Analist: Ayşegül Bayram
ABayram@halkyatirim.com.tr

Otokar

İhracatın desteğiyle bilanço güçleniyor

- ✓ **Yurt dışında artan bilinirlik ile ihracat gelirlerinin güçleneceğini düşünüyoruz.** 2020'de küresel virüs sebebiyle yurt içi talepte yaşanan daralma sürecini Otokar'ın ihracata odaklanarak değerlendirmesi sonucunda, ihracatların ciro içerisindeki payının %90'ı aşacağını öngörüyoruz. Tahmin aralığımızın geri kalan sürecinde de, hem savunma cephesinde devam eden teslimatlar hem de 4Ç21'de teslimatları başlaması planlanan IVECO anlaşmasının desteğiyle, bu oranın güçlü seyrini koruyarak %87-92 bandında seyredeceğini tahmin ediyoruz. Bu doğrultuda, satış gelirlerinin 2019-2021 yılları arasında %19,2 YBBO kaydedeceğini öngörüyoruz.

- ✓ **Zırhlı araç satışları ciro performansında belirleyici olmaya devam edecek.** 3Ç18'de teslimatları başlayan yurt dışı 8x8 zırhlı araç anlaşmasının desteğiyle Otokar'ın satış gelirleri içerisinde savunma sanayi aracı satışlarında görülen ivmelenmenin tahmin aralığımızın geri kalan sürecinde pekişeceğini öngörüyoruz. Bu bağlamda, 2019 yılında %43 seviyesinde bulunan savunma sanayi araç satış gelirlerinin toplam satış gelirleri içerisindeki payının tahmin aralığımız süresince %52-61 bandında seyredeceğini öngörüyoruz.

- ✓ **Emtia fiyatlarındaki düşüş ve küresel salgının satış ve pazarlama giderleri cephesindeki yansımaları ile, FAVÖK marjının 2020 yılında tüm zamanların zirvesi olan %19,8'e yükseleceğini tahmin ediyoruz.** 2020 yılında FAVÖK'ün, küresel salgın sebebiyle satış, dağıtım ve pazarlama giderlerinde öngördüğümüz gerileme ve düşük emtia fiyatlarının etkisiyle yıllık bazda %12 artış kaydederek 484,63 milyon TL seviyesinde gerçekleşeceğini öngörüyoruz. Bu doğrultuda, FAVÖK marjının tüm zamanların zirvesi olan %19,8'e yükseleceğini tahmin ediyoruz. 2021'de ise, normalleşmenin ciro üzerindeki etkisi karşısında satış ve pazarlama giderlerinin yeniden ivmeleneceği ve ham madde fiyatlarının artacağını varsayıyoruz. Bu doğrultuda, FAVÖK'ün 2019-2021 yılları arasında %22,1 YBBO kaydedeceğini düşünüyoruz. 2021 yılında %18,6 seviyesinde gerçekleşeceğini öngördüğümüz FAVÖK marjının, uzun vadede %18 seviyesi civarında dengeleneceğini düşünüyoruz.

- ✓ **Değerleme.** Küresel salgın sürecinde ihracata odaklanan Otokar'ın operasyonel performansındaki güçlü görünümün önümüzdeki dönemde de devam edeceğini düşünüyoruz. Böylece, 2020 yılının ardından net nakit akımlarının da güçleneceğini tahmin ediyoruz. Bu doğrultuda, OTKAR'ı Araştırma kapsamımıza 'AL' önerisiyle dahil ediyoruz. Otokar hissesi için 12 aylık hedef fiyatımızı %21 getiri potansiyeli ile 204,30 TL olarak belirliyoruz.

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

AL

Hisse Fiyatı: 168,30 TL
Hedef Fiyat: 204,30 TL

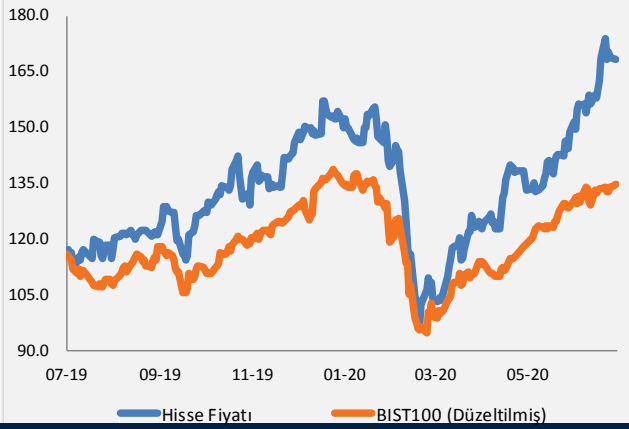
Getiri Potansiyeli: %21

Özet Veriler

Hisse Kodu	OTKAR
Cari Fiyat (TL)	168.30
52H En Yüksek (TL)	175.40
52H En Düşük (TL)	96.45
Piyasa Değeri (mn TL)	4,039
Piyasa Değeri (mn USD)	589
Halka Açıklık Oranı (%)	30.51
Konsensus HF (TL)	172.82
Konsensus Tavsiye	75% B / 25% H / 0% S
3A Hacim (mn USD)	2.9
HLY HBK (2020T)	16.10
Konsensus HBK (2020T)	15.84

Tahminler ve Rasyolar	2018	2019	2020	2021
Net Satışlar (mn TL)	1.679	2.431	2.444	3.454
Yıllık Büyüme	*-6%*	*45%*	*1%*	*41%*
FAVÖK (mn TL)	226	432	485	643
Yıllık Büyüme	*22%*	*91%*	*12%*	*33%*
Net Kar (mn TL)	164	352	387	558
Yıllık Büyüme	*65%*	*114%*	*10%*	*44%*
FAVÖK Marjı	13,5%	17,8%	19,8%	18,6%
Net Kar Marjı	9,8%	14,5%	15,9%	16,2%
FD/Satışlar	3,0x	2,1x	2,0x	1,4x
FD/FAVÖK	22,1x	11,6x	10,3x	7,8x
F/K	11,6x	10,0x	10,4x	7,2x
PD/DD	4,9x	5,5x	4,9x	3,8x
Hisse Başı Kar (TL)	6,8	14,6	16,1	23,3
Hisse Başı Defter Değeri (TL)	16,2	26,6	34,3	44,3

Fiyat Performansı



İçindekiler

Yatırım Tezi	3
Değerleme Özeti	5
Şirket Profili	8
Operasyonlar	11
Finansallar & Tahminler	17

Yatırım Tezi

Yurt dışında artan bilinirlik ile ihracat gelirlerinin toplam gelirler içerisindeki payının güçleneceğini düşünüyoruz. Otokar'ın ihracat gelirlerinin toplam gelirler içerisindeki payının ivmelenmesinde, 2018 yılının son çeyreğinde teslimatları başlayan yurt dışı 8x8 zırhlı araç anlaşması bir kilometre taşı olarak kabul edilebilir. 2016 yılında bölgede faaliyet gösteren Heavy Vehicle Industries LLC ile birlikte kurulan Al Jasoor ortak girişim şirketinin imzaladığı 661 milyon USD tutarındaki anlaşma; ürün, teknoloji transferi, danışmanlık, bölgede üretim gibi konuları içeriyor. Aynı zamanda Türkiye savunma sanayiinin tek kalemde imzalanan en büyük kara araçları anlaşması olarak da bilinen sözleşme, 6 yıllık süreçte toplamda 400 adet 8x8 zırhlı araç teslimatını kapsıyor. Bu sözleşmeye ilişkin teslimatların desteğiyle 4Ç18'de Otokar'ın ihracat gelirlerinin yıllık bazda %100 artış kaydetmesinin etkisiyle 2018 yıl geneli bazında ihracat gelirlerinin toplam satış gelirleri içerisindeki payı yıllık bazda 34 puan artışla %65 seviyesine yükseldi. 2019 yılında da, yurt dışı 8x8 zırhlı araç sözleşmesi kapsamında devam eden teslimatlara ek olarak, Amman ve Bükreş Belediyeleri'nden alınan otobüs siparişlerinin satışının tamamlanması da ihracat gelirlerinin ivmelenmesinde etkili oldu. Bu dönemde ayrıca, Malta ve Sırbistan'a da teslimatlar yapıldı. Böylece 2019 yılında da ihracatların satış gelirleri içerisindeki payı artışını sürdürerek %80 seviyesine ulaştı. 2020'de ise küresel salgın sebebiyle yurt içi talepte yaşanan daralma sürecini Otokar'ın ihracata odaklanarak değerlendirmesi sonucunda, ihracatların toplam satış gelirleri içerisindeki payının %90 seviyesini aşacağını düşünüyoruz. Tahmin aralığımızın geri kalan sürecinde de, hem devam eden savunma sanayi araçları teslimatları hem de 2021 yılının son çeyreğinde teslimatları başlaması planlanan 5000 araçlık ve 5 yıllık süreci kapsayan IVECO anlaşmasının desteğiyle, bu oranın güçlü seyrini koruyarak %87-92 bandında seyredeceğini tahmin ediyoruz.

Savunma sanayi kara araçları sektöründe yetkinliği ile öne çıkan Otokar, ana yükleniciliğini yaptığı Altay ana muharebe tankının ilk dönem projesini başarıyla tamamladı. Türkiye'nin tek milli kara araçları üreticisi unvanını taşıyan ve savunma sanayisinde kara araçları sektöründe araç tasarımı, geliştirilmesi, test ve kalifikasyon faaliyetleri açısından imkan ve kabiliyetlere sahip olan Otokar, ana yükleniciliğini yaptığı Altay ana muharebe tankının tasarım, prototipleme ve kalifikasyon süreçlerinden oluşan ilk dönem projesini başarıyla tamamlayarak 2018 yılında prototipleri Savunma Sanayii Başkanlığı'na teslim etmiştir. Açılan üretim ihalesinde başka bir üretici, seri imalat için görevlendirilmiştir.

Küresel salgın sonrası ticari araçlar ve savunma segmentlerinde ertelenen talebin öne çıkacak olması satış gelirlerindeki güçlü görünümde etkili olacak. 2020 yılının geri kalanında devam eden 8x8 zırhlı araç sözleşmesine ilişkin teslimatların beraberinde ticari araçlar cephesinde sadece ihracata yönelik satışlar yapılacağını öngörüyoruz. Bu doğrultuda, ihracat gelirlerinin payındaki artışın etkisiyle şirketin satış gelirlerinin yıllık bazda %1 artışla 2,44 milyar TL seviyesinde gerçekleşerek, 2019 yılına benzer performans göstereceğini öngörüyoruz. Tahmin aralığımızın geri kalan sürecinde de, salgın sonrası ekonomide beklenen toparlanma eğiliminin turizm cephesinde yaratması öngörülen hareketlenmenin otobüs satışları cephesinde yansımalarının görüleceğini düşünüyoruz. Ayrıca bu süreç boyunca 2021 yılının son çeyreğinde IVECO anlaşmasına yönelik teslimatların bir kısmının başlayacak olması da, ciro performansı cephesinde destekleyici unsur olarak öne çıkıyor. Savunma sanayi cephesinde de devam eden 8x8 zırhlı araç sözleşmesine yönelik teslimatların beraberinde, ekonomilerde beklenen güçlenmenin savunma sanayi cephesinde de hissedileceğini düşünüyoruz. Böylece Otokar'ın başka ülkelerden aldığı siparişlere yönelik teslimatlar yapacağını da varsayıyoruz. Bu çerçevede, satış gelirlerinin tahmin aralığımızın geri kalan sürecinde yıllık bazda ortalama %26 artış kaydedeceğini ve 2025 yılında 7,78 milyar TL seviyesine yükseleceğini tahmin ediyoruz.

Yatırım Tezi

Emtia fiyatlarındaki düşüşe ek olarak, küresel salgın sürecinin satış ve pazarlama giderleri cephesindeki yansımaları ile, FAVÖK marjının 2020 yılında tüm zamanların zirvesi olan %19,8 seviyesine yükseleceğini tahmin ediyoruz. 2020 yılında FAVÖK'ün küresel salgın sebebiyle satış, dağıtım ve pazarlama giderlerinde öngördüğümüz düşüşün beraberinde, bu süreçte emtia fiyatlarında görülen ılımlı seyre ek olarak şirketin tedarik politikasının desteğiyle, yıllık bazda %12 artış kaydederek 484,63 milyon TL seviyesinde gerçekleşeceğini öngörüyoruz. Böylece, FAVÖK marjının da yıllık bazda 2,1 puan artışla tüm zamanların zirvesi olan %19,8 seviyesine yükseleceğini tahmin ediyoruz. Tahmin aralığımızın geri kalan sürecinde de, salgın sonrası normalleşmenin ciro üzerindeki etkisi karşısında satış ve pazarlama giderlerinin yeniden ivmeleneceği ve ham madde fiyatlarının artacağı tahminiyle, FAVÖK'ün yıllık bazda ortalama %23 artış kaydedeceğini ve 2025 yılında 1,39 milyar TL seviyesine ulaşacağını öngörüyoruz. FAVÖK marjının da bu süreçte 2023 yılına kadar ılımlı düşüş eğilimi sergileyeceğini, tahmin aralığımızın geri kalan kısmında da %18 seviyesi civarında dengeleneceğini düşünüyoruz.

Net borç/FAVÖK rasyosunun şirketin ağırlıklı olarak TL cinsi borçlanmasının desteğiyle düşüş eğilimini sürdüreceğini düşünüyoruz. Net borç/FAVÖK rasyosunun güçlü operasyonel performansa ek olarak, ağırlıklı olarak TL borçlanmanın kur dalgalanmalarına karşı oluşturduğu koruma kalkanından faydalanarak, kademeli olarak gerileyeceğini ve 2025 yılında 0,62x seviyesinde gerçekleşeceğini öngörüyoruz.

Riskler

Emtia fiyatlarında görülecek sert yükselişler şirketin operasyonel karlılığı üzerinde aşağı yönlü baskı yaratabilir.

Güçlü TL, satış gelirlerinin üzerinde aşağı yönlü risk teşkil edebilir.

İhracat siparişlerinin iptal edilmesi durumunda şirketin operasyonel karlılığı olumsuz etkilenebilir.

Borçlanma maliyetlerinde yükseliş yaşanması durumunda karlılık görünümü olumsuz etkilenebilir.

Değerleme Özeti

Değerleme Özeti

Otokar'ın 12 aylık hedef piyasa değerine ulaşırken, İNA ve Benzer Şirket çarpanları yöntemlerini kullandık.

İndirgenmiş Nakit Akımı modelimiz, 12-aylık 4,39 milyar TL hedef şirket değerine işaret etmektedir. Böylece 12-aylık hedef fiyatını modelimize göre %9 yükseliş potansiyeli ile 183,11 TL olarak bulmaktayız. İNA modelimizde, sonsuz büyüme oranını %7, beta katsayısını 0,87, piyasa risk primini %5,5, risksiz faiz oranını %12,5 ve vergi sonrası borçlanma maliyetini ise %12 olarak varsaydık.

Benzer şirket çarpanları yöntemini kullanırken, FD/FAVÖK rasyosundan faydalanarak 6,42 milyar TL hedef piyasa değerine ulaştık.

Ağırlıklı ortalama hedef fiyatımıza ulaşmak için, İNA yöntemiyle ulaştığımız hedef fiyatımıza %75, benzer şirket çarpanları yöntemiyle hesapladığımız hedef fiyatımıza ise %25 ağırlık verdik. Bu doğrultuda, Otokar için 4,90 milyar TL hedef piyasa değerine ulaşarak, %21 yükseliş potansiyeli ile 12-aylık hedef fiyatımızı 204,30 TL olarak belirledik.

Tablo 1: Değerleme Özeti

Değerleme Özeti	Hedef Şirket Değeri (milyon TL)	Ağırlık	Ağırlıklandırılmış Değer
İNA	4.395	75%	3.296
Benzer Şirket Çarpanları	6.425	25%	1.606
Hedef Şirket Değeri			**4.902**
Ödenmiş Sermaye			24
Hedef Hisse Fiyatı			**204,30**
Güncel Fiyat			168,30
Yükseliş Potansiyeli			**21%**

İNA Değerleme

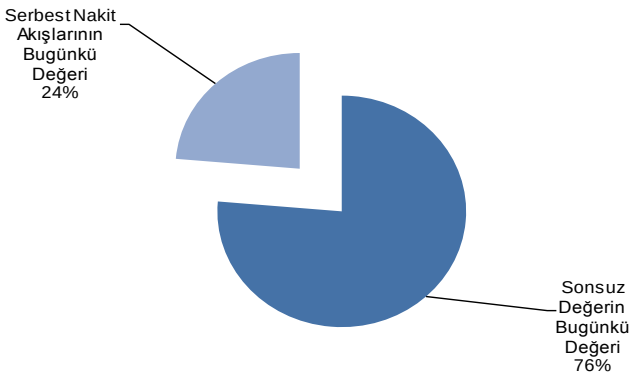
Tablo 2: İNA Değerleme (Konsolide)

İNA Değerleme	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Net Satışlar	2.444	3.454	4.251	5.175	6.313	7.785
FAVÖK	485	643	775	928	1.125	1.386
Net İşletme Sermayesindeki Değişim	254	-133	159	361	409	363
Yatırım Harcamaları	196	210	220	227	235	245
Serbest Nakit Akışları	-53	457	261	176	280	525
AOSM	13,7%	14,1%	14,3%	14,6%	14,8%	15,0%
Sonsuz Büyüme Oranı	7,0%					
Sonsuz Değer (2025)						6.982
Sonsuz Değerin Bugünkü Değeri	3.344					
Serbest Nakit Akışlarının Bugünkü Değeri	-50	379	189	111	154	252
Firma Değeri	4.379					
Düzeltilmiş Net Borç	779					
Piyasa Değeri	3.747					
Hedef Piyasa Değeri	4.395					
Ödenmiş Sermaye	24					
Hedef Hisse Fiyatı	183,11					
Hisse Fiyatı	168,30					
Yükseliş Potansiyeli	9%					

Tablo 3: Duyarlılık Analizi (12-aylık Hedef Fiyat)

Sonsuz Büyüme Oranı	Risksiz Faiz Oranı						
183,11	11,0%	11,5%	12,0%	12,5%	13,0%	13,5%	14,0%
5,5%	191,26	177,98	166,14	155,50	145,91	137,20	129,27
6,0%	203,30	188,50	175,38	163,69	153,19	143,71	135,12
6,5%	217,04	200,40	185,78	172,83	161,28	150,91	141,56
7,0%	232,86	213,99	197,55	183,11	170,31	158,91	148,67
7,5%	251,28	229,64	210,98	194,74	180,47	167,84	156,58
8,0%	273,00	247,86	226,47	208,03	191,98	177,89	165,41
8,5%	298,99	269,36	244,50	223,35	205,13	189,27	175,34

Grafik 1: Şirket Değeri Kırılımı



Benzer Şirket Karşılaştırması

Tablo 4: Küresel Ölçekte Benzer Şirketler

Şirket	Konsensus Tahminleri			
	FD/FAVÖK		F/K	
	2020T	2021T	2020T	2021T
Harris Corp	12,1	10,8	14,92	13,23
Woodward Inc	15,4	13,8	23,07	25,72
Leidos Holdings	13,3	11,5	17,29	14,49
Honeywell	15,0	13,7	21,61	19,07
Garmin	20,7	16,1	29,03	22,77
Chemring	10,4	9,7	17,54	16,32
Cubic	13,8	10,7	14,88	12,69
BAE Systems	7,0	6,4	11,32	9,92
Aselsan	10,4	8,5	9,82	8,41
Oshkosh Corp	11,7	9,0	20,01	13,88
Rheinmetall Group	7,1	5,4	21,96	12,57
Meggit PLC	10,0	8,4	14,55	11,39
Ultra Electronic	11,0	10,6	17,83	17,04
Qinetiq Group PL	9,9	9,5	15,50	15,91
Safran SA	14,5	11,4	28,65	20,57
Thales SA	9,0	7,2	15,18	10,72
Elbit Systems	12,1	11,3	18,73	16,73
General Dynamics	10,6	10,1	13,33	12,18
Northrop Grumman	12,7	11,6	13,95	12,20
Moog Inc - Class A	10,0	8,7	12,06	14,42
Hexcel Corp	14,1	12,3	31,13	24,21
Singap Tech Eng	13,4	12,1	20,70	18,69
Avichina Indus-H	8,4	7,6	15,98	15,06
Otokar*	*10,3*	*7,8*	*10,4*	*7,2*
Medyan	**11,7**	**10,6**	**17,3**	**14,5**
Prim / İskonto	*-11,5%*	*-26,8%*	*-39,7%*	*-50,1%*
Ortalama	**11,9**	**10,3**	**18,2**	**15,6**
Prim / İskonto	*-12,9%*	*-24,3%*	*-42,8%*	*-53,5%*

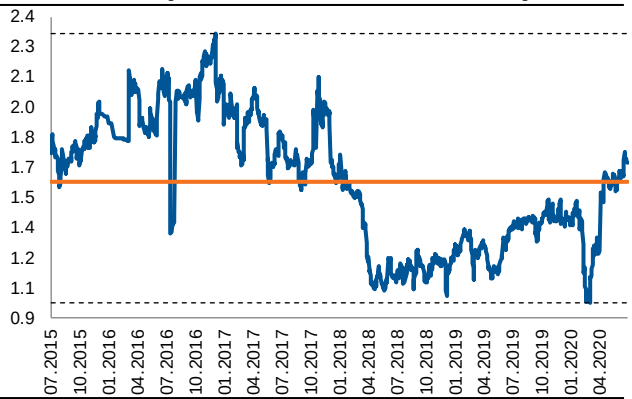
Kaynak: Bloomberg, HLY Araştırma

Otokar'ı, küresel benzerleri ile karşılaştırdığımızda, tahminlerimize göre şirket 10,3x olan 2020T FD/FAVÖK çarpanına göre %11,5, 7,8x olan 2021T FD/FAVÖK çarpanına göre %26,8 iskontolu işlem görmektedir. Aynı şekilde, F/K çarpanları bazında da 10,4x olan 2020T F/K çarpanına göre %39,7, 7,2x olan 2021T F/K çarpanına göre de %50,1 iskontolu işlem görmektedir.

Otokar : 1 yıl ileri tarihli F/K rasyosu

Kaynak: Bloomberg, HLY Araştırma

Otokar : 1 yıl ileri tarihli FD/FAVÖK rasyosu



Kaynak: Bloomberg, HLY Araştırma

Şirket Profili

Otokar

Şirket Görünümü

Türkiye'nin önde gelen ticari araç ve savunma sanayi aracı üreticisi Otokar 1963 yılında %100 yerli sermaye ile kurulmuştur. Faaliyetlerine otobüs ve minibüs üretimi ile başlayan şirket, 1976 yılında Koç Topluluğu'na katılarak, toplu taşımacılığa ek olarak farklı iş alanlarında da uzmanlaşma adına ilk adımlarını attı. Böylece Otokar 1987 yılında savunma sanayi araçları üretimine başlayarak ürün yelpazesini genişletti.

Görsel 1: Otokar'ın Kilometretaşları

1963
- Otokar kuruldu.
- Magirus Deutz lisansı ile otobüs üretimine başlandı.

1970'ler
- Türkiye'nin ilk şehirlerarası otobüsü üretildi.
- İlk Türk zırhlı araç üretimi gerçekleştirildi.
- Otokar Koç Grubu'na katıldı.

1980'ler
- Land Rover lisansı ile 4x4 taktik araç üretimine başlandı.

2000'ler
- Otokar, İstanbul Fruehauf'u devraldı.
- Küçük ve orta boy otobüs üretimine başlandı.
- Türkiye'nin ilk hibrit otobüsü üretildi.
- Otokar, Altay Projesi'nde ana yüklenici olarak görev aldı.

2010'lar
- Otokar Europe SAS, Otokar Land Systems LLC ve Otokar Central Asia Limited kuruldu.
- Çok tekerlekli zırhlı araç ailesinin beraberinde yeni taktik tekerlekli zırhlı araç Ural, paletli zırhlı araç Tulpar ve Türkiye'nin ilk elektrikli zırhlı aracı Akrep IIe ürün yelpazesine eklendi.
- Belediye otobüslerinin üretimine başlandı.
- Türkiye'nin ilk elektrikli otobüsü üretildi.
- Ticari araçlar segmentine Atlas hafif kamyon ve Poyraz midibüs eklendi.

Kaynak: Şirket, HLY Araştırma

Şirket Profili

Otokar, ticari araç alanında otobüs ve hafif kamyon; savunma sanayi tarafında da çeşitli tiplerde taktik tekerlekli ve paletli zırhlı araçlar ile kule sistemleri üretmektedir. Sektörde güçlü bir konuma sahip olan şirket, Sakarya'nın Arifiye ilçesinde bulunan 552.000 metrekarelik alana kurulu fabrikasında üretim faaliyetlerini yürütmektedir. Otokar, teknoloji, tasarım ve uygulamalarıyla müşterilerinin ihtiyaçlarına yönelik çözümler üretebiliyor olması ile benzerlerinden ayrışıyor.

Görsel 2: Üretim Tesisi

Kaynak: Şirket, HLY Araştırma

Ticari araçlar tarafında yolcu taşımacılığı segmentinde 7 metreden 18,75 metreye kadar çeşitlenen geniş ürün yelpazesiyle Otokar, faaliyet gösterdiği segmentlerin toplamında Türkiye'nin en çok satılan otobüs markası olmayı sürdürüyor. Alternatif yakıtlı otobüsler konusunda çalışmalarını devam ettiren şirketin, Türkiye'nin ilk hibrit ve ilk elektrikli otobüsünde de katkıları bulunuyor. Ayrıca lojistik sektörü için 8,5 tonluk azami yük ağırlığına sahip olan Otokar, Atlas kamyonlarını lisans altında üretmektedir.

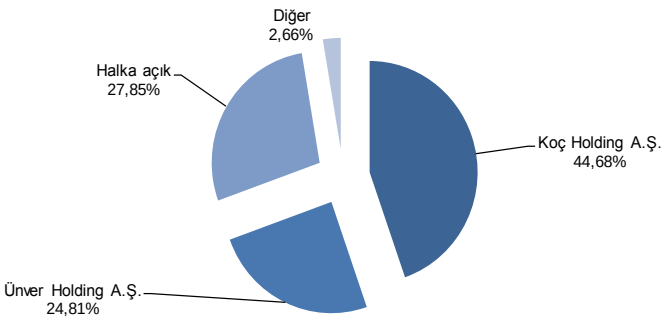
Otokar, savunma sanayisi kara araçları alanında araç ve platform tasarımı, geliştirilmesi ve sistem entegrasyonu konularındaki uzmanlığı ile ön plana çıkıyor. Fikri mülkiyet haklarına sahip olduğu taktik tekerlekli, paletli zırhlı araçları ve kule sistemleriyle yurt dışında 35'ten fazla ülkeye savunma sanayi araçları ihraç etmektedir. Otokar, savunma sanayisinde küresel ölçekteki bilgi birikimi, mühendislik, Ar-Ge ve teknoloji transferi kabiliyetleriyle de fark yaratmaktadır.

Şirket Profili

Ortaklık Yapısı

Otokar hisseleri 1995 yılından beri Borsa İstanbul A.Ş.'de işlem görmektedir. 31.12.2019 tarihi itibarıyla, Otokar'ın halka açıklık oranı %27,85 seviyesindedir.

Grafik 2: Ortaklık Yapısı



Kaynak: Şirket, HLY Araştırma

Bağlı Ortaklıklar

- **Otokar Europe SAS:** Hisselerinin %100'ü Otokar'a ait olan Otokar Europe SAS, 2016 yılında Avrupa pazarına daha rahat erişebilmek amacıyla kuruldu.
- **Otokar Land Systems LLC:** Şirketin ihracat faaliyetlerini organize etmek ve Ortadoğu bölgesi başta olmak üzere yurt dışı satışları artırmak amacıyla 2016 yılında Birleşik Arap Emirliklerinde kuruldu.
- **Otokar Europe Filiala Bucuresti S.R.L.:** Otokar grubunun bağlı ortaklığı Otokar Europe SAS'ın, Romanya'daki ihracat faaliyetlerini organize etmek ve bu bölgedekiler başta olmak üzere yurt dışı satışlarını artırmak amacı ile 28 Şubat 2018 tarihinde kuruldu.
- **Otokar Central Asia Limited:** Otokar Central Asia Limited, şirketin yurt dışı satışlarını arttırmak ve ihracat faaliyetlerini takip etmek amacı ile Nur-Sultan, Kazakistan'da bulunan İngiliz Hukuku prensiplerini kabul eden özel statülü bir bölge olan Astana International Financial Center (AIFC)'da 5 Kasım 2019 tarihinde kuruldu.

İş ortaklıkları

- **Al Jasoor JV:** Grubun bağlı ortaklığı Otokar Land Sytems Limited'in %49 sahibi olduğu Al Jasoor Heavy Vehicle Industry LLC (Al Jasoor) şirketi 28 Mayıs 2017 tarihinde Birleşik Arap Emirlikleri'nde (BAE) otomotiv satışı ve pazarlaması yapmak amacıyla kuruldu.

Operasyonlar

Üretim

Otokar, ticari araç ve savunma sanayi araçlarının üretimi ve satışında faaliyet göstermektedir. Şirket ayrıca üretim bağlamında Ar-Ge süreçlerini de yürütmektedir.

- **Ürün Grupları**
    - **Ticari Araçlar**

- **Otobüs**

Otobüs segmentinde 7 metreden 18,75 metreye kadar değişen geniş ürün yelpazesi ile iç pazarda öne çıkan Otokar, bu kategoride şehirlerarası otobüsler hariç tüm ürün grubunun üretimini gerçekleştirmektedir. Yolcu kapasitesi 46 ile 164 kişi arasında değişen Otokar markalı şehir içi otobüsler genellikle belediyeler ve özel operatörler tarafından tercih ediliyor. Diğer yandan, şirket ayrıca turizm ve personel taşımacılığı amaçlı yakın mesafe ulaşımında kullanılabilecek otobüs üretimi de yapmaktadır. Bu taşıtların uzunluğu 7,80-13,26 metre arasında değişirken, yolcu kapasitesi de 37 ila 73 kişi arasında bulunuyor. Ayrıca müşteri ihtiyaçlarına göre tasarlanan Otokar markalı otobüsler, özellikle Avrupa'da 50'den fazla ülkeye ihraç ediliyor. Düşük yakıt maliyetine sahip olan araçlar, Euro 6 emisyon standartlarına sahip dizel motor, doğalgaz ve elektrik gibi alternatif yakıt seçenekleriyle satışa sunuluyor.

2019 yılında Otokar'ın faaliyet gösterdiği otobüs pazarının %54 daralmasına karşın Otokar, bu dönemde üretim ve satışlar tarafında sırasıyla %13 ve %11'lik düşüşlerle, sektörden pozitif ayrıştı. Böylece şirket %30'un üzerindeki pazar payıyla sektörde lider konumunu sürdürdü.

- **Hafif kamyon**

Otokar 2013 yılından bu yana 8,5 ton hafif kamyon segmentinde üretim yapmaktadır. Yurt içinde genel olarak belediyeler tarafından tercih edilen Atlas araçlarının satışları ihale ve Devlet Malzeme Ofisi kanalıyla yapılıyor. 8,5 ton kapasiteye sahip olan Atlas araçları sadece kapalı kasa değil, aynı zamanda çöp kamyonu ve itfaiye aracı olarak da kullanılabiliyor.

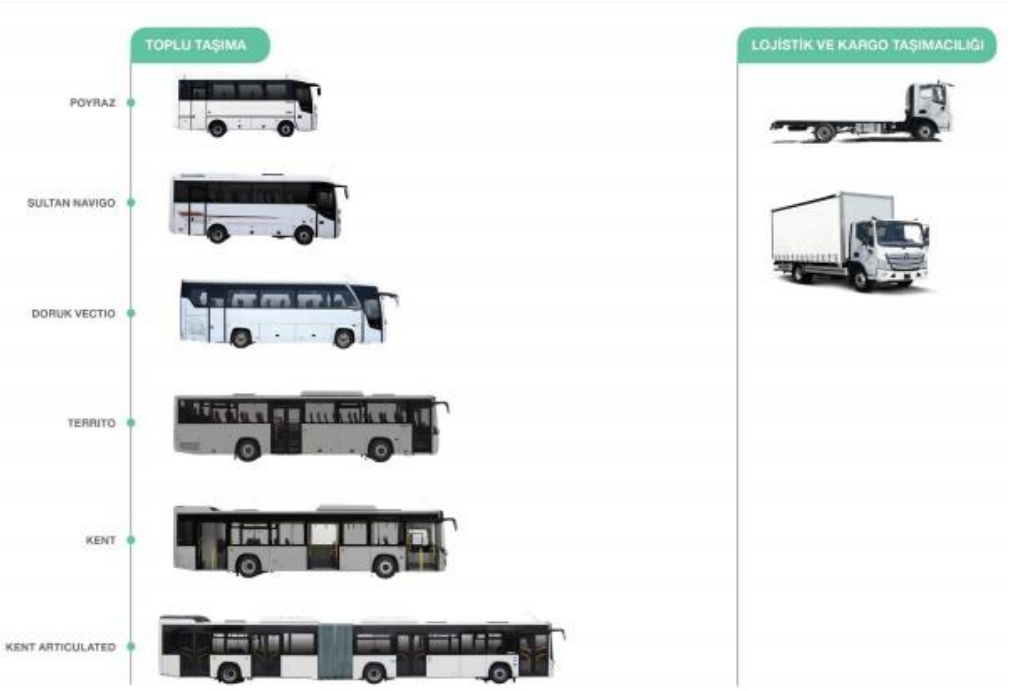
Hafif kamyon cephesinde de Otokar sektördeki güçlü konumunu sürdürmektedir. 2019 yılında pazarda hafif kamyon satışları %35 gerilerken, Otokar'ın Atlas isimli hafif kamyonunun satışları %36 artış kaydetti.

- **Savunma Sanayii Araçları**

Otokar, sipariş üzerine talep edilen amaç, kapasite ve koruma seviyelerine göre özel olarak tekerlekli ve paletli zırhlı araçlar ve kule sistemleri tasarlayıp üretmektedir. Şu anda şirket tarafından üretilen 30.000'den fazla araç, hem Türkiye'de hem de 35'ten fazla müttefik ülkede silahlı kuvvetler ve güvenlik güçleri tarafından kullanılmaktadır. Bu arada, tüm zırhlı araçların ihracatının ilgili ülkelerin ihracat lisansı düzenlemelerine tabi olduğunu belirtmek gerekir. Türkiye'de de Otokar'ın satışları Savunma Sanayii Başkanlığı'nın onayıyla gerçekleştirilmektedir.

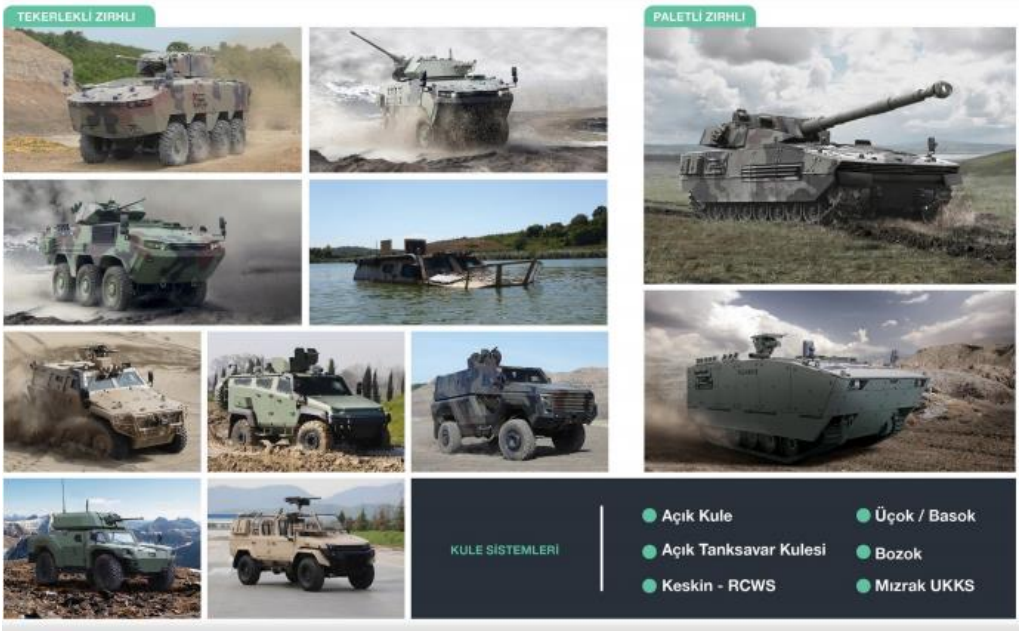
Operasyonlar

Görsel 3: Ticari Araç Ürün Grubu



Kaynak: Şirket, HLY Araştırma

Görsel 4: Savunma Sanayi Araçları Ürün Grubu



Kaynak: Şirket, HLY Araştırma

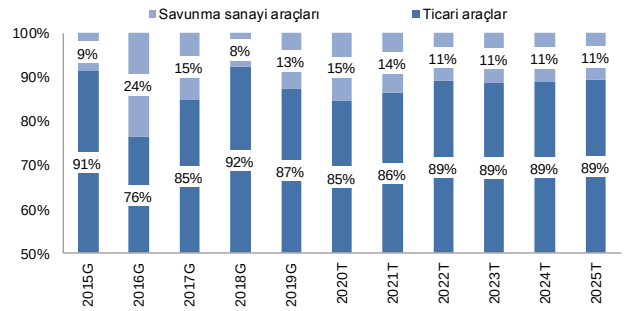
Operasyonlar

Üretim

Otokar ticari araç segmentinde otobüs, küçük otobüs ve küçük kamyon üretiminde faaliyet gösterirken, savunma sanayi araçları cephesinde tekerlekli zırhlı ve paletli zırhlı araçların yanı sıra kule sistemleri üretiminde de yer almaktadır.

2015-2019 döneminde Otokar'ın segmentler bazında üretim dağılımı incelendiğinde, ticari araç üretiminin oldukça yüksek paya sahip olduğu görülüyor. Bu payın yüksek kalmasında Otokar markalı otobüslerin ve küçük otobüslerin yurt içinin yanı sıra yurt dışında da talep ediliyor olması doğrultusunda artan üretim etkili oluyor. 2020 yılının ilk çeyreğinde de üretimde en yüksek pay yıllık bazda 5 puan düşüşe rağmen %86 ile ticari araç segmentine aitti.

Grafik 3: Ana Segmentler Bazında Üretim Dağılımı



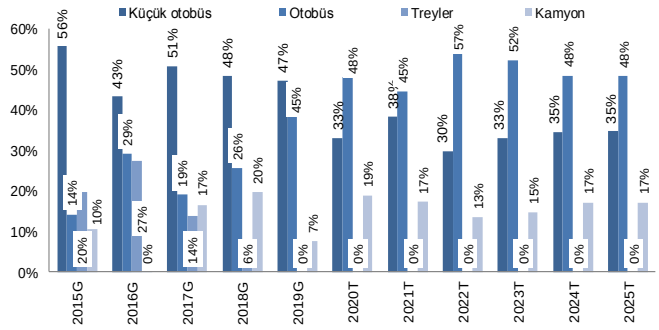
Kaynak: Şirket, HLY Araştırma

Savunma sanayi araçları üretimi cephesinde ise en yüksek paya %24 ile 2016 yılında ulaşıldığı görülüyor. Savunma sanayi aracı üretiminin yıllık bazda %46,8 artış kaydederek 706 adet araca ulaştığı bu süreç, şirketin savunma sanayi faaliyetlerinin ivmelendiği bir dönem olarak düşünülebilir. O dönemde şirket ihracat faaliyetlerini takip etmek ve yurt dışı satışlarını artırmak hedefiyle sermayesi tamamen ve nakden Otokar tarafından ödenen "Otokar Land Systems Limited" ("Otokar LS") ünvanlı bir şirket kurmuştu. Ayrıca, yine aynı yıl şirket SSM'ndan gelen talep üzerine, ana muhabere tankı Altay'ın seri üretimi için teklif vermişti. Ana yükleniciliğini yaptığı Altay ana muharebe tankının tasarım, prototipleme ve kalifikasyon süreçlerinden oluşan ilk dönem projesini başarıyla tamamlayarak 2018 yılında prototipleri Savunma Sanayii Başkanlığı'na teslim etmiştir. Açılan üretim ihalesinde başka bir üretici, seri imalat için görevlendirilmiştir. Diğer yandan yine 2016 yılında 8x8 zırhlı araç anlaşması imzalamıştı. Ürün, teknoloji transferi, danışmanlık, bölgede üretim gibi konuları içeren sözleşme, aynı zamanda Türkiye savunma sanayiinin tek kalemde imzalanan en büyük kara araçları anlaşması olarak biliniyor. Anlaşmaya ilişkin 2018 yılının son çeyreğinde başlayan teslimatlar 2020 yılının ilk çeyreğinde de devam etti. Bu bağlamda, 8x8 zırhlı araç anlaşmasının etkisiyle 2019 yılında şirketin savunma sanayi alanındaki üretiminin toplam üretimdeki payı yeniden ivmelenerek yıllık bazda 5 puan artışla %13'e yükseldi. 2020 yılında da bu oranın devam eden teslimatların etkisiyle %15 seviyesinde gerçekleşeceğini tahmin ediyoruz. Tahmin aralığımızın geri kalan döneminde de, savunma sanayi cephesinde siparişlerin alınmaya devam edileceği varsayımıyla, bu segmentin toplam üretim içerisindeki ağırlığının %10 seviyesi üzerindeki seyrini sürdüreceğini öngörüyoruz.

Ticari araç segmentinin ürün grupları bazında analizi

2015-2019 yılları arasındaki dönemde otobüs ürün grubunun toplam ticari araç üretimi içerisindeki ağırlığının alınan siparişlerin seyrine göre değişiklik gösterdiğini görüyoruz. Ancak 2018 yılından itibaren alınan siparişlerin otobüs ürün grubunun toplam ticari araç üretimi içerisindeki payının istikrarlı bir görünüme ulaşmasında etkili olduğunu söyleyebiliriz. Bu dönemde Bükreş Belediyesi tarafından açılan 98,3 milyon euro tutarındaki 400 adetlik otobüs ihalesinin kazanılmasına ek olarak, Varşova Belediyesi'nden de 34 adetlik şehir içi otobüs siparişleri alınmıştı. Bu gelişmelerin ayrıca şirketin Avrupa'daki bilinirliğinin artmasında bir mihenk taşı olarak görülebileceğini de belirtmek isteriz. Ayrıca, yine 2018'de Ürdün'ün başkenti Amman Belediyesi'nin açtığı ihale sonrası alınan 135 otobüs siparişi de Otokar'ın zırhlı araç siparişleri ile Ortadoğu'daki bilinirliğini ticari araç cephesiyle pekiştirdi. Alternatif yakıtlı araçlar tarafında da bu dönemde doğalgazlı Kent otobüslerinin ilk ihracatı İspanya'ya yapıldı. Bu bağlamda Otokar markalı otobüslere artan talep ışığında 2018 yılında ürün grubunun toplam üretimdeki payının yıllık bazda 7 puan yükselişle %26'ya yükselmesi sonucunda tetiklenen bu görünüm 2019 yılında da yeni alınan siparişlerle pekişti.

Grafik 4: Ticari Araç Segmentinin Ürün Bazında Üretim Dağılımı



Kaynak: Şirket, HLY Araştırma

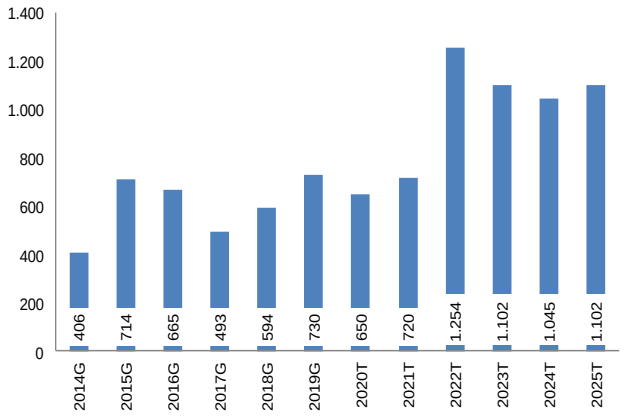
2019 yılında İzmir Büyükşehir Belediyesi'ne bağlı ESHOT'tan Kent otobüs siparişi alındı. Bu siparişle birlikte, İzmir'de Büyükşehir Belediyesi bünyesinde hizmet veren Otokar otobüs sayısı 350'ye ulaştı. Ayrıca bu dönemde Otokar'ın Fransa'daki toplam araç parkı 2.200 adedi aşarken, Ürdün İtalya ve Sırbistan gibi pazarlardan adetli siparişler alındı. Bu dönemde Malta'dan ise dördüncü kez sipariş alınmış, teslim edilen 40 adet sağdan direksiyonlu Kent şehir içi otobüsle birlikte Malta'daki Otokar markalı otobüs sayısı 240'ı aştı. Bir Türk otobüs markasının tek kalemde aldığı en büyük otobüs ihracatı olan Bükreş Belediyesi siparişinde ise teslimatların tamamlanması sonrası, 400 adet Kent otobüs Bükreş'te kullanılmaya başlandı. Bu gelişmeler doğrultusunda, 2019 yılında Otokar'ın ticari araç üretim dağılımında otobüs ürün grubunun ağırlığı yıllık bazda %26'dan %45'e yükseldi.

2020 yılı özelinde de Şubat ayında Otokar, küresel otobüs üreticisi Iveco Bus ile Iveco Bus markalı otobüslerin Otokar'ın Sakarya'daki fabrikasında üretilmesine yönelik anlaşma imzaladı. 5.000 adet otobüs üretimi ve satış sonrası hizmetleri kapsayan bu sözleşme için üretim süreci 2021 yılında başlayacak. Şirket ayrıca, Haziran ayında Gürcistan Belediye Kalkınma Fonu ile 175 adet otobüs ve bu otobüslerin yedek parça ve eğitimlerini kapsayan yaklaşık 18,7 milyon euro tutarında bir ihracat sözleşmesi imzaladı. Söz konusu sipariş ile ilgili teslimatların bu yıl başlayıp partiler halinde 2021 yılı Mart ayına kadar tamamlanması planlanıyor. Yurt içine ilişkin olarak da, yine Haziran ayında Otokar, İzmir Büyükşehir Belediyesi'ne bağlı ESHOT'un açmış olduğu,

Operasyonlar

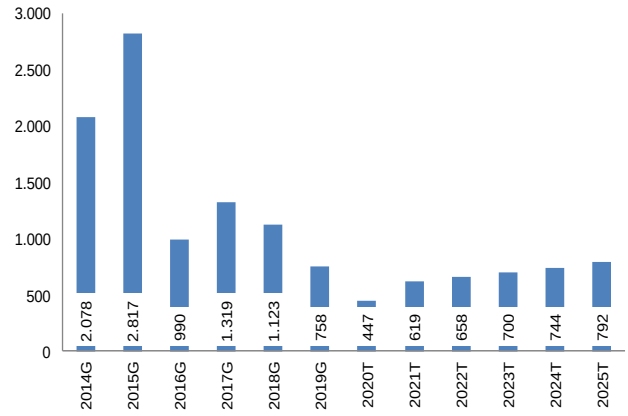
170 adet solo tip dizel otobüs ve 134 adet körüklü tip dizel otobüs tedariki ve araçların 5 yıllık bakımını içeren ihalede en iyi fiyatı verdi. 2020 yılının ilk çeyreğinde hem koronavirüs salgını sebebiyle üretimde yaşanan düşüş hem de talebin daha çok küçük otobüs ürün grubunda yoğunlaşmasıyla otobüs ürün grubunun toplam üretim içerisindeki payı yıllık bazda 34 puan düşüşle %27 seviyesinde geriledi. Ancak yılın geri kalanında, hem devreye alınan normalleşme sürecinin hem de alınan siparişlerin üretilmesine başlanmasının desteğiyle, otobüs segmentinin ağırlığının %48 seviyesine yükseleceğini düşünüyoruz. IVECO anlaşması devreye alınana kadar 2021 yılında %45 seviyesine hafif düşüş sergileyeceğini düşündüğümüz otobüs segmentinin ağırlığının, 2022 yılında %57 ile 2015'te yakalanan seviyelere ulaşacağını tahmin ediyoruz. Tahmin aralığımızın geri kalan sürecinde de aşamalı olarak düşüş kaydedeceğini ve tahmin sürecimizin son dönemi olan 2025 yılında %48 seviyesine gerileyeceğini düşünüyoruz.

Grafik 5: Otobüs Üretim Miktarı



Kaynak: Şirket, HLY Araştırma

Grafik 6: Küçük Otobüs Üretim Miktarı



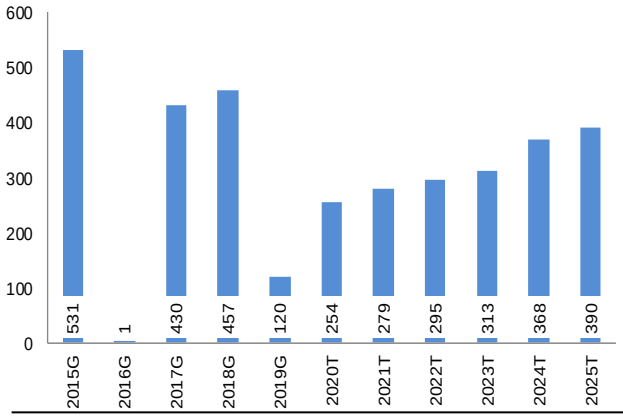
Kaynak: Şirket, HLY Araştırma

2015-2019 dönemi için ticari araç segmentini ürün bazında analiz ettiğimizde, en yüksek ağırlığın küçük otobüs ürün grubuna ait olduğunu görüyoruz. Düşük işletme maliyetleri ve yüksek manevra kabiliyeti ile dar yerlere ulaşım kabiliyetlerinin küçük otobüslere olan talebi artırması Otokar'ın üretim planında bu ürün grubunun en yüksek paya sahip olmasında etkili oluyor. Bu araçlar toplu taşıma yanında personel, kısa mesafe ve turizm taşımacılığında da çoğunlukla tercih edilebiliyor. 2020 yılının ilk çeyreğinde de koronavirüs salgını sebebiyle alınan sosyal mesafe önlemleri toplu taşıma kullanımını azaltmıştı. Bu bağlamda, salgın döneminde üretimde genel olarak görülen düşüş karşısında, sağlık unsurları sebebiyle şirketlerin personel taşımacılığı tarafındaki talebinin artırmasıyla oluşan ek taleple küçük otobüs segmentinin toplam üretimdeki payının önceki yılın aynı dönemine göre 33 puan artış kaydederek %73 seviyesine yükseldiğini görüyoruz. Ancak ODD verilerinden de aldığımız izlenimle 2020 yılı genelinde küçük otobüs üretiminin ilk çeyrekte yoğunlaştığı öngörüsüyle ticari araç üretimi içerisindeki toplam ağırlığının yıllık bazda 14 puan düşüşle %33'e gerileyeceğini düşünüyoruz. Ayrıca, şirketin otobüs üretimine ağırlık vermesinin de bu düşüşte etkili olacağını düşünüyoruz. 2021 yılında ise ertelenmiş talebin siparişlere yansıyacağı düşüncesiyle küçük otobüs üretiminin toplam ticari araç üretimi içerisindeki payının %38'e yükseleceğini tahmin ediyoruz. Tahmin sürecimizin geri kalan döneminde de, bu oranın %30-35 bandında seyredeceğini öngörüyoruz.

Hafif kamyon segmenti tarafında, Otokar Atlas isimli kargo taşımacılığı aracına ilişkin alınan siparişlerin seyri ışığında, üretimdeki payı 2015-2017 yılları arasında %0-17 bandında seyretti. Otokar Atlas genel olarak belediyeler ve belediyelerin iş ortakları tarafından tercih edilen bir araç olarak öne çıkıyor. 2017-2018 yıllarında hafif kamyon

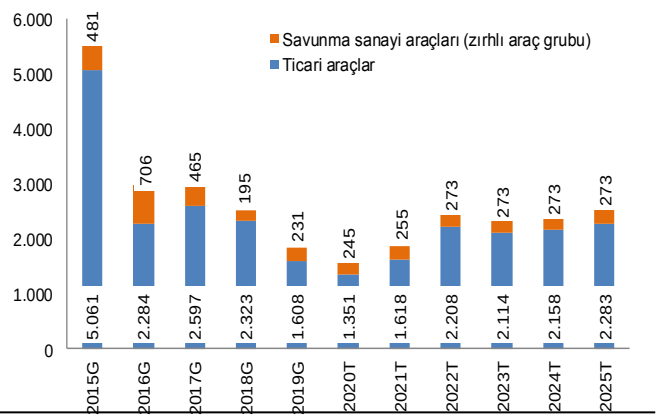
Operasyonlar

Grafik 7: Küçük Kamyon Üretim Miktarı



Kaynak: Şirket, HLY Araştırma

Grafik 8: Ana Segmentler Bazında Üretim Miktarı



Kaynak: Şirket, HLY Araştırma

üretiminin ticari araç üretimi içerisindeki payının tüm zamanların zirve seviyesi olan %20'ye ulaştığını görüyoruz. Ancak 2019 yılında hafif kamyon üretiminin yıllık bazda %74 düşüşle 120 araç seviyesine gerilemesiyle, toplam üretim içerisindeki payı yıllık bazda 13 puan düşüşle %7 seviyesinde gerçekleşti. Bir dipnot olarak, bu düşüşün aslında sektör bazında hafif kamyona olan talebin yıllık büyüme performansıyla olan yüksek korelasyonundan kaynaklandığını belirtmek isteriz. Nitekim, 2019 yılında büyümede yaşanan zayıflamayla sektördeki kamyon üretimindeki %47'lik düşüşün Otokar'ın hafif kamyon üretimine yansıdığını söyleyebiliriz. Ancak 2020 yılında da şirketin sipariş bazlı üretim modeli sebebiyle küçük kamyon cephesinde sektörden pozitif ayrışacağını düşünüyoruz. Koronavirüs salgınının üretim sektörünün faaliyetlerini sekteye uğratmasının küresel makro görünümde yarattığı bozulmanın Türkiye ekonomisine de yansıyacağı öngörüsüyle sektörde küçük kamyon üretiminin %24 düşüşle 1.060 araç seviyesinde gerçekleşeceğini tahmin ediyoruz.

Fakat Otokar özelinde şirketin bu dönemde sipariş bazlı üretimini sürdürmesiyle küçük kamyon üretiminin yıllık bazda %112 artışla 254 araç seviyesinde gerçekleşeceğini ve toplam ticari araç üretimi içerisindeki payının yıllık bazda 12 puan artışla %19'a yükseleceğini tahmin ediyoruz. İlerleyen dönemlerde ise ekonomide öne çıkacağını öngördüğümüz toparlanma eğilimi paralelinde Otokar'ın hafif kamyon siparişlerinin devam edeceği düşüncesiyle, ticari araç üretimi içerisindeki küçük kamyon üretim ağırlığının tahmin periyodumuzun geri kalan kısmında %13-17 bandında seyredeceğini düşünüyoruz.

Sonuç olarak, hem şirketin aldığı siparişlerin seyrine ilişkin görünüm hem de Türkiye ve dünya ekonomisinin seyrine ilişkin makro tahminlerimiz ışığında, genel olarak ticari araç segmentinin üretim içerisinde ağırlıklı görünümünü sürdüreceğini tahmin ediyoruz. Bu bağlamda 2020 yılında ticari araç grubunun toplam üretimin içindeki ağırlığının yıllık bazda hafif düşüş kaydederek %85 seviyesinde gerçekleşeceğini öngörüyoruz. 2021 yılında da bu grubun toplam üretim içerisindeki ağırlığının %86 seviyesinde gerçekleşeceğini düşünüyoruz. 2022 yılında da IVECO siparişlerinin üretiminin başlamış olacağı düşüncesiyle bu oranın %89 seviyesine yükseleceğini ve tahmin aralığımızın geri kalan sürecinde bu seviyedeki seyrini sürdüreceğini tahmin ediyoruz.

Finansallar ve Tahminler

Bakiye Siparişler

Otokar'ın bakiye siparişleri 8x8 zırhlı araç siparişlerinden oluşmaktadır. Bu bağlamda özellikle 2016 yılında 400 araçlık 8x8 zırhlı araç siparişinin alınması sonrası bakiye sipariş tutarının yaklaşık 500 milyon dolar seviyesinde gerçekleşmesiyle 2017 yılından itibaren ivmelenme yaşandığını görüyoruz. 2017 yılından 2020 yılının ilk çeyreğine kadar olan süreçte de bu anlaşmaya ilişkin devam eden teslimatlar karşısında, savunma alanında ek bir sipariş alınmamasının etkisiyle bakiye sipariş tutarı 273 milyon dolar seviyesine geriledi. Şirketin ilerleyen dönemlere ilişkin alması planlanan savunma sanayi aracı siparişlerine yönelik detaylı bilgi sağlanamadığından ilerleyen yıllara yönelik öngörüde bulunamıyoruz.

Satış Gelirleri

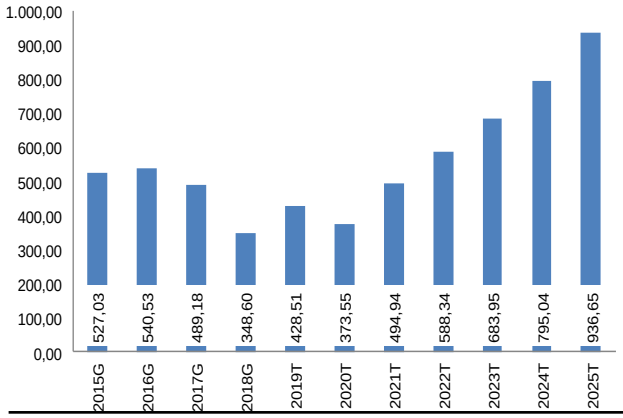
Para birimleri bazında Otokar'ın satış gelirlerini incelediğimizde, yurt içi savunma sanayi araçları satışları ve ihale yoluyla yapılan yurt içi otobüs satışlarına ek olarak otobüs ihracatlarının euro cinsinden yapıldığını görüyoruz. İhraç edilen savunma sanayi araçlarından da dolar bazında gelir elde ediliyor. Bayi kanalıyla yapılan otobüs satışları ise TL bazında gerçekleşiyor. Ancak son zamanlarda açıklanan sözleşmelerin içerisinde TL cinsi sözleşme bulunmadığından, şirketin tamamen döviz bazlı gelir yapısına sahip olduğunu söyleyebiliriz. Bu bağlamda Otokar'ın satış gelirlerinin dolar bazında analiz edilmesinin satışlardaki organik büyümeyi görebilmek açısından önemli olduğunu düşünüyoruz.

Otokar'ın 2015-2017 yılları arasındaki satış gelirleri dağılımını incelediğimizde, şirketin daha çok yurt içine yönelik satışlar yapmasının etkisiyle, satış gelirleri dolar bazında yıllık bazda ortalama %4 düşüş kaydetti. TL bazında ise, bu dönemde yaşanan kur dalgalanmalarının etkisiyle yıllık bazda artış ortalama %11,60 seviyesinde gerçekleşmişti. Bu dönemde yurt içi satışların toplam gelirler içerisindeki payı ortalama %71 seviyesindeydi. Satış gelirlerinin ürün grupları bazında dağılımında da, bu süreçte satışlar içerisinde ticari araçların ve savunma sanayi araçlarının payları dengeli bir dağılıma sahipti.

2018 yılında Otokar, Bükreş Belediyesi'nin 98,3 milyon euro değerindeki 400 adetlik otobüs ihalesine ilişkin teslimatlara başlamıştı. Otokar'ın kazandığı bu ihale bir Türk otobüs markasının tek kalemde gerçekleştirdiği en büyük otobüs ihracatı olma özelliği taşıyor. Şirket bu dönemde ayrıca, Amman Belediyesi'nin 135 araçlık ihalesine yönelik teslimatlara başladı. Bu gelişmeler ışığında, 2018 yılının üçüncü çeyreğinde ihracatların satış gelirleri içerisindeki payı yıllık bazda 20 puan artışla %45'e yükselirken; teslimatların otobüs segmentinde yoğunlaşmasıyla, 2017 yılının üçüncü çeyreğinde toplam satış gelirlerinin %28'ini oluşturan otobüs satışlarının payı bu dönemde yıllık bazda 36 puan artışla %64 seviyesine yükseldi. Yurt dışı satışların bu süreçte ağırlığının artmasına karşın, satışların otobüs segmentinde yoğunlaşmasının beraberinde, yurt içi pazardaki daralma sebebiyle 2018 yılının ilk üç çeyreğinde dolar bazında Otokar'ın satış gelirlerindeki yıllık bazdaki düşüş derinleşerek kümülatif olarak %54 seviyesinde gerçekleşti. TL bazında baktığımızda da, 2018 yılının dokuz ayında satış gelirlerinin %41 seviyesinde düşüş kaydettiğini görüyoruz. Fakat 2018 yılının son çeyreğinde 8x8 zırhlı araç siparişine ilişkin ilk teslimatların yapılmasıyla ihracat gelirlerinin cirodaki payı, ihracat gelirlerinde kaydedilen %100 artışın öncülüğünde, yıllık bazda 34 puan artışla %65'e yükseldi. Bu bağlamda, Otokar'ın satış gelirleri performansı 2018 yıl sonunda kısmen iyileşerek yıllık bazda %29 düşüşle yılı tamamladı. TL bazında ise, ihracat gelirlerindeki ivmelenmenin desteğiyle Otokar'ın satış gelirleri 2018 yılında yurt içindeki daralma karşısında, kur görünümünün de

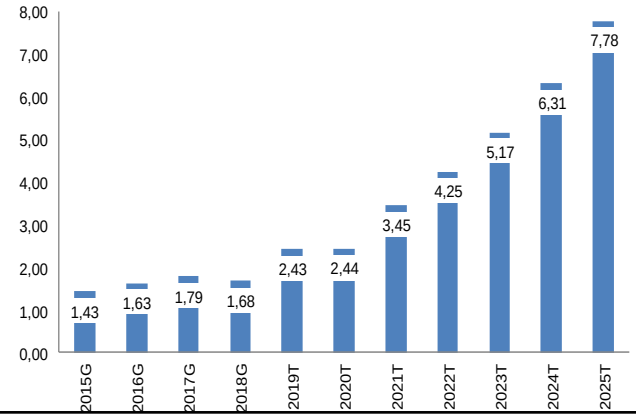
Finansallar ve Tahminler

Grafik 9: Satış Gelirleri (milyon dolar)



Kaynak: Şirket, HLY Araştırma

Grafik 10: Satış Gelirleri (milyar TL)



Kaynak: Şirket, HLY Araştırma

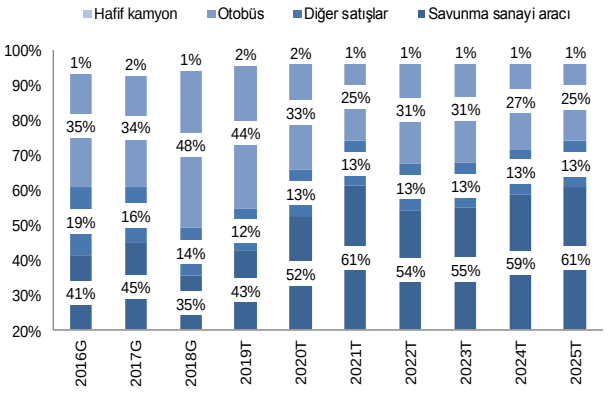
etkisiyle daha ılımlı olarak %6 düşüş kaydetti.

2019 yılında da, 8x8 zırhlı araç teslimatlarının beraberinde yılın ilk yarısında Amman Belediyesi'nin ve Bükreş Belediyesi'nin otobüs siparişleri teslim edildi. Ayrıca Malta'ya yapılan 40 adetlik sağdan direksiyonlı Kent otobüsü teslimatına ek olarak, Sırbistan'dan alınan 10 şehir içi otobüsü siparişi de tamamlandı. Bu dönemde yurt içine ilişkin olarak da, 15 adet Kent otobüsünden oluşan ESHOT siparişlerinin teslimatları İzmir Büyükşehir Belediyesi'ne yapıldı. 2019 yılında şirketin yurt dışı teslimatlarının yoğunlukta olmasıyla satış gelirlerinin %80'i ihracat gelirlerinden oluşurken, %20'sini yurt içi satışlar oluşturdu. Segmentler bazında da, otobüs satışlarından elde edilen gelirin toplam gelirler içerisindeki payı yıllık bazda 4,2 puan düşüşle %43,5'e gerilerken, savunma sanayi araçlarının payı yıllık bazda 7,7 puan artışla %42,6 seviyesine yükseldi. Dengeli segment dağılımının beraberinde ihracatların payındaki artışın genel olarak Otokar'ın satış performansını olumlu etkilediğini görüyoruz. 2019 yılında Otokar'ın satış gelirleri dolar bazında bir önceki yıla göre %23 artış kaydetti. TL bazında ise satış gelirleri bu dönemde yine kur hareketinin desteğiyle %45 yükseldi.

Koronavirüs pandemisinin ilk etkilerinin hissedildiği 2020 yılının ilk çeyreğinde şirketin toplam üretim miktarının %24 düşüş kaydetmesi karşısında satılan ürün miktarı %1 geriledi. Ancak bu dönemde zırhlı araç satış adetinin önceki yılın aynı dönemindeki 12 adet seviyesinden 22 adete yükselmesinin beraberinde TL'nin dönem sonu kapanışı olarak dolar ve euro karşısında yıllık bazda sırasıyla %17,6 ve %15,7 seviyelerinde değer kaybetmiş olmasının etkisiyle şirketin satış gelirleri yıllık bazda %9 yükselerek 458,7 milyon TL seviyesinde gerçekleşti. Kur etkisinden arındırıldığında ise, dolar bazında satış gelirlerinin %4 düşüşle 103,53 milyon dolar seviyesinde gerçekleştiği görülüyor. Ürün grupları bazında ciro dağılımı analiz edildiğinde, bu dönemde otobüs ürün grubunun toplam satış gelirleri içerisindeki payı yıllık bazda 33,9 puan düşüşle %44,9 seviyesine gerilerken, zırhlı araç satışlarının payı 28,6 puan artışla %35,5 seviyesine yükseldi. Coğrafi dağılım tarafında da ihracatların satış gelirleri içerisindeki payının önceki yılın aynı dönemine göre 9 puan düşüşle %64 seviyesine gerilemesiyle, yurt içi satışların payı %36 seviyesine yükseldi.

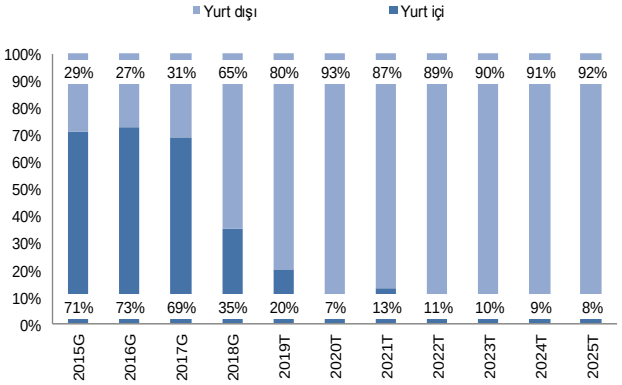
Finansallar ve Tahminler

Grafik 11: Ürün Grupları Bazında Satış Gelirleri Dağılımı



Kaynak: Şirket, HLY Araştırma

Grafik 12: Satış Gelirlerinin Coğrafi Dağılımı



Kaynak: Şirket, HLY Araştırma

2020 yılının geri kalanında devam edeceği tahmin edilen 8x8 zırhlı araç teslimatlarının beraberinde ticari araçlar cephesinde ağırlıklı olarak ihracata yönelik satışlar yapılacağını öngörüyoruz. Bu bağlamda kümülatif olarak ihracatların toplam satış gelirleri içindeki payının yıllık bazda 13 puan artışla %93'e yükseleceğini, yurt içi satışların payının da %7'ye gerileyeceğini tahmin ediyoruz. Ürünler bazında baktığımızda, otobüs ve küçük otobüs satışlarının toplam ciro içindeki payının yıllık bazda 10,8 puan düşüş kaydederek %32,7 seviyesine gerileyeceğini, savunma sanayi aracı satışlarının payının da 9,7 puan artarak %52,3 seviyesine yükseleceğini öngörüyoruz. Böylece 2020 yılında Otokar'ın satış gelirlerinin dolar bazında yıllık bazda %13 düşüş kaydederek 373,6 milyon dolar seviyesine gerileyeceğini düşünüyoruz. Ancak bu düşüşün TL bazındaki yansımasının makroekonomik tahminlerimiz ışığında öngördüğümüz kur dalgalanmalarının desteğiyle elimine edilmesi sonucunda, şirketin satış gelirlerinin yıllık bazda %1 artışla 2,44 milyar TL seviyesinde gerçekleşerek, 2019 yılına benzer performans göstereceğini tahmin ediyoruz.

2021 yılı özelinde, bu dönemde pandemi sonrası turizm cephesinde öngörülen kademeli toparlanmanın otobüs satışları cephesinde yansımalarının görüleceğini düşünüyoruz. Ayrıca yıl içerisinde de IVECO anlaşmasına yönelik teslimatların da bir kısmının başlayacağını belirtmek isteriz. Savunma sanayi cephesinde de devam eden 8x8 zırhlı araç teslimatlarının beraberinde, ekonomilerde beklenen güçlenmenin savunma sanayi cephesinde de hissedileceğini düşünüyoruz. Böylece Otokar'ın başka ülkelerden de sipariş alarak teslimatlar yapacağını da varsayıyoruz. Bu bağlamda otobüs satışlarının toplam satış gelirleri içerisindeki payının yıllık bazda 8 puan düşüşle %24,7'ye gerileyeceğini, savunma sanayi araçları satışının payının da %61,1'e yükseleceğini tahmin ediyoruz. Bu dönemde Otokar'ın satış gelirlerinin dolar bazında önceki yıla göre %32 artışla 494,94 milyon dolar seviyesinde gerçekleşeceğini, TL bazında da kur tahminlerinimiz ışığında yıllık bazda %41 artış kaydederek 3,45 milyar TL'ye ulaşacağını öngörüyoruz. Satışların coğrafi dağılımı tarafında bu dönemde yurt içine yönelik otobüs satışları yapılacağı öngörüsüyle yurt içi satışların toplam satış gelirleri içerisindeki payının yıllık bazda 6 puan artışla %13'e yükseleceğini, ihracatların payının da %87'ye hafif gerileme kaydedeceğini düşünüyoruz.

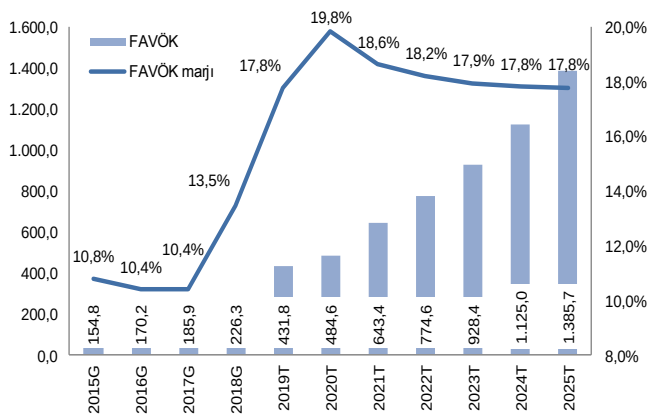
Tahmin aralığımızın geri kalan sürecinde hem IVECO anlaşmasına yönelik otobüs teslimatlarının hem de yurt dışı savunma sanayi araçları teslimatlarının devam edeceğini düşünüyoruz. Bu doğrultuda, toplam satış gelirlerinin ihracat gelirleri ağırlıklı yapısını sürdüreceğini öngörüyoruz ve ihracatların toplam satış gelirleri içerisindeki payının %89-92 bandında seyredeceğini tahmin ediyoruz. Ürün grupları bazında baktığımızda da, savunma sanayi satışlarının toplam satış gelirleri içerisindeki payının güçlü seyrini sürdürerek %54-61 bandında seyredeceğini düşünüyoruz. Otobüs satışlarının payının da 2022 yılında hem IVECO anlaşmasına yönelik hem de yurt içine yönelik yapılan satışlarla yıllık bazda 6,6 puan yükselişle %31,3 seviyesine yükseleceğini öngörüyoruz. Geri kalan süreçte de, ılımlı düşüş sergileyerek tahmin aralığımızın son dönemi olan 2025 yılında %25 seviyesine gerileyeceğini tahmin ediyoruz. Otokar'ın satış gelirlerinin 2022-2025 yılları arasında yıllık bazda ortalama %17 artış kaydederek, 2025 yılında 936,65 milyon dolar seviyesine yükseleceğini öngörüyoruz. TL bazında da bu süreçte kur tahminlerimiz ışığında yıllık bazda %23 artış kaydedeceğini ve 2025 yılında 7,78 milyar TL seviyesine ulaşacağını tahmin ediyoruz.

FAVÖK

Otokar'ın FAVÖK'ü 2015-2017 yılları arasında hem şirketin satışa konu olan ürün skalası hem de toplam satış gelirlerinin büyük ölçüde yurt içi satışlardan oluşmasının etkisiyle yıllık bazda ortalama %6 artış kaydederek 2017 yılında 185,9 milyon TL seviyesinde gerçekleşti. Ancak 2018 yılının son çeyreğinde üretimi başlayan 8x8 zırhlı araç anlaşması kapsamındaki ürünlerin kar marjlarının yüksek olması ve bu süreçte hem savunma hem de ticari araç satışları cephesinde artan ihracat gelirlerinin etkisiyle FAVÖK, 2018 yılında yıllık bazda %22 artışla 226,3 milyon TL seviyesine yükseldi. 2019 yılında ise zırhlı araç ihracatının finansal performans üzerindeki etkisinin tam anlamıyla ortaya çıkması sonucunda artış oranı %91'e çıkan FAVÖK, 431,8 milyon TL seviyesine ulaştı. Bu bağlamda 2015-2017 yılları arasında %10 civarında seyreden FAVÖK marjı, 2018 yılında %13,5'e, 2019 yılında da %17,8'e yükseldi.

2020 yılının ilk çeyreğinde hem baz etkisiyle hem de salgın sürecinin giderler cephesindeki yansımalarıyla FAVÖK, önceki yılın aynı döneminde bulunduğu 9,94 milyon TL seviyesinden 45,80 milyon TL seviyesine yükseldi. FAVÖK marjı da yıllık bazda 7,61 puan artışla %9,98 seviyesinde gerçekleşti.

Grafik 13 : FAVÖK (milyon TL)



Kaynak: Şirket, HLY Araştırma

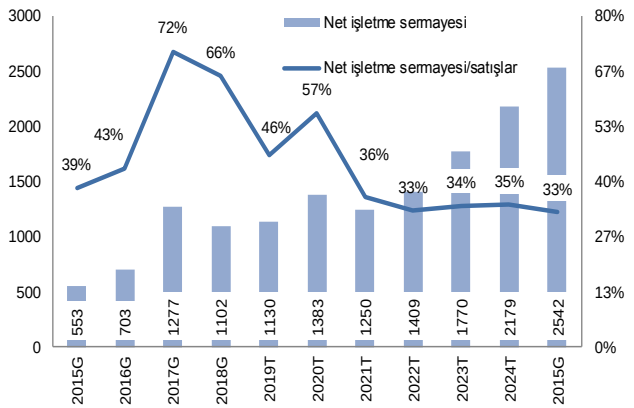
2020 yılında FAVÖK'ün hem bu dönemde pandemi sebebiyle satış, dağıtım ve pazarlama giderlerinde öngördüğümüz düşüşün beraberinde bu süreçte emtia fiyatlarında görülen ılımlı seyre ek olarak şirketin tedarik politikasının desteğiyle, yıllık bazda %12 artış kaydederek 484,63 milyon TL seviyesinde gerçekleşeceğini öngörüyoruz. Bu bağlamda FAVÖK marjının da yıllık bazda 2,1 puan artışla tüm zamanların zirvesi olan %19,8 seviyesine yükseleceğini tahmin ediyoruz. Tahmin aralığımızın geri kalan sürecinde de salgın sonrası normalleşmenin ciro üzerindeki etkisi karşısında satış ve pazarlama giderlerinin yeniden ivmeleneceği ve hammadde fiyatlarının artacağı tahminiyle FAVÖK'ün yıllık bazda ortalama %23 artış kaydedeceğini ve 2025 yılında 1,39 milyar TL seviyesine ulaşacağını öngörüyoruz. FAVÖK marjının da bu süreçte 2023 yılına kadar ılımlı düşüş eğilimi sergileyeceğini, tahmin aralığımızın geri kalan kısmında da %18 seviyesi civarında dengeleneceğini düşünüyoruz.

İşletme Sermayesi

Otokar'ın işletme sermayesi, şirketin gelir tahsilatlarının teslimatlara bağlı olması sebebiyle dalgalı görünüm sergilemektedir. Ayrıca siparişlerin üretim sürecinde şirketin müşterilerinden aldığı avansların da işletme sermayesi görünümünde belirleyici unsur olduğu ve hesaplamaya dahil edilmesi gerektiği düşüncesindeyiz. Şirketin net işletme sermayesi görünümünü incelediğimizde, özellikle 2018 yılında şirketin ihracat siparişlerinde görülen artış ışığında yeniden ivmelenen avans tahsilatının bu süreçten itibaren net işletme sermayesi görünümünü destekleyici rol oynadığını gözlemliyoruz.

2015-2019 yılları arasında %39-72 bandında seyreden net işletme sermayesinin satışlara oranı, 2020 yılının ilk çeyreğinde salgın sürecinin doğal bir sonucu olan stok akışındaki yavaşlamaya karşın, alınan avansların önceki yılın aynı dönemine göre %53 artış kaydetmesinin desteğiyle yıllık bazda 20 puan düşüşle %51 seviyesinde gerçekleşti. Ancak yıl sonunda bu oranın salgının mikro yansımalarını gözardı etmemek adına %57 seviyesine yükseleceğini tahmin ediyoruz. 2021 yılında ise makro düzeyde beklenen toparlanmanın Otokar'ın operasyonel performansını destekleyerek nakit akımlarını güçlendireceğini düşünüyoruz. Böylelikle, şirketin net işletme sermayesinin satışlara oranının iyileşme göstererek yıllık bazda 21 puan düşüşle %36 seviyesine gerileyeceğini ve tahmin aralığımızın geri kalan sürecinde de bu oranın %35-33 bandında seyredeceğini öngörüyoruz.

Grafik 14: Net İşletme Sermayesi (milyon TL)



Kaynak: Şirket, HLY Araştırma

Finansallar ve Tahminler

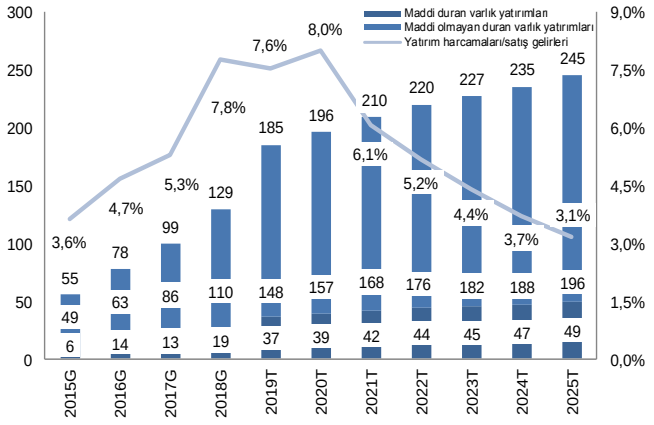
Yatırım harcamaları

Otokar'ın yatırım harcamalarının %80'ini maddi olmayan duran varlık yatırımları oluşturuyor.

Kapasite kullanımı cephesinde 2015-2019 yılları arasındaki dönemde şirketin kapasite kullanım oranının düşüş eğilimine geçtiğini görüyoruz. 2015 yılında %50 seviyesinin üzerinde bulunan kapasite kullanım oranının, 2019 yılında %14 seviyesine kadar gerilemiş olması şirketin yakın gelecekte üretim operasyonlarını sürdürmek açısından kapasite problemi yaşamayacağına işaret ediyor.

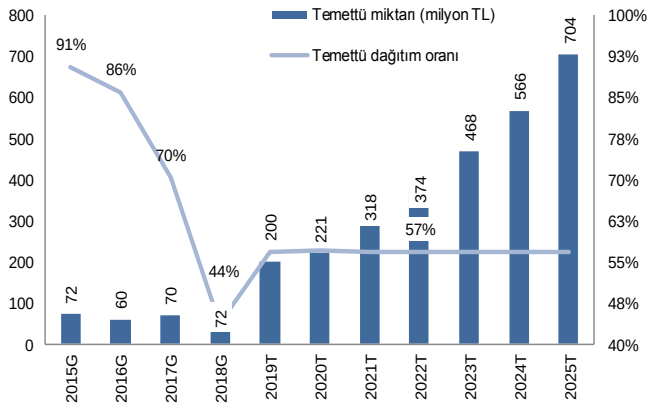
1Ç20'de şirket 48,97 milyon TL tutarında yatırım harcamasında bulunmasıyla yatırım harcamalarının satış gelirlerine oranı %11 seviyesinde gerçekleşti. 2020 yılı genelinde şirketin yatırım harcamalarının satışlara oranının %8 seviyesinde gerçekleşeceğini tahmin ediyoruz. Tahmin aralığımızın geri kalan sürecinde de, 2021 yılında üretimi başlayacak olan IVECO projesine ilişkin yapılması planlanan 26 milyon euroluk yatırım harcamasının IVECO ile birlikte karşılanacağı öngörüsüyle bu oranın düşüş eğilimine geçeceğini ve 2025 yılında %3,1 seviyesinde gerçekleşeceğini öngörüyoruz.

Grafik 15 : Yatırım Harcamaları (milyon TL)



Kaynak: Şirket, HLY Araştırma

Grafik 16 : Temettü Miktarı (milyon TL)



Kaynak: Şirket, HLY Araştırma

Temettü Politikası

2020 yılında, 2019 yılı net karından 200 milyon TL tutarında brüt temettü dağıtan Otokar'ın temettü verimliliği, şirketin mevcut piyasa değeriyle %5 seviyesinde bulunuyor. Şirketin 2019 yılında %57 seviyesinde gerçekleşen temettü dağıtım oranının, tahmin aralığımız boyunca sürdürüleceğini öngörüyoruz.

Finansallar ve Tahminler

Borçluluk

Otokar'ın borçlarının %72'si TL, %17'si Rumen Leyi, %11'i de Euro cinsinden oluşmaktadır. 1Ç20 finansallarına göre, finansman ihtiyacının %69'unu uzun vadeli kredilerle karşılayan Otokar'ın genel olarak TL cinsi borçlanmasının ağırlığının yüksek olması, şirketin kur dalgalanmalarına karşı korunaklı bir yapıya sahip olduğunu gösteriyor.

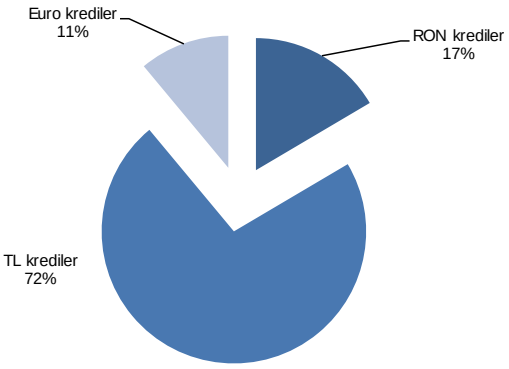
Otokar'ın net borcu bu dönemde yıllık bazda %18 artışla 964 milyon TL seviyesine yükselirken, net borç/FAVÖK rasyosu operasyonel performanstaki güçlenmenin desteğiyle önceki yılın aynı dönemindeki 3,41x seviyesinden 2,06x seviyesine geriledi.

Tahmin aralığımız süresince şirketin net borç/FAVÖK rasyosunun güçlü operasyonel performansa ek olarak, ağırlıklı olarak TL borçlanmanın kur dalgalanmalarına karşı oluşturduğu koruma kalkanından faydalanarak kademeli olarak gerileyeceğini ve 2025 yılında 0,62x seviyesinde gerçekleşeceğini öngörüyoruz.

Net kar

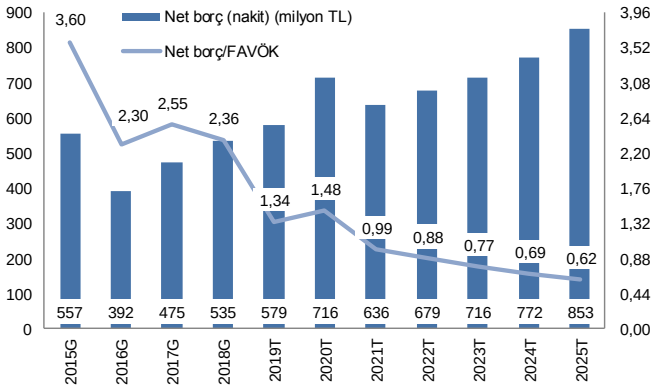
Operasyonel olmayan tarafta 2020 yılının ilk çeyreğinde Otokar'ın net faiz giderleri borçlanma maliyetlerinde küresel bazda görülen düşüşün etkisiyle önceki yılın aynı dönemindeki 34,28 milyon TL seviyesinden 13,03 milyon TL seviyesine geriledi. Kur farkı giderleri cephesinde ise, geçen yılın aynı döneminde 6,86 milyon TL seviyesinde gerçekleşen hem finansal hem de operasyonel bazda gerçekleşen kur farkı geliri, bu dönemde vadeli işlem gelirlerinde yaşanan düşüş sebebiyle 1,04 milyon TL tutarında kur farkı zararı olarak gerçekleşti. Diğer yandan, bu dönemde şirket faydalandığı teşvikler sebebiyle 4,80 milyon TL tutarında ertelenmiş vergi geliri kaydetti. 2019 yılının ilk çeyreğinde de şirket 7,34 milyon TL tutarında ertelenmiş vergi geliri elde etmişti. Böylece, geçen yılın aynı döneminde 10,95 milyon TL net zarar kaydeden Otokar bu dönemde 22,31 milyon TL net kar elde etti.

Grafik 17 : Borçluluk Görünümü



Kaynak: Şirket, HLY Araştırma

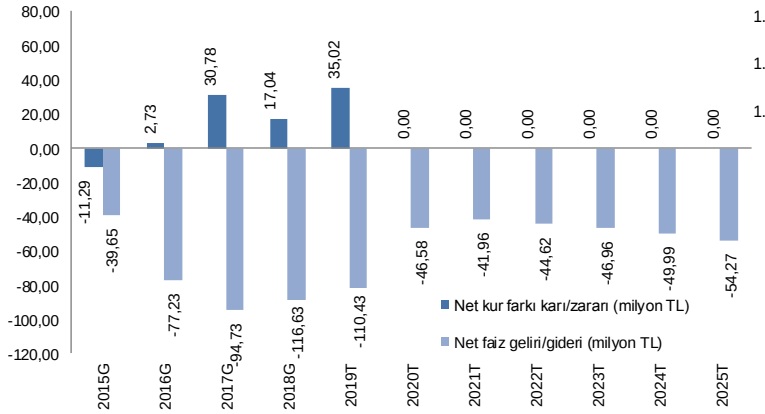
Grafik 18 : Net Borç /FAVÖK



Kaynak: Şirket, HLY Araştırma

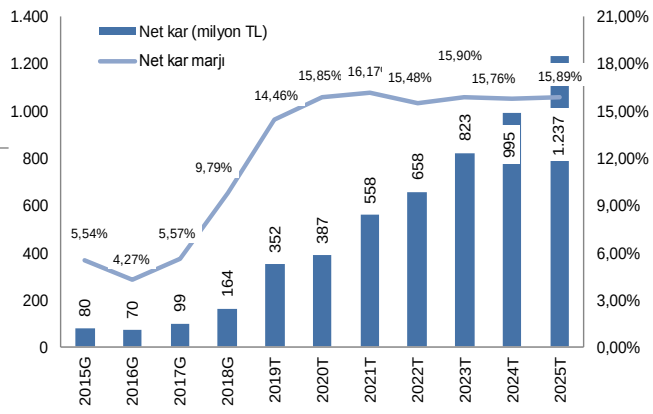
Finansallar ve Tahminler

Grafik 19 : Net Kur Farkı ve Faiz Gelirleri (milyon TL)



Kaynak: Şirket, HLY Araştırma

Grafik 20 : Net Kar (milyon TL)



Kaynak: Şirket, HLY Araştırma

Makroekonomik hesaplamalarımız ve tahminlerimiz sonucunda şirketin 2019 yılında 110,53 milyon TL seviyesinde bulunan net faiz giderlerinin bu yıl 46,58 milyon TL seviyesine gerileyeceğini öngörüyoruz. Tahmin aralığımızın geri kalan sürecinde de, net borç/FAVÖK rasyosunun düşüş eğilimine geçeceği yönündeki görüşümüzün paralelinde, yıllık bazda ılımlı olarak ortalama %3 artış kaydedeceğini ve 2025 yılında 54,27 milyon TL seviyesinde gerçekleşeceğini düşünüyoruz.

Diğer yandan, makroekonomik öngörülerimiz ışığında Otokar'ın uyguladığı hedging politikası doğrultusunda şirketin tahmin aralığımız boyunca kur riskine maruz kalmayacağını tahmin ediyoruz. Bu sebeple şirketin bu süreçte kur farkı geliri ya da gideri kaydetmeyeceğini öngörüyoruz.

Bu arada teşvikler cephesinde, 22 Temmuz 2020 tarihinde şirket KAP'ta yaptığı açıklamada T.C. Sanayi ve Teknoloji Bakanlığı Teşvik Uygulama ve Yabancı Sermaye Genel Müdürlüğü'ne yapılan Yatırım Teşvik Belgesi müracaatının onaylandığını duyurdu. Böylece Otokar'ın toplam 398,17 milyon TL tutarında ve 4 yıllık dönemde yapılması öngörülen modernizasyon yatırımı için Yatırım Teşvik Belgesi düzenlendi. Yatırım Teşvik Belgesi kapsamında şirket KDV istisnası, gümrük vergisi muafiyeti, vergi indirimi gibi desteklerden faydalanacak.

Böylelikle, Otokar'ın net karının 2020 yılında operasyonel performans cephesindeki güçlü görünümün ve şirketin faydalandığı vergisel teşviklerin de desteğiyle yıllık bazda %10,2 artışla 387 milyon TL seviyesinde gerçekleşeceğini, net kar marjının da önceki yılın aynı dönemindeki %14,46 seviyesinden %15,85 seviyesine yükseleceğini tahmin ediyoruz. Ertelenmiş talebin satışlara yansımasının operasyonel sonuçlarının etkisiyle tahmin aralığımızın geri kalan sürecinde şirketin net karının yıllık bazda ortalama %26 artış kaydederek 2025 yılında 1,24 milyar TL seviyesine ulaşacağını öngörüyoruz. Net kar marjının da bu süreçte %15-16 bandında seyredeceğini tahmin ediyoruz.

Finansallar ve Tahminler – Özet

Otokar (milyon TL)	2015G	2016G	2017G	2018G	2019G	2020T	2021T	2022T
Nakit ve nakit benzerleri	59	39	229	173	223	728	772	816
Stoklar	428	494	413	690	768	1.064	998	1.134
Ticari alacaklar	344	389	445	871	897	1.070	992	1.128
Peşin ödenen giderler	123	423	502	7	9	19	21	23
Diğer	66	106	42	61	46	51	50	55
Toplam dönen varlıklar	**1.020**	**1.450**	**1.632**	**1.802**	**1.943**	**2.932**	**2.833**	**3.157**
Maddi duran varlıklar	104	105	101	108	129	136	142	149
Finansal duran varlıklar	0	0	0	0	0	0	0	0
Peşin ödenen giderler	188	0	0	0	0	0	0	0
Diğer	293	229	277	393	606	625	862	1.101
Toplam duran varlıklar	**585**	**334**	**378**	**500**	**735**	**761**	**1.004**	**1.251**
Toplam varlıklar	**1.605**	**1.784**	**2.010**	**2.303**	**2.678**	**3.692**	**3.837**	**4.408**
Kısa vadeli borç	106	5	514	207	254	462	468	529
Ticari borçlar	166	401	62	269	256	372	265	276
Karşılıklar	294	409	428	135	186	190	131	134
Ertelenmiş gelirler	176	201	21	197	288	398	496	601
Diğer	42	51	47	60	54	57	50	52
Toplam kısa vadeli yükümlülükler	**785**	**1.066**	**1.072**	**868**	**1.038**	**1.478**	**1.409**	**1.592**
Karşılıklar	32	38	32	38	48	52	85	101
Uzun vadeli borçlar	509	425	190	500	548	982	940	965
Ertelenmiş gelirler	28	8	431	505	405	357	338	400
Diğer uzun vadeli yükümlülükler	6	3	1	1	1	1	2	2
Toplam uzun vadeli yükümlülükler	***575***	***475***	***654***	***1.045***	***1.002***	***1.392***	***1.364***	***1.469***
Azınlık payı	0	0	0	0	0	0	0	0
Ödenmiş sermaye	24	24	24	24	24	24	24	24
Rezervler+diğer kalemler	96	103	110	129	104	123	123	123
Kar yedekleri	126	116	149	237	509	676	917	1.200
Karşılıklar	0	0	0	0	0	0	0	0
Özsermaye	***245***	***243***	***284***	***390***	***638***	***823***	***1.064***	***1.347***
Özsermaye (Ana ortaklık payına ait)	***245***	***243***	***284***	***390***	***638***	***823***	***1.064***	***1.347***
Toplam yükümlülükler ve özsermaye	**1.605**	**1.784**	**2.010**	**2.303**	**2.678**	**3.692**	**3.837**	**4.408**

Gelir Tablosu (milyon TL)	2015G	2016G	2017G	2018G	2019G	2020T	2021T	2022T
Net satışlar	**1.434**	**1.635**	**1.785**	**1.679**	**2.431**	**2.444**	**3.454**	**4.251**
SMM	1.063	1.225	1.314	1.086	1.512	1.509	2.072	2.551
Brüt kar	**371**	**410**	**472**	**593**	**919**	**936**	**1.382**	**1.700**
Operasyonel giderler	264	289	348	427	567	537	831	1.027
Operasyonel kar	**107**	**121**	**124**	**166**	**352**	**398**	**550**	**674**
Amortisman	48	49	62	61	79	86	93	101
FAVÖK	**155**	**170**	**186**	**226**	**432**	**485**	**643**	**775**
Diğer gelir/giderler	33	44	102	66	111	5	4	-20
Yatırım aktivitelerinden elde edilen gelirler/giderler	1	0	1	15	40	56	60	64
Finansal gelir/giderler	-53	-97	-136	-120	-158	-61	-56	-60
Vergi öncesi kar	**88**	**68**	**91**	**121**	**346**	**398**	**558**	**658**
Vergi	8	-2	-9	-43	-5	10	0	0
Net kar	**80**	**70**	**99**	**164**	**352**	**387**	**558**	**658**
Azınlık payı	0	0	0	0	0	0	0	0
Ana ortaklık payları	**80**	**70**	**99**	**164**	**352**	**387**	**558**	**658**

Finansallar ve Tahminler – Özet

Marjlar	2015G	2016G	2017G	2018G	2019G	2020T	2021T	2022T
SMM+Operasyonel Giderler	74%	75%	74%	65%	62%	62%	60%	60%
FAVÖK	11%	10%	10%	13%	18%	20%	19%	18%
Net	6%	4%	6%	10%	14%	16%	16%	15%
Amortisman	3%	3%	3%	4%	3%	4%	3%	2%
Stoklar	30%	30%	23%	41%	32%	44%	29%	27%
Karlılık Oranları	**2015G**	**2016G**	**2017G**	**2018G**	**2019G**	**2020T**	**2021T**	**2022T**
Aktif devir hızı	89%	92%	89%	73%	91%	66%	90%	96%
Aktif karlılığı	5%	4%	5%	7%	13%	10%	15%	15%
Özkaynak karlılığı	32%	29%	35%	42%	55%	47%	52%	49%
Borçluluk Oranları	**2015G**	**2016G**	**2017G**	**2018G**	**2019G**	**2020T**	**2021T**	**2022T**
Borçların aktiflere oranı	72%	64%	71%	64%	56%	64%	57%	53%
Borçların özsermayeye oranı	5,54	6,34	6,09	4,91	3,20	3,49	2,61	2,27
Net borç / Özsermaye	227%	161%	167%	137%	91%	87%	60%	50%
Net borç / FAVÖK	3,60	2,30	2,55	2,36	1,34	1,48	0,99	0,88
Temettü ödeme oranı	91%	86%	70%	44%	57%	57%	57%	57%
Değerleme Ölçütleri	**2015G**	**2016G**	**2017G**	**2018G**	**2019G**	**2020T**	**2021T**	**2022T**
Firma değeri	2.359	3.146	3.082	2.441	4.108	4.755	4.676	4.718
Piyasa değeri	1.803	2.754	2.608	1.906	3.529	4.039	4.039	4.039
Hisse başı kar	3,31	2,91	4,14	6,85	14,65	16,14	23,26	27,42
Hisse başı defter değeri	10,22	10,12	11,81	16,23	26,57	34,29	44,32	56,14
Hisse başına düşen nakit	N/A	-2,37	-20,12	11,30	9,18	-2,20	19,03	10,87
Temettü getirisi	2,6%	2,3%	3,7%	2,0%	5,0%	5,5%	7,9%	9,3%
Kazanç getirisi	4%	3%	4%	9%	10%	10%	14%	16%
Serbest nakit akımı getirisi	N/A	-2%	-19%	14%	6%	-1%	11%	6%
Firma değeri / Satışlar	3,49	3,06	2,80	2,98	2,06	2,05	1,45	1,18
Firma değeri / FAVÖK	32,33	29,40	26,92	22,11	11,59	10,33	7,78	6,46
F/K	22,67	39,50	26,23	11,60	10,04	10,43	7,23	6,14
PD/DD	7,35	11,34	9,20	4,89	5,53	4,91	3,80	3,00

Künye & Çekince

Halk Yatırım Araştırma – Öneri Listesi Tanımları

(Aksi belirtilmedikçe önümüzdeki 12 ay için beklenen performans)

AL: %15 ve üzeri artış **TUT:** %0 ile %15 aralığında artış **SAT :** %0'ın altında azalış

Halk Yatırım Araştırma

Halkyatirimarastirma@halkyatirim.com.tr
+90 212 314 81 81

Banu KIVCI TOKALI	Araştırma Direktörü	BTokali@halkyatirim.com.tr +90 212 314 81 88
İlknur HAYIR TURHAN	Yönetmen Perakende, Cam, Çimento, GYO, Mobilya	ITurhan@halkyatirim.com.tr +90 212 314 81 85
Abdullah DEMİRER	Uzman Havacılık, Petrol&Petrokimya, Gübre, Kimya	ADemirer@halkyatirim.com.tr +90 212 314 87 24
Ayşegül BAYRAM	Uzman Strateji Telekom, Madencilik, Savunma	ABayram@halkyatirim.com.tr +90 212 314 87 30
Uğur BOZKURT	Uzman Yardımcısı Makroekonomi Demir-Çelik, Otomotiv, Beyaz Eşya	UBozkurt@halkyatirim.com.tr +90 212 314 87 26

ÇEKİNCE

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

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

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