



**OTOKAR OTOMOTİV VE SAVUNMA
SANAYİ A.Ş.**

2015/03 DEĞERLENDİRME

MAYIS 2015

OTOKAR OTOMOTİV VE SAVUNMA SANAYİ A.Ş. 2015/03
ÖZET BİLGİLER

OTKAR				
Kapanış Fiyat	99,50	F/K	38,89	
YB En Yüksek	107,69	PD/DD	14,80	
YB En Düşük	83,93			
YB Getiri %	18,76			
	2014/03	2015/03	2015/03	
Net Satışlar (mn TL)	283,25	248,76	FD/DD-cari	16,65
Ödenmiş Ser. (mn TL)	24,00	24,00	PD/Aktif	1,93
EFK/Z (mn TL)	15,69	2,81	FAVÖK/SATIŞ	0,06
Fin.Borçlar (mn TL)	403,23	311,89	FD/FAVÖK-cari	173,96
Net Borç (mn TL)	342,29	297,90	Net Kar Marjı	-
FAVÖK (mn TL)	32,58	10,11	Aktif Karlılık %	-
Net Dönem K/Z (mn TL)	9,15	-2,22	Cari Oran	0,84

27/04/2015 kapanış verileri kullanılmıştır.

2014 yılının birinci çeyreğini 9.145.689 TL net dönem karı ile tamamlayan Otokar Otomotiv ve Savunma Sanayi A.Ş, 2015 yılının aynı döneminde ise 2,2 milyon TL'lik net dönem zararı kaydetmiştir.

Satış gelirleri 2014 yılı ilk çeyreğine kıyasla yüzde 12,2 geri çekilme ile 248,7 milyon TL olarak gerçekleşen Otokar'ın satışların maliyetinde ise cirodan daha yüksek bir oranda (YoY : -15,1%) geri çekilme görülmesi sayesinde brüt karı 2015 yılı ilk çeyrekte 57,6 milyon TL olarak gerçekleşmiştir, 2014 yılının ilk çeyreğine kıyasla, yatay bir görünüm sergilediği söylenebilir. (YoY : -0,9%) Satışların maliyetindeki geri çekilme yüzde 17,5 oranında yıllık düşüş kaydeden satılan mamul maliyetinden kaynaklanmaktadır.

Şirketin faaliyet giderlerinde ise (ciroda ve satış gelirlerinde yıllık bazda düşümlere rağmen) yüzde 29 oranında bir yıllık artış görülmesi ile yatay seyreden brüt kara karşılık net esas faaliyet karında, 2014 yılının ilk 3 aylık dönemine kıyasla, yüzde 82 oranında bir geri çekilme görülmüş, Otokar'ın net esas faaliyet karı 2014/03 döneminde 15,7 milyon TL iken 2015 1Ç'de 2,8 milyon TL'ye gerilemiştir. Faaliyet giderlerinde artış büyük ölçüde 24,5 milyon TL'den 34,5 milyon TL'ye yükselen "pazarlama, satış ve dağıtım giderleri" kaynaklıdır.

Esas faaliyetlerden diğer giderlerdeki yüzde 22'lik düşüme karşın esas faaliyetlerden diğer gelirlerin yüzde 44,3 gerilemesi nedeniyle Otokar'ın 2015 1Ç'de 1,4 milyon TL faaliyet zararı oluşmuştur (önceki : 21,7 milyon TL faaliyet karı). Şirketin 2014/03 döneminde elde ettiği 32 milyon TL'lik ticari alacak kur farkı gelirinin bu yılın ilk çeyreğinde 2 milyon TL'ye gerilemesi nedeniyle (vadeli işlem gelirinin 1,7 milyon TL'den 16 milyon TL'ye yükselmesine rağmen) esas faaliyetlerden gelirlerinde düşüş yaşamış, esas faaliyetlerden diğer giderler ise yine kur farkı giderinde azalma kaynaklı düşüş kaydetmiştir.

Finansman gelir/gider dengesi bakacak olursak; şirketin esas faaliyetleri dışında kalan finansal gelirleri, 2015/03 döneminde, geçen yılın aynı dönemine kıyasla, yüzde 62 oranında gerileyerek 2 milyon TL olurken, esas faaliyetleri dışında kalan finansal giderleri ise yüzde 56 oranında gerileyerek 7,3 milyon TL olarak gerçekleşmiştir. Finansman gelir ve giderlerinde değişimlerin kaynağı; kredi kur farklarıdır.

2014 1Ç'de 10,6 milyon TL vergi öncesi kar açıklayan Otokar'ın 2015 yılının ilk çeyreğinde vergi öncesi 5,2 milyon TL zarar elde ettiği görülmektedir. Ödenecek vergi ve yasal yükümlülükler de dikkate alındığında; 1,4 milyon TL dönem vergi gideri ve 4,4 milyon TL ertelenmiş vergi geliri ile Otokar, 2015 yılının Ocak-Mart dönemini 2,2 milyon TL net dönem zararı ile tamamlamıştır.

OTOKAR OTOMOTİV VE SAVUNMA SANAYİ A.Ş. 2015/03
SATIŞLAR VE SATIŞ GELİRLERİ

	2014/03	2015/03	Değişim
Üretim	1.371	1.182	-13,8%
Satış	1.289	1.109	-14,0%

Otokar'ın üretim adetleri ve satış adetleri, 2015 ilk çeyrekte, önceki yılın aynı dönemine kıyasla yüzde 14 oranında gerilemiştir.

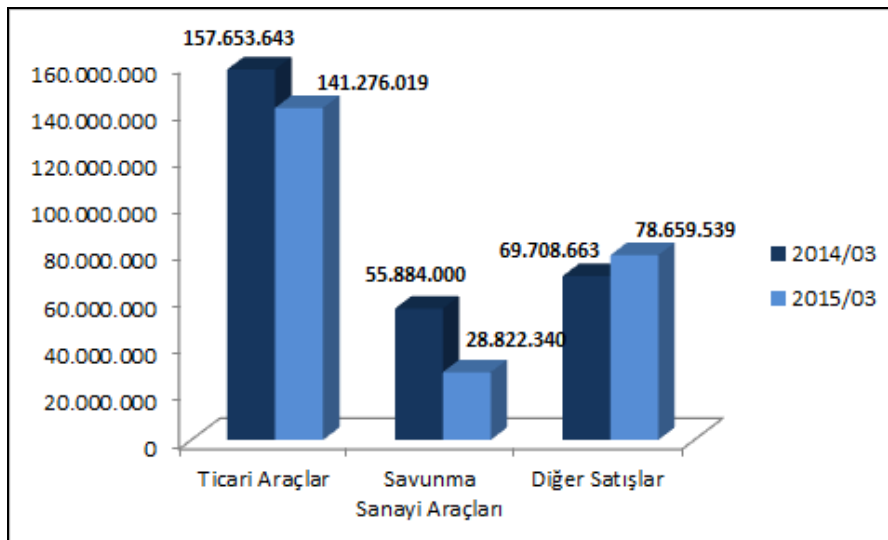
Otokar'ın cirosunun kırılımına bakıldığında; 2014/03 döneminde 275,7 milyon TL olan yurt içi satışlardan elde edilen satış gelirlerinin 2015/03 döneminde ise yıllık yüzde 30 geri çekilme ile 194,3 milyon TL düzeyine gerilediği, buna karşılık 2014 1Ç'de 7,8 milyon TL olan yurt dışı satış gelirlerinin ise 6 katından fazla artarak 2015 1Ç'de 55 milyon TL'ye yükseldiği görülmektedir.

İhracat gelirlerinde hızlı artış ile bu kalemin ciroya katkısında da kayda değer bir yükseliş söz konusudur. 2014 yılının ilk çeyreğinde toplam cironun yüzde 2,8'i ihracat gelirlerinden oluşurken 2015 yılının ilk çeyreğinde ise bu oran yüzde 22'ye yükselmiştir. Yurtiçi satış gelirlerinin ciroya katkısı ise 2014/03 döneminde yüzde 97,2 iken 2015 1Ç'de yüzde 78'e gerilemiştir.

	2014/03	2015/03	Değişim
Yurtiçi Satışlar	275.784.433	194.294.857	-29,5%
Yurtdışı Satışlar	7.841.396	55.042.934	602,0%
Yurtiçi Satışlar/Toplam Ciro	97,2%	77,9%	
Yurtdışı Satışlar/Toplam Ciro	2,8%	22,1%	

İlgili dönemde ürün grubu açısından şirket toplam cirosu ele alındığında ise; toplam cirodaki en büyük kalem olan ticari araç satış gelirlerinin yüzde 10,4 düşüşle 157,6 milyon TL'den 141,2 milyon TL'ye gerilediği, savunma sanayi araçları satış gelirlerinin ise yüzde 48,4 gerileyerek 28,8 milyon TL seviyesinde gerçekleştiği görülmektedir. (önceki : 55,8 milyon TL)

Diğer satışlar ise 2014/03 dönemindeki 69,7 milyon TL seviyesinden 2015/03 döneminde 78,6 milyon TL'ye yükselmiştir. 78,6 milyon TL'lik diğer satışlar kaleminin 43,05 milyon TL'si yıllara sari işlere ilişkin tahmini kazançlardan oluşmaktadır.



OTOKAR OTOMOTİV VE SAVUNMA SANAYİ A.Ş. 2015/03

MALİYET VE KARLILIK YAPISI

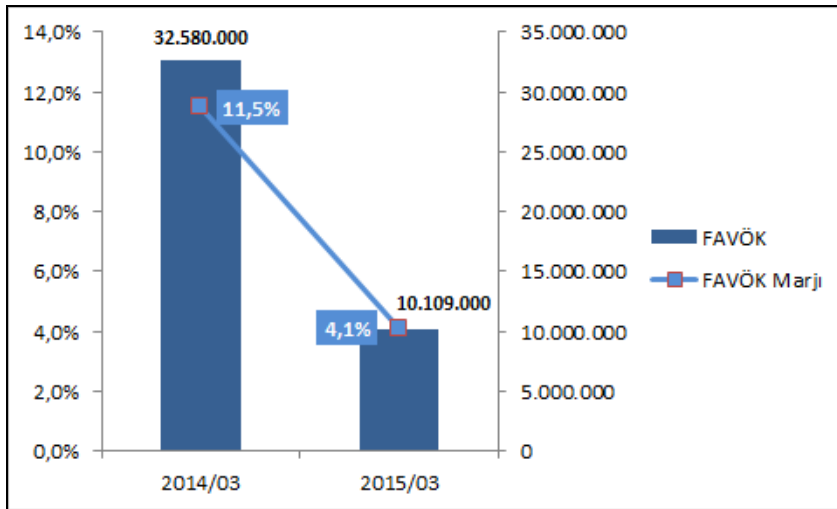
2015 yılı ilk çeyrekte cirosunda görülen yıllık düşüştten daha fazla oranda satışların maliyetini düşüren Otokar, satılan mamul maliyetinde düşüşler sayesinde brüt kar marjını iyileştirmiş, 2014/03 döneminde yüzde 20,5 olan brüt kar marjı 2015 yılının ilk çeyreğinde yüzde 23,2'ye yükselmiştir.

Brüt kar marjında görülen iyileşme, şirketin ilgili dönemdeki pazarlama ve dağıtım giderlerindeki yükseliş nedeniyle net esas faaliyet kar marjına yansımamış, kur farkı kaynaklı esas faaliyetlerden gelir ve giderlerin net esas faaliyet karını faaliyet zararına dönüştürmesi nedeni ile şirket 2014/03 dönemindeki yüzde 7,7 faaliyet kar marjına karşılık 2015/03 döneminde operasyonel olarak zayıf bir performan göstermiştir. Benzer durum kredi kur farklarının da etkisi ile net karlılıkta da söz konusudur.

Maliyet Yapısı	2014/03	2015/03
Satışların Maliyeti/Satış Gelirleri	79,5%	76,8%
Faaliyet Giderleri/Satış Gelirleri	15,0%	22,0%

Karlılık Yapısı	2014/03	2015/03
Brüt Kar Marjı	20,5%	23,2%
Net Esas Faaliyet Kar Marjı	5,5%	1,1%
Faaliyet Kar Marjı	7,7%	A.D.
Net Kar Marjı	3,2%	A.D.

FAVÖK tarafında ise; hem düzey hem marj olarak bozulma söz konusudur. FAVÖK rakamı geçen yılın aynı dönemine göre yüzde 69 geri çekilme ile 32,6 milyon TL'den 10,1 milyon TL'ye gerilerken FAVÖK marjı da 11,5% seviyesinden 4,1% düzeyinde geri çekilmiştir.



OTOKAR OTOMOTİV VE SAVUNMA SANAYİ A.Ş. 2015/03**SEÇİLMİŞ RASYOLAR VE BORÇLULUK YAPISI**

2015/03 dönemi bilançosuna bakıldığında; Otokar'ın kısa vadeli borçlarını karşılama gücünü ifade eden cari oran ve likidite oranında 2014/03 dönemine kıyasla düşüşler gözlenmektedir.

Şirketin aktif yapısının borç-özsermaye ağırlıklarında bir değişim gözlenmemekle beraber toplam yükümlülükler içinde kısa vadeli oranı yüzde 62'den yüzde 64'e yükselmiş, uzun vadeli oranı ise yüzde 25'ten yüzde 23'e gerilemiştir.

	2014/03	2015/03
Cari Oran	0,95	0,84
Likidite Oranı	0,53	0,45
Yabancı Kaynaklar/Aktifler	0,87	0,87
Özsermaye/Aktifler	0,13	0,13
Kısa Vadeli Yabancı Kaynak/Aktifler	0,62	0,64
Uzun Vadeli Yabancı Kaynak/Aktifler	0,25	0,23

2015/03 dönemi itibariyle Otokar'ın toplam 785,5 milyon TL kısa vadeli yükümlülüğü, 289,7 milyon TL uzun vadeli yükümlülüğü bulunmaktadır.

785,5 milyon TL'lik toplam kısa vadeli yükümlülüğün dağılımında en yüksek tutarlı kalemler aşağıdaki gibi sıralanmaktadır;

- 241,2 milyon TL ertelenmiş gelirler (221,7 milyon TL'si alınan sipariş avanslarından oluşmaktadır),
- 223,2 milyon TL kısa vadeli karşılıklar (193,2 milyon TL'si yıllara sari tank projesi ile ilgili olarak oluşan ancak henüz ödenmemiş proje giderleri ve ilgili işin bitiminde şirkete fatura edilecek maliyetlerden oluşmaktadır)
- 97,7 milyon TL ilişkili olmayan taraflara ticari borçlar,
- 58,6 milyon TL uzun vadeli finansal borçların kısa vadeli kısımları (tamamı TL banka kredisi),
- 43,7 milyon TL kısa vadeli finansal borçlar (15,4 milyon TL'si TL, 28,3 milyon TL'si euro cinsi banka kredilerinden oluşmaktadır.)

289,7 milyon TL'lik uzun vadeli yükümlülüğünde detayında ise; en büyük kalem toplam uzun vadeli yükümlülüğün yüzde 72'sini oluşturan 209,5 milyon TL'lik finansal borç dikkati çekmektedir. Bu tutarın da 151,7 milyon TL'si TL cinsi banka kredileri, 57,8 milyon TL'si ise euro cinsi banka kredilerinden oluşmaktadır. Uzun vadeli kredilerin ağırlıklı ortalama vadesi 828 gündür.

Otokar'ın her ne kadar kısa vadeli yükümlülükleri artmış ve buna bağlı olarak cari oran, likidite oranı gibi rasyoları yıllık bazda düşüş kaydetmiş görünse de toplam kısa ve uzun vadeli yükümlülüklerinde 311,8 milyon TL'si finansal borçlardan oluşmaktadır ve bunun da yüzde 28'i euro cinsinden, kalanı TL cinsindedir. Finansal borçlar tarafında şirketin kayda değer bir riski görünmemektedir. Bununla beraber kısa vadeli yükümlülüklerin yüzde 28'inin de sipariş avanslarından oluştuğu ve bunun ilgili teslimatlar tamamlandığında gelir tablosunda sipariş tutarının tamamı ile ciroya yansıtılacağını belirtmek isteriz.

Ayrıca şirketin 2014/03 dönemine kıyasla kısa vadeli yükümlülüklerinde yüzde 9, uzun vadeli yükümlülüklerinde yüzde 15 oranındaki geri çekilmeleri de olumlu karşılamaktayız. 31.03.2015 itibariyle Otokar'ın 297,9 milyon TL net finansal borcu bulunmaktadır.

OTOKAR OTOMOTİV VE SAVUNMA SANAYİ A.Ş. 2015/03**SONUÇ VE BEKLENTİLER**

2015 yılının ilk çeyreğini 2,2 milyon TL'lik net dönem zararı ile tamamlayan Otokar'ın net dönem zararında faaliyet performansında zayıflamanın yanı sıra EURUSD paritesindeki hareketler kaynaklı olarak ticari alacak kur farkı gelirlerindeki düşüşlerin de etkisi söz konusudur.

Satışların maliyetindeki düşüşler ile brüt kar marjını iyileştirmesine rağmen pazarlama ve dağıtım giderlerinde yaşanan bozulma; brüt kar marjındaki olumlu tablonun net esas faaliyet kar marjına taşınmasına engel olmuştur.

2014/03'teki faaliyetlerinden kar eden yapıdan, kur farkı nedeni ile, 2015 yılının ilk çeyreğinde zarar eden bir yapıya dönülmüştür. Otokar, 2015/03 döneminde faaliyetlerinden de (finansman gelir ve giderleri öncesinde) 1,4 milyon TL zarar elde etmiş, FAVÖK rakamında da yüzde 69 oranında yıllık bir geri çekilme ile 32,5 milyon TL'den 10,1 milyon TL'ye bir geri çekilme yaşanmıştır.

Gelecek dönemlerdeki ara dönem finansallarında 1Ç'ye kıyasla toparlanan bir tablo görebilmek için ilk olarak faaliyet giderlerinde kontrollü bir yapıya dönülüp dönülmeyeceğini önemsiyor olacağız. Bununla beraber finansal borçlar tarafında yüksek bir kur riski altında olmamasına karşın ticari alacaklar kur farkı gelirlerinin karlılığa etkisi eurodaki değer kaybı ihtimali devam ettikçe bir süre daha güncel kalabilecektir.

2015 yılının ikinci yarısında Avrupa'da daha belirgin hale gelmeye başlaması beklenen toparlanmanın euroda değer kazanımlarını desteklemesi halinde Otokar'ın bu senaryodan olumlu etkilenmesi beklenebilir. Her ne kadar ABD Merkez Bankası'nın adımları EURUSD üzerinde önümüzdeki bir yıllık süreçte en baskın unsur olacak olsa da Avrupa'nın toparlandığı bir senaryoda şirket, hem artan siparişlerden hem de değer kazanan eurodan olumlu etkilenebilecektir. İçinden geçilmekte olan seçim sürecinde, faiz indirim beklentilerinin de ötelenmesi ile en azından bir çeyrek daha Otokar'ın yurt içi satış gelirlerinin yurt dışı satış gelirlerine kıyasla daha zayıf performans gösterebileceğini düşünürüz.

Otokar'a dair en önemli ve güncel beklenti olan Altay tankına gelecek olursak; Türkiye'nin ana muharebe tankı olan Altay Projesi'nde ana yüklenici olan Otokar'ın proje kapsamında faaliyetlerinin planlanan takvime uygun şekilde devam etmekte olduğu bildirilmiştir.

Projede 3. ve nihai aşama olan prototip imalatı ve kalifikasyon aşamasına 2013 ikinci yarıda geçildikten sonra nihai kabul ve kalifikasyon testlerinde kullanılacak olan PV1 ve PV2 prototiplerinin üretimleri de 2014 yılı içinde tamamlanmış, test sürecine geçilmiştir.

2015 yılı Mart ayı sonlarında bir açıklama yapan Koç Holding Üst Yöneticisi (CEO) Durak, onaylardan geçtikten sonra seri üretim sözleşmelerini Savunma Sanayii Müsteşarlığı ile Otokar'ın imzalayacağını, sözleşme görüşmelerinde seri imalat başlangıç aşamasına gelmiş durumda olduğunu, Otokar'ın bu projeyi alması halinde halka açık bir şirket olarak çok büyük bir aşama kaydetmiş olacağını söylemiştir.

Her ne kadar 2015/03 döneminde şirketin finansallarının gösterdiği üzere faaliyet ve karlılık performansı zayıf kalmışsa da piyasalarda Altay tankının seri üretimine başlanmasına dair beklentiler yüksek kalmaya devam ettiği için şirket payları finansal sonuçlara olumsuz bir reaksiyon göstermemektedir.

Son olarak da şirketin 31.03.2014 itibarıyla kesinleşmiş 239 milyon TL+16,8 milyon euro tutarında siparişi bulunmaktadır. 239 milyon TL'lik kesinleşmiş siparişin tamamı yurt içi savunma sanayi siparişi iken 16,8 milyon euroluk kesinleşmiş siparişin tamamı da yurt dışı ticari araç siparişlerinden oluşmaktadır.

Turkish Yatırım 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>

<https://twitter.com/turkishfx>

<http://www.turkishfx.com/>

adreslerinden ulaşabilirsiniz.

ÇEKİNCE :

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