

OTOKAR

Sarkan zırhlı araç teslimatlarının gölgesinde beklentilere yakın zayıf sonuçlar...

Otokar (OTKAR TI, E.Ü.G., 12A HF: TRY744) TMS29 düzeltmelerine göre finansal sonuçlarını açıkladı. Şirket 4Ç24'te tahminlerimizin hafif altında 0,6 milyar TL net zarar ve 0,1 milyar TL negatif FAVÖK açıkladı. Satış gelirlerinin tahminimizin %8 altında kalması nedeniyle kar kalemleri tahminimizin hafif altında kaldı. Satış gelirlerindeki sapma Zırhlı Araç (ZA) segmentinde araç başına fiyatların beklentilerin altında kalmasından kaynaklandı.

4Ç24'te yaklaşık 110 ZA üretildi ancak teslim edilmedi. Satışlardaki düşüş ve faiz giderleri nedenleriyle 2023'te 2,8 milyar TL olan net kar, 2024'te 2,9 milyar TL net zarara geriledi. 2024 yılında gelirler, GSR düzenlemeleri sonrasında AB otobüs pazarının daralması, 4Ç24'te ZA teslimatlarının düşmesi ve TL'nin reel olarak değer kazanması nedeniyle yıllık bazda %13,4 oranında azalarak 33,8 milyar TL'ye geriledi. Daha yüksek faiz giderleri, stok seviyelerini daha yüksek tutmak için daha borçlu bilanço yapısı ve finansman maliyetlerindeki artıştan kaynaklandı.

1Ç25'te 10 milyar TL'lik avans girişi bekliyoruz. Net borç faiz ödemeleri ve işletme sermayesi ihtiyaçları nedeniyle yıllık bazda yaklaşık 10 milyar TL artarak 19,8 milyar TL'ye yükseldi. Geçen ZA teslimatlarından tahsilatlar ve avans tahsilatları şirketin daha sağlıklı bir bilançoya sahip olmasına yardımcı olacaktır. Bu nedenle, kaldırılacak 2025 yılında kontrol altında kalacağına ve faiz indirimleri ile birlikte kârlılıktaki iyileşmeyi destekleyeceğine inanıyoruz.

Romanya projesinin katkısıyla kesinleşmiş siparişler yaklaşık 1 milyar USD'ye ulaştı.

Yorum: 4Ç24'te, zayıf ZA ve Otobüs satışları ve TL'deki reel değerlendirme nedeniyle 4Ç23'e kıyasla daha zayıf finansallar gördük. 4Ç23 yüksek bir baz oluşturuyor. ZA segmentinde, 2024'teki düşük baz, 2024'ten itibaren geçen ZA teslimatlarının gelir katkısı ve kesinleşen siparişlerin teslimatları nedeniyle 2025'te güçlü bir büyüme bekliyoruz. ZA segmentindeki canlı satış ivmesi ve TMS29'dan kaynaklanan baskının düşen enflasyonla azalması nedenleriyle marjların genişlemesini bekliyoruz. TMS29 etkisiyle, yüksek stok seviyeleri nedeniyle FAVÖK oldukça zayıf görünüyor ve çarpanları 2,5 kate kadar genişleterek piyasada çekince yaratıyor. Hissenin YBG düşük performansını aşırı kötümser buluyoruz. Mevcut piyasa değerlemesinin şirketin özellikle Doğu Avrupa pazarındaki büyüme potansiyelini ve patent sahibi olduğu ürünler için düşük yatırım harcamaları ve vergi giderleri ile uzun yıllar nakit yaratma kabiliyetini yansıtmaktan uzak olduğuna inanıyoruz. Hedef fiyatımızı ve tavsiyemizi koruyoruz.

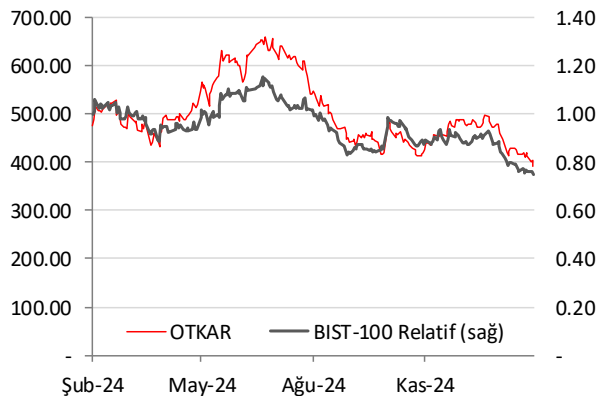
Dönem Özeti

(milyon TL)	Özet Finansallar (TMS29'a göre)			Tahminlerle Karşılaştırma	
	4Ç24	4Ç23	y/y	AK Yat.	Fark
Net Satışlar	11,122	14,884	(25%)	12,061	(8%)
FAVÖK	(108)	1,981	n.m.	333	n.m.
FAVÖK Marjı	(1.0%)	13.3%	n.m.	2.8%	370bps
Net Kar	(554)	2,985	n.m.	(410)	35%

Endeks Üzeri Getiri

Analist: Yusuf Karagöz
yusuf.karagoz@akyatirim.com.tr
Hakan Aygün
Hakan.aygun@akyatirim.com.tr

Bloomberg Kodu	OTKAR TI			
Tavsiye	Endeks Üz. Getiri			
Hedef Fiyat, TL	744.00			
Güncel Fiyat, TL	392.50			
Getiri Potansiyeli	90%			
Halka Açıklık Oranı	27%			
Piyasa Değeri, mn TL	47,100			
Firma Değeri, mn TL	64,859			
Finansal Veriler	2023	2024	2025T	2026T
Özet UFRS Finansallar				
Ciro, mn TL	27,239	33,886	52,692	60,553
FAVÖK, mn TL	1,654	-769	4,999	9,043
Net Kâr, mn TL	1,968	-3,104	3,411	6,334
Borçluluk				
Net Borç, mn TL	9,297	19,794	18,005	22,501
Net Borç/FAVÖK	5.6	-25.7	3.6	2.5
Kârlılık				
FAVÖK Marjı	6.1%	n.m.	9.5%	14.9%
Net Marj	7.2%	n.m.	6.5%	10.5%
Temettü Verimi	-	1.2%	-	2.1%
Büyüme				
Ciro, y/y	183.6%	24.4%	55.5%	14.9%
FAVÖK, y/y	33.0%	n.m.	n.m.	80.9%
Net Kâr, y/y	58.8%	n.m.	n.m.	85.7%
Değerleme Verisi				
F/K	17.1	n.m.	13.8	7.4
FD/FAVÖK	26.0	n.m.	13.0	7.7
FD/Ciro	1.6	2.4	1.2	1.1
Hisse Verileri				
Nominal Getiri	-4.6%	-17.2%	-5.4%	-20.1%
BİST-100 Relatif	-1.1%	-14.1%	-16.1%	-27.8%
AOİH, mn TL	70	96	156	188



* Tahmin rakamlarımız enflasyon düzeltmesi içermektedir.

Diğer Detaylar:

OSD verilerine göre, 4Ç24 toplam satış hacmi yıllık bazda %0,8 ile sınırlı bir artış kaydetmiştir. Kamyonet satışlarındaki %112'lik ve Midibüs satışlarındaki %43'lük güçlü katkıya rağmen, otobüs ihalelerinde Temmuz ayında yürürlüğe giren GSR düzenlemelerine bağlı olarak 2Y24'te pazarın daralması ve Zırlı Araç teslimat zamanlarındaki geçiş nedeniyle toplam satış adetleri yıllık bazda neredeyse yatay seyretti. **Otobüs ve Zırlı Araç satışları son çeyrekte yıllık bazda sırasıyla %46 ve %47 oranında geriledi.** Zırlı Araç üretim adetleri ise son çeyrekte yıllık bazda %11 artış gösterdi. Üretilen fakat teslimatı 2024 yılında yapılmayan yaklaşık 110 araca ilişkin teslimatları ve dolayısıyla ciro katkısını 2025 yılında görmeyi bekliyoruz. En yüksek ciro katkısına sahip olan otobüs segmentinin satış hacmi 2024 yılında yıllık %13,5 daralarak 1.673 adet ile tahminlerimizin %4,4 altında gerçekleşti. Zırlı Araç satış adedi, teslimatlardaki düşüş nedeniyle 350 adet olan tahminimizin oldukça altında, yıllık %34 daralarak 202 adede geriledi.

OTOBÜS - OTOKAR	12A23	12A24	4Ç23	4Ç24
Üretim	1,899	1,597	761	395
Satış	1,934	1,673	672	362
Yurt içi Satış	175	196	43	71
İhracat	1,759	1,477	629	291
OTOBÜS - SEKTÖR	12A23	12A24	4Ç23	4Ç24
Üretim	10,892	9,908	3,317	2,583
Yurt içi Satış	1,951	1,804	413	369
İhracat	9,447	8,668	2,982	2,438
MİDİBÜS - OTOKAR	12A23	12A24	4Ç23	4Ç24
Üretim	1,895	2,093	353	569
Satış	1,908	1,980	369	529
Yurt içi Satış	1,435	1,441	277	378
İhracat	473	539	92	151
MİDİBÜS - SEKTÖR	12A23	12A24	4Ç23	4Ç24
Üretim	4,664	4,946	1,111	1,344
Yurt içi Satış	2,766	2,908	839	850
İhracat	1,671	1,779	527	396
ZA - OTOKAR	12A23	12A24	4Ç23	4Ç24
Üretim	312	320	204	226
Satış	305	202	219	116
İhracat	295	180	219	109

Kaynak: Şirket, OSD, Ak Yatırım Araştırma

Gelir Tablosu (milyon TL)	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24
Satış Gelirleri	10,436	14,884	6,143	8,871	7,750	11,122
Satışların Maliyeti	7,917	10,222	5,374	7,384	6,594	9,016
Brüt Kar	2,520	4,662	770	1,487	1,157	2,106
Operasyonel Giderler	1,785	3,011	1,874	1,927	1,653	2,352
Faaliyet Karı	735	1,651	-1,104	-440	-497	-246
Amortisman ve İtfa Payları	272	330	363	398	382	374
FAVÖK	1,007	1,981	-741	-42	-114	128
Operasyonel Olmayan Gelir / (Gider)	-603	105	310	98	-845	-265
Diğer Faaliyetlerden Gelir / (Gider)	261	825	653	355	467	109
Özkaynak Yöntemiyle Değ. Yatırım Karı / (Zararı)	-24	7	-22	-8	-22	18
Yatırım Faaliyetlerinden Gelir / (Gider)	0	4	1	0	1	-7
Finansal Gelir / (Gider)	-1,230	-1,472	-1,373	-1,587	-2,056	-1,752
Parasal Kazanç / (Kayıp)	390	740	1,052	1,337	766	1,367
Vergi Öncesi Kar	132	1,756	-793	-342	-1,342	-511
Vergi Geliri / (Gideri)	-66	1,229	270	-725	381	-43
Dönem Vergi Geliri / (Gideri)	20	-64	0	0	0	-34
Ertelenmiş Vergi Geliri / (Gideri)	-86	1,293	270	-725	381	-9
Vergi Sonrası Net Kar	66	2,985	-524	-1,066	-960	-554
Durdurulan Faaliyetler Kar / (Zarar)	0	0	0	0	0	0
Azınlık Payları	0	0	0	0	0	0
Net Kar	66	2,985	-524	-1,066	-960	-554

Kaynak: Şirket, Rasyonet, Ak Yatırım Araştırma

Bilanço (milyon TL)	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24
Dönen Varlıklar	27,365	34,793	30,474	31,221	27,886	30,305
Nakit ve Nakit Benzerleri	5,317	9,869	4,962	3,361	2,611	1,471
Ticari Alacaklar	9,384	12,360	10,369	12,004	10,241	14,404
Stoklar	10,907	10,728	14,223	14,391	13,830	13,666
Diğer Dönen Varlıklar	1,756	1,836	920	1,466	1,204	764
Duran Varlıklar	6,671	12,108	12,585	12,446	13,533	14,062
Finansal Yatırımlar	25	41	38	74	70	74
Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımlar	119	123	96	82	57	73
Maddi Duran Varlıklar	1,636	4,327	4,282	4,481	4,796	5,200
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	2,865	5,584	5,921	6,239	6,513	6,772
Diğer Duran Varlıklar	2,026	2,032	2,248	1,570	2,098	1,943
Toplam Varlıklar	34,036	46,901	43,059	43,667	41,419	44,367
Kısa Vadeli Yükümlülükler	27,070	30,187	23,534	20,789	20,447	23,279
Finansal Borçlar	17,351	19,960	14,083	10,896	10,462	9,312
Ticari Borçlar	5,119	5,918	4,972	4,214	4,070	6,822
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	4,601	4,309	4,479	5,679	5,914	7,145
Uzun Vadeli Yükümlülükler	3,027	4,726	8,897	13,187	12,157	12,899
Finansal Borçlar	1,790	3,332	7,612	12,071	11,022	11,954
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	1,237	1,394	1,285	1,116	1,135	946
Özkaynaklar	3,939	11,988	10,628	9,691	8,815	8,188
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	3,939	11,988	10,628	9,691	8,815	8,188
Ödenmiş Sermaye	191	120	151	139	128	120
Rezerv ve Diğer Kalemler	-480	1,534	1,660	1,801	1,897	1,832
Geçmiş Yıllar Karları / (Zararları)	3,422	7,493	9,341	9,341	9,341	9,341
Dönem Net Karı / (Zararı)	807	2,841	-524	-1,590	-2,550	-3,104
Azınlık Payları	0	0	0	0	0	0
Toplam Kaynaklar	34,036	46,901	43,059	43,667	41,419	44,367

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 dayanak 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.