

Otokar

Endeks Üzeri Getiri

12 Aylık Hedef: TRY760
Yukarı Potansiyel: %72

Sis Perdesi Kalkıyor, Zırhlılar Sahnede...

Yusuf Karagöz

yusuf.karagoz@akyatirim.com.tr

Hakan Aygün

hakan.aygun@akyatirim.com.tr

Otokar için "E.Ü.G." tavsiyemizi yineliyor, 12A HF'mızı değerlememizi bir çeyrek ileri taşıyarak 744 TL'den 760 TL'ye yükseltiyoruz. Hisseye yönelik artan iyimserliğimizin temelinde: i) enflasyon muhasebesinin optik etkisiyle gölgelenen reel değer potansiyelinin dezenflasyon ile görünürlük kazanması, ii) yüksek hacimli zırhlı araç teslimatlarının desteklediği güçlü toparlanma, iii) yapısal olarak büyüyen pazarlarda stratejik konumlanma, iv) marj iyileşmesi ve alınan avanslarla borçlulukta görülen azalma yer alıyor...

Enflasyon muhasebesinin marjlardaki optik etkisinin dezenflasyon ile azalması. Otokar, 2025'e rekor düzeyde kesinleşen siparişler, yüksek kar görünürlüğü ve artan savunma harcamalarının sağladığı destekle girdi. Ancak hisse fiyatı, TMS29'un yürürlüğe girmesi sonrası USD bazında zirveden yaklaşık %50 geriledi. Bu düşüşü, uzun üretim döngüsü ve yıl sonuna yığılan teslimatlar nedeniyle TMS29'un Otokar gibi şirketlerde daha sert şekilde marj baskısı yaratmasına bağlıyoruz. Bu yapı, enflasyon çarpanıyla şişen girdi maliyetlerine karşı gelir tarafında sınırlı düzeltmeye izin verdiğinden, nakit akımını etkilemeden raporlanan karları aşağı çeken muhasebesel bir etkiye neden olmaktadır. Enflasyonun düşmesiyle bu optik bozulmaların ortadan kalkmasını, manşet karların toparlanmasını ve şirket değerinin daha net görünmesini bekliyoruz. Makro dinamiklerle desteklenen güçlü büyüme, düşük yatırım ihtiyacı ve vergi avantajı ile toparlanan SNA ile birlikte mevcut piyasa değerini temel verilerle örtüşmeyen bir yanlış fiyatlama olarak görüyoruz.

Zırhlı araç teslimatlarıyla desteklenen güçlü finansal toparlanma. 2025'te USD bazında %40'ın üzerinde ciro büyümesi öngörüyoruz. Bu performans; zırhlı araç (ZA) teslimatlarındaki artış, yeni pick-up modelinin ölçeklenmesi ve güçlü Euro'dan destek bulacaktır. Otokar bu yıl Romanya sözleşmesinin ilk partisinin teslimini, Estonya sevkiyatlarının tamamlanmasını ve stoktaki diğer ZA'ların teslimatını planlıyor. Bu doğrultuda ZA segmenti gelirlerinin USD bazında yıllık yaklaşık 1,5 kat artmasını bekliyoruz. TMS29'un etkisinin hafiflemesi, ürün karmaşındaki iyileşme ve operasyonel kaldıraç sayesinde FAVÖK marjının 2024'teki %-2'den 2025'te %8'e çıkmasını öngörüyoruz.

Yapısal büyüme pazarlarında stratejik konumlanma. Otokar'ın EMEA'daki güçlü ticari varlığı, şirketi artan savunma bütçelerinin merkezine yerleştirmektedir. Yaklaşık 1 milyar USD'lik Romanya anlaşması ve Estonya teslimatları gibi yıllara sarı sözleşmeler, jeopolitik dalgalanmalar karşısında öngörünürlük sunuyor. Doğu Avrupa ve Orta Doğu'daki stratejik ortaklıkların artan ZA talebinden pay alımını destekleyeceğine inanıyoruz. Ticari araç segmentinde IVECO ile imzalanan 5+5 yıllık çerçeve anlaşma ise üretim planlamasında öngörülebilirlik sağlıyor.

Düşük yatırım ihtiyacı ve vergi istisnasıyla güçlü nakit üretimi. Otokar'ın tamamı kendine ait fikri mülkiyetleri ile çeşitlendirilmiş ZA portföyü—büyük ölçüde şirket içinde geliştirilmiş ve sınırlı Ar-Ge ihtiyacı bulunan—düşük sermaye yoğunluğu ile ölçeklenebilir yurt dışı büyüme sağlıyor. Atıl üretim kapasitesi ve Ar-Ge teşvikleri, verimli ve nakit yaratan bir operasyonel yapıya imkan sunmakta. Bu yapı, yüksek tutarlı avanslarla birleşerek güçlü serbest nakit akımı yaratıyor ve borçlulukta çözümü hızlandırıyor. 2025 için %8–9 seviyesinde serbest nakit akımı verimliliği öngörüyoruz; bu oran, sektör ortalaması olan %5–8 bandının belirgin şekilde üzerindedir. Marj normalleşmesi ve finansman maliyetlerindeki gevşemeyle Net Borç/FAVÖK oranının yaklaşık 6,3x'ten 2,5x seviyesine gerilemesini bekliyoruz.

Temel riskler. Teslimatlarda olası gecikmeler veya tedarik süreçlerinde aksamalar, gelir kaydının zamanlamasını etkileyebilir. İşçilik maliyetlerindeki artış ve yüksek kaldıraç gibi mevcut riskleri tahminlerimize yansıtıyoruz.

Bloomberg Kodu	OTKAR TI
Tavsiye	Endeks Üz. Getiri
Hedef Fiyat, TL	760.00 (önceki 744.00)
Güncel Fiyat, TL	442.00
Getiri Potansiyeli	72%
Halka Açıklık Oranı	28%
Piyasa Değeri, mn TL	53,040

Finansal Veriler	2023	2024	2025T	2026T
Özet UFRS Finansallar				
Ciro, mn TL	27,239	33,886	56,517	63,227
FAVÖK, mn TL	1,654	-769	4,330	6,641
Net Kâr, mn TL	1,968	-3,104	2,446	4,056

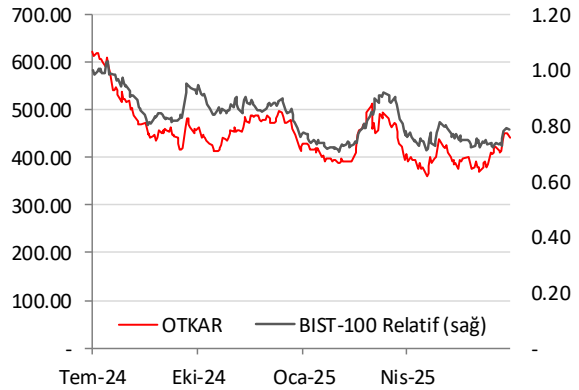
Borçluluk				
Net Borç, mn TL	9,297	19,794	23,938	29,577
Net Borç/FAVÖK	5.6	-25.7	5.5	4.5

Kârlılık				
FAVÖK Marjı	6.1%	n.m.	7.7%	10.5%
Net Marj	7.2%	n.m.	4.3%	6.4%
Temettü Verimi	-	1.2%	-	0.4%

Büyüme				
Ciro, y/y	183.6%	24.4%	66.8%	11.9%
FAVÖK, y/y	33.0%	n.m.	n.m.	53.4%
Net Kâr, y/y	58.8%	n.m.	n.m.	65.8%

Değerleme Verisi	2023	2024	2025T	2026T
F/K	17.1	n.m.	21.7	13.1
FD/FAVÖK	26.0	n.m.	17.8	12.4
FD/Ciro	1.6	2.4	1.4	1.3

Hisse Verileri	1A	3A	12A	YBG
Nominal Getiri	16.6%	11.8%	-29.1%	-8.8%
BİST-100 Relatif	7.7%	2.4%	-21.9%	-11.4%
AOİH, mn TL	185	185	175	170



İÇERİK

FİNANSALLAR.....	3
YÖNETİCİ ÖZETİ.....	4
GÖRSEL ÖZET – TEMEL GRAFİKLER.....	5
YATIRIM TEMASI.....	7
SWOT ANALİZİ.....	10
RİSKLER.....	11
DEĞERLEME.....	12
TEMETTÜ PERFORMANSI.....	19
KAR BEKLENTİLERİMİZ – 2Ç 2025.....	19

FİNANSALLAR

Gelir Tablosu (milyon TL)	2023	2024	2025T	2026T
Satış Gelirleri	27,239	33,886	56,517	63,227
Brüt Kar	6,307	5,519	11,210	13,753
Operasyonel Giderler	-5,565	-7,806	-9,020	-9,927
Faaliyet Karı	742	-2,287	2,191	3,825
FAVÖK	1,654	-770	4,330	6,641
Finansal Gelir / (Gider)	716	-661	-245	-319
Vergi Öncesi Kar	1,458	-2,988	1,946	3,506
Vergi Geliri / (Gideri)	510	-116	500	550
Net Kar	1,968	-3,104	2,446	4,056
Bilanço (milyon TL)	2023	2024	2025T	2026T
Dönen Varlıklar	24,092	30,305	46,760	53,142
Nakit ve Nakit Benzerleri	6,836	1,471	737	753
Ticari Alacaklar	8,565	14,409	22,341	26,273
Stoklar	7,430	13,666	22,735	25,026
KV Avans Ödemeleri	169	340	201	236
Diğer Dönen Varlıklar	1,093	418	747	854
Duran Varlıklar	8,392	14,062	19,398	24,119
Maddi Duran Varlıklar	3,099	5,264	7,987	10,877
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	3,874	6,772	8,483	9,891
UV Ticari Alacaklar	501	765	934	1,076
UV Avans Ödemeleri	27	23	101	118
Diğer Duran Varlıklar	892	1,238	1,893	2,156
Toplam Varlıklar	32,485	44,367	28,600	37,847
Kısa Vadeli Yükümlülükler	20,908	23,279	28,600	37,847
Finansal Borçlar	13,824	9,312	9,312	11,671
KV Alınan Avanslar	807	4,708	2,580	7,160
Ticari Borçlar	4,099	6,822	12,480	14,198
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	2,177	2,437	4,228	4,817
Uzun Vadeli Yükümlülükler	3,273	12,899	23,790	22,608
Finansal Borçlar	2,308	11,954	15,363	18,659
UV Alınan Avanslar	610	505	7,553	2,984
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	355	441	875	966
Özkaynaklar	8,303	8,188	13,768	16,806
Ödenmiş Sermaye	120	120	120	120
Toplam Kaynaklar	14,152	32,485	66,158	77,261

Nakit Akım Tablosu (milyon TL)	2023	2024	2025T	2026T
İşletme Faaliyetlerinden Nakit	790	-198	1,838	6,207
Düzeltilme Öncesi Kar	1,968	-3,104	2,446	4,056
Karşılıklarda Değişim	1,299	685	0	0
Amortisman ve İtfa Payları	911	1,517	2,139	2,816
İşletme Sermayesindeki Değişim	-1,085	-2,319	-6,422	-4,494
Diğer İşletme Faaliyetlerinden Nakit	-2,303	3,023	3,675	3,830
Yatırım Faaliyetlerinden Nakit	-140	-2,492	-3,142	-3,580
Sabit Sermaye Yatırımları	-1,296	-3,439	-3,142	-3,580
Diğer Yatırım Faaliyetlerinden Nakit	1,156	947	0	0
Serbest Nakit Akımı	650	-2,690	-1,304	2,627
Finansman Faaliyetlerinden Nakit	5,934	-2,942	3,409	5,459
Diğer	-2,557	-2,674	-2,839	-8,070
Nakit ve Benzerlerindeki Değişim	4,027	-8,307	-735	16

Reel Büyüme	2023	2024	2025T	2026T
Satış Gelirleri	52.9%	-13.8%	29.8%	-7.9%
Brüt Kar	55.9%	-44.8%	51.7%	-1.1%
Operasyonel Giderler	39.9%	36.0%	12.2%	5.8%
Faaliyet Karı	10x	n.m.	n.m.	19.3%
FAVÖK	118.5%	n.m.	n.m.	2.6%
Net Kar	-2.5%	n.m.	n.m.	7.2%

Karlılık	2023	2024	2025T	2026T
Brüt Kar Marjı	23.2%	16.3%	19.8%	21.8%
Operasyonel Gider Marjı	-20.4%	-23.0%	-16.0%	-15.7%
Faaliyet Kar Marjı	2.7%	-6.7%	3.9%	6.1%
FAVÖK Marjı	6.1%	-2.3%	7.7%	10.5%
Net Kar Marjı	7.2%	-9.2%	4.3%	6.4%
Operasyonel Nakit Akımı Marjı	2.9%	-0.6%	3.3%	9.8%
Serbest Nakit Akımı Marjı	2.4%	-7.9%	-2.3%	4.2%
Operasyonel Nakit Akımı / FAVÖK	47.8%	n.m.	42.4%	93.5%

Borçluluk	2023	2024	2025T	2026T
Net Borç (Nakit)	9,297	19,794	23,938	29,577
Net Borç / FAVÖK	5.6	n.m.	5.5	4.5
Faaliyet Karı / Net Faiz Gideri (Geliri)	1.0	3.5	-8.9	-12.0

İş Ortakları ile ilgili karları şirketin ana faaliyetinin bir parçası olarak değerlendirerek FAVÖK'e dahil ediyoruz.

Kaynak: Rasyonet, Ak Yatırım Araştırma

YÖNETİCİ ÖZETİ

Yatırım Tezinin Özeti

Otokar'ı, jeopolitik kaldıraç potansiyeli yüksek, nakit üretme kabiliyeti güçlü ve yapısal olarak yanlış fiyatlanan bir sanayi şirketi olarak değerlendiriyoruz. Şirketin, zırhlı araç (ZA) talebinin güçlü seyri ve enflasyon kaynaklı muhasebe bozulmalarının kademeli olarak ortadan kalkmasıyla birlikte yeniden değerlendirme sürecine girdiğine inanıyoruz. Şirkete yönelik olumlu görüşümüzün temel unsurları şunlardır:

- Satış Karmasına Girebilecek Potansiyel Zırhlılar.** Otokar, ZA ürün karmasını 6x6, 8x8 ve paletli gibi daha büyük ve yüksek değerli platformlara kaydırmaktadır. Fikri mülkiyet haklarına sahip olunan bu modellerle ticarileşmenin hız kazanmasını bekliyoruz.
- Jeopolitik Dinamiklerin Yarattığı Yapısal Büyüme Desteği.** Şirket, Doğu Avrupa ve Orta Doğu'da artan savunma harcamalarıyla şekillenen yapısal büyüme ortamından, güçlenen ihracat görünürlüğü ve derinleşen stratejik ortaklıklar sayesinde fayda sağlamaktadır.
- Düşük Yatırım İhtiyacı ve Vergi Avantajlı Büyüme.** Otokar, ölçeklenebilir üretim kapasitesi, 12 milyar TL tutarındaki müşteri avansları ve Ar-Ge teşvikleri sayesinde düşük sermaye gereksinimiyle ve vergi avantajıyla büyümesini sürdürmektedir.
- Karlılık ve SNA Toparlanması.** 2025'te USD bazında yaklaşık %43 ciro büyümesi öngörüyor, TMS29 sonrası FAVÖK marjının 2024'teki %-2 seviyesinden yaklaşık %8'e yükselmesini bekliyoruz. Bu iyileşme, küresel benzerlerinin oldukça üzerinde yüksek tek haneli SNA verimi yaratacaktır.
- Değerleme Anomalisi.** Sadece ZA sipariş yükü olan 1.1 milyar USD mevcut piyasa değerinin büyük kısmını karşılamaya yeterken, ZA pazarından pozitif ayrılan büyüme potansiyeli ve yeni modellerle büyüyen ticari araç segmenti piyasa tarafından büyük ölçüde göz ardı edilmektedir.

Şekil 1: Özet Değerleme Tablosu

Metrik	Otokar	ZA Üreticileri
2025T FD/FAVÖK	8.8x	13.7x
FD / Kesinleşen Siparişler (*)	1.6x	1.1x
SNA Verimi (2025T)	8-9%	5-7%
Yatırım Harcaması Yoğunluğu	Düşük	Orta
Döviz Geliri	Yüksek	Karma

Kaynak: Şirket, Ak Yatırım Araştırma

Temel riskler. Zırhlı araç programlarındaki olası uygulama gecikmeleri, ticari araç segmentinin beklentilerden yavaş toparlanması, işçilik/çelik/lojistik kaynaklı maliyet enflasyonu veya kur oynaklığı, yeniden değerlendirme sürecinin hızını olumsuz etkileyebilir.

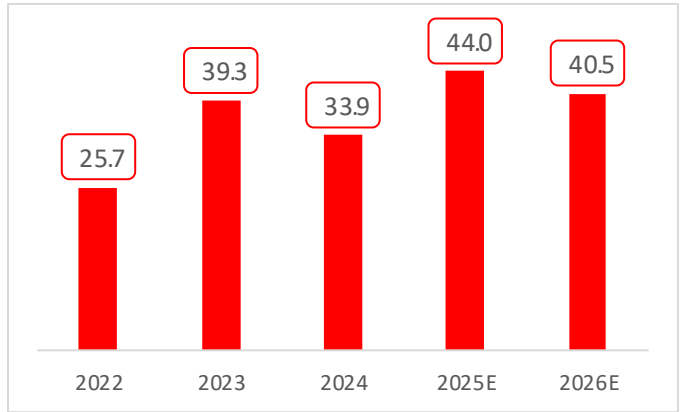
GÖRSEL ÖZET – TEMEL GRAFİKLER

Şekil 2: Enflasyon Muhasebesinin Etkisi, 2022-2023

Yıl	Metrik	E.M. Öncesi	E.M. Sonrası
2022	FAVÖK, %	12.9%	4.2%
	FAVÖK, mnTL	1,244	459
2023	FAVÖK, %	16.3%	6.1%
	FAVÖK, mnTL	3,750	1,654

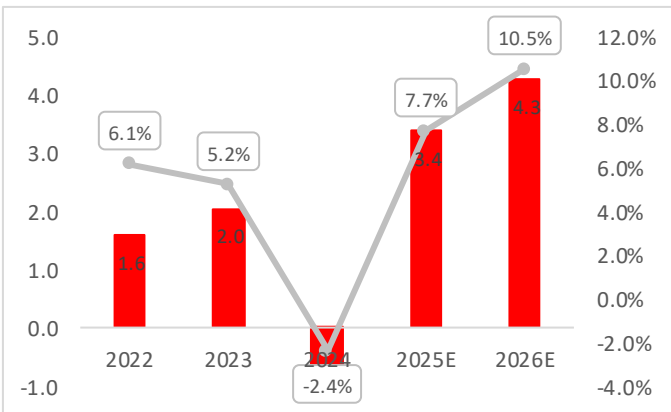
Kaynak: Şirket, Ak Yatırım Araştırma

Şekil 3: Gelirler, mnTRY, 2022-2026T



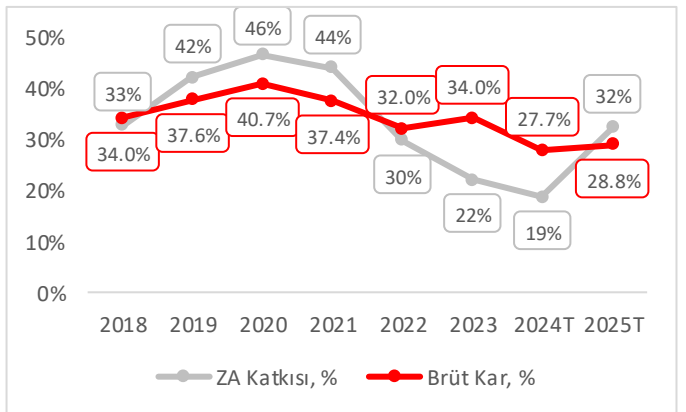
Kaynak: Şirket, Ak Yatırım Araştırma. 2024 yıl sonu fiyatları ile ifade edildi.

Şekil 4: FAVÖK & FAVÖK Marjı, 2022-2026E



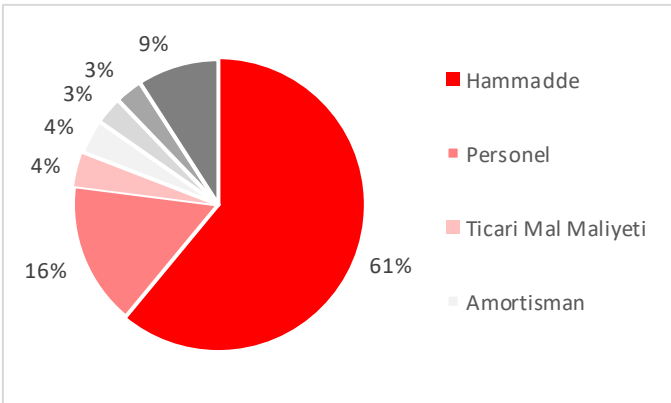
Kaynak: Şirket, Ak Yatırım Araştırma. 2024 yıl sonu fiyatları ile ifade edildi.

Şekil 5: ZA Satışlarının Brüt Kar Marjı Etkisi, 2018-2022



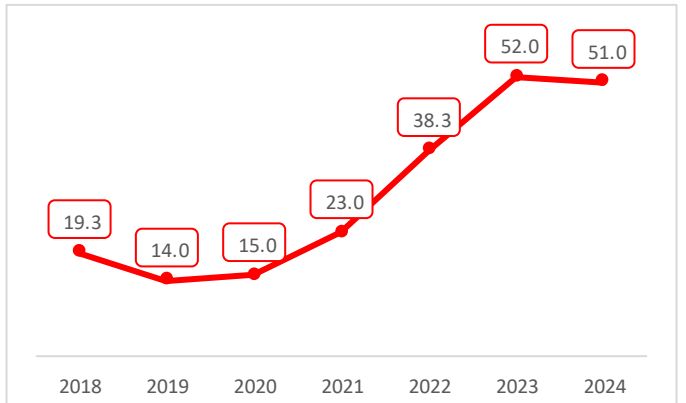
Kaynak: Şirket, Ak Yatırım Araştırma. UMS29 öncesi finansallar ile hazırlandı.

Şekil 6: Maliyet Yapısı, 2024



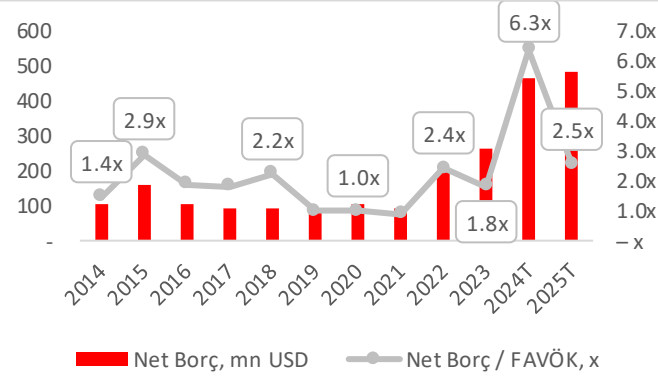
Kaynak: Şirket, Ak Yatırım Araştırma

Şekil 7: Kapasite Kullanımı, %, Tek Vardiya, 2018-2024



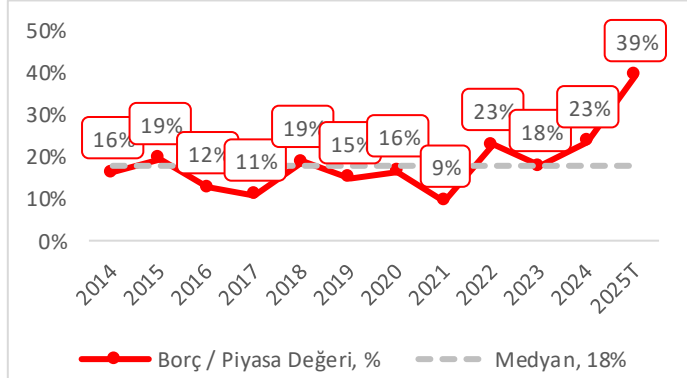
Kaynak: Şirket, Ak Yatırım Araştırma

Şekil 8: Net Borç ve Net Borç / FAVÖK, 2014-2025T



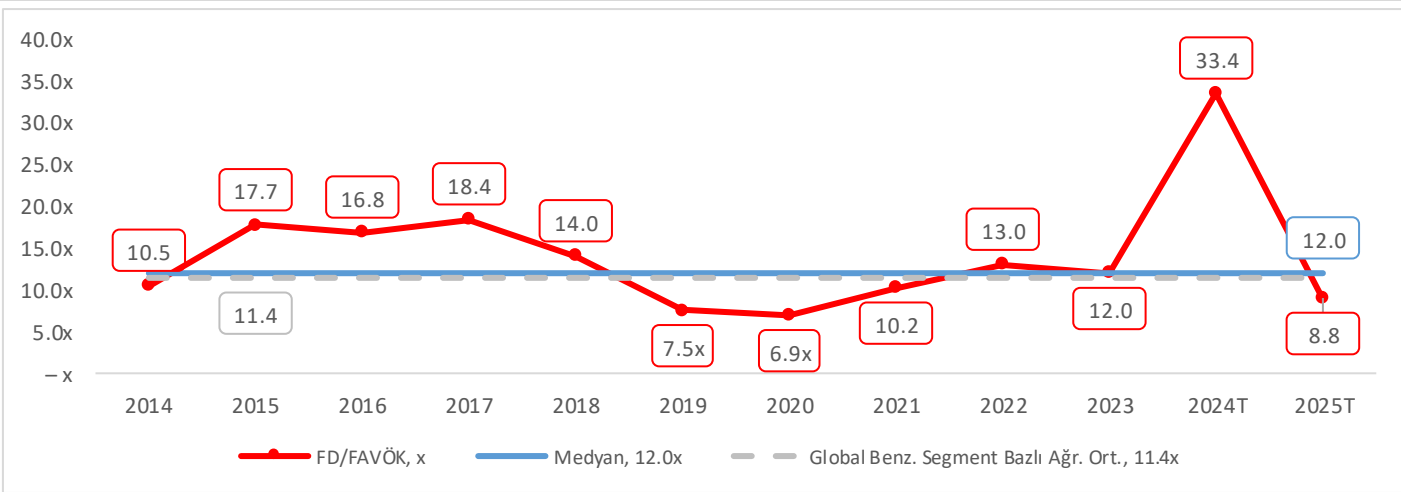
Kaynak: Ak Yatırım Araştırma. TRY rakamları USD'ye dönüştürüp kullandık.

Şekil 9: Net Borcun Piyasa Değerine Oranı, %, 2014-2025T



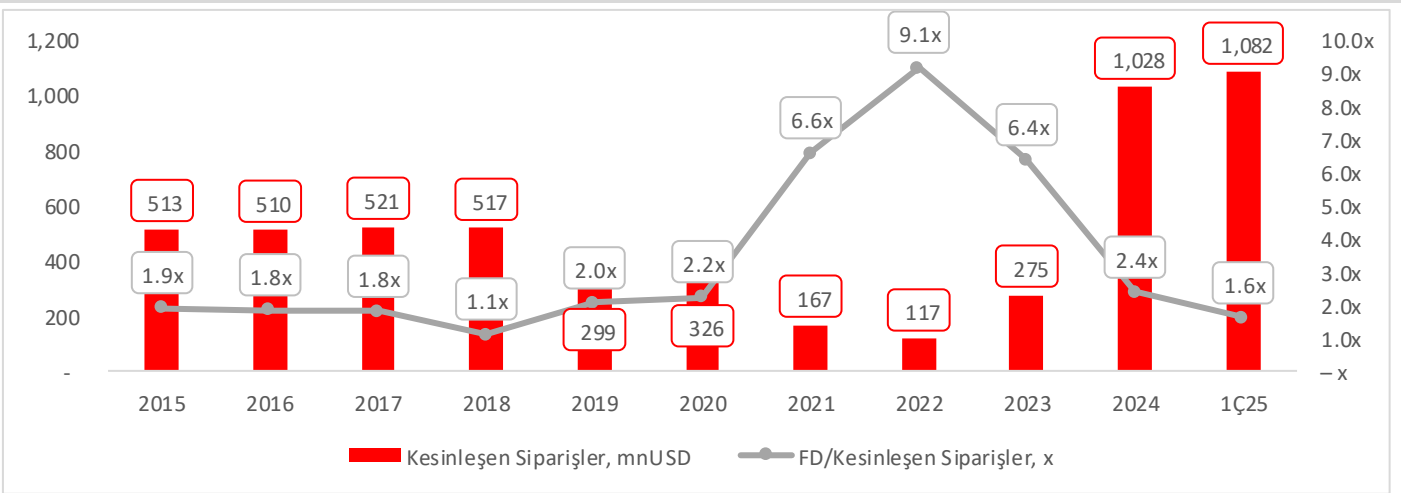
Kaynak: Şirket, Ak Yatırım Araştırma

Şekil 10: Firma Değeri / FAVÖK, 2014-2025T



Kaynak: Ak Yatırım Araştırma. TRY rakamları USD'ye dönüştürüp kullandık.

Şekil 11: Firma Değeri / Kesinleşen Siparişler, x, 2015-1Ç25



Kaynak: Şirket, Ak Yatırım Araştırma. Kesinleşen sipariş tutarını USD cinsinden ifade ettik.

YATIRIM TEMASI

Enflasyon Muhasebesi Kaynaklı Marj Baskısında Azalma

Otokar hisselerinde son 12 ayda görülen USD bazında %50'nin üzerindeki sert geri çekilmenin, büyük ölçüde TMS29'un yarattığı mekanik etkilerden kaynaklandığını düşünüyoruz. Bu uygulama, şirketin operasyonel gerçekliğini yansıtmayan şekilde manşet marjları baskılarken, nakit yaratım kapasitesini etkilemiyor. 2023 yılında enflasyon muhasebesi sonrası açıklanan FAVÖK, enflasyon muhasebesi öncesi rakamın yarısından bile daha azdı. Bunun ana nedeni, satılan malın maliyetinin (SMM) enflasyona göre yeniden değerlendirilmesidir.

Bu bozulma Otokar özelinde daha belirgindir; zırlı araç üretimine özgü uzun teslimat süreleri nedeniyle stok devir süresi yapısal olarak yüksektir (yaklaşık 180–200 gün), buna karşılık gelirler yılın son çeyreğinde yoğunlaşmaktadır. Bu yapı, maliyetlerin yıl boyunca enflasyondan daha fazla etkilenmesine, ağırlıklı olarak yıl sonunda kayda giren gelirlerin ise sınırlı yeniden değerlemeden geçmesine yol açar. Sonuç olarak operasyonel gerçekliği yansıtmayan yapay bir marj baskısı oluşur.

Bu nakit-dışı düzeltmeler, TMS29 kapsamında FAVÖK altı kalemlerde parasal kazanç olarak muhasebeleştirilse de, manşet karları bozarak çarpanları şişirir. Bu nedenle, Otokar'ın güçlü nakit yaratım kapasitesini daha doğru yansıtmak adına, SMM yeniden değerlemelerinin geri eklendiği düzeltilmiş FAVÖK yaklaşımının benimsenmesi gerektiğini düşünüyoruz.

Marj baskısının, temel bozulmadan çok muhasebesel karmaşadan kaynaklandığı görüşündeyiz. Enflasyon muhasebesine aşina olmayan yatırımcıların manşet marjlara odaklanması, bu yanlış fiyatlamayı tetikliyor. Oysa nakit yaratımı ve operasyonel dayanıklılık güçlü kalmaya devam ediyor. Mevcut değerlendirme seviyesini, sermaye verimliliği yüksek ve jeopolitik açıdan kalıcı bir savunma oyuncusu na iskontolu bir yatırım fırsatı olarak değerlendiriyoruz.

2025 tahminlerimize göre Otokar 9,0x FD/FAVÖK çarpanıyla işlem görüyor; bu da küresel benzerlerine kıyasla (ortalama 11,8x) ciddi bir iskontoya işaret ediyor. Şirketin 1,1 milyar USD tutarındaki ZA sipariş yüküne benzerlerin FD/Sipariş çarpanı (1,1x) uygulandığında, mevcut firma değerini neredeyse tek başına karşıladığı görülüyor. Bu da cironun yaklaşık %75'ini oluşturan Ticari Araç segmenti ile büyüme potansiyelinin piyasa tarafından göz ardı edildiğini gösteriyor. Bu durumu açık bir "böl ve değerlendir" sapması olarak görüyoruz.

Düşük yatırım ihtiyacı, vergi avantajı, güçlü sipariş görünürlüğü ve hızlanan USD bazlı büyüme ile, Otokar'ın temel dinamiklerinin dezenflasyon sürecinde yeniden öne çıkması beraberinde anlamlı bir yeniden değerlendirme sürecine girmeye aday olduğunu düşünüyoruz.

Şekil 12: Enflasyon Muhasebesi Etkisi, 2023 Finansalları

Metrik	EM Öncesi	EM Sonrası
FAVÖK Marjı	16.3%	6.1%
FAVÖK	3,750	1,654

Kaynak: Şirket, Ak Yatırım Araştırma

Zırhlı Teslimatlarla Desteklenen Güçlü Finansal Toparlanma

2025 yılında, güçlü hacim artışı ve ürün karmasındaki iyileşmenin etkisiyle keskin bir kar toparlanması öngörüyoruz. Konsolide USD bazlı gelirlerin yıllık %40'ın üzerinde artmasını bekliyoruz. Bu büyümeyi, hızlanan zırhlı araç (ZA) teslimatları, ticari araç (TA) segmentinde Otokar'ın yeni pick-up modelinin ölçeklenmesi ve EUR/USD paritesinin destekleyici seyri besleyecektir.

Bu yıl Otokar, Romanya sözleşmesinin ilk teslimatlarını gerçekleştirmeyi, Estonya'ya yapılacak kalan sevkiyatları tamamlamayı ve stoktaki diğer ZA'ların teslimatını hayata geçirmeyi planlıyor. Bu doğrultuda ZA segmenti gelirlerinin USD bazında yıllık yaklaşık 1,5 kat artmasını öngörüyoruz. Bu tahminlerimize, resmi kesinleşen siparişlere yansımamış olası ek teslimatlar ihtiyatlı bir şekilde dahiledilmemiştir.

TMS29 sonrası FAVÖK marjının 2024'teki %-2 seviyesinden 2025'te yaklaşık %8'e yükselmesini bekliyoruz. Bu toparlanmanın arkasında; operasyonel kaldıraç etkisi, ürün karmasındaki iyileşme ve girdi maliyetlerinde kademeli hafifleme yer almaktadır. Serbest nakit akımında da güçlü bir toparlanma öngörüyoruz. %10 seviyelerine yaklaşan SNA verimi, Otokar'ı küresel savunma benzerlerinin %5–8 aralığındaki ortalama seviyelerinin belirgin şekilde üzerine taşıyacaktır.

Yapısal Büyüme Pazarlarında Stratejik Konumlanma

Artan küresel güvenlik riskleri ve devam eden bölgesel çatışmalar, dünya genelinde savunma harcamalarının kalıcı biçimde yükselmesine ve tedarik döngülerinin hızlanmasına neden oldu. Kompozit zırh sistemlerinden aktif koruma sistemlerine (APS), insanlı-insansız görev entegrasyonuna (MuM-T) kadar uzanan modernizasyon ihtiyaçları, kara kuvvetlerini ZA filolarını yenilemeye zorluyor.

Bu dinamikler doğrultusunda, küresel ZA pazarının 2026 yılında 41 milyar USD büyüklüğe ulaşması ve 2023–2028 döneminde yıllık bileşik %6.4 büyüme kaydetmesi öngörüyoruz (DefenseIQ, Ocak 2025). Bölgesel bazda yıllık büyüme oranları; Asya-Pasifik'te %14,2, Güney Amerika'da %9,8, Orta Doğu'da %9,5 ve Avrupa'da %7,5 seviyesinde projekte ediliyor. 25 Haziran'da NATO üyeleri, savunma harcaması hedefini GSYH'nin %2'sinden %3,5'ine yükseltme kararı alırken, ek olarak %1.5'lik bir bütçeyi güvenlik odaklı kalemlere tahsis etti. Bazı üye ülkelerde yüksek borçluluk ve bütçe açığı kısıtları olsa da, 2025'te yaşanan jeopolitik gelişmeler ve NATO taahhütleri dikkate alındığında, %6,4'lük yıllık bileşik büyüme oranı tahmininin çok net şekilde yukarı yönlü risk taşıdığını değerlendiriyoruz.

Otokar'ın Doğu Avrupa, Orta Asya ve Orta Doğu'da sahip olduğu köklü ticari erişim ve marka bilinirliği, şirketi bu bütçe genişlemelerinin merkezine yerleştiriyor. Yakın dönemde imzalanan uzun vadeli sözleşmeler—Romanya'dan yaklaşık 980 milyon USD ve Estonya'dan yaklaşık 130 milyon EUR tutarında—savunma tedarik süreçlerinde sık görülen sipariş dalgalanmasını sınırlayan nadir bir ileriye dönük görünülük sunuyor. Bu doğrultuda, Otokar'ın ZA segmentinin, 2023–2028 döneminde USD bazında yıllık ortalama %15 büyüme kaydederek pazarın üzerinde performans sergilemesini bekliyoruz.

Düşük Yatırım Gereksinimi ve Vergi Avantajının Sağladığı Güçlü Nakit Yaratımı

Otokar'ın savunma tarafındaki iş modeli, geleneksel 4x4 araçlardan çok daha yüksek birim fiyatlı, gelişmiş muharebe kabiliyeti ve güçlü ihracat potansiyeli sunan 6x6, 8x8 ve paletli ZA'lara yapısal bir geçiş gösteriyor. Şirketin bu yeni nesil portföy üzerindeki tüm fikri mülkiyet (IP) haklarına sahip olması, ek Ar-Ge veya lisans maliyeti olmadan ölçeklenme imkanı sağlıyor —ki bu, halen sermaye yoğun geliştirme döngüsünde olan birçok rakibin aksine önemli bir avantajdır.

Bu dönüşüm, ortalama satış fiyatlarının yükselmesini, marjların iyileşmesini ve daha güçlü nakit dönüşümünü destekliyor. Kritik olarak, Otokar 2024 itibarıyla kurulu üretim kapasitesini tek vardiya üzerinden dahi yalnızca %51 oranında kullanmaktadır; bu da ek yatırım ihtiyacı olmaksızın hacim büyümesini mümkün kılarken, bilanço gücünü koruyarak nakit üretimini desteklemektedir. Fikri mülkiyet haklarının kontrolü, uluslararası pazarlarda fiyatlama, teslimat ve iş ortaklığı konularında daha yüksek ticari esneklik ve stratejik manevra alanı yaratmaktadır.

Buna ek olarak, Otokar 2028'e kadar uzatılmış olan Ar-Ge kaynaklı vergi teşviklerinden faydalanmaktadır. Bu sayede şirketin efektif vergi yükü neredeyse ortadan kalkmakta, bu durum hem yeniden yatırım kapasitesini güçlendirmekte hem de vergi sonrası nakit akışlarını artırarak sermaye verimliliği yüksek, ölçeklenebilir büyüme modelini desteklemektedir.

Borçlulukta Azalma ve Faiz İndirimleri ile Finansman Giderlerinde Düşüş

2024 yılında, ertelenen ZA teslimatları ve metal işçileri sendika anlaşmasına bağlı ücret enflasyonu nedeniyle artan işletme sermayesi ihtiyacı ve proje gecikmeleri, Otokar'ın yılı yüksek borçlulukla kapatmasına neden oldu. Net borç yaklaşık 500 milyon USD'ye (TL karşılığı) ulaştı; TMS29 etkisiyle baskılanmış bir kar tabanına göre hesaplandığında, Net Borç/FAVÖK oranı USD bazlı tahminlerimize göre yaklaşık 6x seviyesine çıktı.

2025'te bu trendin tersine dönmesini bekliyoruz. ZA teslimatlarının hızlanması ve ticari araç hacimlerinin toparlanmasıyla birlikte, net kaldıraç oranının yaklaşık 2,5x seviyelerine gerilemesini öngörüyoruz. Güçlü avans edimimleri ve alacak devir hızındaki iyileşme bu süreci destekleyecektir. Yaklaşık 12 milyar TL düzeyindeki avans bakiyesi ise fonlama görünürlüğü sağlamakta ve borçlulukta organik çözülmeye imkan tanımaktadır.

Paralel olarak, 2025'in ikinci yarısında başlamasını beklediğimiz faiz indirimi döngüsüyle birlikte, şirketin faiz yükünde anlamlı bir gerileme öngörüyoruz. Azalan fonlama maliyetleri, net kara katkı sağlayarak finansal kaldıraç etkisini marj genişlemesine dönüştürebilir.

Bu borçlulukta çözülme sürecini, hisse değerlemesi açısından önemli bir katalist ve aynı zamanda nakit dönüşümünü sıklıkla sınırlayan işletme sermayesi oynaklığının yüksek olduğu savunma sektöründe yapısal bir avantaj olarak değerlendiriyoruz.

SWOT ANALİZİ

Şekil 13: SWOT Analizi

GÜÇLÜ YÖNLER - Zırhlı Araç platformlarında kritik fikri mülkiyet haklarının tamamına sahip olması - Orta Doğu ve Doğu Avrupa gibi yüksek büyüme potansiyeline sahip savunma pazarlarında köklü ortaklık ağı - NATO üye ülkelerde muharebe sahasında kanıtlanmış performans ve ihracat geçmişiyle artan güvenilirlik - Yüksek üretim kapasitesinin sağladığı büyük ölçekli ihalelerde rekabet avantajı ve düşük yatırım ihtiyacı - Güçlü sipariş yükü sayesinde artan kazanç öngörünürlüğü - Ar-Ge merkezi ile daha hızlı test döngüleri ve daha düşük hata oranı - Yeni modeller ile büyüyen ve yıl içi nakit akışı sezonsallığını dengeleyen ticari araç segmenti	ZAYIF YÖNLER - 2024'te artan işletme sermayesi ihtiyacı sonrası bilanço kaldırma seviyesinin yükselmesi - Yerleşik yerli rakipler nedeniyle bazı yurt içi savunma ihalelerine sınırlı erişim - Tarihsel olarak ücret enflasyonuna karşı yüksek hassasiyet - Göreceli olarak düşük tekrar eden gelir yapısı
FIRSATLAR - Küresel ve bölgesel savunma bütçelerinde devam eden yapısal büyüme - Avrupa'da hızlanan modernizasyon ihtiyacı ve sınırlı tedarikçi sayısı nedeniyle artan tedarikçi çeşitlendirme talebi - Uzun süreli yatırım eksikliği sonrası ZA modernizasyonuna yönelik hızlanan talep - Gelişmekte olan pazarlarda yerli savunma üretiminin artan önemi - 2028'e kadar geçerli Ar-Ge harcamalarına yönelik vergi teşvikleri	TEHDİTLER - Ücret enflasyonu riski: Ciroya oranla yüksek çalışan sayısı - Teslimat gecikmeleri: Karlılıkta volatilité - Gelişen insansız sistem teknolojileri: Geleneksel kara platformlarının etkinliğine tehdit - Elektronik harp uygulamalarının yaygınlaşması: Klasik platformların stratejik değerinde azalma - Müşteri portföyünde savunma sektörüne özgü yüksek yoğunlaşma riski - Ana ihracat pazarlarında politik risk (örneğin yaptırımlar, rejim değişiklikleri)

Kaynak: Ak Yatırım Araştırma

RİSKLER**Jeopolitik Riskler**

Otokar, bir savunma sanayi yüklenicisi olarak jeopolitik dalgalanmalara açık konumdadır; bu durum, sözleşme kazanımlarını veya teslimat takvimlerini etkileyebilir. Bununla birlikte, özellikle 2023 sonrası yoğunlaşan diplomatik ilişkiler, ihracat görünürlüğünü desteklemektedir.

Müşteri Yoğunlaşması Riski

Şirketin savunma gelirleri halen az sayıda büyük kontrata dayanmaktadır. Söz konusu kontratlarda yaşanabilecek iptaller veya gecikmeler projeksiyonları etkileyebilir. Ancak Romanya ve Estonya gibi yeni pazarlara açılım sayesinde bu risk zamanla azalmaktadır.

Regülasyon Riski

Otokar, 2028'e kadar uzatılmış olan Ar-Ge vergi teşviklerinden faydalanmaktadır. Politikada olası bir yön değişimi aşağı yönlü risk yaratabilir; ancak geçmiş uygulamalar, bu desteklerin devamına işaret etmektedir.

Tedarik Zinciri Riski

Küresel çapta devam eden bileşen tedariki sıkıntıları ve maliyet enflasyonu önemli bir tehdit oluşturmaktadır. Öte yandan, Türkiye'de gelişen yerli tedarik altyapısı, bu riski azaltacak yönde katkı sunmaktadır.

Teknoloji Riski

Savunma sistemlerinde yaşanan hızlı teknolojik dönüşüm, sürekli Ar-Ge yatırımı gerektirir. Otokar'ın tüm fikri mülkiyet haklarına sahip olması ve mühendislik derinliği bu riski sınırlasa da, rekabet gücünün korunması için aktif şekilde yönetilmesi gerekir.

Kur Riski

Şirketin gelirleri USD/EUR cinsinden, ancak işçilik maliyetleri ağırlıklı olarak TL bazındadır. Bu yapı marjları desteklese de, kısa vadeli TL oynaklığı kar üzerinde baskı yaratabilir.

Uygulama Riski

ZA teslimat hacminin hızla artması, operasyonel teslimat ve entegrasyon süreçlerinde uygulama riskini beraberinde getirmektedir. Ancak mevcut üretim kapasitesi bu riski kontrol altında tutmaktadır.

DEĞERLEME

TMS29 öncesi finansallar üzerinden yaptığımız USD bazlı İNA analizimiz, hisse başına 760 TL'lik 12A HF ortaya koymakta; bu da %72 yukarı potansiyele işaret etmektedir.

İNA Projeksiyonu

Modelimizde kullanılan uç değer, 2032 yılı için 8,6x FD/FAVÖK çıkış çarpanına denk gelmektedir. Bu çarpan, Otokar'ın daha yüksek büyüme potansiyeli ve düşük yatırım harcaması ile desteklenen güçlü nakit üretimine rağmen, emsallerin ZA ve TA segmentlerinin terminal yıldaki brüt kar katkılarına göre ağırlıklandırılmış çarpanları ile kıyaslandığında ihtiyatlı görünmektedir.

Modelin ulaştığı terminal dönem SNA verimi %7,8 seviyesindedir—bu oran, Otokar'ın küresel benzerlerinin piyasa tarafından değerlendirilme biçimine göre halen daha iyi bir getiri seviyesine işaret etmektedir.

Şekil 14: İNA, 2025T-2032T, USDmn

İNA Kalemleri	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	2032T
Gelirler	1271	1245	1380	1453	1529	1632	1698	1766
büyüme %	43.2%	-2.0%	10.9%	5.2%	5.3%	6.8%	4.0%	4.0%
Ticari Araç	705	762	817	865	915	961	1004	1049
Zırhlı Araç	409	331	394	409	426	470	484	499
FVÖK	165	162	217	240	254	283	295	308
marj %	13.0%	13.0%	15.7%	16.5%	16.6%	17.3%	17.4%	17.5%
FAVÖK	191	190	246	272	287	317	331	345
marj %	15.1%	15.2%	17.8%	18.7%	18.8%	19.4%	19.5%	19.5%
Vergi	-	-	-	-	-	-	-	-
İşletme Serm. Değişimi	13	-48	-82	-32	-36	-44	-28	-31
Yatırım Harcamaları	-73	-72	-80	-85	-60	-64	-58	-61
Serbest Nakit Akımı	132	70	84	155	191	209	245	253
marj %	10.4%	5.6%	6.1%	10.7%	12.5%	12.8%	14.4%	14.4%
İndirgeme Faktörü	1.10	1.23	1.39	1.56	1.75	1.96	2.21	2.43
İNA	120	57	61	100	109	106	111	104
İNA Toplamı	768							
Uç Değer Büyüme Oranı	2%							
Uç Değer Bugünkü Değeri	1,338							
Firma Değeri	2,107							
Uç Değer / Firma Değeri	64%							
Net Borç (Nakit)	371							
Hedef Piyasa Değeri (USD)	1,970							
Hedef Fiyat (USD)	16.4							
Hedef Fiyat (TRY)	760							
Son Kapanış (TRY)	442							
Yukarı Potansiyel	72%							

Kaynak: Ak Yatırım Araştırma

Satış Projeksiyonu

2025 yılında Otokar'ın toplam gelirlerinin, ağırlıklı olarak 2024'ü stokta tamamlayan ZA'ların teslimatları, Estonya'ya yapılacak kalan 6x6 sevkiyatları ve Romanya kontratının ilk partisinin etkisiyle, yıllık bazda %43 artmasını bekliyoruz. Projeksiyon dönemi boyunca konsolide gelirlerde yaklaşık %5 yıllık bileşik büyüme (YBBO) öngörüyor; bu büyümenin ticari araç (TA) segmentinde %6, ZA segmentinde ise %3 seviyelerinde gerçekleşmesini bekliyoruz. 2025 yılının kısmen sarkan teslimatlarla da desteklenen güçlü bazı bizi 2026 yılı için daha temkinli hafif bir daralma projekte etmeye itti. Fakat potansiyel yeni siparişler bu görünüme yukarı yönlü risk oluşturmuyor.

TA segmenti gelir artışının, pick-up teslimatlarındaki ölçeklenme ve 2024'teki düşük baz etkisi (özellikle 2Y24'te otobüs satışlarındaki zayıf performans) sayesinde pazar büyümesini açacağını öngörüyoruz. Ayrıca, mevcut IVECO çerçeve anlaşmasının sözleşmede ima edildiği şekilde 5 yıl daha uzatılacağını varsayıyoruz. Buna ek olarak, EUR/USD paritesinin 1.10 üzerinde seyretmesi, TA ihracatlarının önemli kısmının euro bazlı olması nedeniyle, Otokar'ın USD bazlı gelir görünümünü desteklemektedir.

ZA segmentine ilişkin büyüme varsayımlarımız; artan savunma bütçeleri, yüksek modernizasyon talebi, yeterince kullanılmayan üretim kapasitesi ve coğrafi yayılımın devam etmesi gibi dinamiklere dayanmaktadır. İhtiyatlı kalmak adına, ortalama satış fiyatı varsayımlarımızda 4x4 ve 6x6 modellerin ağırlıklı olduğu bir ürün karması esas aldık. Ancak, 8x8 veya paletli araç ihracatlarının öngörülenden daha hızlı devreye girmesi, önemli ölçüde daha yüksek birim fiyat sunduğu için, tahminlerimiz açısından kayda değer bir yukarı yönlü risk oluşturmaktadır.

Şekil 15: Gelir Projeksiyon, 2023-2032T, USDmn

	2023	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	2032T
Toplam Gelirler	914	888	1,271	1,245	1,380	1,453	1,529	1,632	1,698	1,766
Otobüs-Midibüs	492	531	577	626	675	717	763	803	840	879
Hafif Kamyon	38	50	54	59	61	63	65	67	69	71
Pick-up	-	29	74	77	81	84	88	91	95	99
Diğer	183	112	156	152	169	178	188	201	209	217
Zırhlı Araç	201	166	409	331	394	409	426	470	484	499

Kaynak: Ak Yatırım Araştırma

Gelir projeksiyonlarımız, aşağıda yer alan satış adedi tahminlerine dayanmaktadır.

Şekil 16: Satış Adetleri Projeksiyonu, 2023-2032T

Araçlar	2023	2024	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	2032T
Midibüs	1,913	1,980	2,079	2,141	2,184	2,228	2,272	2,295	2,318	2,341
Otobüs	1,937	1,673	1,640	1,722	1,808	1,880	1,955	2,014	2,054	2,095
Hafif Kamyon	996	1,255	1,300	1,350	1,350	1,350	1,350	1,350	1,350	1,350
Pick-up		589	1,400	1,414	1,428	1,442	1,457	1,471	1,486	1,501
Zırhlı Araç	305	202	476	350	400	400	400	425	425	425

Kaynak: Şirket, OSD (Otomotiv Sanayii Derneği), ODMD (Otomotiv Distribütörleri ve Mobilite Derneği), Ak Yatırım Araştırma

Şekil 17: Tarihsel Satış Adetleri, 2016-2024, 6A24-6A25

Araçlar	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	6A24	6A25
Midibüs	1,492	1,170	699	906	896	1,341	1,913	1,980	982	1,043
Otobüs	539	520	793	583	723	1,138	1,937	1,673	844	817
Hafif Kamyon	361	229	311	306	524	776	996	1,255	435	645
Pick-up, Trey ve LR	362	171	-	-	-	-	-	589	-	905
Zırhlı Araç	433	196	207	178	216	213	305	202	72	119

Kaynak: Şirket, OSD, ODMD, Ak Yatırım Araştırma

Marj Tahminleri

2025 yılında, güçlü ciro artışı ve ürün karmasındaki olumlu değişim sayesinde brüt karın yıllık bazda %48 artmasını bekliyoruz. Projeksiyon dönemi boyunca brüt karda yaklaşık %6 YBBO öngörüyoruz. Ancak bu büyümeye rağmen, 2032 yılında brüt kar marjının %30 civarında gerçekleşeceğini tahmin ediyoruz. Bu seviye, 2019–2023 döneminde ZA satışlarının cirodaki payının yaklaşık %37 olduğu döneme göre yaklaşık 500 baz puan daha düşük olup, 2024 başında yürürlüğe giren toplu iş sözleşmesine bağlı yapısal ücret artışlarının etkisini yansıtmaktadır.

Geçmiş dönem regresyon analizimiz, uzun vadede ZA segmentinde ortalama %48, TA segmentinde ise %28 brüt kar marjı öngörmektedir. Bu oranları tahmin döneminde tutarlı biçimde kullanıyor, ancak 2024'teki metal işçileri sendika anlaşmasına bağlı ücret uyarlaması nedeniyle bu öngörüye 300–400 baz puanlık marj daralması ekliyoruz.

TMS29 öncesi FAVÖK'ün, 2024 seviyesine kıyasla USD bazında 2.5 kat artmasını ve 2025–2032 döneminde yaklaşık %9 YBBO kaydetmesini bekliyoruz. Bu artış, brüt kar büyümesinin üzerinde seyretmekte olup, pazarlama ve fuar giderlerinin normalleşmesinin etkisini yansıtmaktadır. 2032 itibarıyla FAVÖK marjının %19 seviyesine ulaşmasını, bu oranın da 2019–2023 dönemi ortalamasına yakın seyretmesini öngörüyoruz. Marjdaki bu toparlanma; yüksek marjlı ZA segmentinin artan katkısı ve faaliyet giderlerinin normalize olmasıyla desteklenmektedir.

İşletme Sermayesi ve Yatırım Harcaması (CAPEX) Projeksiyonları

2025 yılında ertelenmiş ZA teslimatlarının gerçekleşmesi ve buna bağlı stok çözülmesi sayesinde işletme sermayesi ihtiyacında düşüş bekliyoruz. Modelimiz, alınan avansların etkisini açık biçimde hesaba katmaktadır —özellikle beş yıla yayılan bir proje için alınmış yaklaşık 316 milyon USD tutarındaki avans. Bu tutarın 80 milyon USD’lik kısmı 2025 yılına ayrılmış ve aynı yılın operasyonel nakit üretiminden düşülerek, şirket değerine ulaşırken çifte sayımın önüne geçilmiştir.

İleri yıllar için, yeni projelerden gelecek nakit girişlerinin amortismanla azalan avans bakiyesini kısmen dengeleyeceğini varsayıyoruz. Bu yaklaşım, öngörü döneminde yapısal olarak sağlıklı bir işletme sermayesi profili oluşturmamıza olanak tanımaktadır. Sonuç olarak, işletme sermayesinin satışlara oranının projeksiyon dönemi boyunca kademeli olarak %45 seviyesine yakınsayacağını öngörüyoruz —bu oran, şirketin son 12 yıllık tarihsel ortalaması olan %47 ile oldukça uyumludur.

Yatırım harcamalarının satışlara oranının %3–6 bandında kalmasını bekliyoruz; bu da Otokar’ın düşük sermaye gerektiren iş modeliyle tutarlıdır. Şirket, 2028’e kadar Ar-Ge harcamalarına bağlı olarak kurumlar vergisinde önemli bir vergi avantajından yararlanmaktadır. Bu teşviğin, geçmiş politika uygulamalarıyla uyumlu şekilde uzatılacağını varsayıyoruz.

Serbest Nakit Akımı Marjı Projeksiyonu

Terminal değeri, 2032 yılı için varsaydığımız normalize edilmiş %14,4 SNA marjı üzerinden hesaplıyoruz. Bu oran, Vergi Sonrası Esas Faaliyet Karı, yeniden yatırım ihtiyacı ve yatırım getirisi (ROIC) arasındaki temel ilişkiye dayanan bir steady-state çerçevede oluşturuldu.

Modelde şu formülü esaslıyoruz:

$$\text{NOPAT Marjı} \times (1 - g / \text{ROIC})$$

Terminal yılda %17,5’lik bir Vergi Sonrası Esas Faaliyet Karı marjı, %2 uzun vadeli büyüme oranı (g) ve %11,0 düzeyinde bir ROIC varsayıyoruz (bu da %10’luk WACC varsayımımızın 100 baz puan üzerindedir). Bu çerçevede, yeniden yatırım oranı yaklaşık %18,2 seviyesinde hesaplanmakta ve bu da yaklaşık %14,3’lük bir SNA marjına işaret etmektedir. Bu değer, modelde kullandığımız %14,4’lük terminal varsayımıyla oldukça uyumludur.

Bu marj seviyesini, şirketin sermaye yoğunluğu ve öngörü dönemi sonunda yüksek marjlı ZA ürünlerine doğru kayacak olan gelir karması dikkate alındığında, makul bir steady-state varsayımı olarak değerlendiriyoruz.

Beta Varsayımı

Otokar için, şirketin yapısal olarak iyileşen temellerini yansıtan 0,90 seviyesinde taban (bottom-up) bir hisse senedi beta katsayısı varsayıyoruz. Bu iyileşme; artan kar görünürlüğü, borçlulukta çözülme süreci ve savunma ile ticari platformlar arasında dengeli gelir karması ile desteklenmektedir.

Tahminimiz, yalnızca regresyon analizine dayalı piyasa betaları yerine, temel risk bileşenlerine dayalı bir yaklaşımı esas alır. Zira kısa vadeli volatilité ve sınırlı piyasa likiditesi, regresyon tabanlı betaların sağlıklı sinyal üretmesini zorlaştırabilir. Öte yandan, son 2 yıllık regresyon analizinde de beta değeri yaklaşık 0,90 seviyesine yakınsamış olup, model varsayımımızı desteklemektedir.

Otokar'ın marj normalleşmesi ve serbest nakit akımındaki ivmelenme sürecine girmesine rağmen halen gelişmekte olan bir piyasa ortamında faaliyet gösterdiği dikkate alındığında, bu varsayımı temkinli ancak makul buluyoruz.

Şekil 18: 0.90 Beta Varsayımının Temel Etkenleri

Faktör	Değerlendirme	Beta Etkisi
Segment çeşitliliği	Gelirlerin yaklaşık %75'i TA, %25'i ZA segmentinden geliyor; bu dağılım karlardaki döngüsellliği azaltıyor	↓
Çok yıllık ZA sözleşmeleri	Yaklaşık 1 milyar USD'lik Romanya anlaşması, Estonya teslimatları ve MENA bölgesindeki pipeline, nadir bulunan ileriye dönük ciro görünürlüğü sağlıyor	↓
Döviz bazlı gelirler	USD ve EUR bazlı savunma ihracatları doğal bir hedge işlevi görüyor, yerel makroşoklardan kaynaklı kar oynaklığını sınırlıyor	↓
Düşük yatırım ihtiyacı ve atıl kapasite	Sermaye yapısını zorlamadan hacimsel büyümeye imkân tanıyor	↓
Alınan avanslar (~TRY12bn)	Uygulama ve finansman risklerini azaltıyor; özkaynakla finanse edilen büyüme kapasitesi sağlıyor	↓
Borçlulukta iyileşme	Net Borç/FAVÖK oranının, 2024'te geçici olarak yükseldiği ~6x seviyesinden 2025'te ~2,5x'e normalize olması bekleniyor	↔

Kaynak: Ak Yatırım Araştırma

AOSM Varsayımları

Otokar için %25 düzeyinde normalize edilmiş bir borç/özsermaye oranı varsayıyoruz. Bu seviye, şirketin son 8 yıllık tarihsel ortalaması olan %23 ile uyumludur. Söz konusu varsayım; şirketin uzun süredir koruduğu sermaye disiplini, düşük borçlulukla çalışan iş modeli ve çok yıllık savunma sözleşmeleri ile alınan avans ödemeleri sayesinde sağlanan yapısal nakit akımı görünürlüğüne yansıtılmaktadır.

Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM), projeksiyon döneminde %12,3; terminal yılda ise %10,0 olarak hesaplanmıştır. Borç maliyeti (CoD) varsayımlarımız sırasıyla %9 (projeksiyon dönemi) ve %7 (terminal yıl) düzeyindedir. Uzun vadeli büyüme oranı olarak %2 kullanılmıştır.

Şekil 19: Sermaye Maliyeti, USD

	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	2032T
AOSM	12.3%	12.3%	12.3%	12.3%	12.3%	12.3%	12.3%	10.0%
Risksiz Getiri	8.5%	8.5%	8.5%	8.5%	8.5%	8.5%	8.5%	6.0%
Hisse Risk Primi	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%
Beta	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9
Özkaynak Maliyeti	13.5%	13.5%	13.5%	13.5%	13.5%	13.5%	13.5%	11.0%
Vergi Sonrası Borç Maliyeti	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%	7.0%
Borç Oranı	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%

Kaynak: Ak Yatırım Araştırma

Benzer Şirket Çarpanları

Projeksiyonlarımıza göre Otokar, 2025 ve 2026 yıllarında USD bazında sırasıyla 8,8x ve 8,9x FD/FAVÖK çarpanlarıyla işlem görmekte olup, bu seviyeler benzer şirket grubuna kıyasla sırasıyla %25 ve %16 iskontoya işaret etmektedir.

Şirketin değerlemesinin primli işlem görmesini haklı kılacak unsurlar arasında; kullanımı düşük kalan üretim kapasitesinin büyüme için alan sunması, fikri mülkiyetin coğrafi genişleme yoluyla nakde dönüştürülebilme potansiyeli ve düşük sermaye harcaması ihtiyacı ile vergi avantajları sayesinde güçlü nakit yaratma kapasitesi yer almaktadır.

Otokar, tarihsel olarak son 12 yılın medyanında 12,0x FD/FAVÖK çarpanından işlem gördü. Küresel savunma şirketleri arasında gözlenen çarpan genişlemeleri dikkate alındığında, mevcut seviyelerden anlamlı bir yukarı yönlü değerlendirme potansiyeli olduğunu düşünüyoruz. Buna karşılık ticari araç segmenti için daha düşük bir çarpan ağırlıklandırması yapıyoruz.

Şekil 20: Benzer Şirketlerin FD/FAVÖK Çarpanları, x

Şirket Adı	Ticker	Segment	Piyasa Değeri (mnUSD)	2025T Büyüme	SNA Marjı	2025T FD/FAVÖK	2026T FD/FAVÖK
NORTHROP GRUMMAN	NOC US	ZA	71,194	0.6%	4.4%	15.1x	13.6x
GENERAL DYNAMICS	GD US	ZA	74,756	14.1%	6.8%	13.8x	12.8x
BAE SYSTEMS PLC	BA/ LN	ZA	77,916	12.1%	10.2%	15.4x	14.4x
THALES SA	HO FP	ZA	58,190	11.7%	9.8%	13.6x	12.4x
TEXTRON INC	TXT US	ZA	13,831	0.6%	3.9%	10.2x	9.3x
ELBIT SYSTEMS LTD	ESLT IT	ZA	20,369	n.a.	7.5%	25.4x	21.7x
RHEINMETALL AG	RHM GR	ZA & TA	89,885	41.6%	14.0%	32.3x	23.0x
SINGAPORE TECH ENG	STE SP	ZA & TA	18,997	11.6%	9.5%	17.3x	15.8x
CURTIS-WRIGHT CORP	CW US	ZA & TA	17,443	9.8%	15.1%	24.5x	22.9x
ASHOK LEYLAND LTD	AL IN	ZA & TA	7,882	6.0%	n.m.	n.a.	n.a.
OSHKOSH CORP	OSK US	ZA & TA	7,057	5.9%	2.8%	8.0x	7.1x
HYUNDAI ROTEM	064350 KS	ZA & TA	16,758	31.6%	7.4%	21.8x	18.9x
HANWHA AEROSPACE CO	012450 KS	ZA & TA	32,789	69.5%	6.3%	17.1x	14.7x
PACCAR INC	PCAR US	TA	47,624	-9.7%	7.3%	11.2x	8.9x
VOLVO AB-B SHS	VOLVB SS	TA	54,491	-6.4%	5.5%	5.9x	5.3x
DAIMLER TRUCK	DTG GR	TA	34,357	-4.8%	-0.3%	4.0x	3.4x
EICHER MOTORS LTD	EIM IN	TA	17,366	14.1%	17.2%	28.2x	24.8x
TRATON SE	8TRA GR	TA	15,751	-2.5%	1.4%	4.0x	3.6x
ISUZU MOTORS LTD	7202 JP	TA	9,027	-5.3%	1.3%	5.2x	4.7x
IVECO GROUP NV	IVG IM	TA	4,806	-6.5%	2.6%	1.5x	1.4x
MARCOPOLO SA-PREF	POMO4 BZ	TA	1,480	28.9%	7.2%	5.4x	5.0x
FORCE MOTORS LTD	FML IN	TA	2,082	15.4%	7.3%	n.a.	n.a.
SAF-HOLLAND SE	SFQ GR	TA	827	-14.6%	9.6%	4.9x	4.5x
Medyan ZA				11.7%	7.2%	13.8x	12.8x
Medyan ZA&TA				11.6%	8.5%	17.2x	15.3x
Medyan TA				(5.0%)	5.5%	5.0x	4.6x
Medyan Toplam (40% TA, 60% ZA, ZA&TA)				1.6%	6.3%	11.8x	10.6x
Otokar				43.2%	10.4%	8.8x	8.9x

Kaynak: Bloomberg, Ak Yatırım Araştırma

TEMETTÜ PERFORMANSI

Otokar, 2023 yılına kadar kesintisiz 18 yıl boyunca temettü dağıtmış olup, bu dönemde ortalama %73 temettü dağıtım oranı ile yaklaşık %4,8 temettü verimi sunmuştur. Şirket, 2025 yılında nakit temettü dağıtımını yapmayacağını açıklamıştır. Bu kararı, bilanço likiditesini koruma amaçlı rasyonel bir adım olarak değerlendiriyoruz.

Bununla birlikte, güçlü nakit üretiminin ve karlılığın yeniden tesis edilmesiyle birlikte, 2026 yılından itibaren düzenli nakit temettü ödemelerinin yeniden başlayacağını ve dağıtım oranının kademeli olarak tarihsel ortalamasına yaklaşacağını öngörüyoruz.

Şekil 22: Temettü Performansı, TRYmn

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026T	2027T
Temettü Tutarı	60	70	72	200	400	500	-	720	-	196	1,011
Ödeme Oranı	85%	70%	48%	64%	77%	54%	-	36%	-	50%	60%
Verim, %	2.1%	2.5%	2.7%	7.5%	4.4%	4.6%	-	1.4%	-	0.4%	1.9%

Kaynak: Şirket, Ak Yatırım Araştırma. Ödeme yılına göre sınıflandırıldı.

KAR BEKLENTİLERİMİZ – 2Ç 2025

Şirketin 2Ç25 finansal sonuçlarını 29 Temmuz'da açıklaması bekleniyor. Güçlü geçen 2Ç24 bazına rağmen, bu çeyrekte özellikle daha yüksek EUR/TL kuru ve ZA teslimatlarındaki artışın katkısıyla net satışların reel bazda %11 büyüyerek 11,5 milyar TL seviyesinde gerçekleşmesini öngörüyoruz.

FAVÖK beklentimiz 560 milyon TL olup, geçen yılın aynı döneminde kaydedilen -%0 marja kıyasla yaklaşık 500 baz puanlık bir iyileşmeye işaret etmektedir. Net kâr tarafında ise, 2Ç24'teki yaklaşık -1,2 milyar TL zarara kıyasla, 2Ç25'te 59 milyon TL seviyesinde pozitif bir net kâr öngörüyoruz. Bu da kârlılık tarafında belirgin bir toparlanmaya işaret etmektedir.

Şekil 23: 2Ç2025 Bilanço Beklentilerimiz, TRYmn

	2Ç2024	2Ç2025	Değişim	6A2024	6A2025	Değişim
Net Satış	10,346	11,479	10.9%	17,514	19,917	13.7%
FAVÖK	-50	560	a.d.	-914	352	a.d.
FAVÖK Marjı	-0.5%	4.9%	536bps	-5.2%	1.8%	699bps
Net Kar	-1,243	59	a.d.	-1,854	-431	a.d.
Net Kar Marjı	-12.0%	0.5%	1,248bps	-10.6%	-2.2%	842bps

Kaynak: Ak Yatırım Araştırma. 2Ç2025 fiyatlarıyla hazırlandı.

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 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 İnternet 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.

© Ak Yatırım Menkul Değerler A.Ş. 2023