

OTOKAR

Güçlü büyüme piyasa beklentilerini aştı...

Otokar (OTKAR TI, Endeks Üzeri Getiri, TP: TRY830) enflasyondan arındırılmış finansallara göre 12A23'te 1,97 milyar TL (yıllık %2) net kar açıkladı. Reel olarak 500 milyon TL daha fazla parasal ve kur kaynaklı zarara rağmen, net kar iyileşen operasyonel performans sayesinde neredeyse sabit kaldı. İlk çeyrekteki düşük kapasite kullanımına rağmen (%36), Şirket yılı enflasyondan arındırılmış %56 ciro büyümesi ile kapattı. Şirket 12A23'te 1,65 milyar TL FAVÖK elde ederek yıllık bazda %118'lik etkileyici bir büyüme kaydetti. Bu rakamlar muhasebe farklılıkları sebebiyle piyasa tahminleriyle karşılaştırılabilir değildir.

Şirketin FAVÖK marjı, 2023 yılında karlılığın artmasıyla (yıllık +190 baz puan) %6,1 olarak gerçekleşti. Yıllık bazda %53'lük ciro büyümesinin sağladığı operasyonel kaldıraç, FAVÖK marjını 2022 yılındaki %4,2 seviyesinden %6,1'e yükseltti.

Yılsonu itibariyle kesinleşen siparişler 271mn USD ile neredeyse sabit kaldı. Şirket'in 4Ç23 itibariyle kesinleşen siparişleri önceki çeyreğe göre hemen hemen aynı kaldı. Mevcut projeler, Estonya'ya 2024 yılının ikinci yarısında başlaması planlanan 130 milyon Euro değerinde 6x6 araçlar ve 136mn ABD Doları değerinde 4x4 araçlar ve yedek parçalarını kapsamaktadır. Kesinleşen siparişler, 2023 mali yılı ZA segmenti satış gelirlerinin 1,4 katına karşılık gelmektedir.

Net borç seviyesi normalleşme yolunda. Enflasyondan arındırılmış finansallara göre, net borç seviyesi yıllık bazda %7 azalarak 7 milyar TL'ye geriledi. 2022 yılındaki 10,0x seviyesinden keskin bir normalleşme ile 4,2x Net Borç/FAVÖK seviyesine karşılık gelmektedir.

Operasyonel Nakit Akışı işletme sermayesi ihtiyaçlarındaki yumuşama ile güçlü bir toparlanma gösterdi. Operasyonel Nakit Akışı 2022'de negatif 1,2 milyar TL'den 2023'te +1,7 milyar TL'ye yükseldi. Bu iyileşme, İşletme Sermayesi ihtiyaçlarındaki yumuşamadan kaynaklanmaktadır.

Çeyrek Özet - Enflasyon Muhasebesiyle Düzeltilmemiş Finansallar						Beklentilerle Karşılaştırma		
milyon TL	Özet Finansallar					Beklentilerle Karşılaştırma		
	9A23	12A23	4Ç23	4Ç22	y/y	Piyasa	AK	Piyasa Fark
Net Satışlar	12,932	23,010	10,078	4,481	125%	9,819	11,917	3%
FAVÖK	1,434	3,750	2,316	235	886%	1,650	2,778	40%
Net Kar	508	2,108	1,600	639	150%	942	2,058	70%

Endeks Üzeri Getiri

Analist: Yusuf Karagöz

yusuf.karagoz@akyatirim.com.tr

Bloomberg Kodu	OTKAR TI
Tavsiye	Endeks Üz. Getiri
Hedef Fiyat, TL	830.00
Güncel Fiyat, TL	536.00
Getiri Potansiyeli	55%
Halka Açıklık Oranı	27%
Piyasa Değeri, mn TL	64,320
Firma Değeri, mn TL	73,028

Finansal Veriler

Özet UFRS Finansallar

	2023	2024T	2025T	2026T
Ciro, mn TL	27,239	35,764	46,875	57,832
FAVÖK, mn TL	1,654	6,880	10,109	12,729
Net Kâr, mn TL	1,968	5,471	8,801	12,115

Borçluluk

	2023	2024T	2025T	2026T
Net Borç, mn TL	9,297	7,845	8,932	10,100
Net Borç/FAVÖK	5.6	1.1	0.9	0.8

Kârlılık

	2023	2024T	2025T	2026T
FAVÖK Marjı	6.1%	19.2%	21.6%	22.0%
Net Marj	7.2%	15.3%	18.8%	20.9%
Temettü Verimi	-	1.2%	4.3%	8.2%

Büyüme

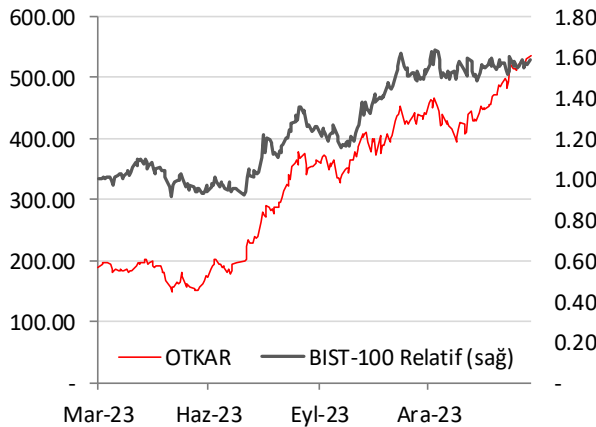
	2023	2024T	2025T	2026T
Ciro, y/y	52.9%	31.3%	31.1%	23.4%
FAVÖK, y/y	118.6%	316.1%	46.9%	25.9%
Net Kâr, y/y	-2.5%	178.0%	60.9%	37.7%

Değerleme Verisi

	2023	2024T	2025T	2026T
F/K	17.1	11.8	7.3	5.3
FD/FAVÖK	26.0	10.5	7.2	5.8
FD/Ciro	1.6	2.0	1.6	1.3

Hisse Verileri

	1A	3A	12A	YBG
Nominal Getiri	13.9%	22.0%	184.9%	26.0%
BİST-100 Relatif	1.8%	4.1%	54.4%	0.8%
AOİH, mn TL	157	137	189	139



* Tahmin rakamlarımız enflasyon düzeltmesi içermemektedir.

Diğer detaylar:

Düzeltilmemiş rakamlar, sağlam operasyonel performans sayesinde piyasa tahminlerini %70 aştı. Şirket, TMS29 hariç rakamlarını yatırımcı sunumunda paylaştı. Nİ 4Ç23'te yıllık bazda %150 büyüyerek güçlü operasyonel performans sayesinde piyasa tahminlerini %70 oranında aştı. Satış gelirleri yıllık bazda %125 artarak 10,1 milyar TL ile piyasa tahminlerine yakın gerçekleşti. FAVÖK yıllık bazda yaklaşık 9 kat artarak 2,3 milyar TL olarak gerçekleşti ve piyasa tahminlerini %40 oranında aştı. Düzeltilmemiş rakamlarla net kar, beklentilerimizden daha zayıf gerçekleşen satış büyümesi sebebiyle bizim tahminlerimizin %20 altında gerçekleşti.

Otokar'ın üretimi 4Ç23'te 1.552 adet (yıllık +%2) olarak gerçekleşti. Otokar 1.552 adet araç üreterek bir önceki çeyreğe göre %12 ve bir önceki yılın aynı dönemine göre %2 büyüme kaydetti. Şirket, 12A23'te toplam 5.018 adet araç üreterek yıllık bazda %37 büyüme kaydetti. Şirket 4Ç22'de 154 adet zırhlı araç üretirken, 4Ç23'te 204 adet, 3Ç23'te ise 57 adet zırhlı araç üretti. 12A23'te zırhlı araç üretimi 312 adede ulaşarak yıllık bazda %45 artış gösterdi.

2023 yılı satış adetleri 2022 rakamlarını %44 aştı. Otokar 12A23'te 5.150 adet araç satarak 12A22 rakamlarının %44 üzerine çıktı. IVECO Bus markalı satışların 2024 yılında ticari araç satışlarındaki büyümeyi desteklemeye devam edeceğini düşünüyoruz. Jeopolitik şoklarla artan güvenlik endişeleri ülkelerin savunma bütçelerini artırmalarına neden olurken, bu durumun zırhlı araçlar segmentindeki satış büyümesini destekleyeceğini düşünüyoruz.

Çalışan sayısı 2023'te %22 arttı. Şirket, bir önceki çeyreğe göre %10 ve bir önceki yıla göre %22 büyüme göstererek 3.580 çalışan bildirdi.

Uluslararası satışların payı neredeyse sabit kaldı. Şirket, 2023 yılında brüt satışlarının %72,8'ini uluslararası pazarlara yapmıştır (yıllık +130 baz puan).

Düzeltilmemiş finansallarda cari FD'nin SOA FAVÖK'e oranı 19,5x'e karşılık gelmektedir. Enflasyon muhasebesi ile düzeltilmemiş rakamlarla FD/FAVÖK çarpanı 19,5x olurken düzeltilmiş finansallarla cari FD/FAVÖK çarpanı 26,0x seviyesindedir. Enflasyona göre düzeltilmiş FAVÖK'ün muhasebe farklılıkları nedeniyle emsalleriyle karşılaştırılabilir olmadığını düşünüyoruz. Buna ek olarak, Otokar'ın benzerlerinin yaklaşık %22,9 efektif vergi oranına sahip olması ve Otokar'ın Ar-Ge harcamalarıyla ilgili vergi teşvikine sahip olması nedeniyle Otokar'ın yaklaşık %30 primi hak ettiğini düşünüyoruz. Tüm bunlara rağmen, mevcut çarpanların Şirket'in büyüme hikayeleri sebebiyle bu seviyede olduğunu düşünüyoruz.

	2022/12M	2022/12M	2023/12M
GELİR TABLOSU			
Sürdürülen Faaliyetler			
Satış Gelirleri	9,603.74	17,819.0	27,238.9
Satışların Maliyeti (-)	-6,559.81	(13,772.8)	(20,932.0)
Ticari Faaliyetlerden Diğer Kar (Zarar)	0.00	-	-
Ticari Faaliyetlerden Brüt Kar (Zarar)	3,043.92	4,046.2	6,306.8
Faiz, Ücret, Prim, Komisyon ve Diğer Gelirler	0.00	-	-
Faiz, Ücret, Prim, Komisyon ve Diğer Giderler (-)	0.00	-	-
Finans Sektörü Faaliyetlerinden Diğer Kar (Zarar)	0.00	-	-
Finans Sektörü Faaliyetlerinden Brüt Kar (Zarar)	0.00	-	-
Diğer Gelir ve Giderler	0.00	-	-
BRÜT KAR (ZARAR)	3,043.92	4,046.2	6,306.8
Pazarlama, Satış ve Dağıtım Giderleri (-)	-1,338.20	(2,485.3)	(3,653.7)
Genel Yönetim Giderleri (-)	-482.64	(948.6)	(1,171.0)
Araştırma ve Geliştirme Giderleri (-)	-159.20	(545.1)	(739.9)
Diğer Faaliyet Gelirleri	1,401.57	2,719.5	4,526.0
Diğer Faaliyet Giderleri (-)	-772.57	(1,504.9)	(2,776.2)
Faaliyet Karı Öncesi Diğer Gelir ve Giderler	0.00	-	-
FAALİYET KARI (ZARARI)	1,692.89	1,281.7	2,492.0
Vergi Öncesi Diğer Gelir ve Giderler	4.52	5.6	3.3
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	4.52	5.6	3.3
Yatırım Faaliyetlerinden Giderler (-)	0.00	-	-
Diğer Gelir ve Giderler	0.00	-	-
Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımların Kar/Zararlarındaki Paylar	185.28	339.6	(3.1)
Finansman Gideri Öncesi Faaliyet Karı/Zararı	1,882.69	1,626.8	2,492.3
Finansal Gelirler (Esas Faaliyet Dışı)	247.62	498.1	1,410.3
Finansal Giderler (Esas Faaliyet Dışı) (-)	-1,053.47	46.7	(2,444.5)
SÜRDÜRÜLEN FAALİYETLER VERGİ ÖNCESİ KARI (ZARARI)	1,076.84	2,171.6	1,458.0
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Geliri (Gideri)	162.28	(153.5)	509.9
Dönem Vergi Geliri (Gideri)	-9.37	(20.1)	(224.5)
Ertelenmiş Vergi Geliri (Gideri)	171.65	(133.5)	734.4
Diğer Vergi Geliri (Gideri)	0.00	-	-
SÜRDÜRÜLEN FAALİYETLER DÖNEM KARI/ZARARI	1,239.12	2,018.1	1,968.0
DURDURULAN FAALİYETLER			
Durdurulan Faaliyetler Vergi Sonrası Dönem Karı (Zararı)	0.00	-	-
DÖNEM KARI (ZARARI)	1,239.12	2,018.1	1,968.0
Dönem Kar/Zararının Dağılımı			
Ana Ortaklık Payları	1,239.1	2,018.1	1,968.0
Azınlık Payları		-	-

BİLANÇO	Düzeltilmemiş		
	2022/12M	2022/12M	2023/12M
VARLIKLAR			
Dönen Varlıklar	10,611.9	18,279.4	24,092.4
Nakit ve Nakit Benzerleri	1,671.5	2,754.1	6,835.8
Finansal Yatırımlar	60.0	98.9	-
Ticari Alacaklar	4,159.0	6,852.9	8,560.7
Finans Sektörü Faaliyetlerinden Alacaklar	-	-	-
Diğer Alacaklar	0.9	1.5	4.3
Stoklar	3,869.9	7,164.9	7,430.3
Canlı Varlıklar	-	-	-
Diğer Dönen Varlıklar	850.7	1,407.2	1,261.3
(Ara Toplam)	10,611.9	18,279.4	24,092.4
Duran Varlıklar	3,540.5	8,352.9	8,392.3
Ticari Alacaklar	732.0	1,206.1	492.1
Diğer Alacaklar	5.3	8.7	8.9
Finansal Yatırımlar	11.4	18.8	28.7
Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımlar	241.1	397.2	85.4
Maddi Duran Varlıklar	723.4	2,371.8	2,996.9
Şerefiye	-	-	45.3
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	1,234.1	3,997.4	3,828.5
Ertelenmiş Vergi Varlığı	437.7	33.7	778.4
Diğer Duran Varlıklar	115.7	191.1	26.5
TOPLAM VARLIKLAR	14,152.4	26,632.3	32,484.7
KAYNAKLAR			
Kısa Vadeli Yükümlülükler	9,997.9	16,534.0	20,908.0
Finansal Borçlar	6,246.8	10,293.1	13,824.4
Diğer Finansal Yükümlülükler	-	-	-
Ticari Borçlar	2,217.2	3,653.4	4,098.9
Diğer Borçlar	27.9	45.9	35.3
Devlet Teşvik ve Yardımları	2.0	4.7	4.2
Dönem Karı Vergi Yükümlülüğü	-	-	21.1
Borç Karşılıkları	735.8	1,212.4	1,652.5
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	230.9	380.5	499.6
(Ara Toplam)	9,997.9	16,534.0	20,908.0
Satış Amaçlı Elde Tutulan Duran Varlıklara İlişkin Yükümlülükler	-	-	-
Uzun Vadeli Yükümlülükler	2,051.5	3,571.2	3,273.5
Finansal Borçlar	1,300.6	2,143.1	2,308.1
Devlet Teşvik ve Yardımları	12.4	31.1	20.0
Uzun vadeli karşılıklar	314.1	517.5	335.0
Özkaynaklar	2,103.0	6,527.2	8,303.1
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	2,103.0	6,527.2	8,303.1
Ödenmiş Sermaye	24.0	24.0	120.0
Kardan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	183.4	955.1	955.1
Geçmiş Yıllar Kar/Zararları	959.4	3,233.3	5,189.6
Dönem Net Kar/Zararı	1,239.1	2,018.1	1,968.0
Yabancı Para Çevrim Farkları	(216.5)	(686.3)	(790.2)
Diğer Özsermaye Kalemleri	(86.5)	982.9	860.7
Azınlık Payları	-	-	-
TOPLAM KAYNAKLAR	14,152.4	26,632.3	32,484.7

NAKİT AKIM	2022/12M	2022/12M	2023/12M
İşletme Faaliyetlerinden Kaynaklanan Net Nakit	(1,802.9)	(1,661.4)	789.8
Düzeltilme Öncesi Kar	1,239.1	2,018.1	1,968.0
Düzeltilmeler:	1,338.7	1,331.3	764.4
Amortisman & İtfa Payları	179.6	689.5	911.4
Karşılıklardaki Değişim	573.8	1,046.6	1,299.0
Diğer Gelir/ Gider	585.2	(404.8)	(1,446.1)
İşletme Sermayesinde Değişikler Öncesi Faaliyet Karı (+)	2,577.8	3,349.4	2,732.3
İşletme Sermayesindeki Değişiklikler	(4,154.7)	(4,575.1)	(1,085.2)
Esas Faaliyet ile İlgili Oluşan Nakit (+)	(1,576.9)	(1,225.7)	1,647.1
Diğer İşletme Faaliyetlerinden Nakit	(226.0)	(435.7)	(857.3)
Sabit Sermaye Yatırımları	(978.8)	(2,127.0)	(1,295.9)
Diğer Yatırım Faaliyetlerinden Nakit	262.0	460.9	1,156.0
Yatırım Faaliyetlerinden Kaynaklanan Nakit	(716.8)	(1,666.1)	(140.0)
Serbest Nakit Akım	(2,519.7)	(3,327.6)	649.9
Finansal Borçlardaki Değişim	4,666.9	8,320.2	8,555.4
Temettü Ödemeleri	(500.0)	(1,102.0)	-
Sermaye Artırımı	-	-	-
Diğer Finansman Faaliyetlerinden Nakit	(545.6)	(1,852.0)	(2,621.0)
Finansman Faaliyetlerinden Kaynaklanan Nakit	3,621.3	5,366.2	5,934.4
Yabancı Para Çevrim Fark. Etkisinden Önce Nakit Ve Nakit Benz. Net Artış/Azalış	1,101.6	2,038.6	6,584.3
Yabancı Para Çevrim Fark. Nakit Ve Nakit Benz. Üzerindeki Etkisi	(80.6)	(1,039.3)	(2,556.9)
Diğer Nakit Girişi/Çıkışı	-	-	-
Nakit ve Benzerlerindeki Değişim	1,020.9	999.3	4,027.4
Diğer Nakit ve Nakit Benzerlerindeki Artış	-	-	-
Dönem Başı Nakit Değerler	644.9	1,745.4	2,744.8
Dönem Sonu Nakit	1,665.8	2,744.8	6,772.1

Kaynak: Rasyonet

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.