

OTOKAR 4Ç16 MALİ ANALİZ ve DEĞERLEME

OTKAR			
Fiyat	142,80		
HEDEF FİYAT	136,30		
İskonto /prim	4,77%		
Hisse Endeks Pay %	0,48		
XU100	87.473,33		
XBANK	148.043,15		
XUSIN	94.285,82		
FD/DD Cari	15,26		
F/K Cari	47,57		
PD/DD Cari	13,65		
En yüksek son 1 yıl	141,30		
En düşük son 1 yıl	87,47		
XU100 Getiri YB %	11,95		
Hisse Getiri YB %	3,60		
Piyasa Değeri Mn usd	902,56		
	2015	2016	2017T
NET KAR	80	70	90
SATIŞLAR	1.434	1.635	1.945
EBITDA	155	170	206



Şirketin dolar bazlı grafiğine baktığımızda ise 35,62 dolar seviyesinin üzerinde kalınmaya devam ettiği sürece 39,33 usd ve 40 usd seviyelerinin hedefte olduğunu görmekteyiz.

Otokar'ın 2016 yılının son çeyrğinde elde ettiği 36,6 mn TL'lik net dönem karı 4Ç15'e göre % 41.8'lik gerilemeye işaret etse de 36,6 mn TL'lik net dönem karı piyasa beklentisi olan 31 mn TL'nin üzerinde gerçekleşmiştir.

Yılın tamamına baktığımızda ise karın 69,7 mn TL seviyesine ulaştığını görmekteyiz.

4Ç16 döneminde kaydedilen yaklaşık 7 mn TL'lik vergi gelirin de karı desteklediğini hatırlatmak isteriz.

Karın geçen yılın altında gerçekleşmesinin ana etmenleri yüksek kar marjına sahip savunma sanayii teslimatlarının geçen yıl en yüksek seviyeye ulaşip, en güçlü FAVÖK ve Net kar büyümesini bu dönemde elde etmesinden (Kısaca baz etkisi) kaynaklandığını görmekteyiz.

Tasarrufun önemli kriter olduğu otobüs segmentinde Otokar, servis ve turizm alanından gelen yoğun talep üzerine 2 yıllık Ar-Ge sürecinin ardından geliştirdiği 27+1 kategorisindeki küçük otobüsü Poyraz'ı düşük yakıt tüketimi ile satışa sunmuştur.

Altay projesinde ise Nihai kabul ve kalifikasyon testlerinde kullanılacak olan PV1 ve PV2 prototiplerinin üretimleri 2014 yılı içinde tamamlanmıştır. Projenin son aşaması olan "Prototip Geliştirme ve Kalifikasyon" kapsamında en önemli süreçlerden biri olan Sistem Kalifikasyon Testlerine Nisan 2015 itibariyle başlanmış olup, mevcut sözleşmemizin ilgili maddeleri çerçevesinde 250 adet tank üretimi ve bunların Entegre Lojistik Destek faaliyetlerine ilişkin Altay Projesi Dönem II Seri Üretim Projesi için teklif dosyası 18.01.2016 tarihinde SSM'na sunulmuş ve 29.08.2016 tarihinde ise BAFO (Best And Final Offer/En İyi ve En Son Teklif) SSM'na iletilmiştir.

Altay projesini de kapsayan INA değerlememiz ve uluslararası benzer şirket çarpanlarına %40 ağırlıklık vermemizle değerlendirmemizde ulaştığımız 136,30 TL'lik hedef fiyatımız mevcut 142,80 TL'ye göre %4,77 prime işaret etmesinde dolayı OTOKAR için tavsiyemiz " Endekse Paralel Getiri" dir.

OTOKAR 4Ç16 MALİ ANALİZ ve DEĞERLEME

OTOKAR	Milyon 4Ç15	Milyon 1Ç16	Milyon 2Ç16	Milyon 3Ç16	Milyon 4Ç16	Milyon 2015/12K	Milyon 2016/12K	Yıllık Değişim
Hazır Değerler	59	25	36	20	39	59	39	-34,3%
Stoklar	428	414	534	523	494	428	494	15,4%
Maddi Duran Varlıklar	104	103	104	103	105	104	105	1,3%
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	155	157	165	170	182	155	182	17,1%
TOPLAM AKTİFLER	1.605	1.531	1.665	1.813	1.784	1.605	1.784	11,2%
KISA VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER	785	777	1.001	1.000	1.066	785	1.066	35,9%
Finansal Borçlar	0	34	200	204	0	0	0	-99,4%
UZUN VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER	575	573	476	606	475	575	475	-17,4%
Finansal Borçlar	509	509	419	555	425	509	425	-16,5%
ÖZ SERMAYE (ANA ORTAKLIĞA AİT)	245	182	189	206	243	245	243	-0,9%
Sermaye	24	24	24	24	24	24	24	0,0%
SATIŞ GELİRLERİ	545	359	335	425	516	1.434	1.635	14,0%
SMM	385,7	267,0	251,6	323,6	382,4	1.063	1.225	15,2%
smm/satış geliri	70,8%	74,4%	75,2%	76,1%	74,1%			
BRÜT ESAS FAALİYET KARI/ZARARI	159,3	91,8	83,2	101,5	133,3	371	410	10,5%
FAALİYET GİDERLERİ (-)	88,7	70,3	60,8	66,0	91,6	264	289	9,2%
NET ESAS FAALİYET KARI/ZARARI	70,6	21,5	22,4	35,5	41,7	107	121	13,6%
D. FAAL. GELİR VE KARLAR	-11,0	60,3	-29,8	72,7	319,7	101	423	317,6%
D. FAAL. ZARARLAR VE GİDERLER (-)	-15,1	54,9	-35,6	59,3	300,7	68	379	456,9%
FAALİYET KARI VEYA ZARARI	74,7	26,9	28,1	48,9	60,7	140	165	17,9%
VERGİ ÖNCESİ KAR/ZARAR	72,0	9,7	9,0	19,6	29,8	88	68	-22,5%
Ö.VERGİ VE YASAL YÜKÜMLÜLÜKLER (-)	9,1	1,6	1,4	2,3	-6,9	8	-2	-119,7%
Dönem Vergi Gelir/Gideri	1,9	-0,8	-1,5	0,0	0,9	7	-1	-120,8%
Ertelenmiş Vergi Gelir/Gideri	-7,1	-2,4	-2,9	-2,3	7,8	-2	0	-115,4%
ANA ORT. PAYLARI NET DÖNEM K/Z	63,0	8,2	7,6	17,3	36,6	80	70	-12,3%

4Ç16'da 4Ç15'e göre 545 mn TL'den %5'lik azalışla 516 mn TL'ye gerileyen satışlara karşın, 4Ç15'de %70,8 seviyesinde olan SMM/Satış Gelirleri oranının 4Ç16'da %74,1'e çıkması, Brüt EFK'nın %16'lık azalışla 4Ç15'deki 159 mn TL'den 4Ç16'da 133,3 mn TL'ye gerilemesine neden olmuştur.

Satışların 3Ç16 dönemine göre 4Ç16'da %5 gerilemesine karşın, Yıllık bazda baktığımızda ise yurtiçi satışların %17,5 ve yurtdışı satışların %5,4 kaydetmesi ile toplam ciro'nun %14'lük artışla 1,433 mn TL'ye ulaşıldığını görmekteyiz.

2016 yılında %47'lik azalışla 2,990 adet üretim gerçekleştirirken, Satışlar ise %23'lük azalışla 3,633 adette kalmıştır. Diğer taraftan geçen yıl küçük ve orta boy (7-9 metre) otobüs pazarının yüzde 39 düzeyinde ve otobüs pazarının yüzde 33 düzeyinde daralma kaydetmesine karşın , Otokar'ın faaliyet gösterdiği segmentlerde liderliğini korumuştur.

OTOKAR 4Ç16 MALİ ANALİZ ve DEĞERLEME

OTKAR	2015/12K	2016/03K	2016/06K	2016/09K	2016/12K
Aktif Karlılık	4,95	0,53	0,95	1,83	3,91
Cari Oran	1,30	1,49	1,29	1,45	1,36
FD/Ciro	1,89	8,82	4,38	2,93	2,20
FD/DD	11,06	17,42	16,10	15,89	14,79
PD/DD	8,79	14,27	12,35	11,92	13,18
F/K	27,11	28,83	24,44	25,61	45,92
FAVÖK/SATIŞ GELİRİ	10,8%	9,5%	9,6%	10,3%	10,4%
NET KAR MARJİ	5,5%	2,3%	2,3%	3,0%	4,3%
FAVÖK MARJİ	13,2%	11,0%	11,2%	12,5%	13,1%

2015 son çeyreğinde yüksek zırlı araç teslimatları nedeniyle oluşan güçlü baz etkisi 2016 son çeyrek operasyonel faaliyetlerini gölgelemiştir.

Satışlardaki gerileme ve Maliyet baskısının artması ile 4Ç15 elde edilen 54,7 mn TL'lik FAVÖK değeri çeyrek bazlı %35 gerilemeye işaret etmiş olsa da 3Ç16' ya göre %12'lik artışa eşittir. FAVÖK marjında ise 4Ç15'deki %15,3'lük seviyenin 4Ç16'da %10,6 gerilemesi dikkat çekmektedir.

Yılın tamamına baktığımızda ise 2015 yılındaki 155 mn T'lik FAVÖK değerinin %10'luk artışla 2016 yılında 170 mn TL'ye çıktığını, FAVÖK marjının ise 2015'deki %10,8'den 2016'da %10,4 seviyesine gerilediğini görmekteyiz.

Burada ki diğer bir ana etmenin de hem yıl sonu satış kampanyaları ve ticari araç segmentindeki indirimlerin marjları aşağı çekmesi olduğunu düşünmekteyiz.

Otokar'ın Net Borç pozisyonuna baktığımızda ise 9A16 dönemindeki 861 mn TL'lik net borcun YS16 döneminde 391 mn TL'ye gerilediğini görmekteyiz ki bunda da işletme sermayesi ihtiyacındaki gerileme ana etmen olmuştur.

Otokar, araştırma geliştirme faaliyetleri alanında önceki yıllarda başladığı Otokar AR-GE Merkezi yatırımlarına 2016 yılında da devam etmiş ve 2016 yıl sonu itibariyle 5 milyon USD üzerinde toplam yatırım harcaması gerçekleştirmiştir

Otokar; Fransa, Almanya İtalya ve İspanya gibi ülkelerde Navigo markasıyla büyük beğeni toplayan Sultan otobüsleri için İran'a teknoloji ve lisans ihraç etmeye başlamıştır. Bu anlaşmayla Türkiye küçük otobüs sektöründe ilk kez teknoloji transferi yapacak. Demonte olarak İran'a ihraç edilecek Sultan araçların montajı, satış ve pazarlama faaliyetleri OGHAB tarafından yapılacak. Üç yıl geçerli olan anlaşma, tarafların isteği doğrultusunda 2 yıl daha uzatılabilecek.

Navigo araçlarının CKD satışı ile OGHAB tarafından teknoloji ve lisans kullanımına yönelik sözleşme ile Otokar, yıllık yaklaşık 50 mn TL ciro öngörülmektedir.

OTOKAR 4Ç16 MALİ ANALİZ ve DEĞERLEME

M.Baki Atılal

Araştırma - Bölüm Başkanı

m.baki@turkishyatirim.com

Turkish Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin diğer raporlarına;

www.turkishyatirim.com

www.turkborsa.net

<https://twitter.com/turkishyatirim>

<https://twitter.com/turkborsanet>

<https://tr-tr.facebook.com/turkborsa>

adreslerinden ulaşabilirsiniz.

ÇEKİNCE :

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 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.

Bu rapordaki bilgi ve fikirler, Turkish Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan derlenerek ve sadece bilgi vermek amacıyla hazırlanmıştır. Turkish Yatırım Menkul Değerler A.Ş., bu bilgilerin doğruluğu veya bütünlüğü konusunda bir garanti veremez. Bu rapordaki görüşler, tahmin ve projeksiyonlar, raporu hazırlayan analistlerin fikirlerini yansıtmaktadır. Analistler, görüş ve tahminlerini haber vermeksizin değiştirme hakkına sahiptirler. Turkish Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ve personeli, bu rapordaki bilgilerin eksikliğinden veya yanlışlığından dolayı hiçbir şart altında sorumlu tutulamaz.