AKYatırım

Şirket Raporu

OTOKAR

Güçlü Gelir Görünürlüğü, Yüksek Finansal Kaldıraç...

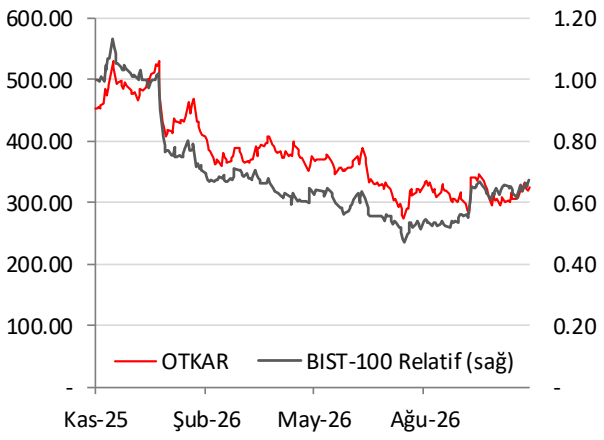
20 Kasım 2026

Endeksin Üzerinde Getiri

Analist: Yusuf Karagöz
yusuf.karagoz@akyatirim.com.tr

Bloomberg Kodu	OTKAR TI
Tavsiye	Endeksin Üzerinde Getiri
Hedef Fiyat, TL	493.00
Güncel Fiyat, TL	324.75
Getiri Potansiyeli	52%
Piyasa Değeri, mn TL	38,970
Firma Değeri, mn TL	90,984

Finansal Veriler	2025	2026T	2027T	2028T
Özet UFRS Finansallar				
Ciro, mn TL	51,962	56,428	100,222	137,805
FAVÖK, mn TL	2,153	-1,418	11,426	19,015
Net Kâr, mn TL	2,470	-9,519	2,675	7,883
Borçluluk				
Net Borç, mn TL	27,821	56,112	69,893	88,708
Net Borç/FAVÖK	12.9	-39.6	6.1	4.7
Kârlılık				
FAVÖK Marjı	4.1%	n.m.	11.4%	13.8%
Net Marj	4.8%	n.m.	2.7%	5.7%
Temettü Verimi	-	-	-	-
Büyüme				
Ciro, y/y	53.3%	8.6%	77.6%	37.5%
FAVÖK, y/y	n.m.	n.m.	n.m.	66.4%
Net Kâr, y/y	n.m.	n.m.	n.m.	194.7%
Değerleme Verisi	**2025**	**2026T**	**2027T**	**2028T**
F/K	22.2	n.m.	14.6	4.9
FD/FAVÖK	38.4	n.m.	9.5	6.7
FD/Ciro	1.6	1.7	1.1	0.9
Hisse Verileri	**1A**	**3A**	**12A**	**YBG**
Nominal Getiri	9.7%	0.5%	-30.6%	-33.2%
BİST-100 Relatif	10.0%	27.1%	-34.7%	-34.9%
AOİH, mn TL	114	139	309	328



Otokar için tavsiyemizi Gözden Geçiriliyor'dan Endeksin Üzerinde Getiri'ye belirliyor ve %52 yükseliş potansiyeline işaret eden 493 TL/hisse 12 aylık hedef fiyat hesaplıyoruz. Tavsiye değişikliğimizin temelinde **(i)** Eki'26'da açıklanan yaklaşık 1,5 milyar USD tutarındaki zırhlı araç sözleşmesinin 2027-2029 dönemi için kâr görünürlüğünü artırması ve **(ii)** Romanya operasyonlarına ilişkin hukuki süreçten kaynaklanabilecek olası finansal etkinin boyutuna ilişkin öngörülebilirliğin artması yer alıyor. Hatırlanacağı üzere, her biri yaklaşık 50 milyon USD tutarında iki ceza açıklanmış, bunlardan ilki ödenmişti. Romanya operasyonlarına ilişkin hukuki süreçteki belirsizlikler nedeniyle Oca'26'da tavsiyemizi "Gözden Geçiriliyor" olarak değiştirmiştik.

Yeniden kârlılığa dönüşü 2Ç27 itibarıyla bekliyoruz. 4Ç26 ve 1Ç27'de yüksek finansman maliyetleri nedeniyle zayıf seyretmesini beklediğimiz sonuçların ardından, yeni 1,47 milyar USD tutarındaki ihracat sözleşmesi kapsamında teslimatların çeyreklik 200 adede ulaşması varsayımımızla 2Ç27'den itibaren güçlü bir toparlanma öngörüyoruz. 2Ç27'de cironun 2Ç26'daki 11,0 milyar TL'den 25,2 milyar TL'ye yükselmesini ve yıllık bazda reel %80 büyüme kaydetmesini bekliyoruz. FAVÖK'ün 2Ç26'daki negatif 0,6 milyar TL'den pozitif 3,6 milyar TL'ye yükselmesini, net kârın ise 1,6 milyar TL ile pozitife dönmesini öngörüyoruz. 2027'de yaklaşık 700 zırhlı araç teslimatının desteğiyle, 2026T'deki 9,5 milyar TL net zararın ardından 2,7 milyar TL net kâr bekliyoruz. Tahminlerimiz, 2025-2028T döneminde USD bazında yaklaşık %71 FAVÖK YBBO'ya işaret ederken, savunma sektöründeki benzerlerinin medyanı %19,3 seviyesinde bulunuyor.

Yüksek borçluluk önemli bir risk olmaya devam ediyor. Net borç yaklaşık 1,1 milyar USD seviyesinde bulunurken, brüt borcun yaklaşık %60'ı TL cinsinden ve TL borçların finansman maliyeti %46-48 seviyesinde. 3Ç26 sonunda özkaynaklar oluşan zararlar nedeniyle yaklaşık 3,6 milyar TL'ye geriledi. Net borcun 2026T'de 1,09 milyar USD, 2027T'de 1,12 milyar USD ve 2028T'de 1,17 milyar USD olmasını beklerken, Net Borç/ FAVÖK oranının 4,7x'e gerilemesini öngörüyoruz (2025: 12,9x). Ancak kaldıraçtaki iyileşme net borçtaki düşüşten değil, FAVÖK büyümesinden kaynaklanıyor. Serbest nakit akımının 2027T'de müşterilerden avans girişinin desteği ile 101 milyon USD ile pozitife dönmesine rağmen net faiz giderinin yaklaşık 243 milyon USD seviyesinde kalmasını bekliyoruz. Dolayısıyla işletme sermayesi ihtiyacı veya finansman maliyetleri gerilemedikçe borç azaltımı için sınırlı alan görüyoruz. Net borcun tahminimizin 100 milyon USD üzerinde gerçekleşmesi hedef fiyatımızı yaklaşık 56 TL/hisse düşürerek yukarı potansiyelini yaklaşık %35'a indirebilir. Bu bağlamda, faiz indirimlerinin hisse için temel katalistlerden olmasını bekleriz.

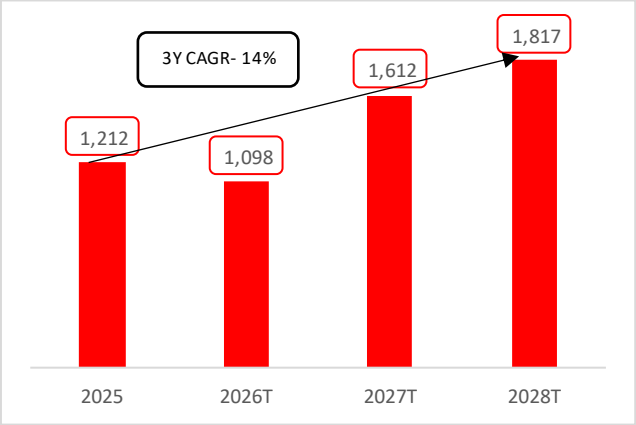
Değerleme. İNA bazlı değerlememizde 12 aylık 493 TL/hisse hedef fiyat öngörüyoruz. Modelimizde 2028'e kadar %11,56 AOSM kullanırken, bu oranı 2029-2032 döneminde %10,56'e, terminal dönemde ise %8,56'ya normalize ediyoruz. Terminal büyüme oranını %2,0, ekonomik katma değer farkını sıfır ve terminal yeniden yatırım oranını yaklaşık %23 olarak varsayıyoruz. Otokar, takip ettiğimiz benzer şirket grubuna paralel 7,2x 2028T FD/FAVÖK çarpanı ile işlem görüyor. Otokar'ın benzer şirketlere kıyasla vergi avantajı, 4x4 dışındaki zırhlı araçlardan potansiyel katkı ve güçlü karlılık öngörülebilirliği sebebiyle primli işlem görmeyi hak ettiğini düşünüyoruz.

İÇERİK

Temel Grafikler – Görsel Özet 3
Finansallar 4
Yatırım Teması 5
Değerleme 8
Kâr Değerlendirmesi 12

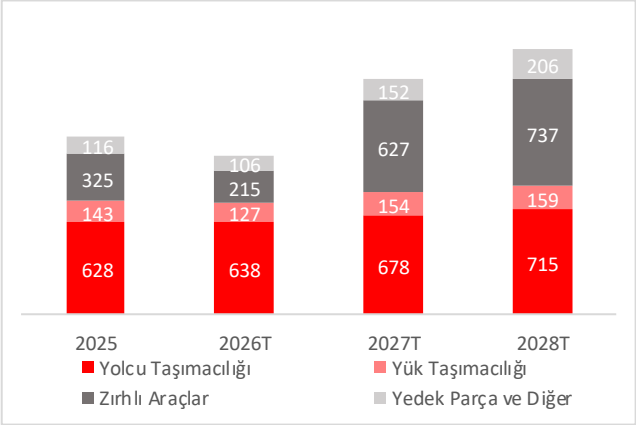
Temel Grafikler – Görsel Özet

Şekil 1: Satış Gelirleri, 2025-2028T, milyon USD



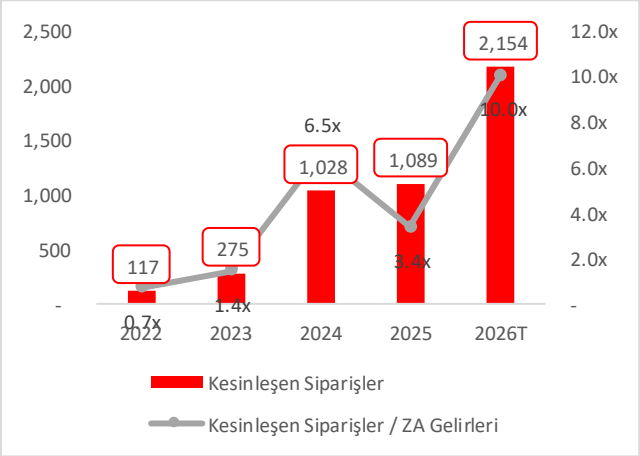
Kaynak: Şirket, AK Yatırım Araştırma.

Şekil 2: Gelir Dağılımı, 2025-2028T, milyon USD



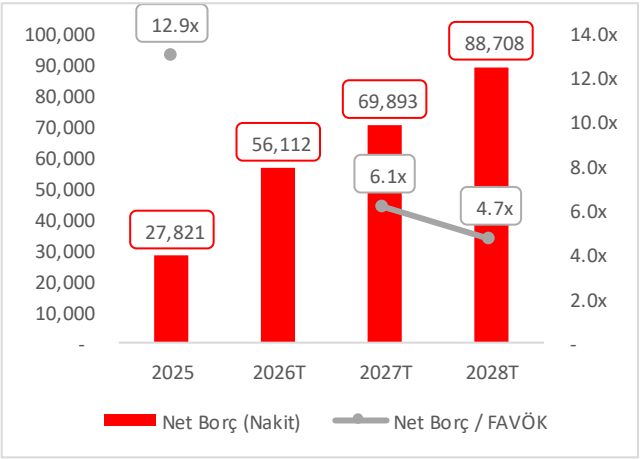
Kaynak: Şirket, AK Yatırım Araştırma.

Şekil 3: Kesinleşen Siparişler, 2022-2026T, milyon USD



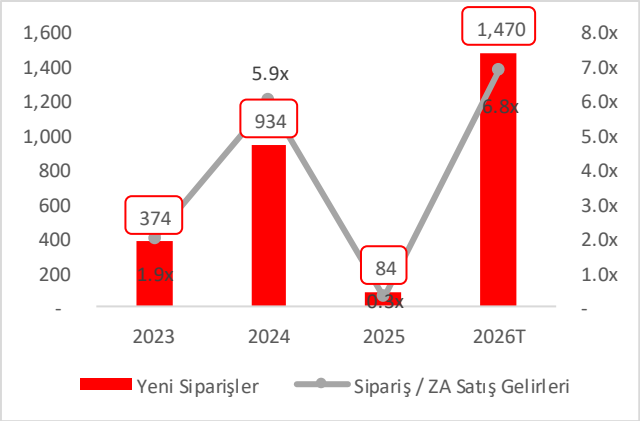
Kaynak: Şirket, AK Yatırım Araştırma.

Şekil 4: Net Borç, 2025-2028T, milyon TL



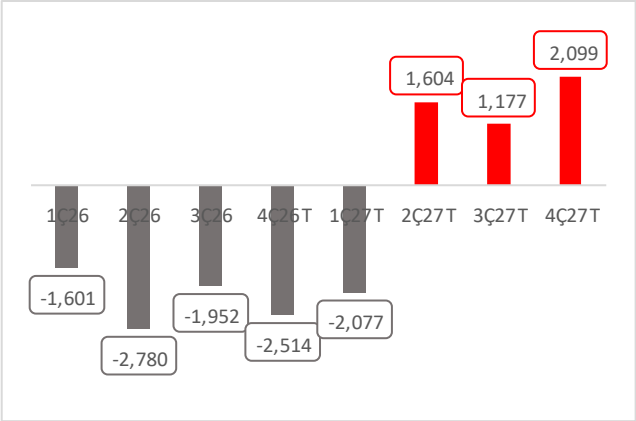
Kaynak: Şirket, AK Yatırım Araştırma.

Şekil 5: Siparişlerin Satışa Oranı, 2023-2026T, milyon USD



Kaynak: Şirket, AK Yatırım Araştırma.

Şekil 6: Net Kar, 1Ç26-4Ç27T, milyon TL



Kaynak: Şirket, AK Yatırım Araştırma.

Finansallar

Gelir Tablosu (milyon TL)	2025	2026T	2027T	2028T
Satış Gelirleri	**51,962**	**56,428**	**100,222**	**137,805**
Brüt Kar	**9,938**	**8,503**	**24,175**	**34,946**
Operasyonel Giderler	(9,811)	(13,166)	(16,919)	(21,142)
Faaliyet Karı	**127**	**(4,663)**	**7,256**	**13,804**
FAVÖK	**2,153**	**(1,418)**	**11,426**	**19,015**
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelir (Gider)	1,955	2,122	3,768	5,181
İştirak Gelirleri (Giderleri)	(35)	(14)	0	0
Net Finansal Gelir / (Gideri)	(9,338)	(16,558)	(21,000)	(24,477)
Net Faiz Geliri / (Gideri)	(7,508)	(13,218)	(15,117)	(16,684)
Net Kur Farkı Geliri / (Gideri)	(1,836)	(3,340)	(5,883)	(7,793)
Parasal Kazanç / (Kayıp)	5,432	9,747	12,953	13,756
Vergi Geliri / (Gideri)	400	(153)	(303)	(380)
Net Kar	**(1,459)**	**(9,519)**	**2,675**	**7,883**
Hisse Başı Net Kar	(12)	(79)	22	66

Bilanço (milyon TL)	2025	2026T	2027T	2028T
Dönen Varlıklar	**43,117**	**45,388**	**75,080**	**98,147**
Nakit ve Nakit Benzerleri	6,731	2,821	8,018	11,024
Ticari Alacaklar	15,822	19,759	30,471	37,274
Stoklar	16,230	17,625	28,803	39,605
KV Avans Ödemeleri	2,115	2,297	4,080	5,610
Diğer Dönen Varlıklar	2,219	2,886	3,708	4,634
Duran Varlıklar	**22,468**	**33,889**	**46,601**	**62,063**
Maddi Duran Varlıklar	7,058	14,321	20,686	29,157
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	9,672	12,785	15,513	19,143
UV Ticari Alacaklar	218	237	420	578
UV Ödenen Avanslar	2,942	3,195	5,675	7,804
Diğer Duran Varlıklar	2,577	3,351	4,307	5,382
Toplam Varlıklar	**65,585**	**79,277**	**121,680**	**160,210**
Kısa Vadeli Yükümlülükler	**41,368**	**38,293**	**58,142**	**64,460**
Finansal Borçlar	19,974	19,974	19,974	19,974
Ticari Borçlar	7,478	8,121	14,423	19,831
KV Alınan Avanslar	7,593	1,975	13,178	11,449
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	6,324	8,224	10,568	13,206
Uzun Vadeli Yükümlülükler	**15,668**	**40,279**	**59,716**	**81,986**
Finansal Borçlar	14,578	38,959	57,937	79,758
UV Alınan Avanslar	417	444	654	822
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	673	875	1,125	1,405
Özkaynaklar	**8,549**	**706**	**3,823**	**13,764**
Ödenmiş Sermaye **	120	120	120	120
Dönem Net Karı / (Zararı)	-1,459	-9,519	2,675	7,883
Diğer Kalemler	9,888	10,105	1,027	5,761
Toplam Kaynaklar	**65,585**	**79,277**	**121,680**	**160,210**

Nakit Akım Tablosu (milyon TL)	2025	2026T	2027T	2028T
FVÖK	**127**	**(4,663)**	**7,256**	**13,804**
Amortisman Giderleri	2,027	3,245	4,170	5,211
FAVÖK	**2,153**	**(1,418)**	**11,426**	**19,015**
İşletme Sermayesindeki Değişim	1,486	(6,700)	58	(7,603)
Sabit Sermaye Yatırımları	(2,996)	(7,130)	(4,923)	(6,890)
Vergi Ödemeleri	400	(153)	(303)	(380)
Serbest Nakit Akımı *	**1,043**	**(15,401)**	**6,259**	**4,142**
Net Finansal Gelir / (Gider)	(7,508)	(13,218)	(15,117)	(16,684)
Finansal Borç Değişimi	13,286	24,382	18,977	21,822
Temettü Ödemesi	0	0	0	0
Diğer Değişimler	(1,561)	327	(4,923)	(6,272)
Nakit ve Benzerlerindeki Değişim	**5,260**	**(3,909)**	**5,196**	**3,007**

Operasyonel Veriler (USDmn)	2025	2026T	2027T	2028T
Proje Edinimleri	84	1,470	-	-
Satış Gelirleri	1,212	1,098	1,612	1,817
ZA Gelirleri	325	215	627	737
Alınan Sipariş / Satışlar	0.3x	6.8x	-	-
Bakiye Siparişler	1,089	2,154	1,464	740
Bakiye Sipariş Dönüşüm Oranı	3.4x	10.0x	2.3x	1.0x

Büyüme	2025	2026T	2027T	2028T
Satış Gelirleri	17.2%	-16.5%	38.2%	10.0%
FAVÖK	n.m.	n.m.	n.m.	33.2%
Net Kar	-62%	430%	n.m.	147%

Karlılık	2025	2026T	2027T	2028T
Faaliyet Kar Marjı	0.2%	-8.3%	7.2%	10.0%
FAVÖK Marjı	4.1%	-2.5%	11.4%	13.8%
Net Kar Marjı	-2.8%	-16.9%	2.7%	5.7%
Serbest Nakit Akımı Marjı	2.0%	-27.3%	6.2%	3.0%

Borçluluk	2025	2026T	2027T	2028T
Net Borç (Nakit)	27,821	56,112	69,893	88,708
Net Borç / FAVÖK	12.9x	n.m.	6.1x	4.7x
Net Faiz Karşılama Oranı	38%	2%	91%	124%

Çarpanlar (USD)	2025	2026T	2027T	2028T
FD / FAVÖK	36.6x	- 66.6x	10.0x	7.3x
FD / Bakiye Siparişler	1.7x	0.9x	1.3x	2.5x
FD / Satış	1.5x	1.7x	1.1x	1.0x

Kaynak: Rasyonet, AK Yatırım Araştırma. Tahminler, ilgili her yılın yıl sonu itibarıyla TL satın alma gücü cinsinden ifade edilmektedir. * Serbest Nakit Akışı (FCF), İndirgenmiş Nakit Akışı (DCF) kalemlerini yansıtmaktadır. ** Temmuz 2026'da, Koç Holding'e satılmak üzere yaklaşık 1.5 milyar TL tahsisli sermaye artışı başvurusunda bulunuldu. Tahminlerimiz bu sermaye ilavesini henüz içermemektedir.

Makroekonomik Veriler	2025	2026T	2027T	2028T
Yıl Sonu TÜFE	30.9	30.0	28.5	25.0
Politika Faizi	38.0	36.0	32.5	29.0
USD/TL Yıl Sonu	42.9	51.4	62.2	75.8
EUR/TL Yıl Sonu	50.5	58.6	72.1	91.0

Kaynak: Akbank Ekonomik Araştırmalar, Ak Yatırım Araştırma.

Tavsiye Güncellemesi… *Otokar için tavsiyemizi bir süre "Gözden Geçiriliyor" olarak tuttuktan sonra yeniden "Endeksin Üzerinde Getiri" olarak belirliyoruz. Oca'26'da açıklanan ilk ceza, Romanya operasyonlarının geleceği ve ilave cezaların gündeme gelip gelmeyeceği konusunda yeterli görünürlük sağlamamıştı. Mevcut durumda ise Romanya yatırımı konusunda daha yüksek görünürlüğe sahibiz ve Şirket üzerindeki olası finansal etkinin boyutuna ilişkin en azından kabaca tahmin yapabiliyoruz. Romanya hükümeti 192 milyon RON ve 230 milyon RON tutarında iki ceza uyguladı. İlk ceza, açıklandığı tarihte yaklaşık 43,8 milyon USD'ye karşılık geliyordu. Her iki cezanın etkisi de gelir tablosuna yansıtıldı. Otokar 192 milyon RON tutarındaki ilk cezayı itiraz hakkını kullanarak öderken, ikinci 230 milyon RON tutarındaki cezanın ödemesi nihai mahkeme kararına kadar askıya alındı. Mahkeme her iki cezaya ilişkin nihai kararını verecek. Buna göre modelimizde ödenmemiş 230 milyon RON tutarındaki cezayı doğrudan maliyet olarak tamamen dikkate alıyoruz. Mahkemenin bu tutarın ödenmesine gerek olmadığı yönünde karar vermesi ise tahminlerimiz ve değerlememiz açısından yukarı yönlü potansiyel oluşturacaktır.*

Hatırlanacağı üzere, önceki raporumuzda hedef piyasa değerimiz 2,0 milyar USD seviyesindeydi; mevcut hedef piyasa değerimiz ise 1,0 milyar USD. Bu düşüş temel olarak (i) net borçtaki yaklaşık 600 milyon USD artıştan, (ii) 2028 sonrası vergi ödemelerine ilişkin varsayımlarımızdaki değişiklikten kaynaklı 250 milyon USD değerleme farkından ve (iii) ağırlıklı olarak TL'nin reel değer kazanması ve artan ücret maliyetleri nedeniyle zayıflayan nakit yaratımına dayanan revizyonlarımızdan kaynaklanmaktadır. Özetle, değerleme güncellememiz orta vadeli gelir görünümünde bir bozulmadan ziyade artan borçluluğu ve daha ihtiyatlı uzun vadeli varsayımları yansıtıyor.

Yatırım Teması

i) Kâr görünürlüğü belirgin şekilde iyileşti

Eki'26'da açıklanan ve teslimatları 2027-2029 döneminde gerçekleştirilecek 1,47 milyar USD tutarındaki ihracat sözleşmesi, Romanya projesinden daha büyük olup 2Ç26 itibarıyla 755 milyon USD seviyesindeki bakiye siparişlerin yaklaşık 2,0 katına karşılık geliyor. Bu sözleşme orta vadeli gelir görünürlüğünü önemli ölçüde artırıyor. Cironun 2026T'de 1,10 milyar USD'den 2027T'de 1,61 milyar USD'ye yükselmesini beklerken, zırhlı araç gelirlerinin 215 milyon USD'den 627 milyon USD'ye çıkmasını ve ticari araçların konsolide gelirlerin yaklaşık %52'ini oluşturmasını öngörüyoruz. Yeni sözleşme ile 2026T zırhlı araç sipariş/satış oranı 6,8x'e yükselirken, 2026 yıl sonu bakiye sipariş tahminimiz 2,15 milyar USD'ye ulaşıyor ve 2027T zırhlı araç gelir tahminimizin yaklaşık 3,4 katına karşılık geliyor. Teslimatlardaki hızlanmaya rağmen bakiye siparişlerin 2027 yıl sonunda 1,46 milyar USD seviyesinde kalmasını bekliyoruz. Böylece orta vadeli tahminlerimizin daha büyük bir bölümü sözleşmeye bağlanmış işlerle desteklenirken, kâr tahminlerimiz ve tavsiyemiz için daha güçlü bir görünürlük sağlanıyor.

ii) Yeniden kârlılığa dönüşü 2Ç27 itibarıyla bekliyoruz

Yeni 1,47 milyar USD tutarındaki ihracat sözleşmesi kapsamında teslimatların 1Ç27'de yaklaşık 50 ZA ile kademeli olarak başlamasını, 2Ç27'de ise 200 araca yükselmesini öngörüyoruz. Bu varsayımımıza bağlı olarak, 2Ç27'nin kârlılık açısından kritik bir dönüm noktası olmasını bekliyoruz. Bu doğrultuda, çeyrekte yaklaşık 10,1 milyar TL zırhlı araç geliri öngörürken, konsolide cironun yıllık bazda reel %80 büyüme ile 2Ç26'daki 11,0 milyar TL'den 25,2 milyar TL'ye yükselmesini bekliyoruz.

Buna paralel olarak FAVÖK'ün 1Ç27'deki negatif 0,2 milyar TL'den 2Ç27'de 3,6 milyar TL'ye yükselmesini ve FAVÖK marjının %14,2'ye ulaşmasını öngörüyoruz. 1Ç27'deki 2,1 milyar TL net zararın ardından 2Ç27'de 1,6 milyar TL net kâr bekliyoruz. 2027 yılının tamamında ise yaklaşık 700 zırhlı araç teslimatının desteğiyle, 2026T'deki 9,5 milyar TL net zarara karşılık 2,7 milyar TL net kâr öngörüyoruz. Toparlanmanın temel olarak daha yüksek ZA hacimleri, daha olumlu ürün karması ve yüksek finansman maliyetlerine rağmen güçlenen operasyonel kaldıraçtan kaynaklanmasını bekliyoruz.

Kârlılıktaki toparlanmanın ölçeği benzer şirketlere kıyasla öne çıkıyor. Tahminlerimiz 2025-2028T döneminde USD bazında yaklaşık %71 FAVÖK YBBO'ya işaret ederken, savunma şirketlerinden oluşan benzer şirketlerin medyanı %19,3, savunma ve ticari araç benzer şirket medyanlarının ortalaması ise %16,3 seviyesinde bulunuyor.

Şekil 7: Temel Gelir Tablosu Kalemleri, 1Ç26-4Ç27T, milyon TL

	1Ç26	2Ç26	3Ç26	4Ç26T	2026T	1Ç27T	2Ç27T	3Ç27T	4Ç27T	2027T
Satış Geliri	9,547	10,953	13,794	18,621	**56,428**	13,353	25,164	24,900	30,672	**100,222**
büyüme	(8%)	(27%)	11%	(27%)	**(16%)**	8%	80%	40%	28%	**38%**
FAVÖK	(1,649)	(587)	168	1,004	**(1,418)**	(203)	3,581	3,268	4,278	**11,426**
marj	(17.3%)	(5.4%)	1.2%	5.4%	**(2.5%)**	(1.5%)	14.2%	13.1%	13.9%	**11%**
büyüme	n.m.	n.m.	(13%)	24%	**n.m.**	n.m.	n.m.	1,408%	232%	**n.m.**
Net Kar	(1,601)	(2,780)	(1,952)	(2,514)	**(9,519)**	(2,077)	1,604	1,177	2,099	**2,675**
marj	(16.8%)	(25.4%)	(14.2%)	(13.5%)	**(16.9%)**	(15.6%)	6.4%	4.7%	6.8%	**2.7%**

Kaynak: AK Yatırım Araştırma. Tahminler, ilgili her çeyreğin çeyrek sonu itibarıyla TL satın alma gücü cinsinden ifade edilmektedir

iii) Coğrafi genişleme fırsat alanını büyütüyor

Otokar, Orta Doğu ve Afrika'da yerleşik bir savunma varlığına sahipken, çeşitli Asya pazarlarında da ilişkilerini sürdürüyor. Romanya merkezli Automecanica'nın %96,77'sinin satın alınması Avrupa'da yerel üretim kapasitesi sağlayarak bu coğrafi varlığı genişletiyor. İşlem kapsamında nihai satın alma bedeli yaklaşık 80 milyon EUR olarak kesinleşti ve 3Ç26 itibarıyla tüm tutar ödendi. Bu sebeple yatırım yoğunluğunda 2026 sonrası düşüş modelliyoruz.

Ticari araçlarda görece istikrarlı bir görünüm beklerken, otobüs, midibüs ve yük taşımacılığı gelirlerinin 2026T'de yaklaşık 765 milyon USD'den 2027T'de 833 milyon USD'ye yükselmesini öngörüyoruz. Mercedes Benz Conecto anlaşmasının 2027'den itibaren kapasite kullanımını desteklemesini ve 2029 sonuna kadar en az 1.400 aracın üretilmesini bekliyoruz. Öte yandan, sürücüsüz taşımacılığa imkân tanıyan seviye 4+ otonom şehir içi otobüs Otonom e-Centro İspanya'da yolcu taşımacılığına başladı.

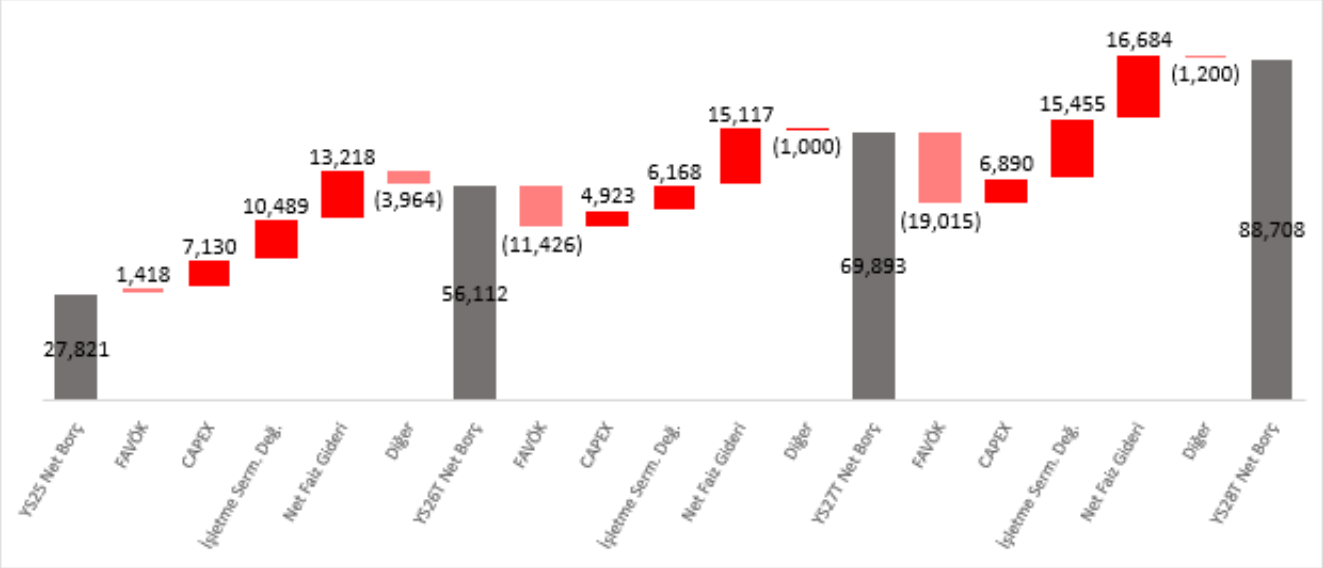
iv) Yüksek borçluluk temel kısıt olmaya devam ediyor

Otokar çok yıllı bir büyüme dönemine yüksek kaldıraçlı bir bilanço ile giriyor. 2027T, 2028T ve 2029T'de sırasıyla 700, 800 ve 800 zırhlı araç teslimatı öngörürken, 2027'deki güçlü toparlanmanın ardından daha sürdürülebilir bir kârlılık profili bekliyoruz. Net borç yaklaşık 1,1 milyar USD seviyesinde bulunurken, brüt borcun yaklaşık %60'ı TL cinsinden ve faiz maliyeti yaklaşık %44-45 seviyesinde. Özkaynaklar 3Ç26 itibarıyla yaklaşık 3,6 milyar TL'ye geriledi. Mevcut borçluluk büyük ölçüde ihracat ağırlığı artan gelir tabanının büyümesini finanse etmek için gereken işletme sermayesi, yavaşlayan stok devir hızı ve bu ihtiyacın yüksek maliyetli TL borçlanma ile finanse edilmesinden kaynaklanıyor. Temmuz 2026'da, Koç Holding'e satılmak üzere yaklaşık 1.5 milyar TL tahsisli sermaye artışı başvurusunda bulunuldu.

Tahmin dönemimizde net borç tutarında anlamlı bir düşüş beklemiyoruz. Net borcun 2026T'de 1,09 milyar USD, 2027T'de 1,12 milyar USD ve 2028T'de 1,17 milyar USD olmasını öngörüyoruz. Serbest nakit akımının 2027T'de 101 milyon USD ile pozitife dönmesine rağmen net faiz giderinin yaklaşık 243 milyon USD seviyesinde kalmasını ve üretim artışının işletme sermayesi ihtiyacını yükseltmeye devam etmesini bekliyoruz. Tahminlerimiz 2027 yılında şirket borçlarının faiz maliyetinin politika faizinin yaklaşık 5 puan üzerinde seyredeceği varsayımına dayanıyor. Dolayısıyla anlamlı bir borç azaltımı için işletme sermayesi ihtiyacında veya finansman maliyetlerinde gerileme gerekiyor.

Yatırım hikâyesi borçluluğun seyrine yüksek duyarlılık gösteriyor. Net Borç/ FAVÖK oranının 2027T'de 6,1x'e ve 2028T'de de 4,7x seviyesinde gerilemesini bekliyoruz (2025: 12.9x). Bu iyileşme mutlak net borçtaki düşüşten değil, kârlılıktaki toparlanmadan kaynaklanıyor. Net borcun tahminimizin 100 milyon USD üzerinde gerçekleşmesi hedef fiyatımızı yaklaşık 56 TL/hisse azaltarak yükseliş potansiyelini yaklaşık %30'a düşürebilir. Bu nedenle nakde dönüşüm ve finansman koşullarını risk düzeltilmiş getiri açısından kritik görüyoruz.

Şekil 8: Net Borç (Nakit) Köprüsü, 2025-2028T, milyon TL



Kaynak: AK Yatırım Araştırma. Tahminler, ilgili her yılın yıl sonu itibarıyla TL satın alma gücü cinsinden ifade edilmektedir

Değerleme

Otokar için İNA bazlı değerleme yaklaşımımızla %52 yükseliş potansiyeline işaret eden 493 TL/hisse 12 aylık hedef fiyat hesaplıyoruz. Bakiye siparişlerdeki güçlü artış, yüksek işletme sermayesi oynaklığı ve son dönemde alınan savunma projelerinin çok yıllı yapısı nedeniyle tek bir yılın kâr çarpanının Şirket'in orta vadeli nakit yaratımını yeterince temsil etmediğini düşünüyor ve İNA yaklaşımını tercih ediyoruz.

İNA modelimizde 2028'e kadar %11,56 AOSM kullanırken, bu oranı 2029-2032 döneminde %10,56'ya, terminal dönemde ise %8,56'ya normalize ediyoruz. Terminal büyüme oranını %2,0, terminal ekonomik değer yaratımı (ROIC-WACC) farkını sıfır, normalize NOPAT marjını %10,2, serbest nakit akımı marjını %7,2 (benzer şirketlerin 10Y ort. medyanı) ve yeniden yatırım oranını yaklaşık %23 olarak varsayıyoruz.

2028'den itibaren operasyonel kaldıracın güçlenmesi ve satış karmasının 4x4 dışındaki daha yüksek marjlı platformlara kaymasıyla FAVÖK marjında ilave artış bekliyoruz. Romanya projesinin gelirler içerisindeki payının azalmasının da marjları desteklemesini öngörüyoruz. Ayrıca satış ve pazarlama giderlerinin ciroya oranının gerilemesini ve enflasyondaki düşüşle birlikte enflasyon muhasebesinin kârlılık üzerindeki olumsuz etkisinin azalmasını varsayıyoruz.

Mevcut kapasitenin daha yüksek üretim hacimlerini destekleyebilmesi ve mevcut platformların yeni programlara daha düşük ilave geliştirme harcamalarıyla uyarlanabilmesi sayesinde yeniden yatırım ihtiyacının zaman içinde ılımlı hale gelmesini ve serbest nakit akımına dönüşümün güçlenmesini bekliyoruz. Baz senaryomuzda vergi istisnasının 2028 sonrasında sona ereceğini varsayıyoruz. Şirket Ar-ge harcamalarından ve ihracat gelirlerinden kaynaklı vergi indirimlerinden faydalanıyor. **Ar-ge vergi indiriminin 2028 sonrasında kalıcı olarak devam etmesi halinde İNA bazlı 12 aylık hedef fiyatımız 618 TL/hisseye yükselirken, bu seviye %90 yükseliş potansiyeline işaret ediyor.**

Şekil 9: Değerleme

İNA Ağırlığı	%100
12A HF (TL)	493
Yukarı Potansiyel	%52

Kaynak: AK Yatırım Araştırma.

Şekil 10: 12A Hedef Fiyat Duyarlılık Analizi (TL) - ROIC-WACC Makası (%) ve Uç Değer Büyüme (%)

ROIC-WACC Makası \ Uç büyüme	0.0%	1.0%	2.0%	3.0%	4.0%
-2.0%	493	460	416	356	270
-1.0%	493	479	460	434	397
0.0%	493	493	493	493	493
1.0%	493	505	520	540	570
2.0%	493	514	541	579	632

Kaynak: AK Yatırım Araştırma. Baz senaryo: 2% uç değer büyüme / 0 Ekonomik Değer Yaratımı (ROIC-WACC) makası.

Şekil 11: İNA, 2025-2032T, milyon USD

İNA	2025	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	2032T
Gelirler	1,212	1,098	1,612	1,817	1,946	1,956	2,062	2,131
büyüme, %	n.a.	-9%	47%	13%	7%	0%	5%	3%
FAVÖK	50	-28	184	251	293	336	348	357
FAVÖK Marjı, %	4.1%	-2.5%	11.4%	13.8%	15.1%	17.2%	16.9%	16.8%
Yatırım Harcamaları	(70)	(139)	(79)	(91)	(97)	(78)	(82)	(85)
CAPEX/Satışlar	(5.8%)	(12.6%)	(4.9%)	(5.0%)	(5.0%)	(4.0%)	(4.0%)	(4.0%)
Amortisman	47	63	67	69	70	78	82	85
CAPEX/Amortisman	1.5	2.2	1.2	1.3	1.4	1.0	1.0	1.0
İşletme Sermayesi Değişimi	35	(130)	1	(100)	54	(59)	(62)	(63)
İşletme Sermayesi Değişimi, %	2.9%	(11.9%)	0.1%	(5.5%)	2.8%	(3.0%)	(3.0%)	(3.0%)
Vergi Ödemesi	(2)	0	(5)	(5)	(45)	(52)	(53)	(54)
SNA	13	(297)	101	55	205	147	151	154
SNA Marjı, %	1.1%	(27.0%)	6.2%	3.0%	10.5%	7.5%	7.3%	7.2%
İndirgeme Faktörü	1.00	0.97	0.87	0.78	0.72	0.65	0.59	0.53
İndirgenmiş SNA		-289	88	43	148	96	89	82
Toplam SNA	257							
Uç Değer Büyüme	2.0%							
Uç Değer Yaratımı Makası	0.0%							
Uç Değer Bugün	1,391							
Firma Değeri	1,648							
Net Borç	1,063							
9A26 SNA	(287)							
12A Hedef Özserm. Değ.	987							
Piyasa Değeri	774							
Pay Adedi	120							
12A HF (USD)	8.2							
12A HF (TRY)	493							
Son Hisse Fiyatı (TRY)	325							
Yukarı Potansiyel	52%							

Kaynak: AK Yatırım Araştırma.

Benzer Şirket Çarpanları… Otokar, takip ettiğimiz benzer şirket grubuna paralel 7,2x 2028T FD/FAVÖK çarpanı ile işlem görüyor. Otokar'ın 2028 yılına ilişkin güçlü kâr görünürlüğü nedeniyle benzer şirketlere kıyasla primli işlem görmeyi hak ettiğini düşünüyoruz. Ayrıca gelir tahminlerimiz 4x4 dışındaki zırhlı araç platformlarından herhangi bir katkı içermiyor. Şirket'in ihracat ağırlıklı faaliyetleri ve Ar-Ge harcamalarına bağlı vergi teşvikleri de daha güçlü nakit yaratımını destekliyor. Bu unsurlar benzer şirket çarpanına prim uygulanmasını haklı çıkarabilir. Ancak 7,2x referans çarpana subjektif bir prim eklemek yerine, Otokar'a özgü büyüme dinamiklerini, vergi profilini ve uzun vadeli nakit yaratım potansiyelini daha iyi yansıttığını düşündüğümüz İNA yaklaşımını değerlememizin tamamında kullanmayı tercih ediyoruz. Bu nedenle benzer şirket çarpanlarını yalnızca İNA bazlı değerlememiz için bir kontrol noktası olarak kullanıyoruz.

Şekil 12: Benzer Şirketlerin 2028T FD/FAVÖK Çarpanları

Ticker	Şirket	Ülke	Segment	Piyasa Değeri (USDmn)	2028T FD/FAVÖK
RHM GY	Rheinmetall AG	GERMANY	AV	39,633	6.6x
012450 KS	Hanwha Aerospace Co Ltd	KOREA	AV	23,845	5.1x
064350 KS	Hyundai Rotem Co Ltd	KOREA	AV	5,390	4.1x
GD US	General Dynamics Corp	U.S.	AV	97,197	13.0x
BA/ LN	BAE Systems PLC	BRITAIN	AV	75,500	11.4x
LDO IM	Leonardo SpA	ITALY	AV	32,150	8.0x
R3NK GY	RENK Group AG	GERMANY	AV	3,598	8.0x
ASELS TI	Aselsan	TURKEY	AV	31,927	8.7x
VOLVB SS	Volvo AB	SWEDEN	CV	65,070	6.2x
PCAR US	PACCAR Inc	U.S.	CV	55,562	9.2x
TMCV IN	Tata Motors Ltd /new	INDIA	CV	17,553	11.8x
600066 CH	Yutong Bus Co Ltd	CHINA	CV	10,509	6.8x
NFI CN	NFI Group Inc	CANADA	CV	2,037	6.4x
BLBD US	Blue Bird Corp	U.S.	CV	1,718	5.3x
OSK US	Oshkosh Corp	U.S.	AV + CV	8,520	6.0x
CSG NA	CSG NV	CZECH	AV + CV	11,053	4.7x
BEML IN	BEML Ltd	INDIA	AV + CV	1,853	14.7x
			Medyan ZA	8.0x	
			Medyan TA	6.6x	
			TA-ZA Ortalama	7.2x	

Kaynak: Bloomberg, AK Yatırım Araştırma. 16 Kasım tarihli piyasa fiyatlarıyladır.

Şekil 13: 12A HF Duyarlılık Analizi (TL) – 2028T FD/FAVÖK Çarpan (x) ve Hedef Net Borç (milyon USD)

Hedef Çarpan \ Hedef Net Borç (USDmn)	1,070	1,120	1,170	1,220	1,270
6.2x	242	217	192	167	142
6.7x	305	280	255	230	205
7.2x	368	343	318	293	268
7.7x	430	405	380	355	330
8.2x	493	468	443	418	393

Kaynak: AK Yatırım Araştırma. Baz Senaryo: 7,2x / USD1170mn hedef net borç.

Riskler. Görüşümüz açısından başlıca aşağı yönlü riskler, büyük ölçekli savunma projelerinde yaşanabilecek uygulama gecikmeleri, nakde dönüşümün beklentilerimizin altında kalması ve borçluluğun beklenenden daha yavaş azalmasıdır. Tahminlerimize yansıttığımız kârlılık toparlanması, 2027'den itibaren teslimatların planlanan takvimde hızlanmasına bağlı bulunurken, mevcut bakiye siparişlerin büyüklüğü ve karmaşıklığı üretim darboğazları, yerlileştirme gereklilikleri ve olası sözleşmesel cezalar açısından hassasiyeti artırıyor. Aynı zamanda yüksek işletme sermayesi ihtiyacı ve yüksek maliyetli TL finansmanına devam eden bağımlılık, güçlenen FAVÖK'ün serbest nakit akımına ve daha düşük net borca dönüşümünü sınırlayabilir. Proje karması ve marjlarda olumsuz değişimler, girdi maliyetlerinin beklentilerin üzerinde gerçekleşmesi ve savunma sanayii tedarik ortamının daha az destekleyici hale gelmesi diğer riskler arasında yer alıyor. Ticari araç segmentinde özellikle elektrikli araçlar için made in Europe gelişmeleri takip edilmeli.

Kâr Değerlendirmesi

Otokar, 3Ç26'da piyasanın 2,15 milyar TL zarar beklentisinin altında, 1,95 milyar TL net zarar açıkladı (3Ç25: 485 milyon TL net zarar). Satış gelirleri yıllık %11 reel artışla 13,79 milyar TL'ye ulaşarak piyasa beklentisini %8 aştı. ZA gelirleri yıllık %154 artışla 3,41 milyar TL'ye yükselerek ticari araç gelirlerindeki %11 daralmayı telafi etti. Piyasanın 336 milyon TL FAVÖK zararı beklentisine karşılık şirket 168 milyon TL FAVÖK açıkladı; FAVÖK marjı %1,2 oldu. Brüt kâr marjı 2Ç26'daki %13,0 seviyesinden %17,9'a yükselirken, geçen yılın aynı dönemindeki %18,7 seviyesinin altında kaldı. Net faiz gideri çeyreklik %22, yıllık %62 artışla 3,58 milyar TL'ye yükseldi (2Ç26: 2,95 milyar TL; 3Ç25: 2,22 milyar TL). Toplam net finansman gideri 4,32 milyar TL olurken, 2,10 milyar TL parasal kazanç ve 380 milyon TL vergi geliri net zararı sınırladı.

Net borç, Haziran sonundaki 42,9 milyar TL'den çeyreklik 9,1 milyar TL artışla 52,0 milyar TL'ye yükseldi. Artışın temel nedenleri, yaklaşık 2,8'er milyar TL nakit çıkışına yol açan işletme sermayesi ihtiyacı ve net faiz ödemeleri oldu. Stok artışı 2,3 milyar TL nakit bağlarken, müşteri avanslarının azalması da işletme sermayesi ihtiyacını artırdı. Ticari alacak tahsilatları bu etkiyi kısmen telafi etti. Ayrıca 1,3 milyar TL şirket satın alma ödemesi ve 1,0 milyar TL yatırım harcaması ilave finansman ihtiyacı yarattı. Toplam özkaynaklar Haziran sonundaki 5,54 milyar TL'den 3,57 milyar TL'ye geriledi. Finansal borçların %65'i, 12,0 milyar TL tahvil borcu dahil, TL cinsinden oluşurken, kalan kısmın ağırlığı EUR cinsindeydi. TL krediler ve tahvillerin ağırlıklı ortalama efektif faiz maliyeti Haziran sonundaki %44,51'den yalnızca 26 baz puan gerileyerek %44,25 oldu. Bir yıl içinde vadesi dolacak borçların payı ise %33'ten %46'ya yükseldi.

OTKAR: Çeyreklik Özet - TMS29 Sonrası

	Özet Finansallar					Beklentilerle Karşılaştırma		
milyon TL	**3Ç26**	**3Ç25**	**y/y**	**2Ç26**	**ç/ç**	**AK**	**Piyasa**	**Fark**
Net Satışlar	13,794	12,467	+11%	11,563	+19%	n.a.	13,170	+4.7%
FAVÖK	168	193	-13%	(620)	a.d.	n.a.	(375)	a.d.
FAVÖK Marjı	*1.2%*	*1.5%*	*-0.3y.p.*	*-5.4%*	*a.d.*	*a.d.*	*-2.8%*	*a.d.*
Net Kar	(1,952)	(485)	+303%	(2,935)	-33%	n.a.	(2,143)	-8.9%

Kaynak: Şirket, Rasyonet, AK Yatırım

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 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.

© Ak Yatırım Menkul Değerler A.Ş. 2026