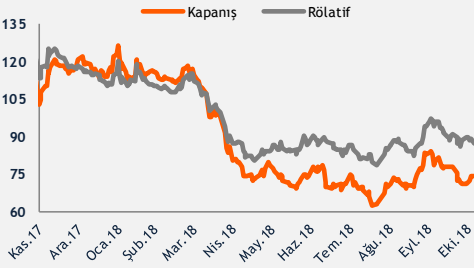


06 Kasım 2018 Salı

Sektör	: Savunma ve Otomotiv
Şirket	: Otokar
Hisse Kodu	: OTKAR
Fiyat (TL)	: 74,0
Hedef Fiyatı (TL)	: 96,8
Yükselme Potansiyeli	: 30,8%
Öneri / Kısa Vade	: Endeksin Üzerinde 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 sanayii olup, çeşitli taktik tekerlekli paletli askeri araçlar üretimi ile Türkiye'nin ilk milli tankım 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 %	-8,14	3,72	-34,05
Rölatif %	-9,16	3,35	-23,50
En Yüksek (TL)	81,45	84,30	128,71
En Düşük (TL)	71,00	62,45	62,45

Yatırımcı Takvimi

4Ç18 Finansal Sonuçları Şubat/2019 (Beklenen)

Analist İletişim : Mehtap İLBİ
: 0212 403 41 60
: mehtap.ilbi@vakifyatirim.com.tr

Alım için uygun zaman...

Otokar'ın, 2018 yılının ilk dokuz ayında özellikle zırhlı araç satışlarındaki daralmanın etkisiyle ciro ve kârlılıkta yaşadığı kayıpları, BAE ve Bükreş siparişlerinde 4.çeyrekte başlamasını beklediğimiz teslimatlarının desteğiyle büyük ölçüde telafi edeceğini öngörüyoruz. Söz konusu teslimatların sonraki çeyreklerde artmasıyla, iyileşmenin 2019 yılında daha da belirginleşeceğini tahmin ediyoruz. Dolayısıyla, geçen yıla göre zayıf finansal sonuçlar ve Altay Tankı seri üretim projesinde yer alamamasının etkisiyle yılbaşından bu yana endekse göre yaklaşık %26 negatif ayrılan hissede, mevcut fiyat seviyesinin alış için cazip olduğunu düşünüyoruz. Tahminlerimizde yaptığımız güncellemeler sonucunda Otokar için 12 aylık hedef fiyatımızı 87,3 TL'den 96,8 TL'ye ve kısa vadeli önerimizi "Endekse Paralel Getiri"den "Endeksin Üzerinde Getiri"ye yükseltiyor, uzun vadeli önerimizi ise "AL" olarak devam ettiriyoruz.

mn TL	Ciro	FAVÖK	Net Kâr	HBT (TL)	F/K (x)	FD/FAVÖK (x)
2015	1.434	155	80	3,3	22,3	16,3
2016	1.635	170	70	3,0	25,5	14,8
2017	1.785	186	99	2,5	17,9	13,6
2018T	1.669	174	58	1,4	30,8	14,6
2019T	2.531	286	162	4,1	11,0	8,8
2020T	2.798	323	202	5,1	8,8	7,8

■ **BAE ve Bükreş siparişlerinde başlamasını beklediğimiz teslimatların, son çeyrek ve daha belirgin olarak 2019 finansallarını olumlu etkilemesini bekliyoruz** - Otokar'ın, 2017 yılında Birleşik Arap Emirlikleri'nde (BAE) kurduğu ortak girişim şirketi (Al-Jasoor), BAE Silahlı Kuvvetleri'ne 8x8 zırhlı araç tedarikine yönelik 6 yıllık toplam 661 mn \$ tutarında bir sözleşme imzalamıştı. Söz konusu proje kapsamında teslimatların bu yılın son çeyreğinde başlamasını bekliyoruz. Bunun yanı sıra, Şirketin bu yıl içerisinde Bükreş Belediyesi'nden aldığı 400 adetlik otobüs siparişi kapsamındaki teslimatların da son çeyrekte itibaren başlaması ve ağırlıklı kısmının 2019 yılının ilk yarısında tamamlanacağını tahmin ediyoruz. Şirketin, söz konusu sipariş teslimatlarının da desteğiyle, yılın ilk dokuz ayında operasyonel göstergelerinde yaşanan kayıpları önemli ölçüde telafi edeceğini; 2019'da ise söz konusu siparişler kapsamında gerçekleşecek yüklü teslimatlarla birlikte operasyonel performansta önemli bir iyileşme kaydedeceğini öngörüyoruz. 2019 yılında Şirketin ciroda yaklaşık %52 ve FAVÖK'te %65 büyümeye kaydedeceğini öngörüyoruz.

■ **Bakiye siparişlerde uzayan vade ile artan öngörülebilirlik** - Şirketin, 2013-2016 döneminde yıllık ortalama -%22 artışla 441 mn TL'ye yükselen bakiye siparişleri, 2017 yılı sonunda 1,7 mlr TL'ye, 3Ç18 sonu itibarıyla ise yeni siparişlerin eklenmesi ve kur etkisiyle 3,6 mlr TL'ye ulaşmıştır. Bakiye siparişlerin tamamının döviz cinsi olması (%81'i \$, %19'u € bazlı) ve yaklaşık 6 yıla uzayan vade yapısı ile geçmiş dönemlere kıyasla daha öngörülebilir bir yapıya kavuştuğunu düşünüyoruz.

■ **İhracatın payında artış ile daha dengeli gelir yapısı** - Otokar'ın, son 5 yıllık dönemde ihracat gelirlerinin toplam cirosundaki payı önemli yükseliş kaydetmiştir (9A18: %45, 2013: %16). Bu gelişim, Şirketin yurt içi satışlara olan bağımlılığını azaltarak, pazar ve kur riskini dağıtan daha dengeli gelir yapısına ulaşmasını sağlamaktadır. Şirketin, i) son dönemde aldığı siparişlerle küresel olarak artan bilinirliği, ii) rakiplerine göre sahip olduğu maliyet avantajı, iii) askeri ve ticari segmentlerde sunduğu geniş ürün portföyü ve iv) Altay Tankı geliştirme projesinin mühendislik kabiliyetinde yarattığı katma değer sayesinde, yurt dışı pazarlarda (askeri segmentte Körfez ve Afrika ülkeleri, ticari segmentte Avrupa) büyümeye potansiyelinin yüksek olduğunu düşünüyoruz.

■ **Riskler** - Başta askeri segment olmak üzere kâr marjı yüksek ihracat gelirlerinin payında azalma, borçlulukta olası artış, tahminlerimize, hedef fiyatımıza ve tavsiyemize yönelik aşağı yönlü risklerdir.

06 Kasım 2018 Salı

Gelir Tablosu (mın TL)	2015	2016	2017	2018T	2019T	2020T
Satış Gelirleri (net)	1.434	1.635	1.785	1.669	2.531	2.798
FVÖK	107	121	124	115	217	246
Amortisman Giderleri	48	49	62	59	69	78
FAVÖK	155	170	186	174	286	323
Diğer Gelir ve Giderler (Net)	33	44	102	84	84	74
Finansal Gelir ve Giderler (Net)	-53	-97	-136	-148	-132	-109
VÖK	88	68	91	53	171	213
Vergiler	-8	2	9	5	-9	-11
Net Dönem Kârı	80	70	99	58	162	202
HBK (TL)	3,3	2,9	4,1	2,4	6,8	8,4

Bilanço (mın TL)	2015	2016	2017	2018T	2019T	2020T
Nakit ve Benzerleri	59	39	229	270	273	294
Kısa Vadeli Ticari Alacaklar	344	389	445	504	688	723
Stoklar	428	494	413	561	749	745
Duran Varlıklar	585	334	378	480	594	706
Uzun Vadeli Ticari Alacaklar	100	9	10	10	15	16
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	2.477	3.307	3.577
Finansal Borçlar	615	430	704	1.011	1.186	1.191
Kısa Vadeli	106	5	514	537	704	700
Uzun Vadeli	509	425	190	475	482	491
Ticari Borçlar	166	401	62	233	346	383
Kısa Vadeli	166	401	62	233	346	383
Uzun Vadeli	0	0	0	0	0	0
Özkaynaklar	245	243	284	306	371	451
Ana Ortaklığa ait Özkaynaklar	245	243	284	306	371	451
Azınlık payları	0	0	0	0	0	0
Net Borç	557	392	475	741	914	898

Nakit Akım Tablosu (mın TL)	2015	2016	2017	2018T	2019T	2020T
VÖK	88	68	91	53	171	213
Amortisman	48	49	62	59	69	78
Δİşletme sermayesi ihtiyacı	-156	125	-315	-36	-260	6
Vergi	-8	2	9	5	-9	-11
Yatırım Harcamaları	-52	-77	-95	-87	-99	-108
Temettü Ödemesi (Brüt)	-80	-72	-60	-35	-98	-122
Bedelli Sermaye Artırımı	0	0	0	0	0	0
ΔBorçlanma Değişimi	266	-185	274	308	175	5
Diğer Nakit Giriş/Çıkış	-91	69	225	-226	53	-39
Yıl Boyunca Yaratılan Nakit	106	-90	-35	267	-50	61
Dönemsonu Nakit	59	39	229	270	273	294

Büyüme (%)	2015	2016	2017	2018T	2019T	2020T
Satış	16,4%	14,0%	9,2%	-6,5%	51,6%	10,6%
FAVÖK	-1,6%	10,0%	9,2%	-6,6%	64,8%	13,0%
Net Dönem Kârı	9,3%	-12,3%	42,6%	-42,0%	181,0%	24,7%

Çarpanlar (x)	2015	2016	2017	2018T	2019T	2020T
FD/Satışlar	1,8	1,5	1,4	1,5	1,0	0,9
FD/FAVÖK	16,3	14,8	13,6	14,6	8,8	7,8
F/K	22,3	25,5	17,9	30,8	11,0	8,8
PD/DD	7,2	7,3	6,3	5,8	4,8	3,9

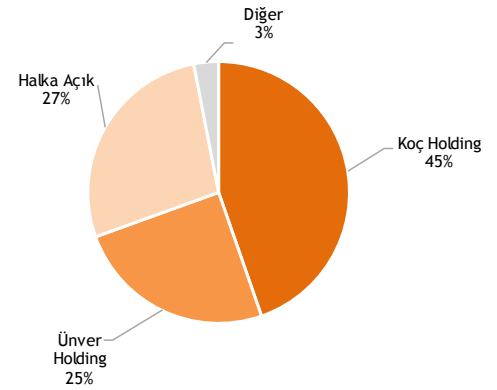
Finansal Rasyolar	2015	2016	2017	2018T	2019T	2020T
Özsermaye Kârlılığı (%)	32,5%	28,6%	37,8%	19,5%	47,9%	49,2%
FAVÖK Marjı (%)	10,8%	10,4%	10,4%	10,4%	11,3%	11,6%
Net Kâr Marjı (%)	5,5%	4,3%	5,6%	3,5%	6,4%	7,2%
Net Borç/Özsermaye (x)	2,3	1,6	1,7	2,4	2,5	2,0
Net Borç/FAVÖK (x)	3,6	2,3	2,6	4,3	3,2	2,8
KV Borç/UV Borç (%)	20,8%	1,1%	270,3%	113,0%	146,0%	142,6%
Özsermaye/Aktif Toplamı (%)	15,3%	13,6%	14,1%	12,4%	11,2%	12,6%
Cari Oran (x)	1,3	1,4	1,5	2,0	1,9	2,0
Brüt Nakit Temettü Dağıtım Oranı (%)	100,6%	103,3%	60,3%	60,3%	60,3%	60,3%

Şirket	Otokar
Hisse Kodu	OTKAR - OTKAR TI, OTKAR IS
Vakıf Yatırım Öneri	AL
Kapanış (TL)	74,0
Hedef Fiyat (TL)	96,8
Mevcut Piyasa Değeri (mın TL)	1.775
Hedef Piyasa Değeri (mın TL)	2.322
Yükselme Potansiyeli	30,8%

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

Tehditler

- Makroekonomik koşullarında kötüleşme
- Hükümet bütçelerinde savunma harcamalarının payının azalması
- İhracat yapılan ülkeler ile politik ilişkilerde bozulma
- İşletme sermayesinde kötüleşme

Tahminlerimizdeki Değişiklikler

mn TL	2018T			2019T			2020T		
	Eski	Yeni	Değ. %	Eski	Yeni	Değ. %	Eski	Yeni	Değ. %
Net satış gelirleri	1.759	1.669	-5,1%	2.398	2.531	5,6%	2.668	2.798	4,9%
FAVÖK	183	174	-5,1%	264	286	8,3%	300	323	7,7%
FAVÖK marjı	10,4%	10,4%	0,0 yp	11,0%	11,3%	0,3 yp	11,3%	11,6%	0,3 yp
Net kâr	70	58	-17,6%	159	162	1,9%	188	202	7,5%

Kaynak: Vakıf Yatırım Araştırma ve Strateji

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 ayrışacağı düşünülüyorsa 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.



VakıfBank Grubu İştirakidir.

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

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, Demir Çelik, Taahhüt, Küçük ve Orta Ölçekli Şirketler

Mehtap İLBI

MEHTAP.ILBI@vakifyatirim.com.tr

Müdür Yardımcısı

Beyaz Eşya, Otomotiv, Perakende, Gıda-İçecek, Havacılık, Telekomünikasyon, Enerji

Tuğba SAYGIN

TUGBA.SAYGIN@vakifyatirim.com.tr

Kıdemli Analist

Bankacılık, Sigortacılık, GYO

Nazlıcan ŞAHAN

NAZLICAN.SAHAN@vakifyatirim.com.tr

Analist

Makro Ekonomi, Strateji, SGMK

Umut Deniz PAK

UMUTDENIZ.PAK@vakifyatirim.com.tr

Analist

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 olursa olsun üçüncü kişilerin uğrayabileceği her türlü zararlardan dolayı Vakıf Yatırım Menkul Değerler A.Ş. sorumlu tutulamaz.