

## OTOKAR

## Endeks Üzeri Getiri

## Güçlü büyüme, iyileşen marjlar, pozitif görünüm...

Analist: Yusuf Karagöz

[yusuf.karagoz@akyatirim.com.tr](mailto:yusuf.karagoz@akyatirim.com.tr)

Hakan Aygün

[Hakan.avgun@akyatirim.com.tr](mailto:Hakan.avgun@akyatirim.com.tr)

**Otokar (OTKAR TI, E.Ü.G., 12A HF: TRY744)** TMS29 düzeltmelerine göre finansal sonuçlarını açıkladı. Şirket 1Ç25'te 0,3 milyar TL'lik konsensüs tahmininden biraz daha kötü olan 0,5 milyar TL net zarar açıkladı. Faaliyet giderlerinin tahminimizden daha düşük gerçekleşmesi nedeniyle net zarar tahminimiz olan 0,7 milyar TL daha iyi sonuçlandı. Satış gelirleri 8,0 milyar TL ile tahminimize paralel gerçekleşti ve piyasa tahminini %8 aştı.

**Güçlü büyüme.** Satış gelirleri 1Ç25'te pick-up satışlarının eklenmesi ve daha güçlü ZA satışları sebebiyle yıllık bazda %18 arttı.

**İyileşen marjlar.** Otokar 1Ç25'te önceki 2 yılın ilk çeyreklerine kıyasla en iyi FAVÖK marjını kaydetti. Tarihsel olarak, Otokar mevsimsellik nedeniyle ilk çeyreklerde en düşük marjlara sahip oldu. FAVÖK marjı 1Ç25'te eksi %2 seviyesinde gerçekleşerek 1Ç23 ve 1Ç24'e kıyasla sırasıyla 10 puan ve 18 puan daha iyi gerçekleşti. 1Ç23'te UMS29 öncesi FAVÖK marjı ile UMS29 sonrası FAVÖK marjı arasında yaklaşık 15 puanlık fark (-%5'ten -%20'ye) olduğunu hatırlatmak isteriz.

**Alınan avanslar yoluyla nakit girişleri.** Alınan avanslar 1Ç25'te 4,8 milyar TL'den 12 milyar TL'ye yükseldi. Nakit bakiyesi 6,1 milyar TL'ye ulaştı ve bunun yaklaşık %90'ı %4,65 efektif faiz oranıyla yabancı para mevduatta değerlendiriliyor. Mevcut nakit dengesinin, daha fazla uzun vadeli TL cinsi borcun dövize çevrilmesi yoluyla finansman maliyetlerini azaltma fırsatı sunduğunu ve bunun da Net Kar marjını destekleyeceğini düşünüyoruz.

**Sarkan teslimatlar.** Toplamda 120'den fazla Zırhlı Aracın teslimat beklediğini düşünüyoruz. Satılmaya hazır stoklarda yaklaşık 6,0 milyar TL maliyetli olduğunu düşündüğümüz bu sarkan teslimatlara ilişkin tahsilatların net borç seviyesini yaklaşık 12 milyar TL'ye düşüreceğini düşünüyoruz.

**Yorum:** Güçlü büyüme, UMS29 sonrası finansallar ile rekor yüksek ilk çeyrek FAVÖK marjı ve nakit iyileştirmeleri ile sonuçları olumlu buluyoruz. Satış ivmesinin 2025'in kalan çeyreklerinde çoğunlukla Zırhlı Araç teslimatları kaynaklı devam etmesini bekliyoruz. Otokar hisseleri yılbaşından bu yana yaklaşık %22 değer kaybetti. 2025'te USD bazında yaklaşık %40 büyüme beklentimize ve savunma sanayii için çok daha cazip görünüme rağmen, hisse senedi fiyatı son kapanış itibarıyla 9,3USD seviyesinde, 3 yıllık günlük ortalama fiyatı olan 11,6USD'nin oldukça altında seyrediyor.

Dönem Özeti	Özet Finansallar (TMS29'a göre)			Tahminlerle Karşılaştırma		
	1Ç25	1Ç24	y/y	AK Yat.	Kons.	Fark
(milyon TL)						
Net Satışlar	7,960	6,761	18%	8,008	7,392	8%
FAVÖK	(202)	(815)	75%	(373)	(198)	(2%)
FAVÖK Marjı	(2.5%)	(12.1%)	952bps	(4.7%)	(2.7%)	14bps
Net Kar	(463)	(576)	(20%)	(662)	(332)	(40%)

Bloomberg Kodu	OTKAR TI
Tavsiye	Endeks Üz. Getiri
Hedef Fiyat, TL	744.00
Güncel Fiyat, TL	377.25
Getiri Potansiyeli	97%
Halka Açıklık Oranı	27%
Piyasa Değeri, mn TL	45,270

Finansal Veriler	2023	2024	2025T	2026T
<b>Özet UFRS Finansallar</b>				
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

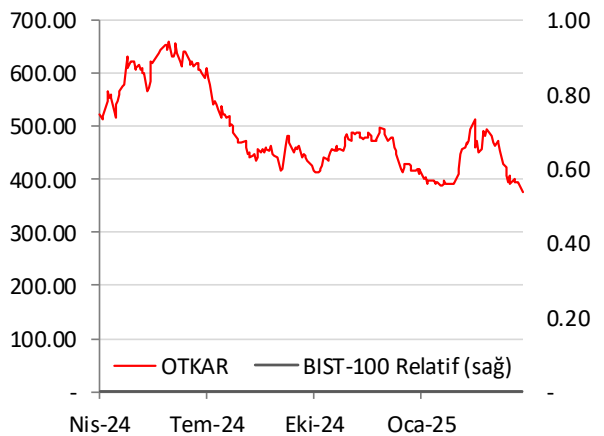
Borçluluk	2023	2024	2025T	2026T
Net Borç, mn TL	9,297	19,794	18,005	22,501
Net Borç/FAVÖK	5.6	-25.7	3.6	2.5

Kârlılık	2023	2024	2025T	2026T
FAVÖK Marjı	6.1%	n.m.	9.5%	14.9%
Net Marj	7.2%	n.m.	6.5%	10.5%
Temettü Verimi	-	1.2%	-	2.2%

Büyüme	2023	2024	2025T	2026T
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	2023	2024	2025T	2026T
F/K	17.1	n.m.	13.3	7.1
FD/FAVÖK	26.0	n.m.	12.7	7.5
FD/Ciro	1.6	2.4	1.2	1.1

Hisse Verileri	1A	3A	12A	YBG
Nominal Getiri	-23.6%	-10.2%	-23.9%	-22.1%
AOİH, mn TL	162	171	184	160



\* Tahmin rakamlarımız enflasyon düzeltmesi içermektedir.

<b>Gelir Tablosu (milyon TL)</b>	<b>1Q24</b>	<b>1Q25</b>
<b>Satış Gelirleri</b>	<b>6,761</b>	<b>7,960</b>
<b>Satışların Maliyeti</b>	5,914	6,795
<b>Brüt Kar</b>	<b>847</b>	<b>1,165</b>
Operasyonel Giderler	2,062	1,804
<b>Faaliyet Karı</b>	<b>-1,215</b>	<b>-639</b>
Amortisman ve İtfa Payları	400	437
<b>FAVÖK</b>	<b>-815</b>	<b>-202</b>
Operasyonel Olmayan Gelir / (Gider)	342	-99
Diğer Faaliyetlerden Gelir / (Gider)	719	365
Özkaynak Yöntemiyle Değ. Yatırım Karı / (Zararı)	-25	-8
Yatırım Faaliyetlerinden Gelir / (Gider)	1	0
Finansal Gelir / (Gider)	-1,512	-2,112
Parasal Kazanç / (Kayıp)	1,158	1,655
<b>Vergi Öncesi Kar</b>	<b>-873</b>	<b>-738</b>
Vergi Geliri / (Gideri)	297	275
Dönem Vergi Geliri / (Gideri)	0	0
Ertelenmiş Vergi Geliri / (Gideri)	297	275
<b>Vergi Sonrası Net Kar</b>	<b>-576</b>	<b>-463</b>
Durdurulan Faaliyetler Kar / (Zarar)	0	0
Azınlık Payları	0	0
<b>Net Kar</b>	<b>-576</b>	<b>-463</b>

<b>Bilanço (milyon TL)</b>	<b>4Q24</b>	<b>1Q25</b>
<b>Dönen Varlıklar</b>	<b>33,354</b>	<b>34,008</b>
Nakit ve Nakit Benzerleri	1,619	6,072
Ticari Alacaklar	15,854	8,841
Stoklar	15,041	18,030
Diğer Dönen Varlıklar	841	1,065
<b>Duran Varlıklar</b>	<b>15,477</b>	<b>15,923</b>
Finansal Yatırımlar	82	77
Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımlar	80	71
Maddi Duran Varlıklar	5,723	5,692
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	7,453	7,694
Diğer Duran Varlıklar	2,138	2,389
<b>Toplam Varlıklar</b>	<b>48,831</b>	<b>49,930</b>
<b>Kısa Vadeli Yükümlülükler</b>	<b>25,622</b>	<b>33,179</b>
Finansal Borçlar	10,249	12,882
Ticari Borçlar	7,509	5,479
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	7,864	14,817
<b>Uzun Vadeli Yükümlülükler</b>	<b>14,197</b>	<b>8,332</b>
Finansal Borçlar	13,156	7,368
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	1,041	964
<b>Özkaynaklar</b>	<b>9,012</b>	<b>8,419</b>
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	9,012	8,419
Ödenmiş Sermaye	120	120
Rezerv ve Diğer Kalemler	2,028	1,899
Geçmiş Yıllar Karları / (Zararları)	10,281	6,864
Dönem Net Karı / (Zararı)	-3,417	-463
Azınlık Payları	0	0
<b>Toplam Kaynaklar</b>	<b>48,831</b>	<b>49,930</b>

**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. Raporunda 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.