

Marjlar toparlanıyor & görünüm güçleniyor

AL (önceki AL)

Kapanış Fiyatı (TL)	520,50	Hedef Fiyat – 12ay (TL/pay)	780,00				
Piyasa Değeri (TL / US\$ mn)	62.460 / 1.542	Nominal / Görece Getiri – 12ay (%)	-12 / -12				
Halka Açıklık Oranı	27	Ort. İşlem Hacmi – 3ay (TLmn)	200,1				
TMS/TFRS - TL milyon	2Ç25	2Ç24	Yıllık Δ	1Ç25	Çeyreklik Δ	YKYt	Piyasa Beklentisi
Net Satışlar	11.400	10.350	10,2%	8.538	52,4%	11.665	11.479
VAFÖK	1.441	-42	a.d.	-214	-480,3%	669	582
Net Kar	412	-1.243	a.d.	-491	-154,5%	194	42
VAFÖK Marjı	12,6%	-0,4%	13pp	16,4%	-15,7pp	5,7%	5,1%

Kaynak: YKY Araştırma, Şirket, KAP

2Ç25 Sonuçları

- Net kar tahminlerin üzerinde.** Otokar, 2Ç25'te 412 milyon TL net kar (2Ç24: 1,2 milyar TL net zarar) açıkladı. Bu, hem bizim beklentimiz olan 194 milyon TL ve piyasa beklentisi olan 42 milyon TL'nin oldukça üzerindedir. Tahminimizdeki sapmanın temel nedeni, operasyonel performansının beklenenden daha iyi olmasıydı. Gelirler, bizim beklentimiz olan 11,7 milyar TL ve piyasa beklentisi olan 11,5 milyar TL'ye paralel yıllık %10 artarak 11,4 milyar TL oldu. Şirket, geçen yılki -42 milyon TL VAFÖK'e karşın 2Ç25'te %13 marjla, beklentilerin oldukça üzerinde, 1,4 milyar TL VAFÖK elde etti.
- Ciroda sürpriz yok.** Otokar'ın gelirleri yıllık %10 artışla 11,4 milyar TL oldu. Büyümenin başlıca kaynağı, yıllık %44 artışla 1,4 milyar TL'ye ulaşan askeri araç satışları oldu (konsolide gelirlerin %26'sı). Yolcu taşımacılığı gelirleri (konsolide gelirlerin %49'u) yıllık %17 düştü, konsolide gelirlerin %13'ünü oluşturan kargo taşımacılığı gelirleri (Tunland dahil), Tunland'ın güçlü yurtiçi satış performansına attığımız desteğiyle yıllık %190 artarak 1,5 milyar TL'ye ulaştı. Diğer gelirler (yedek parça, hizmet gelirleri vb.) yıllık %30 artışla 1,4 milyar TL'ye yükseldi. Özetle, yolcu taşımacılığı segmentindeki zayıflığa rağmen şirket, en yüksek marj katkısını sağlayan askeri araç teslimatlarındaki güçlü performans ve Ekim 2024'te Çin'den ithalat etmeye başladığı ve yurt içinde satılan Tunland satışları sayesinde yıllık %10 konsolide ciro büyümesi elde etti. Şirket, çeyrek boyunca 80 askeri araç (2Ç24: 71), 876 otobüs (2Ç24: 963) ve 843 hafif kamyon ve kamyonet (2Ç24: 221) sattı.
- Operasyonel kârlılıkta dönüm noktası.** Şirket, 2Ç25'te pozitif çeyreklik VAFÖK'e geçti ve 2Ç24'teki -42 milyon TL'lik VAFÖK'e kıyasla 1,4 milyar TL VAFÖK elde etti. VAFÖK'teki toparlanma, esas olarak yıllık 11 puan artarak %28'e ulaşan brüt kâr marjından kaynaklandı. Brüt kâr marjındaki artışı, öncelikle yüksek marjlı askeri araç teslimatlarının güçlü katkısına bağlıyoruz. Ayrıca, Tunland (kamyonet) katkısının da brüt kardaki iyileşmede rol oynadığını düşünüyoruz. **Genel olarak, şirketin 2Ç25'ten itibaren operasyonel marjlarda bir toparlanma sürecine girdiğine inanıyoruz.**
- Otokar'ın net işletme sermayesi ihtiyacı (avanslar dahil), 2Ç25'te, bir önceki çeyrekteki 8,1 milyar TL'den 16,0 milyar TL'ye yükseldi. Bu artış, avanslardaki düşüş ve peşin ödenmiş giderlerdeki artıştan kaynaklandı. Şirketin net borcu, geçen çeyrekteki 15,0 milyar TL'den 18,5 milyar TL'ye yükselirken, bu dönemde 2,1 milyar TL serbest nakit çıkışı gerçekleşti.

Özet Görüşümüz

Otokar'ın 2Ç25 sonuçlarını, yüksek kâr marjlı askeri araç satışları ve güçlü Tunland performansı sayesinde operasyonel kârlılıkta sağlam bir toparlanmayı işaret eden bir dönüm noktası olarak değerlendiriyoruz ve piyasanın sonuçlara olumlu tepki vermesini bekliyoruz. Daha yüksek askeri araç satışları ve iyileşen operasyonel kâr marjları sayesinde 2Y25 için daha olumlu bir görüşe sahibiz. Şimdilik, model varsayımlarımızda herhangi bir değişiklik yapmıyoruz. Model Portföyümüzde yer alan OTKAR için "AL" önerimizi %50 getiri potansiyeline işaret eden 12 aylık 780 TL/hisse hedef fiyatla yineliyoruz. 2025 yılı tahminlerimize göre, hisse 17,1x FD/VAFÖK'ten işlem görüyor.

OTKAR-Çeyreksele Finansal Sonuçlar

Gelir Tablosu (çeyreksele)					
TLmn	2Ç24	3Ç24	4Ç24	1Ç25	2Ç25
Gelirler	10.350	9.043	12.976	8.438	11.400
Brüt Kar	1.735	1.349	2.457	1.235	3.155
Faaliyet Giderleri	-2.249	-1.929	-2.744	-1.913	-2.147
Net Faaliyet Karı	-514	-580	-287	-678	1.008
VAFÖK (diğ. gel (gid) hariç)	-42	-141	149	-214	1.441
VAFÖK (diğ. gel (gid) dahil)	372	405	277	173	1.955
Net Finansman Gelir (Gider)****	-291	-1.506	-449	-484	-1.043
Vergi Öncesi Kar Zarar	-398	-1.565	-596	-783	461
Vergi	-845	445	-50	291	-49
Azınlık Hissedarları	0	0	0	0	0
Net Kar	-1.243	-1.120	-646	-491	412

Gelir Tablosu (Son 4Ç Toplam)					
TLmn	2024/06	2024/09	2024/12	2025/03	2025/06
Gelirler	47.824	43.926	39.536	40.806	41.857
Brüt Kar	11.197	9.422	6.439	6.776	8.196
Faaliyet Giderleri	-10.161	-9.877	-9.108	-8.834	-8.733
Net Faaliyet Karı	1.036	-455	-2.669	-2.059	-537
VAFÖK (diğ. gel (gid) hariç)	2.633	1.264	-898	-248	1.235
VAFÖK (diğ. gel (gid) dahil)	5.096	3.948	951	1.226	2.809
Net Finansman Gelir (Gider)	-2.561	-1.696	-1.289	-2.730	-3.482
Vergi Öncesi Kar Zarar	887	-842	-3.486	-3.342	-2.483
Vergi	821	1.348	-136	-159	637
Azınlık Hissedarları	0	0	0	0	0
Net Kar	1.709	507	-3.622	-3.501	-1.846

Bilanço					
TLmn	2024/06	2024/09	2024/12	2025/03	2025/06
Dönen Varlıklar	36.427	32.536	30.152	36.051	34.038
Nakit ve Nakit Benzerleri	3.921	3.047	1.717	6.437	2.197
Ticari Alacaklar	14.005	11.948	13.242	9.372	9.988
Stoklar	16.791	16.136	14.008	19.113	18.897
Duran Varlıklar	14.521	15.789	16.406	16.879	19.773
Finansal Varlıklar	182	147	172	157	139
Maddi Duran Varlıklar	5.228	5.596	6.067	6.034	6.113
Kullanım Hakkı Varlıkları	164	106	75	63	68
Şerefiye	64	63	19	19	20
Toplam Varlıklar	50.948	48.325	46.558	52.930	53.811
KV Yükümlülükler	24.255	23.856	21.955	35.172	32.385
KV Finansal Borçlar	12.618	12.126	10.789	13.582	16.541
KV Kiralama Borçları	94	81	75	75	76
Ticari Borçlar	4.917	4.749	6.112	5.809	7.777
UV Yükümlülükler	15.386	14.184	15.050	8.833	12.491
UV Finansal Borçlar	13.936	12.733	13.829	7.694	3.997
UV Kiralama Borçları	148	126	118	117	119
Azınlık Hissedarları	0	0	0	0	0
Toplam Özkaynaklar	11.307	10.285	9.554	8.925	8.934
Toplam Yükümlülükler	50.948	48.325	46.558	52.930	53.811

Nakit Akım Tablosu (çeyreksele)					
TLmn	2Ç24	3Ç24	4Ç24	1Ç25	2Ç25
Faaliyetlerden Nakit	-3.130	3.564	1.171	9.073	-1.519
Yatırım Faaliyetlerinden Nakit	-729	-751	-1.079	-548	-607
Finansal Faaliyetlerden Nakit	2.023	-2.117	-921	-3.647	-2.026
Toplam Nakit Girişi	-1.835	696	-829	4.878	-4.151
Serbest Nakit Akımı (SNA)	-3.859	2.813	92	8.525	-2.125
Gelirlere Oranı	-37%	31%	1%	101%	-19%

Nakit Akım Tablosu (Son 4Ç Toplam)					
TLmn	2024/06	2024/09	2024/12	2025/03	2025/06
Faaliyetlerden Nakit	-1.503	-166	-231	10.678	12.290
Yatırım Faaliyetlerinden Nakit	215	-2.410	-2.908	-3.107	-2.986
Finansal Faaliyetlerden Nakit	4.104	3.382	-3.013	-4.662	-8.711
Toplam Nakit Girişi	2.816	806	-6.152	2.909	593
Serbest Nakit Akımı (SNA)	-1.288	-2.576	-3.139	7.571	9.304
Gelirlere Oranı	-3%	-6%	-8%	19%	22%

Çeyreksele Büyüme & Marjlar					
Önceki Yılın Aynı Çeyreğine Göre Büyüme (%)	2Ç24	3Ç24	4Ç24	1Ç25	2Ç25
Gelirler	13	-30	-25	18	10
VAFÖK (diğ. gel (gid) hariç)	a.d.	a.d.	-94	a.d.	a.d.
VAFÖK (diğ. gel (gid) dahil)	-79	-74	-92	a.d.	425
Net Kar	a.d.	a.d.	a.d.	a.d.	a.d.
Çeyreksele Marjlar (%)	2Ç24	3Ç24	4Ç24	1Ç25	2Ç25
Brüt Kar Marjı	16,8	14,9	18,9	14,6	27,7
VAFÖK (diğ. gel (gid) hariç)	-0,4	-1,6	1,1	-2,5	12,6
VAFÖK (diğ. gel (gid) dahil)	3,6	4,5	2,1	2,0	17,1
Net Faaliyet Karı	-5,0	-6,4	-2,2	-8,0	8,8
Vergi Öncesi Kar Marjı	-3,8	-17,3	-4,6	-9,3	4,0
Net Kar Marjı	-12,0	-12,4	-5,0	-5,8	3,6

Yıllıklandırılmış Büyüme & Marjlar					
Son 4Ç Büyüme (%)	2024/06	2024/09	2024/12	2025/03	2025/06
Gelirler	-	-	-13,8	-12,5	-12,5
VAFÖK (diğ. gel (gid) hariç)	-	-	a.d.	a.d.	-53,1
VAFÖK (diğ. gel (gid) dahil)	-	-	-83,4	-81,0	-44,9
Net Kar	-	-	-209,3	-194,7	-208,0
Son 4Ç Marjlar (%)	2024/06	2024/09	2024/12	2025/03	2025/06
Brüt Kar Marjı	23,4	21,5	16,3	16,6	19,6
VAFÖK (diğ. gel (gid) hariç)	5,5	2,9	-2,3	-0,6	3,0
VAFÖK (diğ. gel (gid) dahil)	10,7	9,0	2,4	3,0	6,7
Net Faaliyet Karı	2,2	-1,0	-6,7	-5,0	-1,3
Vergi Öncesi Kar Marjı	1,9	-1,9	-8,8	-8,2	-5,9
Net Kar Marjı	3,6	1,2	-9,2	-8,6	-4,4

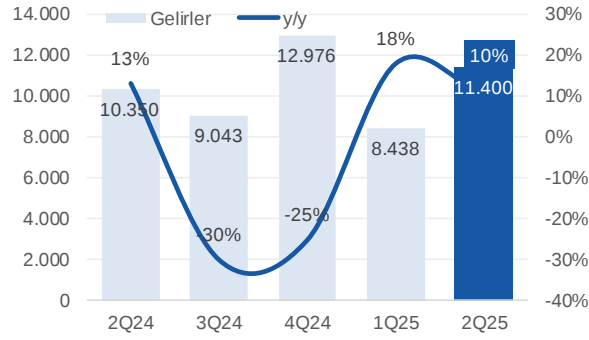
Nakit Döngü & NİS					
	2024/06	2024/09	2024/12	2025/03	2025/06
Net Nakit Döngüsü (Gün)	225	220	209	227	208
Ticari Alacak Tahsilat	107	99	122	84	87
Stok Döngü	167	171	154	205	205
Ticari Borç Ödeme	49	50	67	62	84
Net İşletme Sermayesi (Ana) (*)	25.879	23.335	21.139	22.676	21.108
Gelirlere Oranı	54%	53%	53%	56%	50%
Borçluluk	2024/06	2024/09	2024/12	2025/03	2025/06
Net Borç (Nakit)	22.875	22.019	23.094	15.030	18.536
Net Borç / Özkaynaklar (x)	2x	2,1x	2,4x	1,6x	2x
Net Borç / VAFÖK (x)	8,6x	17,4x	-25,7x	-60,5x	15x
Esas Faal.Kar / Net Fin.Gel. (Gid.) (x)	0,5x	0,3x	-	-	0,1x
Borç / (Borç + Özkaynak)	70%	71%	72%	71%	70%
Getiri Metrikleri	2024/06	2024/09	2024/12	2025/03	2025/06
Özkaynak Karlılığı	15%	5%	-38%	-39%	-21%
Net Kar Marjı	4%	1%	-9%	-9%	-4%
Varlık Devir Hızı (x)	93,9	90,9	84,9	77,1	77,8
Finansal Kaldıraç Oranı (x)	450,6	469,8	487,3	593,0	602,3
ROIC (**)	11%	7%	-	-	4%

YKY Tahminler (Sonuçlar Öncesi)					
	Son 4Ç	2025T	reel Δ	2026T	reel Δ
Gelirler	41.857	56.380	22%	68.880	3%
VAFÖK (diğ. gel (gid) hariç)	1.235	4.725	245%	6.575	18%
Serbest Nakit Akımı (SNA)	9.304	4.166	-60%	6.920	40%
Net Kar	-1.846	2.243	a.d.	4.392	66%
Toplam Özkaynaklar	8.934	13.543	37%	19.741	23%
Piyasa Çarpanları (x) (***)	Son 4Ç	2025T	2026T		
FD / Gelirler	1,93	1,4	1,2		
FD / VAFÖK	65,46	17,1	12,3		
FD / SNA	8,69	19,4	11,7		
F/K	a.d.	27,8	14,2		
F/DD	6,99	4,6	3,2		

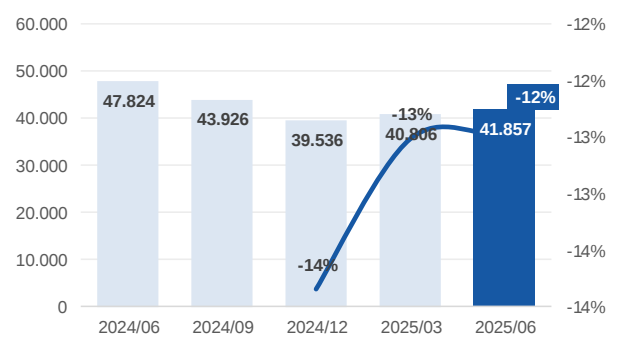
Kaynak: KAP, KYK Araştırma (*) Sadece Ticari Alacaklar, Stoklar ve Ticari Borçlar (**) Net Faaliyet Karı (Diğ. Dahil) / Net Operasyonel Varlıklar (***) FD ilgili yılın değerleri dikkate alınarak hesaplanmıştır (****) Net finansman gelir/gider kalemi parasal kazanç/kayıp içermektedir.

OTKAR-Çeyrekssel ve Son 12 Ay Finansallar

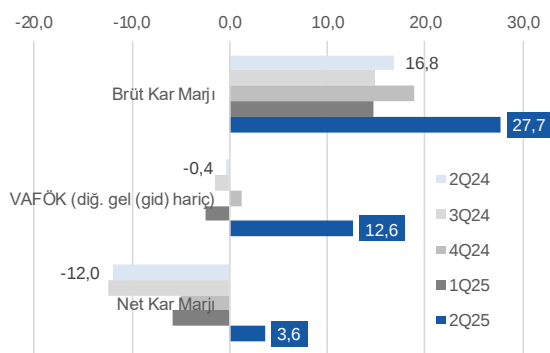
Önceki Yılın Aynı Çeyreğine Göre Büyüme (%)



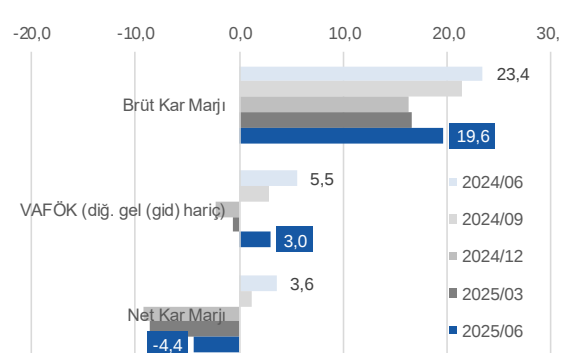
Son 4Ç Büyüme (%)



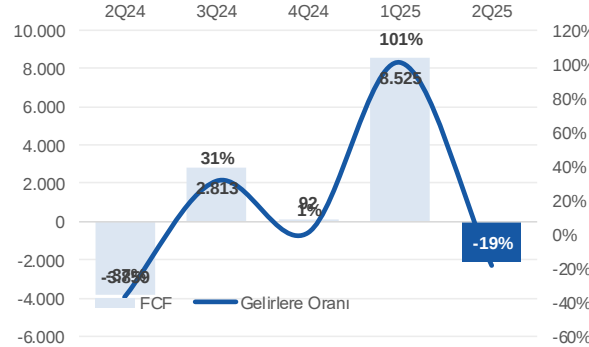
Çeyrekssel Marjlar (%)



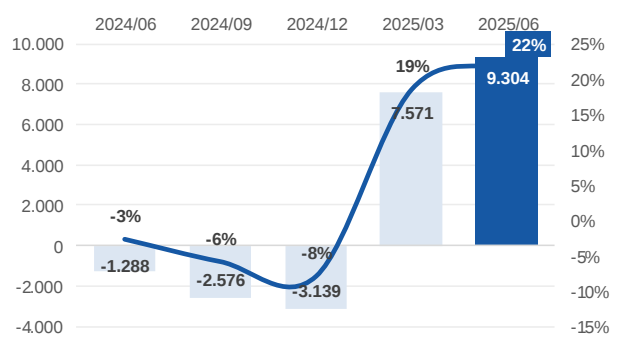
Son 4Ç Marjlar (%)



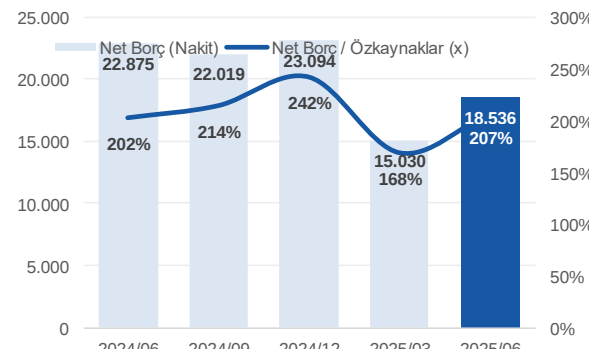
Çeyresel SNA (TLmn) & SNA Marjı



Son 4Ç SNA (TLmn) & SNA Marjı



Borçluluk



Getiri Metrikleri



Kaynak: KAP, YKY Araştırma

ÇEKİNCE:

Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti, yetkili kuruluşlar tarafından kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler ise genel niteliktedir. Bu tavsiyeler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Söz konusu rapor belli bir kişiye veya mali durumları, risk ve getiri tercihleri benzer nitelikteki bir gruba yönelik olarak hazırlanmamıştır. Belirli bir getirinin sağlanacağına dair herhangi bir vaat veya taahhütte bulunulmamaktadır. Tüm yorum ve tavsiyeler öngörü, tahmin ve fiyat hedeflerinden oluşmaktadır. Zaman içinde piyasa koşullarında meydana gelen değişiklikler nedeniyle söz konusu yorum ve tavsiyelerde değişikliğe gidilebilir. Size uygun olan yatırım araçlarının ve işlemlerin kapsam ve içeriği uygunluk testi neticesinde belirlenir. Uygunluk testi, yatırım kuruluşu tarafından pazarlanan ya da müşteri tarafından talep edilen ürün ya da hizmetin müşteriye uygun olup olmadığının değerlendirilmesi amacıyla, müşterilerin söz konusu ürün veya hizmetin taşıdığı riskleri anlayabilecek bilgi ve tecrübeye sahip olup olmadıklarının tespit edilmesidir. Bu raporda yer alan her türlü bilgi, yorum ve tavsiye uygunluk testi ile tespit edilecek risk grubunuz ve getiri beklentiniz ile uyumlu olmayabilir. Bu nedenle, uygunluk testi neticesinde risk grubunuz tespit edilmeden sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi amaç, bilgi ve tecrübenize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Burada yer alan bilgi ve veriler, araştırma grubumuz tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan derlenmiş olup, doğrulukları ayrıca araştırılmamıştır. Bu nedenle, bu bilgilerin tam veya doğru olmaması nedeniyle doğabilecek zararlardan Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ve çalışanları sorumlu değildir. Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından farklı bölümlerde istihdam edilen kişilerin veya Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin ortaklarının ve iştiraklerinin bu raporda yer alan tavsiyelerle veya görüşlerle hemfikir olmaması mümkündür. Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ile piyasanın işleyişinden kaynaklanan makul nedenlerden dolayı, Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ortakları, çalışanları, yöneticileri ve bunlarla doğrudan ve dolaylı olarak ilişkileri bulunan istihdam ilişkisi doğuracak bir sözleşme çerçevesinde veya herhangi bir sözleşme olmaksızın çalışan ve tavsiyenin hazırlanmasına katılan tüm gerçek veya tüzel kişiler ile müşterileri arasında önlemeyen çıkar çatışması ve objektifliği etkilemesi muhtemel nitelikte ilişkiler doğabilir. Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş., ortakları veya iştirakleri, Sermaye Piyasası Kurulu tarafından yetkilendirildikleri yatırım hizmetleri ve faaliyetleri ile yan hizmetlerini, bu raporda bahsi geçen şirketlere, muhtelif zamanlarda, sunmayı teklif edebilir veya sunabilir. Muhtelif zamanlarda, Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin, ortaklarını, iştiraklerinin ve işbu kapsamdaki yöneticilerinin, yetkililerinin, çalışanlarının veya temsilcilerinin, doğrudan veya dolaylı olarak, raporda bahsi geçen işlemler, menkul kıymetler veya emtialar üzerinde pozisyonları bulunabilir veya farklı nedenlerle ilgi ve ilişkileri bulunabilir. Söz konusu çıkar çatışması durumlarında Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş., internet sitesinde yer alan Çıkar Çatışması Politikası uyarınca hareket eder. Bu rapor, sadece gönderildiği kişilerin kullanımı içindir. Bu raporun tümü veya bir kısmı Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin yazılı izni olmadan çoğaltılamaz, yayınlanamaz veya üçüncü kişilere gösterilemez, ticari amaçla kullanılamaz.