

OTOKAR

Altay Tank Projesini Bekliyor

- **Otokar'ı "Endekse Paralel Getiri" performans beklentisiyle araştırma kapsamımıza alıyoruz.** Otokar'ın potansiyel hisse değeri Altay Tankı seri üretim projesine oldukça bağlı olup, şirket ihaleyi kazanırsa hesaplamalarımıza göre 2019 sonuna kadar yıllık bazda bileşik ortalama %23 artışla 3,4 milyar TL ciroya ulaşacaktır. Bu durumda savunma sanayi cirosu 531 milyon TL'den 2019 itibarıyla 2,2 milyar TL'ye çıkacak ve savunma sanayi ürünlerinden elde edilen cironun toplam satışlara oranı %43'ten (2014) %66'ya yükselecektir. Dolayısıyla şirket eğer söz konusu ihaleyi kazanırsa, orta segment araç üreticisi olmaktan çıkıp bir savunma devine dönüşecektir. Toplamda 420 Altay tankı ve 150 adet Tulpar aracı üretileceğini varsaydığımız bu senaryoda, Otokar için 131,00 TL hedef hisse değerine ulaşıyoruz. Şirketin ihaleyi kazanmadığı senaryoda ise hedef hisse değerini 59,45 TL olarak hesaplıyoruz. Şu aşamada ihale ile ilgili tam bir netlik olmadığından, referans hedef fiyatımızı bu iki senaryoya eşit ağırlık vererek 95,20 TL olarak tayin ettik. Öte yandan, dün Cumhurbaşkanı Erdoğan Altay tankının seri üretimine yakın zamanda başlanacağını açıkladı. Otokar, Altay Tank Projesini kazanma ihtimali en güçlü oyuncularından birisi olduğundan, ihale tarihinin yaklaştığına dair bu tip haber akışları hisseye olan ilgiyi dönem dönem canlandırabilecektir. Bu bağlamda, cari fiyatlarda hissede ki pozisyonların korunmasını öneriyoruz. Hisseler ihalenin alınacağı beklentisini fiyatlayarak iyimser senaryomuzdaki hedef fiyata doğru yükselip mevcut seviyelerden çok fazla uzaklaşmaya başladığı takdirde ise pozisyonların azaltılabileceğini düşünüyoruz.

- **"Maliyet + kâr marjı" fiyatlama modeli Otokar'ın operasyonel kârlılığını korumasına yardım ediyor...** Otokar'ın operasyonel kârlılığı bu sayede diğer otomotiv şirketlerinden daha yüksek kalabiliyor. 2008 - 2009 döneminde dahi, kriz yılları olmasına rağmen şirketin FAVÖK marjı %12,8 olarak gerçekleşmiştir (Bu rakam 2004-2014 ortalamasından 1.4 yüzde puan daha yüksektir). Bu yüzden, hammadde maliyetlerindeki artışın operasyonel performansa etkileri sınırlı kalmaktadır.

- **Nakit çevrim döngüsündeki (NÇD) artış dikkate değer, fakat kalıcı değil...** Otokar'ın NÇD'si 2011'de gerçekleşen değer olan 12 günden 71 güne sızdı. Bunun temel sebebi, 2018'de bitecek olan İETT otobüslerinden kalan alacaklar ve 2014 yılında odaklanılan treyler satışlarıdır. Tank projesinden bağımsız olarak, NÇD'nin ve işletme sermayesine olan ihtiyacın önümüzdeki 2 yılda azalmasını bekliyoruz.

- **Şirket düzenli bir temettü ödeyicisidir...** 2009 - 2010 dönemi dışında, geçtiğimiz 10 yıllık dönemde, Otokar ortalama %84 kâr payı ödeme oranıyla ortalama %6,1 temettü verimliliği sağladı. İş modeli gereği şirketin çok yüklü yatırım harcamaları ihtiyacı olmaması nedeniyle, şirketin önümüzdeki dönemde hissedarlara azami miktarda temettü dağıtımına devam edeceğini düşünüyoruz. 2015 yılı için kâr payı ödeme oranı %100 civarında olabilecek olup, bu takdirde temettü verimi %3,2 civarına denk gelecektir.

Endekse Paralel Getiri

Hisse Fiyatı: 96,10 TL
12 Aylık Hedef: 95,20 TL

Can Özçelik

can.ozcelik@akyatirim.com.tr

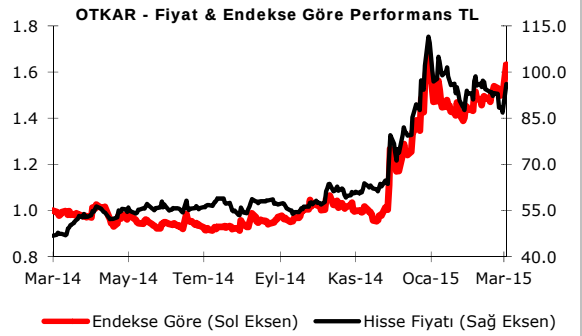
Göksel Şişmanlar

goksel.sismanlar@akyatirim.com.tr

Hisse Verileri

Hisse Kodu (Reuters, B.berg)	OTKAR.IS, OTKAR TI
Piyasa Değ. (milyon TL)	2.306
Hisse Adedi ('000)	24.000
Halka Açıklık Oranı	%27,2
İşlem Hacmi (3 aylık ort., mln.TL)	64,94
Net Borç (2014/12, milyon TL)	305
BIST-100 Endeksi (TL)	78.196

Hisse verileri 4 Şubat 2015



Hisse Performansı

	1 Hafta	1 Ay	3 Ay	1 Yıl
TL	%3,3	%3,2	%29,9	%105,3
Göreceli*	%6,6	%13,6	%31,5	%63,1

* BIST Toplam Getiri Endeksine göre

Tahminler (milyon TL)

	2013	2014	2015T	2016T
Net Satışlar	1.402	1.232	1.353	1.424
VAFÖK	172	157	176	181
VAFÖK marjı	%12,3	%12,8	%13,0	%12,7
Net Kâr	97	73	111	111
FD/Satışlar	1,9	2,1	1,9	1,8
FD/VAFÖK	15,1	16,6	14,8	14,4
F/K	23,9	31,7	20,7	20,8

Ortaklık Yapısı

Koç Ailesi	%48,0
Ünver Holding	%24,8
Halka Açık Kısım	%27,2

AKYatırım

Bu rapor, Ak Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından, güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan elde edilen bilgi ve veriler kullanılarak hazırlanmıştır. Raporda yer alan ifadeler, hiçbir şekilde veya suretle alış veya satış teklifi olarak değerlendirilmemelidir. Ak Yatırım, bu bilgilerin doğru, eksiksiz ve değişmez olduğunu garanti etmemektedir. Bu sebeple, okuyucuların, bu raporlardan elde edilen bilgilere dayanarak hareket etmeden önce, bilgilerin doğruluğunu teyit ettirmeleri önerilir ve bu bilgilere dayanarak aldıkları kararlarda sorumluluk kendilerine aittir. Bilgilerin eksikliği ve yanlışlığından Ak Yatırım hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. Ayrıca, Ak Yatırım'ın ve Akbank'ın tüm çalışanları ve danışmanlarının, herhangi bir şekilde bilgiler dolayısıyla ortaya çıkabilecek, doğrudan veya dolaylı zararlarla ilgili herhangi bir sorumluluğu yoktur. Burada yer alan bilgiler, bir yatırım tavsiyesi, yatırım aracının alım-satım önerisi ya da getiri vaadi değildir ve Yatırım Danışmanlığı kapsamında yer almamaktadır. Yatırım Danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak Yatırım Danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde sunulmaktadır. Bunlara ilaveten, Ak Yatırım, raporların Internet üzerinden e-mail yoluyla alınması durumunda virüs, hatalı gönderim veya diğer herhangi bir teknik sebepten dolayı alıcının donanımına veya yazılımına gelebilecek herhangi bir zarardan dolayı sorumlu tutulamaz.