi	412	682	460	471	384	394	451	489	518
Yurt dışı	69	95	111	178	260	293	432	560	430
Diğer (Yedek parça & Eğitim & Tank)	216	275	292	382	318	303	224	229	232
Yıllık değ.	23,8%	27,4%	6,4%	30,6%	-16,8%	-4,7%	-26,1%	2,1%	1,5%
Yurt içi	207	255	271	330	297	248	173	172	170
Yurt dışı	9	19	22	52	21	55	50	57	62

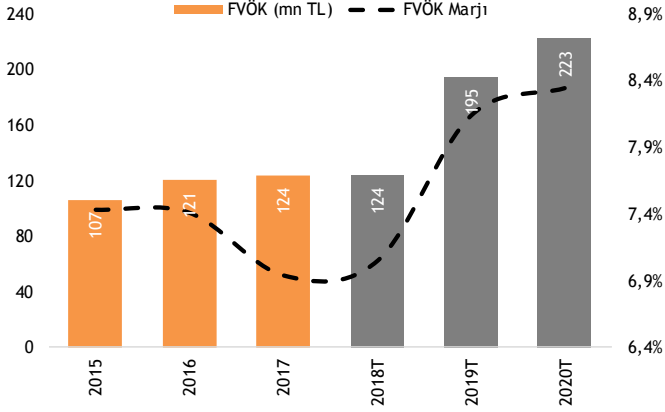
Satışlar (mn TL)	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018T	2019T	2020T
Yurt içi satışlar	744	1.176	994	1.015	1.193	1.239	981	1.339	1.573
Yıllık değ.	2,4%	58,0%	-15,4%	2,1%	17,5%	3,8%	-20,8%	36,6%	17,5%
Toplam içindeki payı	74,1%	83,9%	80,7%	70,8%	73,0%	69,4%	55,8%	55,8%	59,0%
Yurt dışı satışlar	260	226	237	419	442	546	778	1.059	1.094
Yıllık değ.	58,8%	-13,3%	5,3%	76,5%	5,4%	23,7%	42,4%	36,1%	3,3%
Toplam içindeki payı	25,9%	16,1%	19,3%	29,2%	27,0%	30,6%	44,2%	44,2%	41,0%

Kaynak: Otokar, Vakıf Yatırım Araştırma ve Strateji

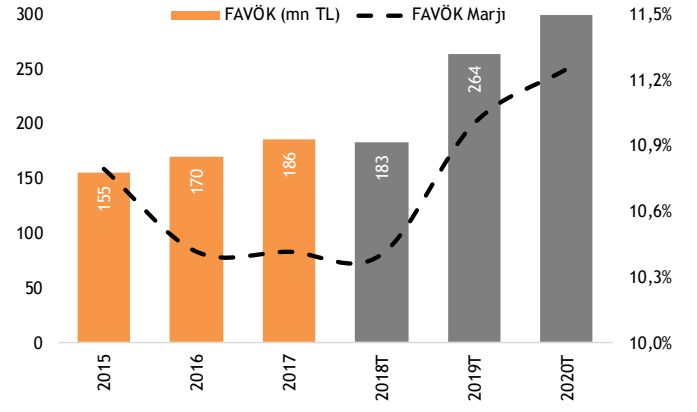
### Operasyonel Kârlılık

- **Otokar'ın 2015-2017 döneminde FAVÖK'ü yıllık ortalama %9,6 artarak 186 mn TL'ye yükselmiştir. FAVÖK marjı ise, 2012-2014 döneminde %12'li seviyelerden 2015-2017 döneminde %10'lu seviyelere gerilemiştir.**
- **2018 yılında operasyonel kârlılıkta büyüme beklemiyoruz - Şirketin ticari segmente göre daha kârlı segment olan zırlı araç satışlarındaki düşüşün ağırlıklı etkisiyle 2018 yılında operasyonel kârlılığında büyüme öngörmüyoruz. Nitekim bunun ilk sinyallerini 1Ç18 sonuçlarıyla birlikte almaya başladık. Söz konusu dönemde şirket zırlı araç satışlarındaki gerilemenin ağırlıklı etkisiyle 2,5 mn TL negatif FAVÖK kaydetmiştir (1Ç17: 65,2 mn TL). Söz konusu zayıflığın 2. ve 3.çeyrekte de devam etmesini, ancak son çeyrekte BAE ve Bükreş projeleri kapsamındaki teslimatların etkisiyle iyileşmenin başlayacağını tahmin ediyoruz. 2018 yılında FAVÖK'ün yıllık bazda %1,6 düşüşle 183 mn TL'ye gerileyeceğini, böylelikle FAVÖK marjının %10,4 seviyesinde kalacağını öngörüyoruz.**
- **2019 yılından itibaren ise askeri araç satışlarının ve ihracatın etkisiyle operasyonel kârlılıkta iyileşme bekliyoruz - Otokar'ın, kâr marjı yüksek askeri araç satışlarının ve ihracat gelirlerinin artan payının desteğiyle 2019 yılından itibaren operasyonel kârlılığında iyileşme yaşanacağını tahmin ediyoruz. 2019 yılında FAVÖK'ün yıllık bazda %44,2 artmasını ve FAVÖK marjının %10,4'ten %11'e yükselmesini bekliyoruz. Projeksiyon dönemimiz boyunca yukarıda bahsettiğimiz varsayımlarımız doğrultusunda FAVÖK marjının kademeli bir şekilde artarak yeniden %12'li seviyelere ulaşacağını tahmin ediyoruz.**

#### Grafik 59: FVÖK ve FVÖK Marjı



#### Grafik 60: FAVÖK ve FAVÖK Marjı



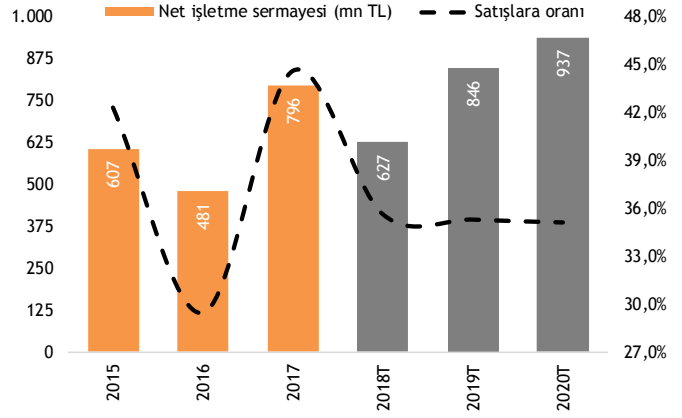
Kaynak: Otokar, Vakıf Yatırım Araştırma ve Strateji



### İşletme Sermayesi

- Otokar'ın ağırlıklı olarak siparişe dayalı bir iş modeline sahip olması ve teslimata bağlı olarak gelir kaydetmesi, işletme sermayesi yapısında dalgalanmalara yol açmaktadır. Öte yandan Şirketin, yıllara sari işleri nedeniyle müşterilerinden avans ödemeleri alması da işletme sermayesi yapısını etkilemektedir.
- Şirketin son 5 yıllık verilerini baz aldığımızda net işletme sermayesinin satışlara oranının ortalama ~%39 seviyesinde olduğu, avans ödemeleriyle düzeltilmiş verilere göre ise yaklaşık %30 olduğu görülmektedir.
- Şirketin sahip olduğu iş modelinin doğası gereği işletme sermayesi yapısında dalgalanmaların devam edebileceği riskini göz ardı etmemekle birlikte, operasyonlarından elde edeceği nakit akımlarındaki iyileşmenin desteğiyle, net işletme sermayesi ihtiyacında azalma yaşanacağını tahmin ediyoruz. Bu doğrultuda, net işletme sermayesinin satışlara oranının 2018 ve 2019 yıllarında sırasıyla %35,6 ve %35,3'e gerileyeceğini tahmin ediyoruz.

**Grafik 61: Net İşletme Sermayesi Gelişimi**



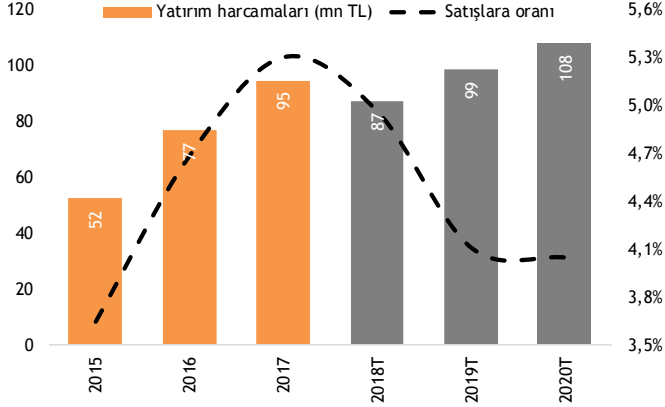
Kaynak: Otokar, Vakıf Yatırım Araştırma ve Strateji

### Yatırım Harcamaları

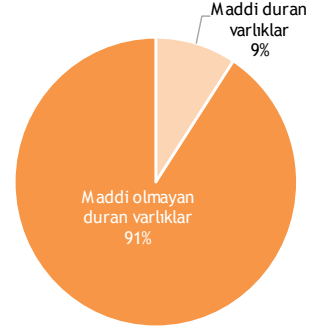
- Otokar'ın yatırım harcamalarının %91 ile ağırlıklı kısmı maddi olmayan duran varlık alımlarından kaynaklanmaktadır. Son 5 yıllık verilere göre yatırım harcamalarının satışlara oranı ortalama %4,5 seviyesinde gerçekleşmiştir.
- Şirketin, son 5 yıllık dönemde ortalama ~%38 kapasite kullanım oranıyla operasyonlarını yürütmesi, öngörülebilir gelecekte kapasite sorunu yaşamayacağına işaret etmektedir. Bu nedenle Şirketin 2017 yılında 94,7 milyon TL seviyesinde gerçekleşen yatırım tutarının 2018 ve 2019 yıllarında bakım-onarım ve modernizasyon harcamalarının ağırlıklı etkisiyle sırasıyla 87,3 milyon TL ve 98,5 milyon TL seviyesinde gerçekleşmesini ve satışlara oranının %5 ve %4,1 olmasını bekliyoruz.

16 Temmuz 2018 Pazartesi

Grafik 62: Yatırım Harcamaları



Grafik 63: 2017 Yılı Yatırım Harcamaları Dağılımı

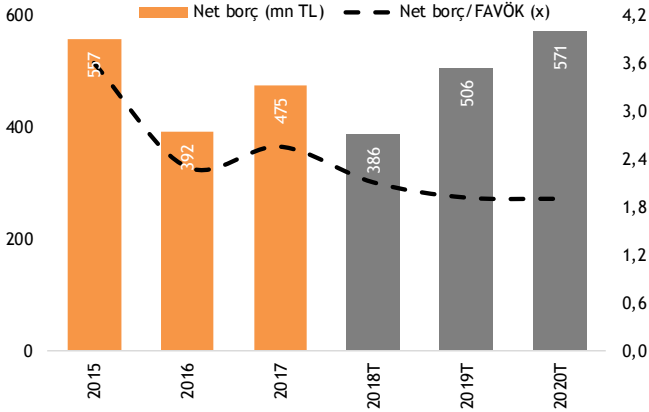


Kaynak: Otokar, Vakıf Yatırım Araştırma ve Strateji

### Borçluluk

- Otokar'ın 1Ç18 sonu itibariyle %92 ile ağırlığı TL kredilerden oluşan 621 mn TL'lik toplam finansal borcu bulunmakta olup, kredilerin %55'i kısa, %45'i uzun vadeli. 1Ç18 sonu itibariyle Şirket 580 mn TL'lik net borç pozisyonuna sahip olup, son 12 aylık FAVÖK'e oranı ise 4,91x seviyesindedir. Ancak, Şirketin yılsonlarına doğru artan tahsilatlarının desteği ile ara dönemlerde bozulan borçluluk göstergelerinde normalleşme yaşandığı da görülmektedir. Bu doğrultuda, Şirketin net borcunun 2018 yılı sonu itibariyle 386 mn TL'ye gerileyeceğini ve net borç/FAVÖK'ün 2,1x'e düşeceğini tahmin ediyoruz (2019 yılı tahminimiz 1,9x).

Grafik 64: Net Borç



Grafik 65: Finansal Borçların Dağılımı (1Ç18)



Kaynak: Otokar, Vakıf Yatırım Araştırma ve Strateji

### TFRS değişiklikleri

- Otokar, "TMS 18 Hasılat" standardının yerini alan "TFRS 15 Müşteri Sözleşmelerinden Hasılat" standardı ile "TMS 39 Finansal Araçlar: Muhasebeleştirme ve Ölçme" standardının yerini alan "TFRS 9 Finansal Araçlar" standardını 2018 yılı başından itibaren uygulamaya başlamıştır. 1Ç18 sonuçları üzerinde sınırlı etkiye bulunan söz konusu standart değişikliklerinin önümüzdeki dönemde de etkisinin sınırlı kalmasını bekliyoruz.

## Vakıf Yatırım Menkul Değerler A.Ş. Öneri Metodolojisi

### Hisse Senedi Öneri Metodolojisi

Vakıf Yatırım Menkul Değerler A.Ş. (“Vakıf Yatırım”) araştırma raporlarında izleme listesinde yer alan şirketler için “Gelecek 12 aya yönelik” ve “Kısa Vadeli Öneri” olmak üzere ikili bir öneri sistemi uygulamaktadır.

1. **Gelecek 12 aya yönelik öneri:** Şirket ile ilgili yapılan detay analiz ve değerlendirme çalışması sonrası ulaşılan getiri potansiyeli dikkate alınarak ve hissenin 12 aya kadar elde tutulması durumunda sağlaması beklenen getiri oranları çerçevesinde verilmektedir.

Burada AL, TUT, SAT olmak üzere üç temel öneri veriyoruz.

Bu önerilerin hangi yüzdesel yükseliş beklentileri doğrultusunda verileceği konusunda ise dinamik bir modelleme öngörüyoruz. Buna göre;

- **TUT (T)** - Hedef Değerin, hissenin en son kapanış fiyatına göre “Risksiz Faiz Oranı + Hisse Senedi Risk Primi” kadar (en yakın %5’lik dilime yuvarlanmış olarak) yükseliş veya düşüş potansiyeli içermesi.
- **AL (A)** - Hedef Değerin, hissenin en son kapanış fiyatına göre “Risksiz Faiz Oranı + Hisse Senedi Risk Primi” den fazla (en yakın %5’lik dilime yuvarlanmış olarak) yükseliş potansiyeli içermesi
- **SAT (S)** - Hedef Değerin, hissenin en son kapanış fiyatına göre “Risksiz Faiz Oranı + Hisse Senedi Risk Primi” den fazla (en yakın %5’lik dilime yuvarlanmış olarak) düşüş potansiyeli içermesi.

Yukarıdaki tabloda belirlenen sınırlar, piyasanın doğası gereği geçici sürelerle ihlal edilebilir. Örneğin değerlemelerde dikkate alınmayan olumlu bir gelişmenin fiyatlanmasıyla AL önerimiz olan hisse senedi, hedef değerinin üstüne çıkabilir veya tersi bir durum söz konusu olabilir. Bu tür ihlallerin 3 aydan fazla sürmesi durumunda hedef değer ve öneri güncellemesi yayınlanması gereklidir.

Gelecek 12 aya yönelik öneri değişikliği şirket değerlemesini etkileyecek her türlü gelişme ve piyasa fiyatındaki hareketler dikkate alınarak ve şirket ile ilgili bir güncelleme raporu yayınlanarak yapılır.

Eğer değerlendirme değişimine sebep olan etken şirkete özel bir gerekçe ile değil, değerlendirme parametrelerinin (kur, faiz, büyüme, iskonto oranları vs) değişimi sonucu oluyorsa hedef değer güncellemesi tek tek şirketler için rapor yazılmaksızın topluca ve herhangi bir zamanlama kısıtlaması olmaksızın yapılabilir.

2. **Kısa Vadeli Öneri:** Hisse senedinin çeşitli gerekçelerle kısa vade için (3 ay) gelecek 12 aya yönelik öneri paralelinde hareket edeceği veya ayrıacağı düşünülmüyorsa bu görüşümüzü kısa vadeli öneriler vurgulanacaktır. Bu öneri sistemimiz ise aşağıdaki gibi üç şekildedir.

- **Endekse Paralel Getiri (EPG)** : Kısa vadede endekse veya sektör endeksine paralel getiri beklentisi
- **Endeksin Üzerinde Getiri (EÜG)**: Kısa vadede endeksin veya sektör endeksinin üzerinde getiri beklentisi
- **Endeksin Altında Getiri (EAG)** : Kısa vadede endeksin veya sektör endeksinin altında getiri beklentisi

Endeksin üzerinde ve altında getiri için herhangi bir rölatif getiri sınırı bulunmamaktadır.

Araştırma ve Strateji bölümü tarafından hazırlanan çalışmalarda ilgili hisse ile ilgili kullanılabilecek diğer tanımlamalar ve kısaltmalar;

- **Kapsam Dışı (KD)** - Herhangi bir hedef değer ve önerimiz olmayan hisse senetlerini ifade eder.
- **Öneri Yok (OY)** - Herhangi bir hedef değer ve önerimiz olmayan ancak izleme listemizde olan hisse senetlerini ifade eder.
- **Revize Ediliyor (RE)** - Öneri Listemizde olan ancak çeşitli gerekçelerle öneri ve hedef değerimizi güncelleme gereği duyulan şirketlerin bu geçiş periyodunda olduğunu ifade etmek için kullanılır.

### Sektör Öneri Metodolojisi

Araştırma ve Strateji bölümü tarafından hazırlanan sektör raporlarında;

- **OLUMLU** - 12 aylık dönemde sektördeki koşullarının olumlu gelişmesi
- **OLUMSUZ** - 12 aylık dönemde sektördeki fiyatlamaya ve rekabet koşullarının olumsuz gelişmesi
- **NÖTR** - 12 aylık dönemde sektörde önemli bir değişiklik yaşanmaması

## Piyasa Öneri Metodolojisi

Araştırma ve Strateji bölümü tarafından hazırlanan piyasaya yönelik strateji raporlarında;

- **AĞIRLIĞI ARTIR** - 12 aylık dönemde Piyasaya yönelik olumlu beklentiler nedeniyle hisse senedi pozisyonlarının portföy içindeki ağırlığının artırılmasını ifade eder
- **AĞIRLIĞI AZALT** - 12 aylık dönemde Piyasaya yönelik olumsuz beklentiler nedeniyle hisse senedi pozisyonlarının portföy içindeki ağırlığının azaltılmasını ifade eder
- **NÖTR** - 12 aylık dönemde Mevcut durumu değiştirecek önemli bir beklentinin olmaması durumunu ifade eder.

Araştırma ve Strateji bölümü tarafından hazırlanan önerilerin işaret ettiği endeks hedef değeri ile piyasa önerisi paralel olmalıdır. Buna göre örneğin endeks için AĞIRLIĞI ARTIR şeklinde bir öneri yapılmışken Vakıf Yatırım izleme listesindeki hisselerin işaret ettiği yükselme potansiyelinin bu öneriyi teyit etmesi gerekmektedir.

Ayrıca Vakıf Yatırım izleme listesindeki şirketlerin adet olarak ve/veya halka açık piyasa değeri ağırlıklı olarak öneri dağılımının piyasa önerisine paralel olması beklenirken, daha dengeli bir izleme listesi oluşturulması amacıyla herhangi bir dönemde AL ve SAT önerilerinin toplam öneriler içindeki ağırlığının %20'den az olmaması hedeflenmektedir.

Yukarıdaki her iki durum için dönemsel ve geçici ihlaller olabileceği kabul edilmekle birlikte 3 ayı geçen uyumsuzluklarda öneri revizyonu yapılması gerekliliği bulunmaktadır.

## Vakıf Yatırım Araştırma ve Strateji

**Sezai ŞAKLAROĞLU**

Genel Müdür Yardımcısı - Hisse Senedi Strateji, SGMK

**Mehmet Emin ZÜMRÜT**

Direktör - Hisse Senedi Strateji, SGMK

**Selahattin AYDIN**

SELAHATTIN.AYDIN@vakifyatirim.com.tr

Müdür

Teknik Strateji, Çimento, Cam

**Mehtap İLBİ**

MEHTAP.ILBI@vakifyatirim.com.tr

Müdür Yardımcısı

Enerji, Telekomünikasyon, Havacılık,  
Taahhüt, Küçük ve Orta Ölçekli Şirketler

**Tuğba SAYGIN**

TUGBA.SAYGIN@vakifyatirim.com.tr

Kıdemli Analist

Bankacılık, Sigortacılık, GYO

**Serap KAYA**

SERAP.KAYA@vakifyatirim.com.tr

Kıdemli Analist

Otomotiv, Beyaz Eşya, Demir Çelik,  
Perakende, Gıda-İçecek

**Nazlıcan ŞAHAN**

NAZLICAN.SAHAN@vakifyatirim.com.tr

Analist

Makro Ekonomi, Strateji, SGMK

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 dayanılarak 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.