

OTOKAR

Endeks Üzeri Getiri

Analist: Yusuf Karagöz

yusuf.karagoz@akyatirim.com.tr

Hakan Aygün

Hakan.avgun@akyatirim.com.tr

Beklentilerin Üzerinde Güçlü Toparlanma...

Otokar (OTKAR TI, E.Ü.G., 12A HF: TRY760) TMS29 standartlarına göre 2025 ikinci çeyrek finansal sonuçlarını açıkladı. Şirket, tüm temel karlılık kalemlerinin beklentilerimizin üzerinde gerçekleştiği güçlü bir çeyrek performansı ortaya koydu.

Net kar 2Ç25'te 0,4 milyar TL olarak gerçekleşerek, 0,1 milyar TL seviyesindeki tahminimizin oldukça üzerinde geldi. Sapma, finansal giderlerin beklentimizin altında kalmasından kaynaklandı. Net kar marjı tahminlerimizi 310 baz puan aşarak %3.6 seviyesinde gerçekleşti.

Şirketin cirosu 2Ç25'te 11,4 milyar TL'ye ulaşarak tahminimizle büyük ölçüde örtüştü. Bu rakam, 2Ç24'te kaydedilen %13'lük yıllık reel büyümenin üzerine %10,1 yıllık reel büyümeye işaret ediyor. Ciro performansı, EUR/TRY kurundaki yükselişin yanı sıra zırhlı araç (ZA) teslimatlarındaki artışla desteklendi.

FAVÖK 1,4 milyar TL ile 0,6 milyar TL'lik tahminimizin oldukça üzerinde gerçekleşti. Bu pozitif sapma büyük ölçüde, parasal kayıpların beklentimizden 0,7 milyar TL daha düşük gerçekleşmesiyle, enflasyon muhasebesinin operasyonel karlılık üzerindeki etkisinin sınırlı kalmasından kaynaklandı. FAVÖK marjı daha destekleyici satış karması ve EUR/TRY kuru etkisi ile yıllık bazda 13 puan artışla %12,6'ya ulaşarak piyasa beklentisinin 757 baz puan üzerinde gerçekleşti. Parasal kazançlar, 2Ç24'teki 1,6 milyar TL seviyesinden 2Ç25'te 1,1 milyar TL'ye geriledi.

6A25 itibarıyla ciro ve FAVÖK, TMS29 sonrası raporlama döneminde şimdiye kadarki en yüksek seviyelerine ulaştı. TL'deki reel değerlenmeye rağmen, 6A25 itibarıyla Otokar, 6A24'e göre %13, 6A23'e göre ise %27 oranında reel ciro büyümesi sağladı. Aynı dönemde FAVÖK marjı %6'ya yükselerek, her iki yılın -%5 seviyesinden 11 puanlık anlamlı bir iyileşme gösterdi. Bu performans, şirketin bu yılın ilk altı ayında, 2023 yılı gibi oldukça güçlü geçen ve TMS29 öncesi bazda 3,8 milyar TL FAVÖK elde edilen bir yılın ilk altı aylık seviyesini dahi aştığına işaret ediyor.

Yorum: 2Ç25 sonuçları, TMS29'un süregelen etkilerine rağmen Otokar'ın karlılıkta güçlü toparlanma ve ciroda devam eden ivmeyi sürdürdüğünü göstererek olumlu görüşümüzü pekiştirmektedir. Şirketin yılın ilk yarısında, 2023'ün güçlü performansını aşan bir seviyeye ulaşabilmesi, sipariş yükünün gücünü ve operasyonel kaldıraç potansiyelini ortaya koymaktadır. Hızlanması beklenen teslimatlar, destekleyici EUR kuru ve kalıcı marj iyileşmesi ile birlikte yılın ikinci yarısında karlılıktaki momentumun daha da güçleneceğini öngörüyoruz.

Dönem Özeti

(milyon TL)	Özet Finansallar (TMS29'a göre)			Tahminlerle Karşılaştırma		
	2Ç25	2Ç24	y/y	AK Yat.	Kons.	Fark
Net Satışlar	11,400	10,350	10%	11,479	11,479	(1%)
FAVÖK	1,441	(42)	n.m.	560	582	148%
FAVÖK Marjı	12.6%	(0.4%)	1305 bps	4.9%	5.1%	757 bps
Net Kar	412	(1,243)	n.m.	59	42	881%

Bloomberg Kodu	OTKAR TI
Tavsiye	Endeks Üz. Getiri
Hedef Fiyat, TL	760.00
Güncel Fiyat, TL	520.50
Getiri Potansiyeli	46%
Halka Açıklık Oranı	27%
Piyasa Değeri, mn TL	62,460

Finansal Veriler	2023	2024	2025T	2026T
------------------	------	------	-------	-------

Özet UFRS Finansallar

Ciro, mn TL	27,239	33,886	56,517	63,227
FAVÖK, mn TL	1,654	-769	5,546	6,641
Net Kâr, mn TL	1,968	-3,104	2,642	4,056

Borçluluk

Net Borç, mn TL	9,297	19,794	22,566	28,799
Net Borç/FAVÖK	5.6	-25.7	4.1	4.3

Karlılık

FAVÖK Marjı	6.1%	n.m.	9.8%	10.5%
Net Marj	7.2%	n.m.	4.7%	6.4%
Temettü Verimi	-	1.2%	-	1.3%

Büyüme

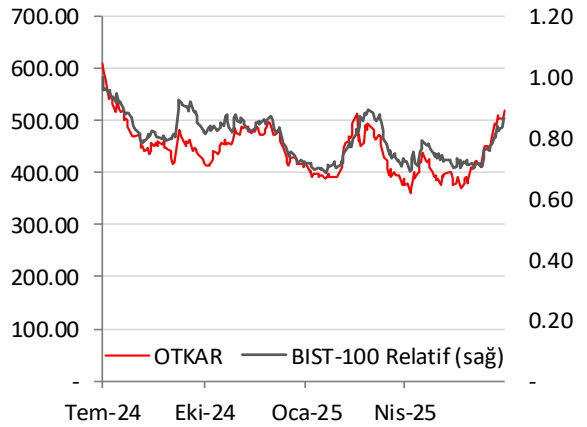
Ciro, y/y	183.6%	24.4%	66.8%	11.9%
FAVÖK, y/y	33.0%	n.m.	n.m.	19.7%
Net Kâr, y/y	58.8%	n.m.	n.m.	53.5%

Değerleme Verisi	2023	2024	2025T	2026T
------------------	------	------	-------	-------

F/K	17.1	n.m.	23.6	15.4
FD/FAVÖK	26.0	n.m.	15.3	13.7
FD/Ciro	1.6	2.4	1.5	1.4

Hisse Verileri	1A	3A	12A	YBG
----------------	----	----	-----	-----

Nominal Getiri	35.6%	34.5%	-12.1%	7.4%
BiST-100 Relatif	21.6%	18.3%	-10.0%	0.7%
AOİH, mn TL	226	200	180	177



Diğer detaylar:

Net borç, 2Ç25'te çeyreklik bazda yaklaşık %30 artarak 18,5 milyar TL'ye yükseldi. Bu artış, 1Ç25'te müşteri avanslarının etkisiyle görülen geçici iyileşmenin tersine döndüğünü gösteriyor. Artışın temel nedeni, söz konusu avansların işletme sermayesinde kullanılması; özellikle de önümüzdeki çeyreklerde hızlanması beklenen teslimatlara hazırlık amacıyla stokların artırılması oldu. Çeyreklik artışa rağmen, net borç seviyesi yıl sonu 2024'te kaydedilen 23 milyar TL'nin altında kalarak yılbaşıdan bu yana bilanço yapısındaki iyileşmeyi ortaya koyuyor.

2Ç25 FAVÖK'teki 0,8 milyar TL pozitif sapma, 2025 yıl sonu FAVÖK tahminimizin yaklaşık %20'sine karşılık geliyor. Bu sebeple, 2Ç25 sonuçlarının ardından 2025 yıl sonu FAVÖK tahminimizi 4,3 milyar TL'den 5,6 milyar TL'ye yükselttik. Bu doğrultuda, daha güçlü gerçekleşen performansı yansıtacak şekilde modelimizi güncelledik. Net kar tahminimiz üzerindeki etkisi ise sınırlı kaldı; zira FAVÖK'teki yukarı yönlü revizyon, benzer büyüklükteki parasal kazanç varsayımındaki aşağı yönlü güncellemeyle büyük ölçüde dengelendi.

Gelir Tablosu (milyon TL)	2Ç23	2Ç24	2Ç25	6A23	6A24	6A25
Satış Gelirleri	9,166	10,350	11,400	15,578	17,517	19,838
Satışların Maliyeti	6,975	8,615	8,245	13,518	14,884	15,448
Brüt Kar	2,192	1,735	3,155	2,060	2,633	4,390
Operasyonel Giderler	2,079	2,249	2,147	3,648	4,435	4,060
Faaliyet Karı	113	-514	1,008	-1,587	-1,802	330
Amortisman ve İtfa Payları	385	471	433	833	895	896
FAVÖK	498	-42	1,441	-754	-907	1,227
Operasyonel Olmayan Gelir / (Gider)	454	116	-547	1,831	477	-652
Diğer Faaliyetlerden Gelir / (Gider)	1,242	415	514	1,661	1,177	901
Özkaynak Yöntemiyle Değ. Yatırım Karı / (Zararı)	46	-9	-15	16	-35	-23
Yatırım Faaliyetlerinden Gelir / (Gider)	0	1	-3	1	1	-3
Finansal Gelir / (Gider)	-1,987	-1,851	-2,100	-2,870	-3,454	-4,338
Parasal Kazanç / (Kayıp)	1,152	1,560	1,056	3,024	2,788	2,811
Vergi Öncesi Kar	567	-398	461	244	-1,325	-321
Vergi Geliri / (Gideri)	178	-845	-49	-493	-531	242
Dönem Vergi Geliri / (Gideri)	23	0	-17	-328	0	-17
Ertelenmiş Vergi Geliri / (Gideri)	156	-845	-32	-165	-531	259
Vergi Sonrası Net Kar	745	-1,243	412	-249	-1,855	-79
Durdurulan Faaliyetler Kar / (Zarar)	0	0	0	0	0	0
Azınlık Payları	0	0	0	0	0	0
Net Kar	745	-1,243	412	-249	-1,855	-79

Bilanço (milyon TL)	4Ç24	2Ç25
Dönen Varlıklar	30,152	34,038
Nakit ve Nakit Benzerleri	1,717	2,197
Ticari Alacaklar	13,242	9,988
Stoklar	14,008	18,897
Diğer Dönen Varlıklar	1,185	2,956
Duran Varlıklar	16,406	19,773
Finansal Yatırımlar	87	80
Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımlar	85	59
Maddi Duran Varlıklar	6,067	6,113
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	7,901	8,337
Diğer Duran Varlıklar	2,267	5,184
Toplam Varlıklar	46,558	53,811
Kısa Vadeli Yükümlülükler	21,955	32,385
Finansal Borçlar	10,864	16,618
Ticari Borçlar	6,112	7,777
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	4,978	7,991
Uzun Vadeli Yükümlülükler	15,050	12,491
Finansal Borçlar	13,947	4,116
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	1,104	8,375
Özkaynaklar	9,554	8,934
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	9,554	8,934
Ödenmiş Sermaye	120	120
Rezerv ve Diğer Kalemler	2,157	1,617
Geçmiş Yıllar Karları / (Zararları)	10,898	7,276
Dönem Net Karı / (Zararı)	-3,622	-79
Azınlık Payları	0	0
Toplam Kaynaklar	46,558	53,811

Kaynak: Rasyonet, Ak Yatırım Araştırma

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.