

OTOKAR

Zayıf çeyrek fiyatlamalara yansdı...

Otokar (OTKAR TI, E.Ü.G., 12A HF: TRY760) TMS 29'a göre düzeltilmiş 3Ç25 finansallarını açıkladı. Şirket, beklentilerimizle büyük ölçüde uyumlu ancak zayıf bir sonuç seti ortaya koydu.

Finansman giderlerindeki düşüş sayesinde net zarar azaldı. Şirket 3Ç25'te 0,4 milyar TL net zarar açıkladı (tahminimiz 0,4 milyar TL zarar), geçen yılın aynı dönemindeki 1,2 milyar TL zarara kıyasla iyileşme gösterdi. Bu performansın temel nedeni daha düşük finansman ve vergi giderleri oldu.

Güçlü ZA (Zırlı Araç) satış verilerine rağmen ciro yatay seyretti. Satış gelirleri yıllık bazda yatay kalarak 9,6 milyar TL seviyesinde gerçekleşti ve beklentilerle uyumlu geldi. OSD verileri güçlü ZA teslimatlarını gösterse de, bu katkı 3. çeyrek gelirlerine yalnızca kısmen yansdı. Şirket, Romanya projesine ilişkin teslimatların etkisinin 4Ç25'te daha belirgin olmasını bekliyor.

Zayıf operasyonel karlılık. FAVÖK 0,1 milyar TL seviyesinde gerçekleşerek tahminimizle uyumlu geldi, ancak durağan gelir performansı nedeniyle operasyonel karlılık zayıf seyretti.

Yoğun teslimat dönemi öncesi net borçta artış. Net borç 22 milyar TL'ye yükseldi (ç/ç +%20, y/y +%35). Artışın ana nedeni, 4Ç'deki yoğun ZA teslimatlarına hazırlık kapsamında stok seviyelerinin artması oldu. Toplam borcun yaklaşık %65'i TL, kalan kısmı ise EUR ve USD cinsindedir. Artan borçluluğa rağmen faiz giderleri, faiz oranlarındaki düşüş sayesinde, yıllık bazda %30 azaldı.

Değerlendirme: 3Ç25 sonuçları zayıf olmakla birlikte, beklentilerle uyumluydu. 2Ç25 sonuçlarının açıklanmasından bu yana hisse fiyatı USD bazında %21, endekse göre ise %20 geriledi. Bu nedenle zayıf sonuçların fiyatlara fazlasıyla yansıdığını düşünüyoruz. 4Ç25'te borçlulukta hızlı bir iyileşme beklemiyoruz; teslimatlar stokların alacaklara dönüşmesini sağlayacak. Ciro ve karlılık üzerindeki olumlu etkinin yılın son çeyreğinde görülmesini bekliyoruz. Ayrıca, 4Ç24'teki zayıf otobüs satışları düşük bir baz oluşturduğundan, yıllık bazda büyüme için alan olduğunu düşünüyoruz. Aylık OSD verilerinin, 4Ç25 sonuçları öncesinde kısa vadeli bir katalist işlevi görebileceğini değerlendiriyoruz.

Dönem Özeti

(milyon TL)	Özet Finansallar (TMS29'a göre)			Tahminlerle Karşılaştırma		
	3Ç25	3Ç24	y/y	AK Yat.	Kons.	Fark
Net Satışlar	9,610	9,721	(1%)	8,943	9,099	6%
FAVÖK	149	(151)	n.m.	94	258	(42%)
FAVÖK Marjı	1.6%	(1.6%)	310 bps	1.1%	2.8%	-129 bps
Net Kar	(351)	(1,205)	n.m.	(436)	(376)	n.m.

Endeks Üzeri Getiri

Analist: Yusuf Karagöz

yusuf.karagoz@akyatirim.com.tr

Hakan Aygün

Hakan.avgun@akyatirim.com.tr

Bloomberg Kodu	OTKAR TI
Tavsiye	Endeks Üz. Getiri
Hedef Fiyat, TL	760.00
Güncel Fiyat, TL	451.00
Getiri Potansiyeli	69%
Halka Açıklık Oranı	27%
Piyasa Değeri, mn TL	54,120
Firma Değeri, mn TL	77,959

Finansal Veriler	2024	2025T	2026T	2027T
Özet UFRS Finansallar				
Ciro, mn TL	33,886	54,520	66,116	83,419
FAVÖK, mn TL	-769	3,622	6,386	8,957
Net Kâr, mn TL	-3,104	2,470	4,208	4,745

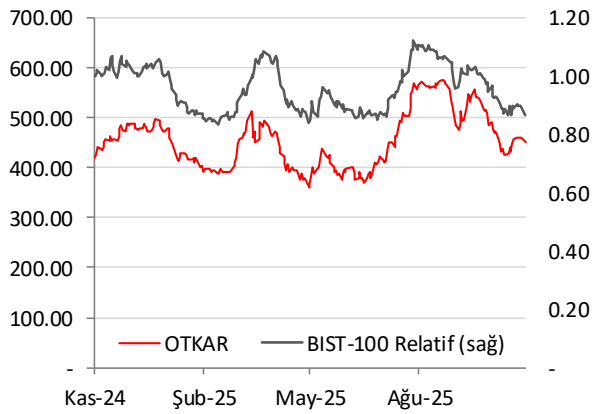
Borçluluk				
Net Borç, mn TL	19,794	19,614	28,537	34,110
Net Borç/FAVÖK	-25.7	5.4	4.5	3.8

Karlılık				
FAVÖK Marjı	n.m.	6.6%	9.7%	10.7%
Net Marj	n.m.	4.5%	6.4%	5.7%
Temettü Verimi	1.2%	-	-	1.1%

Büyüme				
Ciro, y/y	24.4%	60.9%	21.3%	26.2%
FAVÖK, y/y	n.m.	n.m.	76.3%	40.3%
Net Kâr, y/y	n.m.	n.m.	70.4%	12.8%

Değerleme Verisi	2024	2025T	2026T	2027T
F/K	n.m.	21.9	12.9	11.4
FD/FAVÖK	n.m.	20.4	12.9	9.9
FD/Ciro	2.4	1.4	1.3	1.1

Hisse Verileri	1A	3A	12A	YBG
Nominal Getiri	-7.1%	-20.9%	8.8%	-6.9%
BİST-100 Relatif	-8.8%	-23.1%	-12.6%	-17.3%
AOİH, mn TL	200	224	195	196



Diğer detaylar:

9A25 performansı operasyonel anlamda güçlü bir toparlanma gösterdi. Türk Lirası'nın reel olarak değer kazanmasına rağmen Otokar, 9A25 döneminde gelirlerini yıllık bazda %8 artırarak 30,9 milyar TL seviyesine taşıdı. FAVÖK, geçen yılın aynı dönemindeki 1,1 milyar TL zarardan, bu yıl 1,5 milyar TL pozitif seviyeye döndü. Bu iyileşmede ZA satışlarındaki güçlü katkı ve yeni pick-up modelinin satışa sunulması etkili oldu. Net zarar ise 3,2 milyar TL'den 0,4 milyar TL'ye gerileyerek, artan operasyonel karlılık ve ertelenmiş vergi gelirlerinin desteğiyle önemli ölçüde azaldı.

Kesinleşen siparişler güçlü kalmaya devam ediyor; Romanya projesi baskın konumunu sürdürüyor. 2025 yılının ikinci çeyreği itibarıyla şirketin kesinleşen siparişleri 857 milyon EUR seviyesinde gerçekleşmiş, çeyrek başındaki 877 milyon EUR düzeyine kıyasla hafif bir gerileme göstermiştir. Bu sınırlı düşüş, devam eden proje teslimatlarının etkisini yansıtırken, Romanya projesi toplam kesinleşen siparişler seviyesinin ana belirleyicisi olmaya devam etmektedir. Şirketin mevcut FD/Kesinleşen Siparişler çarpanı yaklaşık 1,8x seviyesindedir. Ancak bu oran, küresel savunma şirketleriyle doğrudan karşılaştırılabilir değil; zira şirket gelirlerinin yaklaşık %70-80'i ticari araç satışlarından oluşmakta, kesinleşen siparişler ise yalnızca sözleşmeli Zırhlı Araç projelerini kapsamaktadır. Bu nedenle mevcut değerlendirme çarpanı, salt savunma şirketlerine kıyasla farklı bir gelir karmasını ve görünürlük profilini yansıtmaktadır.

Stok seviyesindeki normalleşme olmaması nedeniyle FAVÖK tahminlerimizi aşağı yönlü revize ettik. Bir önceki çeyrekte FAVÖK tahminlerimizin üzerinde gerçekleşmiş, bu da daha düşük net parasal pozisyon kazançlarının etkisiyle yıl sonu tahminlerimizi yukarı yönlü revize etmemize neden olmuştu. Ancak bu çeyrekte stok seviyelerinde bir düşüş görmediğimiz için aynı olumlu etkiyi gözlemlemedik. Bu doğrultuda 2025 yıl sonu FAVÖK tahminimizi 5,5 milyar TL'den 3,5 milyar TL'ye düşürdük. TMS29'un Otokar'ın FAVÖK'ü üzerindeki etkisi yüksek olmaya devam ediyor; stok hareketlerine bağlı olarak tahminlerimizde önemli dalgalanmalara yol açıyor. Hatırlatmak gerekirse, 2023 yılında enflasyon muhasebesi öncesinde 1.244 milyon TL olan FAVÖK, IAS29 uygulaması sonrasında 459 milyon TL'ye gerilemişti.

Gelir Tablosu (milyon TL)	3Ç24	3Ç25	9A24	9A25
Satış Gelirleri	9,721	9,610	28,553	30,937
Satışların Maliyeti	8,270	7,814	24,272	24,422
Brüt Kar	1,451	1,796	4,281	6,515
Operasyonel Giderler	2,074	2,129	6,841	6,493
Faaliyet Karı	-623	-334	-2,560	21
Amortisman ve İtfa Payları	472	483	1,434	1,446
FAVÖK	-151	149	-1,126	1,468
Operasyonel Olmayan Gelir / (Gider)	-1,060	-269	-547	-970
Diğer Faaliyetlerden Gelir / (Gider)	586	410	1,851	1,378
Özkaynak Yöntemiyle Değ. Yatırım Karı / (Zararı)	-28	-28	-66	-52
Yatırım Faaliyetlerinden Gelir / (Gider)	1	6	2	2
Finansal Gelir / (Gider)	-2,579	-2,035	-6,292	-6,698
Parasal Kazanç / (Kayıp)	960	1,378	3,958	4,400
Vergi Öncesi Kar	-1,683	-602	-3,107	-949
Vergi Geliri / (Gideri)	478	252	-92	513
Dönem Vergi Geliri / (Gideri)	0	-4	0	-22
Ertelenmiş Vergi Geliri / (Gideri)	478	256	-92	535
Vergi Sonrası Net Kar	-1,205	-351	-3,199	-436
Azınlık Payları	0	0	0	0
Net Kar	-1,205	-351	-3,199	-436

Bilanço (milyon TL)	4Ç24	3Ç25
Dönen Varlıklar	32,415	40,015
Nakit ve Nakit Benzerleri	1,846	3,441
Ticari Alacaklar	14,236	10,372
Stoklar	15,005	22,304
Diğer Dönen Varlıklar	1,329	3,898
Duran Varlıklar	17,638	21,494
Finansal Yatırımlar	93	82
Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımlar	92	58
Maddi Duran Varlıklar	6,522	6,643
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	8,494	9,200
Diğer Duran Varlıklar	2,437	5,510
Toplam Varlıklar	50,053	61,509
Kısa Vadeli Yükümlülükler	23,602	35,878
Finansal Borçlar	11,680	19,115
Ticari Borçlar	6,571	6,679
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	5,352	10,084
Uzun Vadeli Yükümlülükler	16,180	16,219
Finansal Borçlar	14,993	8,164
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	1,186	8,054
Özkaynaklar	10,270	9,413
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	10,270	9,413
Ödenmiş Sermaye	120	120
Rezerv ve Diğer Kalemler	2,328	1,907
Geçmiş Yıllar Karları / (Zararları)	11,716	7,822
Dönem Net Karı / (Zararı)	-3,894	-436
Azınlık Payları	0	0
Toplam Kaynaklar	50,053	61,509

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.