

Şirket Güncelleme

TUT

Yükselme Potansiyeli\* -38%

Altay tankı üretim beklentileri hisselerin aşağı yönlü hareketini sınırlıyor

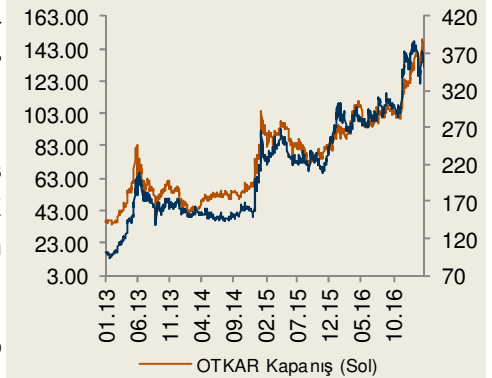
**BAE’de kurulan yeni ortak girişim şirketi kuvvetli büyüme potansiyeli taahhüt ediyor** Otokar’ın sahip olduğu Otokar Land Systems Limited LLC (Otokar LS) ve Birleşik Arap Emirlikleri’nde (BAE) yerleşik Tawazun Operations Company LLC (Tawazun)’un iştiraki Heavy Vehicles Industries LLC (HVI) BAE’de ve bölgedeki diğer ülkelerde savunma sanayi faaliyetlerinde bulunmak için BAE’de Al Jasoor Heavy Vehicles Industries LLC” (Al Jasoor) adında yeni bir ortak girişim şirketi kurdu. Otokar LS’nin ve HVI’nin sırasıyla %49 ve %51 pay sahibi olduğu yeni ortak girişim şirketinin kuruluş sermayesi 36.6 milyon TL olarak açıklandı. Yeni kurulan ortak girişimin faaliyetlerinden Otokar’ın doğrudan elde edeceği gelirler gerçekleştirilecek araç ihracatı, demonte kit (CKD - Completely Knocked Down) satışları, teknik danışmanlık ve benzeri hizmet gelirleri ile Al Jasoor’dan alacağı temettülerden oluşacak.

**BAE ordusundan yeni siparişlerin devamı da gelebilir** Otokar bu haftanın başında yeni kurulan ortak girişim şirketinin BAE ordusunda kullanımı için 8X8 zırhlı araç tedariki için ihale aldığını açıkladı. İlk aşama olarak BAE Silahlı Kuvvetleri ile Tawazun arasında Otokar’ın dolaylı olarak % 49 pay sahibi olacağı Al Jasoor’a devredilmek üzere, 6 yıllık toplam 661 milyon USD tutarında satış için sözleşme imzalandığı açıklandı. Teslimatların 2Ç18’de başlamasıyla yeni proje Otokar’ın 2018 yılında satış gelirlerinde ve FAVÖK rakamlarında ciddi büyüme neden olacak. BAE ordusunun envanterine girdiğinde, bunu başka yeni projelerin izlemesinin olası olduğunu düşünüyoruz.

**Altay tank projesi** Otokar 2014 yılında Altay tankı için PV1 ve PV2 prototip üretimlerini tamamlamıştı. Nisan 2015’de başlayan sistem kalifikasyon testlerinin ardından 18 Ocak 2016’da Otokar Savunma Sanayi Müsteşarlığı’na 250 adet tankın seri üretimi ve lojistik destek faaliyetleri için teklifini sunmuştu. 29 Ağustos 2016’da ise Otokar nihai teklifini SSM’e sundu. Altay tankının geliştirme projesini başından beri yürüten Otokar’ın Altay tankı ile ilgili know how’na sahip olduğu görüşüyle şirketin tankın seri üretime en uygun üretici aday olduğunu düşünüyoruz. Ancak SSM’nin Altay tankının tüm fikri mülkiyet haklarına sahip olduğu göz önünde bulundurulduğunda seri üretimin başka yerli bir savunma sanayi üreticisine verilmesinin olasılıklar dahilinde olduğunu belirtmekte fayda var. Avusturya hükümetinin 26 Kasım 2016’da Türkiye’ye silah ambargo kararından Tümosan’ın tank motoru geliştirmek için işbirliği içinde olduğu Avusturyalı AVL List GmbH ile görüşmelerin iptal edilmesi, Otokar’ın ilk fazdaki 250 adet tankın seri üretimi için Alman MTU’nun tank motorunu tedarik planı nedeniyle bir engel oluşturmuyor.

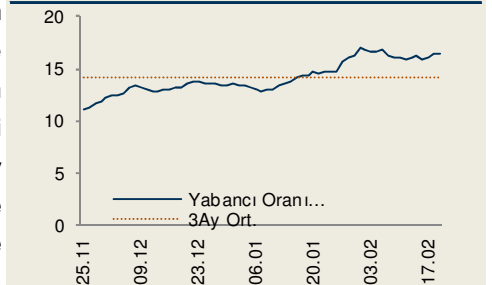
Kodu	TL	USD	
<b>Fiyat Bilgileri</b>			
Kapanış 21 02 2017	140.10	38.60	
12 Aylık Hedef Fiyat TL	86.70	21.70	
12 Aylık Önceki Hedef Fiyat TL	75.25	21.72	
Piyasa Değeri (mn)	3,362	928	
Halka Açık PD (mn)	923	255	
Ortalama İşlem Hacmi (3Ay)	24.6	6.8	
Hisse sayısı (mn)		24	
Takas Saklama Oranı (%)		27.45	
<b>Çarpanlar</b>	<b>2017T</b>	<b>2018T</b>	
F/K	51.1	27.5	
PD/DD	13.5	10.7	
FD/FAVÖK	21.3	15.1	
<b>Fiyat Performansı (%)</b>	<b>1 Ay</b>	<b>3 Ay</b>	<b>12 Ay</b>
TL	4	15	56
ABD \$	8	8	27
BIST-100 Relatif	-1	-4	31

Fiyat / BIST-100’e Göreceli Fiyat



52 Hafta Fiyat Aralığı (TL) 94.15 148.60

Yabancı Oranı (%)



Esra Şirinel

esirinel@isyatirim.com.tr

+90 212 350 25 72

**2017'de sınırlı büyüme** 2017'de yurtiçi hafif ticari araç pazarında daralma beklentimiz nedeniyle zayıf ticari araç segment gelirleri ile sonuna gelinen Altay tankı geliştirme projesine ilişkin gelirlerin azalan bakiye tutarı neticesinde Otokar'ın 2017'de %7 ciro büyümesi elde etmesini öngörüyoruz. Artan girdi maliyetleri ile yurtiçi pazarda yükselen rekabet nedeniyle FAVÖK marjının 2017'de 0.4 baz puan gerileyerek %10'a düşme tahminimiz FAVÖK rakamında yıllık bazda sınırlı %4 büyümeye işaret ediyor. 2017'de vergi teşviği almayacağını düşündüğümüz Otokar için net kar tahminimiz %6 düşüğe işaret ediyor. Ancak, 2018 yılında BAE ordusuna teslimatların başlayacak olması ile şirketin gelirlerinde %28'lik bir artış tahmin ediyoruz.

**TUT tavsiyemizi koruyoruz** OTKAR için hisse başına hedef fiyatımızı 4Ç16 gerçekleştirmeleri, değerlememizde %75 ağırlığa sahip olan İNA değerinin 2017 sonuna taşınması, değerlemede %25 paya sahip benzer şirket çarpanlarının güncellenmesi, yurtiçi otomotiv pazarındaki daralma beklentimizdeki artış ve BAE'den alınan yeni siparişin modelimize eklenmesi sonucunda revize edip %15 artırarak hisse başına 86.70 TL'ye yükseltiyoruz. Altay tankının seri üretimi SSM ile yeni bir sözleşmeye tabi olduğundan, OTKAR için hedef fiyatımızın tankın seri üretimini içermediğini belirtmek isteriz. Ancak tankın seri üretimine ilişkin beklentiler hissenin aşağı yönlü hareketini sınırladığından hedef fiyatımız getiriye işaret etmemesine rağmen hisse için TUT tavsiyemizi koruyoruz. Altay tankı seri üretimini değerlememize dahil ettiğimizde, OTKAR için hisse başına hedef fiyatımız 144.35TL'ye yükselmektedir.

Otokar

Summary of Key Financials (TL mn)

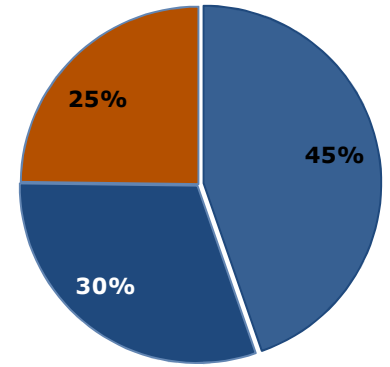
Income Statement (TL mn)	2015A*	2016A*	2017E	2018E	2019E
Revenues	1,434	1,635	1,757	2,155	2,541
EBITDA	155	170	176	248	306
Net income	80	70	66	122	170
Cash Flow Statement (TL mn)					
Net Income	80	70	66	122	170
Depreciation & Amortisation	48	49	47	47	51
Change in Working Capital	(156)	125	(36)	(115)	(112)
Cash Flow from Operations	(23)	250	57	32	109
Capital Expenditure	54	77	47	47	56
Free Cash Flow	(77)	173	9	(15)	53
Balance Sheet (TL mn)					
Tangible Fixed Assets	104	105	114	128	146
Cash & equivalents	59	39	35	43	51
Total assets	1,605	1,784	1,833	2,105	2,361
Short-term debt	106	5	232	301	364
Total Debt	615	430	482	551	614
Total equity	245	243	249	315	381
Ratios					
Net debt/EBITDA (x)	3.6	2.3	2.5	2.0	1.8
EBITDA Margin	10.8	10.4	10.0	11.5	12.0
Net Margin	5.5	4.3	3.7	5.7	6.7
Valuation Metrics					
EV/Sales (x)	1.7x	1.7x	2.1x	1.7x	1.5x
EV/EBITDA (x)	15.4x	15.9x	21.3x	15.1x	12.3x
EV/IC (x)	2.0x	3.3x	4.4x	3.8x	3.4x
P/E (x)	17.2x	30.3x	n.a	27.5x	19.8x
FCF yield (%)	-6%	8%	0%	0%	2%
Dividend yield (%)	3.4%	2.7%	1.8%	1.7%	3.1%

\*based on average Mcap during the year

Faaliyet Alanı

Otomotiv sektöründe faaliyet göstermekte olup üretimin ağırlığını Land Rover 4x4 arazi araçları, minibüs türü araçlar ile treyler, semi-treyler ve kamyonüstü uygulamaları oluşturmaktadır.

Ortaklık Yapısı



■ Koç Holding A.Ş. ■ Diğer ■ Ünver Holding A.Ş.

Burada yer alan bilgiler İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından bilgilendirme amacı ile hazırlanmıştır. Yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Herhangi bir yatırım aracının alım-satım önerisi ya da getiri vaadi olarak yorumlanmamalıdır. Bu görüşler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

Burada yer alan fiyatlar, veriler ve bilgilerin tam ve doğru olduğu garanti edilemez; içerik, haber verilmeksizin değiştirilebilir. Tüm veriler, İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan alınmıştır. Bu kaynakların kullanılması nedeni ile ortaya çıkabilecek hatalardan İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş. sorumlu değildir.