

## OTOKAR

**Kayda değer ölçüde y/y düşüşe işaret eden ancak beklentilerden daha iyi sonuçlar...**

Otokar (OTKAR TI, E.Ü.G., 12A HF: TRY744) TMS29 düzeltmelerine göre finansal sonuçlarını açıkladı. Konsensüs tahmini bulunmuyor. Şirket'in 3Ç24'te açıkladığı 0.9 milyar TL net zarar, beklentimizden daha iyi operasyonel sonuçlar nedeniyle 1.2 milyar TL net zarar tahminimizden daha iyi gerçekleşti. Şirket 108 milyon TL negatif FAVÖK açıklarken, bu rakam bizim tahminimizden 217 milyon TL daha iyi gerçekleşti ve satış gelirleri tahminimizin yaklaşık %6 üzerinde gerçekleşti.

**Satış gelirleri 3Ç24'te y/y %30 daralma ile önemli ölçüde geriledi.** OSD verilerine göre, otobüs ve midibüs satış hacmi 3Ç24'te y/y %12 azalarak 936 adet olarak gerçekleşti. Temmuz 2024'te uygulanmaya başlanan yeni GSR (Genel Güvenlik Yönetmeliği) nedeniyle Avrupa'da otobüs kayıtları y/y %10 daraldı. Satış hacmindeki düşüşün yanı sıra, TL'nin reel olarak değer kazanması, çoğunlukla döviz bazlı satışlar üzerindeki y/y görünümü kötüleştirdi. FAVÖK marjı, satışlardaki düşüş, satış kırımındaki değişim, ücretlerdeki artış ve stok seviyelerindeki yükseliş nedeniyle yaklaşık 11 puan azalarak negatif %1,5 seviyesine geriledi. **FAVÖK marjı 9A24'te 560 baz puanlık önemli bir düşüşle negatif %3.9'a geriledi.** Satış hacmi 9A24'te 9A23'e göre neredeyse yatay bir görünüm sergilemesine rağmen, TL'nin reel olarak değer kazanmasıyla satış gelirleri %7 azaldı. Güncel maliyet kırılımı paylaşılmamasına rağmen, Ocak 2024'te açıklanan Protokol doğrultusunda marj daralmasında en dikkat çekici kalemin ücretlerdeki artış olduğu kanaatindeyiz. Maliyet baskıları dışında, yüksek Stok Gün Sayısı marjı daralttı.

**Yorum:** Beklentilerden daha iyi sonuçlara rağmen, negatif FAVÖK nedeniyle olumsuz bir piyasa tepkisi bekliyoruz. Bununla birlikte, enflasyon muhasebesi standartlarının uygulanmasının FAVÖK'ü 9A23 için 1.8 milyar TL'den 0.4 milyar TL'ye düşürdüğünü ve marjı da yaklaşık 12 puan daraltarak %1.7'ye düşürdüğünü vurgulamak isteriz. Bu durum Otokar'ı araştırma kapsamımızda enflasyon muhasebesinden en kötü etkilenen şirketlerden biri haline getirmektedir. Bu nedenle, TMS29 sonrası finansal rapor kullanıcılarına FAVÖK bakarken parasal kazançların içinde gizlenen operasyonel kazançları hatırlatmak isteriz. Yılın son çeyreği, mevsimsellik nedeniyle negatif FAVÖK görünümünü telafi edecektir. Bir önceki raporumuzda belirttiğimiz gibi, modelimizi ve TMS29 sonrası tahminlerimizi yeni makro varsayımlar ve otobüs satışlarındaki düşüşe göre güncelledik, 12A HF'yi 830 TL'den 744 TL'ye indirdik. OTKAR'ı proje edinimlerine ilişkin beklentilerimiz doğrultusunda MPS listemizde tutuyoruz.

## Dönem Özeti

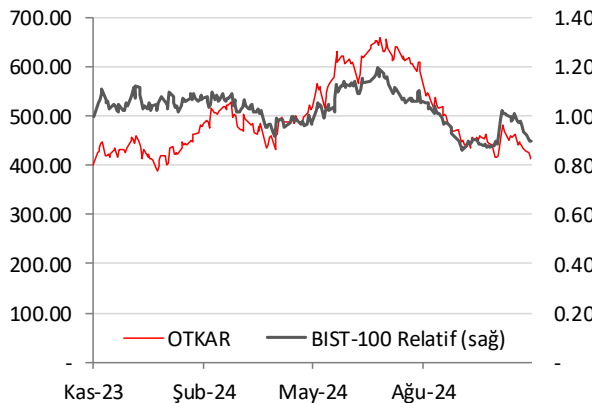
(milyon TL)	Özet Finansallar (TMS29'a göre)			Tahminlerle Karşılaştırma	
	3Q24	3Q23	y/y	AK Yat.	Fark
Net Satışlar	7,293	10,436	(30%)	6,908	6%
FAVÖK	(108)	1,020	n.m.	(325)	67%
FAVÖK Marjı	(1.5%)	9.8%	n.m.	(4.7%)	322bps
Parasal Kazanç (Kayıp)	721	390	85%	n.a.	n.m.
Net Kar	(904)	66	n.m.	(1,236)	27%

## Endeks Üzeri Getiri

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

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

Bloomberg Kodu	OTKAR TI			
Tavsiye	Endeks Üz. Getiri (önceki Endeks Üz. Getiri)			
Hedef Fiyat, TL	744.00 (önceki 830.00)			
Güncel Fiyat, TL	414.50			
Getiri Potansiyeli	79%			
Halka Açıklık Oranı	27%			
Piyasa Değeri, mn TL	49,740			
Firma Değeri, mn TL	67,499			
Finansal Veriler				
	2023	2024T	2025T	2026T
Özet UFRS Finansallar				
Ciro, mn TL	27,239	40,461	50,033	62,590
FAVÖK, mn TL	1,654	711	4,020	10,627
Net Kâr, mn TL	1,968	-188	2,266	8,460
Borçluluk				
Net Borç, mn TL	9,297	16,963	22,514	24,347
Net Borç/FAVÖK	5.6	23.9	5.6	2.3
Kârlılık				
FAVÖK Marjı	6.1%	1.8%	8.0%	17.0%
Net Marj	7.2%	n.m.	4.5%	13.5%
Temettü Verimi	-	1.4%	1.3%	0.9%
Büyüme				
Ciro, y/y	183.6%	48.5%	23.7%	25.1%
FAVÖK, y/y	33.0%	-57.0%	465.4%	164.4%
Net Kâr, y/y	58.8%	n.m.	n.m.	273.3%
Değerleme Verisi				
	2023	2024T	2025T	2026T
F/K	17.1	n.m.	22.0	5.9
FD/FAVÖK	26.0	93.8	18.0	7.0
FD/Ciro	1.6	1.6	1.4	1.2
Hisse Verileri				
	1A	3A	12A	YBG
Nominal Getiri	-3.2%	-30.0%	6.8%	-1.2%
BİST-100 Relatif	1.9%	-14.9%	-9.5%	-17.0%
AOİH, mn TL	226	184	186	191



\* Tahmin rakamlarımız enflasyon düzeltmesi içermemektedir.

**Diğer detaylar:**

**Kesinleşen Siparişler 153 milyon Euro ve 50 milyon USD seviyesinde korundu.** Şirket, 1.059 adet 4x4 Zırhlı Araç (ZA) ihalesine verdikleri teklifle ilgili olarak Romtehnica'dan sözleşme görüşmeleri için resmi bir davet mektubu aldığını açıkladı. İhale tutarı 4.26 milyar RON olup, ihalenin sonuçlandırıldığı açıklandığı tarih itibariyle 934 milyon USD'ye karşılık gelmektedir. İhale tutarı 2023 ZA satış gelirlerinin 4,6 katına tekabül etmektedir.

**Net borç seviyesi bir önceki çeyreğe göre %5 artarak 17,7 milyar TL'ye yükseldi.** Net borç seviyesi, stok seviyelerindeki artış ve yatırım harcamaları nedeniyle bir önceki çeyreğe göre %5, YE23'e göre ise %41 oranında arttı. 23YE'a kıyasla Net Borç seviyesindeki artış büyük ölçüde 1.5 milyar TL'lik yatırım harcaması ve 2.1 milyar TL'lik finansman faaliyetlerine ilişkin nakit çıkışından kaynaklandı. İşletme Sermayesindeki 2,5 milyar TL'lik artışa rağmen 9A24'te OCF sadece negatif 0,4 milyar TL olarak gerçekleşti.

**Üretim kapasitesinde kayda değer artış.** Şirket sunumlarına göre, Haziran 2024 sonu itibariyle yıllık taktik ZA üretim kapasitesi 700 adetten 950 adede yükseldi. Yıllık otobüs ve midibüs üretim kapasitesi de 5.300 adetten 6.000 adede yükseldi. 9A24'te kapasite kullanımını %46 olarak gerçekleştirdi ve bu da daha fazla teslimat için önemli bir potansiyele işaret ediyor.

**Koç Holding, Otokar hisselerinin yaklaşık %47'sine sahip.** Mayıs'24 itibariyle Koç Holding, hisse yapısını sadeleştirmek amacıyla Otokar hisselerinin %2,7'sini aldığını açıkladı.

**Satış hacmi ve karlılık tahminlerimizi, 3Ç sonuçlarının yıllık tahminlerimiz üzerinde aşağı yönlü risk oluşturduğunu belirten bir önceki raporumuza paralel olarak revize ettik.** Yeni GSR düzenlemeleri sonrasında değişen talep dinamiklerine ilişkin Şirket tarafından yayınlanan herhangi bir güncel maliyet kırılımı, yılsonu sonuçları için yazılı bir öngörü veya geleceğe yönelik bir değerlendirme bulunmamaktadır. Ancak, 3Ç24'te Şirket satış hacmindeki, pazar büyüklüğündeki ve karlılıktaki düşüşleri dikkat çekici buluyoruz. Öyle ki, 2024 yılı için otobüs satış hacmi tahminimizi 1.980 adetten 1.750 adede ve TMS29 öncesi brüt kar marjını 570 baz puan düşürerek %29,4'e indirdik. Daha önce de belirttiğimiz gibi, enflasyon muhasebesi standartlarının uygulanması Otokar'ın FAVÖK marjını yüksek stok seviyeleri nedeniyle dramatik bir şekilde değiştirdi (FAVÖK'ün %56'sını elimine ederek, marjı %16,3'ten %6,1'e düşürdü). Bu dramatik düşüşün üzerine, maliyet baskıları nedeniyle brüt kar marjındaki düşüş de FAVÖK ve Net Kar marjındaki değişimi çok derin hale getirdi. Bu nedenle, TMS29 sonrası FAVÖK çok zayıf görünmektedir. Ancak, enflasyon muhasebesi uygulaması sonrası (TMS29) finansal raporların kullanıcılarına parasal kazançların içinde saklı olan operasyonel karların FAVÖK içerisinden elimine edildiğini hatırlatmak isteriz.

**Özet Finansallar (milyon TL)**

Gelir Tablosu (milyon TL)	TMS29 Öncesi	TMS29 Sonrası	TMS29 Sonrası
	9A23	9A23	9A24
<b>Satış Gelirleri</b>	<b>12,933</b>	<b>23,001</b>	<b>21,421</b>
Satışların Maliyeti	9,027	18,820	18,209
<b>Brüt Kar</b>	<b>3,906</b>	<b>4,181</b>	<b>3,212</b>
Operasyonel Giderler	2,384	4,727	5,132
<b>Faaliyet Karı</b>	<b>1,522</b>	<b>(545)</b>	<b>(1,920)</b>
Amortisman ve İtfa Payları	233	928	1,076
<b>FAVÖK</b>	<b>1,755</b>	<b>383</b>	<b>(845)</b>
Diğer Gelirler (Giderler)	(1,071)	(1,955)	(3,380)
<i>Diğer Faaliyet Gelir (Gider)</i>	847	1,601	1,389
<i>Özkaynak Yöntemiyle Değ. Yatırım Karı</i>	(7)	(11)	(49)
<i>Yatırım Faalaliyetlerinden Gelir (Gider)</i>	1	1	2
<i>Finansal Gelir (Gider)</i>	(1,912)	(3,545)	(4,721)
Parasal Kazanç (Kayıp)	–	2,829	2,969
<b>Vergi Öncesi Kar</b>	<b>451</b>	<b>329</b>	<b>(2,331)</b>
Vergi Geliri (Gideri)	58	(464)	(69)
Dönem Vergi Geliri (Gideri)	(134)	(244)	–
Ertelenmiş Vergi Geliri (Gideri)	192	(219)	(69)
<b>Vergi Sonrası Net Kar</b>	<b>508</b>	<b>(135)</b>	<b>(2,400)</b>
Azınlık Payları	–	–	–
<b>Net Kar</b>	<b>508</b>	<b>(135)</b>	<b>(2,400)</b>

Kaynak: Şirket, Rasyonet, Ak Yatırım Araştırma

**OTOBÜS - OTOKAR**

	<b>9A23</b>	<b>9A24</b>	<b>3Ç23</b>	<b>3Ç24</b>
Üretim	1,138	1,202	469	335
Satış	1,262	1,311	484	467
Yurt İçi Satış	135	125	14	25
İhracat	1,127	1,186	470	442

**OTOBÜS - SEKTÖR**

	<b>9A23</b>	<b>9A24</b>	<b>3Ç23</b>	<b>3Ç24</b>
Üretim	7,545	7,325	2,841	1,778
Yurt İçi Pazar	1,538	1,452	537	411
İhracat	6,465	6,230	2,393	1,634

**MİDİBÜS - OTOKAR**

	<b>9A23</b>	<b>9A24</b>	<b>3Ç23</b>	<b>3Ç24</b>
Üretim	1,542	1,524	604	399
Satış	1,539	1,451	575	469
Yurt İçi Satış	1,158	1,073	416	385
İhracat	381	388	159	84

**MİDİBÜS - SEKTÖR**

	<b>9A23</b>	<b>9A24</b>	<b>3Ç23</b>	<b>3Ç24</b>
Üretim	3,553	3,602	1,316	884
Yurt İçi Pazar	1,927	2,058	641	741
İhracat	1,144	1,383	437	283

**ZA - OTOKAR**

	<b>9A23</b>	<b>9A24</b>	<b>3Ç23</b>	<b>3Ç24</b>
Üretim	108	95	57	13
Satış	86	86	35	14
İhracat	76	70	34	-

Kaynak: Şirket, OSD, 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 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.