

SAVUNMA SANAYİ

Artan jeopolitik riskler savunma hisselerini öne çıkarıyor...

Analist: Yusuf Karagöz

yusuf.karagoz@akyatirim.com.tr

Hakan Aygün

hakan.avgun@akyatirim.com.tr

Artan jeopolitik risklerle küresel askeri harcamalar artıyor... Savunma sektörü, özellikle Ukrayna ve Orta Doğu'daki savaşlar kaynaklı artan küresel gerilimler nedeniyle önemli talep artışları yaşıyor. Birçok ülkenin savunma bütçesini artırmasıyla küresel savunma harcamaları rekor seviyeye ulaştı. Özellikle hava savunma sistemlerindeki teknolojik gelişmeler ve İnsanlı-İnsansız askeri kompozisyonlar (MuM-T), modernizasyon ihtiyaçları ve artan savunma harcamalarının kartopu etkisi pazarın büyümesini hızlandıracaktır. Hem **ASELSAN'ın (ASELS TI; E.Ü.G.; 75TL) ve OTOKAR (OTKAR TI; E.Ü.G.; 830TL)** artan savunma harcamalarından önemli faydalanıcılarından olmasını bekliyoruz. ASELSAN, yurt içinde sahip olduğu eşsiz konum sebebiyle, hava savunma sistemlerinden elektronik harbe kadar onlarca mega savunma sanayi projesinde hayati bir rol oynamaktadır. Zırhlı araçların öncü üreticisi olan OTOKAR, özellikle Doğu Avrupa, Orta Doğu ve Asya'da bulunduğu ulaştığı coğrafyayı genişletme fırsatı buluyor.

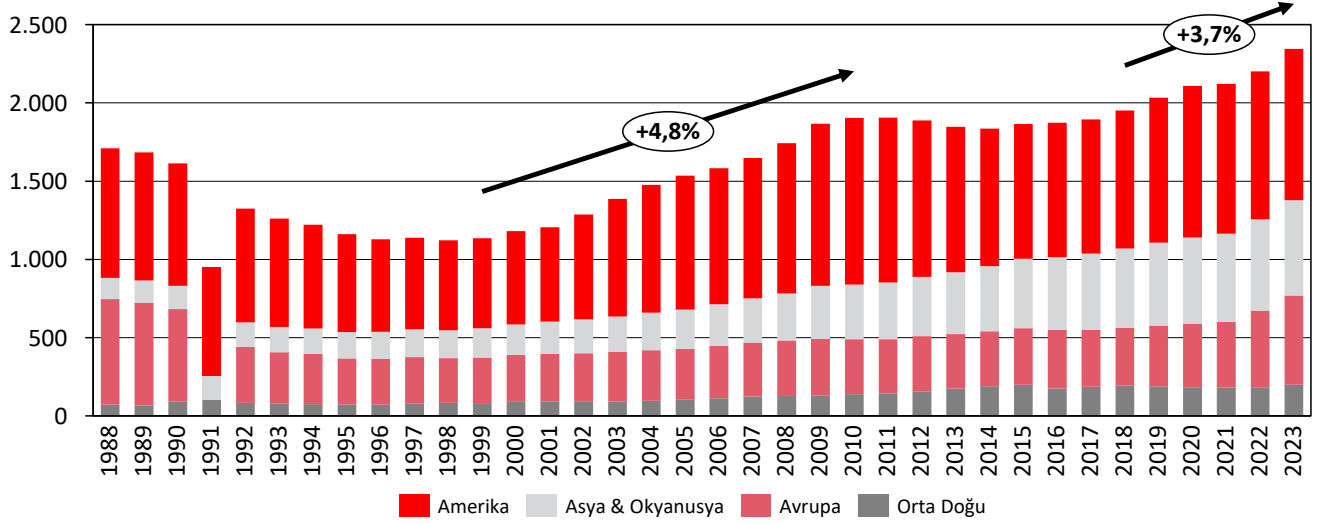
Türkiye'nin savunma sanayine yönelik stratejik odağı ve politikaları, mega projelerin geliştirilmesi, nitelikli işgücü ve endüstriyel gelişim yoluyla savunma sanayinde gelişmiş ülkelere göre bile karşılaştırmalı bir avantaj yaratmaktadır. Türkiye son yıllarda güçlü bir savunma sanayini başarıyla geliştirdi. Ana Muharebe Tankı (MBT) Altay, Savaş Uçağı Kaan, Taarruz Helikopteri Atak, SİHA Anka ve çeşitli hava savunma sistemleri gibi önemli yerli projeler ve Savunma Sanayi Başkanlığı (SSB) tarafından yürütülen 850'den fazla proje, 2022'de 80.000'den fazla çalışanla Havacılık ve Savunma endüstrisindeki işgücünü önemli ölçüde artırdı. Bu büyüme, son 5 yılda %80'lik etkileyici bir artış temsil etmektedir.

Mayıs 2023 seçimlerinin ardından Türkiye, yeni Orta Vadeli Program'da (OVP) savunma sanayine altı kez yer vererek sektöre olan bağlılığını bir kez daha teyit etti. Yeni kabine, nitelikli işgücü ve kritik malzemeler için güvenli bir tedarik zincirinin geliştirilmesinden başlayarak katma değerli üretime kadar uzanan yapılandırılmış bir stratejik yaklaşım ortaya koydu. Ayrıca uluslararası ticari ilişkileri geliştirmek ve savunma ihracatını teşvik etmek amacıyla Türki cumhuriyetlere ve Körfez bölgesine yapılan ziyaretler de dahil olmak üzere diplomatik çabalarda bulundu. Önceki yıl sırasıyla 2., 3., 5., 6. ve 16. en büyük savunma ithalatçıları olan ülkelere ziyaretlerde bulunuldu.

Ekim 2023'te Orta Doğu'daki savaşın başlamasından bu yana savunma şirketlerinin hisse senedi performansı... Küresel savunma hisseleri, Orta Doğu'daki savaşın başlamasının ardından Ekim 23'ten bu yana yaklaşık %35 oranında yükseldi. ASELSAN ve OTOKAR Temmuz 2024'e kadar küresel benzerlerine yakın bir performans sergiledi. Ancak, Japonya MB'nin faiz artırımına bağlı olarak yaşanan son borsa hareketleri nedeniyle, ASELS TI ve OTKAR TI küresel benzerlerinin sırasıyla yaklaşık %16 ve %16 gerisinde kaldı. ASELS-OTKAR ve küresel benzerleri arasındaki son farkın savunma hisselerindeki ralliye katılmak için bir fırsat sunduğuna inanıyoruz.

Toplam küresel askeri harcamalar 2022 yılına göre reel olarak yüzde 6,8'lik bir artışla 2023 yılında üst üste dokuzuncu kez artarak 2,4 trilyon USD'ye ulaştı. Bu, 2009'dan bu yana en sert yıllık artış oldu. Küresel askeri harcamalar 2019 ile 2023 yılları arasında %3,7YBBO ile büyüdü. Aynı dönemde %10,0YBBO ile Avrupa en hızlı artış kaydeden bölge oldu.

Şekil 1: Savunma Sanayi Harcamaları, 1988-2023, milyar USD



Kaynak: SIPRI, Ak Yatırım Araştırma

Şekil 2: Bölgelere Göre Savunma Harcamaları, 2023

Bölge	Harcama (milyar USD)	Değişim, y/y (%)
Afrika	52	22,0%
Kuzey Afrika	29	38,0%
Sahraaltı Afrika	23	8,9%
Amerika	1.009	2,2%
Orta Amerika	15	-0,4%
Kuzey Amerika	943	2,4%
Güney Amerika	51	-0,3%
Asya and Okyanusya	595	4,4%
Orta Asya	2	-5,3%
Doğu Asya	411	6,2%
Okyanusya	36	-0,9%
Güney Asya	98	2,2%
Güney Doğu Asya	48	-1,6%
Avrupa	588	16,0%
Orta ve Batı Avrupa	407	10,0%
Doğu Avrupa	181	31,0%
Orta Asya	200	9,0%
TOPLAM	2.443	6,8%

Kaynak: Ak Yatırım Araştırma

2023 yılında 31 NATO üyesinden önceki yıla göre 4 artışla 7'si, GSYİH'nın %2'sine tekabül eden askeri harcama yapma hedefini karşıladı. NATO, 2024 yılında 23 üyenin hedefine ulaşacağını tahmin ediyor. NATO üyelerinin savunma harcamalarının 2024 yılında reel olarak yıllık bazda %17,9 oranında artması bekleniyor. NATO üyelerinin askeri teçhizat harcamalarının, 2024 yılında reel olarak yıllık bazda yüzde 22,9 büyüme oranı ile savunma harcamaları içinde en hızlı büyüyen alt segment olması bekleniyor.

Son on yıldaki uluslararası silah transferleri, soğuk savaş dönemiindeki zirvesinden %35 daha düşük seyretmekle beraber o zamandan beri en yüksek seviyelerine ulaştı. Devletlerin silah ithalatı büyük ölçüde silahlı çatışma ve siyasi gerilimlerden kaynaklanmaktadır. Bu faktörlerle birlikte, Avrupa'da satın almalar önemli ölçüde artmaktadır. SIPRI'ye göre, gelişmiş savaş uçakları ve füzelerin yanı sıra çok daha basit ve daha ucuz silahlı mürettebatsız uçaklar ve füzeler de dahil olmak üzere uzun menzilli kara saldırı silahları, toplam transferin önemli bir bölümünü oluşturmaya devam ediyor.

Şekil 3: En Büyük 10 Silah İhracatçıları ve İthalatçıları, 2023

Sırala	İhracatçı	Global Pay (%)	İthalatçı	Global Pay (%)
1	A.B.D.	42,0	Hindistan	9,8
			Suudi	
2	Fransa	11,0	Arabistan	8,4
3	Rusya	11,0	Katar	7,6
4	Çin	5,8	Ukrayna	4,9
5	Almanya	5,6	Pakistan	4,3
6	İtalya	4,3	Japonya	4,1
7	Birleşik Krallık	3,7	Mısır	4,0
8	İspanya	2,7	Avustralya	3,7
9	İsrail	2,4	Güney Kore	3,1
10	Güney Kore	2,0	Çin	2,9

Kaynak: Ak Yatırım Araştırma

Defense News, Savunma sanayinde en yüksek ciro yapan ilk 100 şirketi listeledi.

İlk 100 listesinin savunma gelirleri 2023'te yıllık bazda %13,1 artarak 604 milyar USD'ye ulaştı. Top100 listesinde yer alan ve cirosunu bir önceki yıla göre %3,8 artıran ABD merkezli şirketler dışında, diğer ülkelerde yerleşik şirketler savunma gelirlerini bir önceki yıla göre %27,0 artırmayı başardı. İngiltere, Çin, Almanya ve Türkiye'den şirketler, savunma gelirlerini artırmada önde gelen ülkeler oldu.

2023 yılında dünyanın en büyük savunma şirketleri arasında 5 Türk şirketi var, bu rakam 2022 yılında 4 idi: **ASELSAN (ASELS TI; E.Ü.G.; 12A HF: 75TL)** (47'nciden 42'nci sıraya), TUSAŞ (58'inciden 50'nci sıraya), Roketsan (80'inciden 71'inci), MKE (yeni giriş), ASFAT (100'üncüden 94'üncü sıraya yükseldi). Türk şirketlerinin gelirlerine, şirketlerin sıralamasında etkisi olduğuna inandığımız enflasyon muhasebesine (UMS29) göre yer veriliyor.

Şekil 4: Defense News Top100 Listesinde Yer Alan Şirketlerin Ükelere Göre Sayısı ve Ciroları

Ülkeler	Şirket Sayısı (2023)	Şirket Sayısı (2022)	Net Satışlar (milyar USD, 2023)	Net Satışlar (milyar USD, 2022)	Y/Y Değişim (%)
Hindistan	2	0	5,0	0,0	n.m.
Ukrayna	1	1	2,2	1,3	71,8%
Türkiye	5	4	8,0	4,8	66,6%
Çin	6	4	112,8	72,0	56,6%
Suudi Arabistan	1	1	1,1	0,9	26,3%
Almanya	5	4	10,3	8,2	25,9%
Güney Kore	3	3	9,4	7,7	22,4%
Norveç	2	2	2,4	2,0	21,1%
Finlandiya	1	1	0,7	0,6	20,1%
Birleşik Krallık	6	5	41,9	35,4	18,4%
İsveç	1	1	4,4	3,7	18,1%
Kanada	1	1	1,4	1,2	15,1%
İspanya	2	2	2,0	1,8	12,3%
İrlanda	1	1	1,4	1,2	11,8%
Polonya	1	1	1,4	1,3	10,5%
İsrail	3	3	13,8	12,5	10,0%
Lüksemburg	1	1	0,6	0,5	9,2%
Hollanda/Fransa	1	1	12,9	12,0	7,3%
Avustralya	1	1	1,0	1,0	5,8%
Hollanda	1	1	3,5	3,3	5,2%
A. B. D.	48	51	328,0	316,6	3,6%
Singapur	1	1	2,2	2,2	2,6%
İtalya	2	2	14,6	14,9	-1,6%
Fransa	4	4	22,8	23,5	-3,0%
Japonya	0	3	0,0	4,9	n.m.
Brezilya	0	1	0,0	0,4	n.m.

Kaynak: Ak Yatırım Araştırma

Türkiye'nin savunma sanayine yönelik stratejik odağı ve politikaları, mega projelerin geliştirilmesi, nitelikli iş gücü ve sanayinin geliştirilmesi yoluyla savunma sanayinde gelişmiş ülkeler üzerinde bile karşılaştırmalı üstünlük yaratmaktadır. Son yıllarda, Türkiye başarılı bir şekilde güçlü bir savunma sanayi geliştirdi. Ana Muharebe Tankı (MBT) Altay, Savaş Uçağı Kaan, Taarruz Helikopteri Atak, SİHA Anka ve çeşitli hava savunma sistemleri gibi önemli yerli projeler ve Savunma Sanayi Başkanlığı (SSB) öncülüğünde yürütülen 850'den fazla proje, 2022 yılında 80.000'in üzerinde çalışanla Savunma ve Havacılık sektöründeki iş gücünü önemli ölçüde genişletti. Bu büyüme, son 5 yılda %80'lik etki leviçi bir artışı temsil ediyor.

Mayıs 2023'teki seçimlerin ardından Türkiye, savunma sanayine olan bağlılığını, yeni Orta Vadeli Program'da (OVP) altı kez belirgin bir şekilde yer vererek bir kez daha teyit etti. Yeni kabine, vasıflı işgücünün geliştirilmesi ve kritik malzemeler için güvenli bir tedarik zinciri ile başlayan ve katma değerli üretime kadar uzanan yapılandırılmış bir stratejik yaklaşımı ifade etti. Ayrıca, ticari ilişkileri geliştirmek ve savunma ihracatını teşvik etmek için Türkiye Cumhuriyetler ve Körfez bölgesine ziyaretler de dahil olmak üzere diplomatik çabalar sarf etti. Ziyaret edilen Katar, Suudi Arabistan, Kuveyt, Pakistan ve BAE gibi ülkelerin 2022 yılında sırasıyla 2., 3., 5., 6. ve 16. en büyük savunma ithalatçıları olarak sıralandığını belirtmek isteriz.

Türkiye savunma sanayinin Zırhlı Araçlar alt segmentinde rekabet avantajını, kule sistemleri (OTOKAR, BMC, FNSS, ASELSAN), balistik seramik (Nurol Teknoloji), zırh çelikleri (Millux OY – Oyak), tahrik sistemleri (BMC Motor, Tümosan, Hema Endüstri), aktif koruma sistemleri ve elektronik harp sistemleri (ASELSAN), bor karbür (Eti Maden), kalibre topları (Canik Arms), füze ve güdüm teknolojileri (Roketsan, MKE), boyalar (DYO Boya) gibi yatırımlarla organik ve inorganik olarak arttırmaktadır. Bu yatırımların ve ürün geliştirmelerinin önemli bir kısmını 2023 yılında gerçekleştirdi. Yerel tedarik zincirlerinin maliyetleri düşüreceğine, stok günlerini azaltacağına ve ortak ürün geliştirmeleri yoluyla değer katarak karşılaştırmalı üstünlük yaratacağına inanıyoruz. Türk zırhlı araç üreticilerinin, son dönemde gerçekleşen satın almalar ve tedarik zincirindeki yatırımların da etkisiyle büyük bir büyüme potansiyeline sahip olduğuna inanıyoruz.

Şekil 5: Zırhlı Araçlar Segmentinde Faaliyetleri olan Yerli Şirketler

Şirket	Açıklama
OTOKAR	4x4 - 6x6 - 8x8 ZA & kule sistemleri üreticisi, İKA, Paletli ZA Tulpar, AMT Altay'ın tasarımcısı ve ilk prototiplerin üreticisi
BMC	4x4 - 6x6 - 8x8 ZA & kule sistemleri üreticisi, obüs, UKS araçlar, AMT Altay'ın seri üreticisi
Nurol	4x4 ZA üreticisi
FNSS	4x4 - 6x6 - 8x8 ZA ve kule sistemlerinin üreticisi, İKA, Nurol ve BAE'nin Ortak Girişimi
Tümosan	ZA ve güç grubu üreticisi. Halka açık.
Katmerciler	4x4 Zırhlı Araç (ZA) ve İnsansız Kara Aracı (İKA) üreticisi
BMC Power	Güç grubu üreticisi
Hema Endüstri	Motor, pompa, hidrolik kaldırıcı gibi bir çok aksamın üreticisi
ASELSAN	Kule Sistemleri ve Akkor Aktif Koruma Sistemi (APS) ve diğer savunma elektroniği üreticisi
Roketsan	Füze ve güdüm sistemi üreticisi
Canik Arms	Dünyadaki 3 orta kalibre top üreticisinden biri olan İngiliz AEI Systems'ı satın aldı
MKE	Mühimmat ve silah sistemleri, füze sistemleri
Nurol Teknoloji	İleri balistik koruma sağlayan seramiklerin üreticisi, seramik tozu üreticisi Industrie Keramik Hochrein'in çoğunluk hisselerini satın aldı
Miilux OY	Ağustos 2023'te Oyak Grubu tarafından satın alındı, zırh çeliği üretiminde öncü şirket
Omtaş	Dövme parça üreticisi
Eti Maden	Tank zırhlarında kullanılan kovalent bir malzeme olan bor karbür üreticisi
DYO Boya	Dünyanın tank zırhı boyası üreten 4 şirketinden biri. Halka açık.

Kaynak: Ak Yatırım Araştırma

Şekil 6: Ülkelere Göre Zırhlı Araç İhracatları (*), 2014-2023, milyon SIPRI TIV

Ülke	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
A. B. D.	960	981	1.512	1.454	1.162	651	536	903	1.853	874
Çin	301	247	227	291	215	269	134	280	442	412
Rusya	714	498	1.034	404	700	575	585	433	310	77
Polonya	-	-	-	-	1	5	-	3	290	276
Almanya	270	145	351	278	266	95	134	77	172	486
Türkiye	69	71	109	101	138	211	229	185	151	166
İtalya	54	53	27	32	31	34	43	109	96	67
Kanada	59	105	13	8	51	144	49	58	88	169
İsviçre	23	58	3	-	18	37	75	53	74	34
Güney Kore	10	6	12	14	11	28	20	13	57	92
GLOBAL	2.951	2.710	3.882	3.147	2.940	2.389	2.271	2.283	3.994	3.126

Kaynak: SIPRI, Ak Yatırım Araştırma, SIPRI, başlıca konvansiyonel silahların uluslararası transfer hacmini ortak bir birim kullanarak ölçmek için benzersiz bir sistem geliştirmiştir, the trend-indicator value (TIV), (*) ikinci el transferler dahil edilmemiştir.

Şekil 7: Türkiye'nin Yıllara Göre Net Zırhlı Araç İhracatı of Türkiye, 2012-2023, milyon SIPRI TIV*

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Export	61	55	69	71	109	101	138	211	229	185	151	166
Import	33	3	55	28	6	6	6	6	5	-	-	-
Net Export	28	52	14	43	103	95	132	205	223	183	142	166

Kaynak: SIPRI, Ak Yatırım Araştırma, (*) SIPRI, başlıca konvansiyonel silahların uluslararası transfer hacmini ortak bir birim kullanarak ölçmek için benzersiz bir sistem geliştirmiştir, the trend-indicator value (TIV)

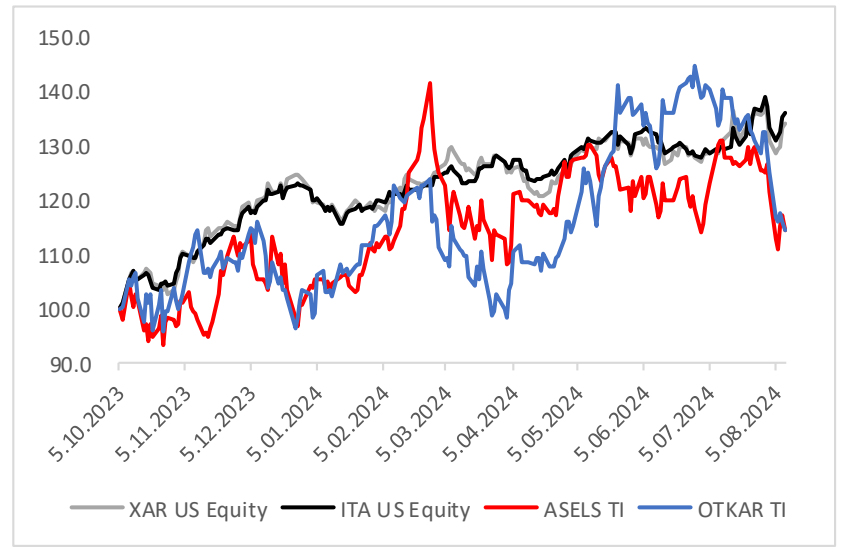
Şekil 8: Savunma Sanayinde Faaliyet Gösteren ve Borsa İstanbul'da İşlem Gören Şirketlerin Listesi ve Çarpanları, x

Ticker	Savunma Sanayindeki Faaliyet Alanı	Piyasa Değeri (mnTL)	Serbest Dolaşım (%)	Son 1 Ay Ort. İşlem Hacmi (mnTL)	Net Borç / FAVÖK (2023, x)	F / K (2023, x)	FD / FAVÖK (2023, x)
ASELS	Savunma Elektronikleri	264.252	26%	2.390	1,2x	36,2x	17,7x
OTKAR	ZA ve Kule Sistemleri	63.900	28%	152	10,2x	32,5x	48,9x
ALTNY	Harkt. Kont. ve İnsansız Sist.	27.835	25%	2.136	0,7x	69,0x	66,3x
SDTTR	Savunma Elektronikleri	16.385	21%	365	-1,9x	50,8x	44,1x
TMSN	Zırhlı Araç ve Motor Takımı	14.088	29%	272	0,6x	19,5x	10,5x
KAREL	Haberleşme Teknolojileri	10.976	34%	98	3,0x	46,7x	13,8x
PAPIL	Biyometri ve Yapay Zeka	4.641	89%	206	-22,3x	85,7x	362,1x
FORTE	Sistem Ent. ve Yazılım Gel.	3.698	33%	72	-1,4x	437,9x	19,4x
KATMR	ZA ve Araçüstü Ekipmanlar	3.510	80%	899	-26,2x	n.m.	n.m.

Kaynak: Rasyonet, Ak Yatırım Araştırma. Hesaplamalar TMS29 TL finansallar üzerinden yapıldı.

Ekim 2023'te Orta Doğu'daki savaşın başlamasından bu yana savunma şirketlerinin hisse senedi performansı... Küresel savunma hisseleri, Orta Doğu'daki savaşın başlamasının ardından Ekim 2023'ten bu yana yaklaşık %35 yükseldi. **ASELSAN (ASELS TI; E.Ü.G.; 12A HF: 75TL)** ve **OTOKAR (OTKAR TI; E.Ü.G.; 12A HF: 830TL)** 24 Temmuz'a kadar küresel emsallerine yakın bir performans sergiledi. Bununla birlikte, Ağustos ayında Japonya Merkez Bankası'nın faiz artırımıyla başlayan son borsa hareketleri nedeniyle, ASELS TI ve OTKAR TI, küresel emsallerinin sırasıyla yaklaşık %16 ve %16 gerisinde kaldı. ASELS-OTKAR ile küresel emsalleri arasındaki son hafta oluşan farkın, savunma hisselerinin rallisine dahil olma fırsatı sunduğuna inanıyoruz.

Şekil 9: Savunma Hisselerinin Ekim 2023'ten Beri Performansı, 5 Ekim 2023=100



Kaynak: Bloomberg, Ak Yatırım Araştırma

Mevcut değerleme arpanları **ASELSAN (ASELS TI; E.Ü.G.; 12A HF: 75TL)** için sadece sınırlı bir yukarı yönlü potansiyele işaret etmektedir. Bununla birlikte, büyüme tahminlerinin ASELS TI hissesini bir prim ile ödüllendirebileceğine inanıyoruz. Şirket yönetimi Mayıs ayında yaptığı açıklamada, 2024 yılı için Yeni Alınan Siparişler / Net Satışlar oranının 1,0-2,0 arasında gerçekleşmesini beklediklerini ifade etti. Beklentilerinin orta noktasını varsayarsak, FD / Bakiye Siparişler çarpanının 0,73'e işaret eder ve bu da küresel emsallere göre yaklaşık %13'lük bir iskonto anlamına gelir. Türkiye'nin savunma ve havacılık sektörü için önem arz eden Savunma Sanayi İcra Komitesi (SSİK) Toplantısı, 6 Ağustos'ta gerçekleştirildi. Çelik Kubbe hava savunma projesi, MMU Kaan savaş uçağı, İHA Bayraktar TB3 ve diğer çeşitli projeler dahil olmak üzere deniz, hava ve kara savunma sistemleri alanlarında çeşitli projelere yeşil ışık yakıldı.

6 Ağustos 2024 tarihinde Cumhurbaşkanlığı Başkanlığı'nda toplanan SSİK sonrasında Çelik Kubbe projesi karara bağlandı. Çelik Kubbe ile ASELSAN önderliğinde Türk savunma sanayi tarafından geliştirilen KORKUT, HİSAR-A+, GÖKDEMİR, GÖKER, GÖKBERK, HİSAR-O+ ve SİPER gibi hava savunma sistemleri birbirine entegre şekilde çalışabilecek. Silah sistemlerine ilaveten hedefin hassas takibini, teşhisini ve sınıflandırmasını gerçekleştiren radar ve elektro-optik sistemler de Çelik Kubbe içerisinde bir bütün halinde görev yapacak. Sonuç olarak Şirket Yönetimi ASELSAN'ın lider olarak görev üstleneceğı Çelik Kubbe projesinin Şirketin bakiye siparişine pozitif katkı sağlayacağı ve 2018 yılından bu yana 800'ün üzerindeki ürünü millileştiren ASELSAN'ın hava savunma sistemleri alanında elde ettiği ivmeyi daha da yukarılara taşıyacağını değerlendirmektedir.

Şekil 10: ASELSAN'ın Global Benzerlerinin Çarpanları, x

Ticker	Şirket Adı	Ülke	Piyasa Değeri (USDmn)	FD/FAVÖK (2024T, x)	FD/FAVÖK (2025T, x)	FD/Bakiye Siparişler, x
STE SP	Singapore Tech Engineering	Singapur	9.799	12,2	11,2	n.a.
SAABB SS	Saab Ab-B	İsveç	11.881	15,7	12,9	0,80
LDOS US	Leidos Holdings Inc	A.B.D.	19.218	12,2	12,1	0,64
GRMN US	Garmin Ltd	İsviçre	31.068	19,7	17,6	n.a.
BHE IN	Bharat Electronics Ltd	Hindistan	25.006	34,1	28,6	3,21
ESLT IT	Elbit Systems Ltd	İsrail	7.939	14,6	13,5	n.a.
272210 KS	Hanwha Systems Co Ltd	Güney Kore	2.512	11,4	9,9	0,45
079550 KS	Lig Nex1 Co Ltd	Güney Kore	3.047	13,5	11,5	0,21
HAG GR	Hensoldt Ag	Almanya	4.135	12,7	10,4	0,85
DRS US	Leonardo Drs Inc	A.B.D.	6.888	18,5	16,1	0,92
LHX US	L3harris Technologies Inc	A.B.D.	43.082	14,3	13,1	1,71
HO FP	Thales Sa	Fransa	33.143	11,2	10,1	0,84
QQ/ LN	Qinetiq Group Plc	İngiltere	3.278	8,6	8,0	1,08
BA/ LN	Bae Systems Plc	İngiltere	48.842	12,4	11,3	0,66
GD US	General Dynamics Corp	A.B.D.	78.559	14,7	13,5	0,94
NOC US	Northrop Grumman Corp	A.B.D.	72.045	15,1	13,9	1,01
LDO IM	Leonardo Spa	İtalya	12.968	8,3	7,5	0,40
RHM GR	Rheinmetall Ag	Almanya	23.031	12,5	9,8	0,69
KOG NO	Kongsberg Gruppen Asa	Norveç	16.526	24,0	20,5	1,88
			Medyan	13,5x	12,1x	0,84
			ASELS TI	12,4x	11,6x	0,80
			Prim / (İskonto)	-9%	-5%	-5%

Kaynak: Bloomberg, Ak Yatırım Araştırma. Çarpan hesaplamaları USD bazındadır.

Tahminlerimize göre, **OTOKAR (OTKAR TI; E.Ü.G.; 12A HF: 830TL)** hisseleri 2024T/2025T FD/FAVÖK bazında 14,5x ve 10,6x ile işlem görüyor ve bu da savunma segmentindeki emsallerine göre sırasıyla %17 prim ve %5 iskontoyu işaret ediyor. Otokar'ın düşük kapasite kullanım oranı ve coğrafi genişlemesi sebebiyle güçlü büyüme potansiyeli, marj genişleme potansiyeli, benzerlerinden daha iyi yatırım getirisi ve vergi avantajları ile daha yüksek nakit yaratma kabiliyeti sebepleriyle daha yüksek primi hak ettiğine inanıyoruz.

Şekil 11: Otokar'ın Savunma Sanayindeki Global Benzerlerinin Çarpanları, x

Ticker	Şirket Adı	Ülke	Piyasa Değeri (USDmn)	FD/FAVÖK (2024T, x)	FD/FAVÖK (2025T, x)	ROIC (%)
TXTUS	Textron Inc	A.B.D.	15.903	12,24	11,20	6,2
STESP	Singapore Tech Eng.	Singapur	9.799	12,25	11,20	7,4
012450KS	Hanwha Aerospace Co	Güney Kore	9.691	12,32	10,28	4,3
OSKUS	Oshkosh Corp.	A.B.D.	6.388	6,89	6,84	8,5
RHMGR	Rheinmetall AG	Almanya	23.050	12,49	9,78	11,9
GDUS	General Dynamics	A.B.D.	78.559	14,71	13,53	11,7
BA/LN	BAE Systems	İngiltere	48.908	12,39	11,29	11,2
CWUS	Curtiss-Wright	A.B.D.	10.156	17,41	15,87	10,2
NOCUS	Northrop Grumman	A.B.D.	72.045	15,14	13,94	20,4
HOFP	Thales	Fransa	33.155	11,17	10,10	10,1
ESLTIT	Elbit Systems	İsrail	7.942	14,64	13,48	9,1
			Medya	12,39	11,20	10,1
			OTKAR TI	14,5	10,6	22,9
			Prim / (İskonto)	17%	-5%	

Kaynak: Bloomberg, Ak Yatırım Araştırma. Çarpan hesaplamaları USD bazındadır.

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 bilgiler edayarak hareket etmeden önce, bilgilerin doğruluğunu teyit ettirmeleri önerilir ve bu bilgilere dayanılarak 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.