

Otokar

Otokar – Toplantı Notu

Hisse Detayları

Bloomberg Kodu	OTKARTI
Hisse Fiyatı (TL)	347,00
Fiili Dolaşım Oranı	27,16%
Piyasa Değeri (mn TL)	41.640
Piyasa Değeri (mn \$)	848
BIST-100 Endeks Ağırlığı	0,30%
BIST Tüm Endeks Ağırlığı	0,24%
Yabancı Yatırımcı Oranı	9,7%
Emeklilik Fonları Oranı	8,7%
Yatırım Fonları Oranı	7,3%

Kaynak: Matriks, Finnet, PhillipCapital Araştırma

Fiyat ve piyasa değeri 09/10/2026 itibarıyla

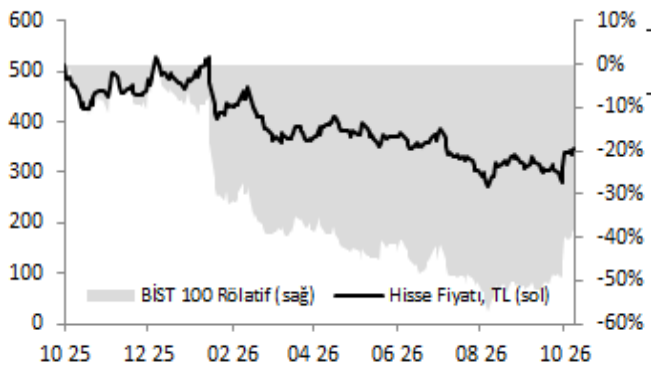
Finansal Veriler (mn TL)

	2Ç25	2Ç26	6A25	6A26
Gelirler	15.061	10.953	26.208	21.170
Brüt Kâr	4.168	1.426	5.799	1.888
Brüt Kâr Marjı	27,7%	13,0%	22,1%	8,9%
FAVÖK	1.904	-587	1.621	-2.352
FAVÖK Marjı	12,6%	-5,4%	6,2%	-11,1%
Net Kâr	544	-2.780	-105	-4.493
Net Kâr Marjı	3,6%	-25,4%	-0,4%	-21,2%

Net Borç	24.489	42.901	24.489	42.901
Piyasa Çarpanları	2024	2025	Son	
F/K	a.d.	a.d.	a.d.	
PD/DD	3,1	6,0	7,6	
FD/FAVÖK	-59,1	43,4	-46,5	

Kaynak: Şirket Verisi, PhillipCapital Araştırma

Ortaklık Yapısı	Oran
Koç Holding A.Ş.	47,4%
Ünver Holding A.Ş.	24,8%
Diğer	27,8%



Kaynak: BİST, Finnet

	1a	3a	6a	1y
Nominal	6,9%	4,1%	-11,0%	-26,3%
Rölatif	26,5%	19,7%	-0,6%	-35,6%
Ort.İşl.Hacmi (mn\$)	3,2	3,5	6,1	7,1

Kaynak: BİST, Finnet

PhillipCapital Araştırma

arastirma@phillipcapital.com.tr

Otokar (OTKAR) Yatırımcı ilişkileri ekibi ile toplantı gerçekleştirdik.

Öne Çıkan Başlıklar

- 1 Ekim'de KAP'a açıklanan 1,47 mlr USD'lik tekerlekli zırhlı araç ihracat sözleşmesini 6A26 sunumundaki 669 mn Euro'luk kesinleşmiş sipariş bakiyesinin üzerine eklediğimizde, pro forma askeri sipariş bakiyesi en az ~2,2 mlr USD'ye ulaşmaktadır. Bu rakam yalnızca özel durum açıklamasına konu olan sözleşmeleri kapsamakta olup, bildirim eşliğinin altında kalan siparişleri içermemektedir.

- Yeni sözleşme kapsamındaki araç teslimatlarının 2027'den itibaren partiler halinde 3 yıl içinde tamamlanması planlanmakta olup, servis ve eğitim gibi entegre lojistik destek hizmetleri sözleşmenin 7 yıllık süresi boyunca devam edecektir. Sözleşme bedelinin büyük kısmının araç teslimatlarından oluşması beklenmektedir. Askeri projelerde sipariş ve ihale bazlı çalışılması nedeniyle teslimatlar son yıllarda yılın son çeyreğinde yoğunlaşmıştır. Bu nedenle çeyresel sonuçlarda dalgalanmalar görülebilecek olup şirketin yıllık bazda değerlendirilmesinin daha sağlıklı olacağını düşünüyoruz.

- Sözleşme, resmi onayların alınması, teminat mektuplarının verilmesi ve avans ödemesinin yapılmasının ardından yürürlüğe girecektir.

- 6A26'da Romanya projesine ilişkin 1,68 mlr TL'lik ceza etkisi ve askeri araç teslimatlarının sınırlı seviyede gerçekleşmesi finansalları baskılamış, FAVÖK -2,35 mlr TL, net zarar -4,49 mlr TL olmuştur. Projenin Sakarya'da üretilen 278 araçlık kısmının teslimatları 1Ç26 itibarıyla büyük ölçüde tamamlanmış, 2Ç26'da sınırlı seviyede gerçekleşen askeri araç teslimatlarının etkisiyle askeri araçların ciro payı %1'e gerilemiştir. Ceza etkisinden arındırılmış brüt marj %15,6'dır (6A25: %22,1).

- Romanya projesinin kalan 781 aracının üretimi, Haziran'da %96,77'si satın alınan Automecanica'nın Mediaş tesisinde sürmektedir. Ödeme taleplerine karşı açılan davalar devam etmekte olup, ikinci talebin yürütmesi dava sonuçlanana kadar durdurulmuştur.

Operasyonel Dinamikler

İş modeli ve ortaklık yapısı Otokar, savunma ve ticari araç olmak üzere birbirini dengeleyen iki ana faaliyet alanında, ihale ve müşteri taleplerine göre şekillenen sipariş bazlı bir üretim modeliyle çalışmaktadır. Şirketin siparişleri dört farklı kaynaktan gelmektedir: kamuya açıklanan büyük ölçekli kesinleşmiş projeler, küresel üreticilerle yapılan yıllara sari kontratlı üretim anlaşmaları, bildirim eşliğinin altında kalan askeri ve ticari araç sözleşmeleri ile yurt içi ve yurt dışı bayi ağı ve doğrudan müşterilerden gelen siparişler. 2025'te konsolide cironun %64'ü ticari araçlardan, %27'si askeri araçlardan, %9'u yedek parça ve servisten elde edilmiş, ihracatın payı %66 olmuştur. Şirketin %47,38'i Koç Holding'e, %24,81'i Ünver Holding'e ait olup halka açık kısım %27,81'dir.

Üretim altyapısı ve ürün gamı Ana üretim üssü, tek vardiyada yıllık 8.700 araç kapasiteli Sakarya tesisidir; Romanya'daki Mediaş tesisi ise Avrupa'daki üretim üssü konumundadır. Ticari tarafta Türkiye'nin en geniş otobüs ürün ailesine sahip olan şirket; şehir içi, servis ve turizm amaçlı otobüslerin yanı sıra elektrikli, hidrojen ve CNG gibi alternatif yakıtlı modeller ve otonom araçlar sunmaktadır. Yük taşımacılığında ise Foton iş birliğiyle üretilen 9, 11 ve 15 tonluk Atlas kamyonlar ve Tunland pick-up modelleri yer almaktadır. Savunma tarafında 4x4'ten 8x8'e taktik tekerlekli araçlar, paletli zırhlı araçlar, kule sistemleri, insansız ve elektrikli zırhlı araçlardan oluşan geniş bir ürün gamı bulunmaktadır.

Romanya projesi 2024'te imzalanan 1.059 adetlik 4x4 Cobra II projesinin (~4,26 mlr RON, 857 mn Euro) ilk 278 aracı Sakarya'da üretilmiş ve teslimatları tamamlanmıştır. Kalan 781 aracın üretimi, %96,77'si 3 Haziran'da devralınan Automecanica bünyesinde sürmekte olup ilk teslimatlar Temmuz'da başlamıştır; böylece Otokar, AB sınırları içinde zırhlı araç üreten ilk Türk şirketi olmuştur. Romtehnica, yerel üretim hazırlıklarına ilişkin ara hedeflerde gecikme olduğu iddiasıyla 191,8 mn RON ve 230,2 mn RON tutarında iki ödeme talebi iletmıştır. İlk talep yasal haklar saklı kalmak kaydıyla vadesinde ödenmiş ve iptal davası açılmış, ikincisinin yürütmesi ise dava sonuçlanana kadar durdurulmuştur.

Yeni ihracat sözleşmesi 1 Ekim'de duyurulan 1.472 mn USD'lik sözleşme, çeşitli tiplerde tekerlekli zırhlı araçların tedarikini ve entegre lojistik destek hizmetlerini kapsamaktadır. Araç teslimatlarının 2027'den itibaren partiler halinde 3 yıl içinde tamamlanması planlanmakta olup sözleşme 7 yıl yürürlükte kalacaktır. Şirket, yükümlülükleri ve tahsil edeceği avansın teminatı olarak toplam 441,6 mn USD tutarında teminat mektubu verecektir.

Kontrat üretimi Iveco Bus ile 2020 yılında başlayan iş birliği kapsamında üretim, Sakarya'daki fabrikada devam etmektedir. Daimler Buses ile yapılan anlaşma kapsamında 2029 sonuna kadar 1.400 adet Mercedes-Benz Conecto'nun Sakarya'da üretilmesi hedeflenmekte olup, bu adet pazar koşullarına göre artırılabilir.

Finansal Görünüm

Teslimat hacmi, satış karması ve ihracat ağırlıklı gelir yapısı Otokar'ın kârlılığında belirleyici olmaktadır. 2026 yılında Romanya projesinden kaynaklı cezalar ve askeri araç teslimatlarının sınırlı seviyede gerçekleşmesi finansal sonuçları baskılamıştır.

Askeri satış adedinin 201'den 485'e yükseldiği 2025'te askeri araçların ciro payı %27'ye çıkmış ve FAVÖK 2,15 mlr TL ile yeniden pozitifte dönmüştür. 6A26'da ise brüt marj %8,9'a gerilemiştir (ceza etkisi hariç %15,6).

Net finansal borç Haziran sonunda 43,0 mlr TL'ye yükselmiştir. İlk çeyrekte ödenen ceza ile ikinci çeyrekte şirket satın alması kaynaklı ödemelere bağlı nakit ihtiyacının kredi ile finanse edilmesi, artışın ana nedenleridir. Aynı dönemde kısa vadeli borçlar uzun vadeli kaynaklarla ikame edilerek daha dengeli bir borç vade yapısı oluşturulması amaçlanmıştır. Ayrıca sermayenin %4 oranında artırılarak yeni payların Koç Holding'e satılmasına karar verilmiş olup SPK onay süreci devam etmektedir.

PhillipCapital Türkiye Değerlendirmesi

Toplantı, Otokar'da ağırlık merkezinin 2027-2029 teslimat döngüsüne kaydığını teyit etmektedir. 2026'nın ilk yarısında finansallar baskı altında kalmıştır. Romanya projesi teslimatlarının etkili olacağı 2Y26'da finansalların ilk yarıya kıyasla toparlanmasını, ancak yılın genelinde kârlılığın baskı altında kalmasını bekliyoruz. Romanya teslimatları ve yeni sözleşmeyle birlikte askeri araçların ciro içindeki payının yeniden artacağı 2027'den itibaren ise belirgin bir iyileşme görüyoruz.

Önümüzdeki dönemde yeni sözleşmenin yürürlüğe girmesi ve avans tahsilatı, Romanya projesi araç teslimatlarının seyri, Romanya'daki hukuki süreç ve 3Ç26 finansalları yakından izleyeceğimiz başlıklar olacaktır. Romanya'daki üretim takviminde olası gecikmeler, finansman giderlerinin seyri ve makroekonomik gelişmelerin ihracat marjlarına etkisi ise takip edilmesi gereken riskler arasındadır.

Yasal Uyarı

Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve analizler 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. 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. Bu rapordaki tüm görüş ve bilgiler önceden haber verilmeksizin değiştirilebilir.

Raporda yer alan bilgi ve veriler, güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan derlenmiş olup, doğrulukları ayrıca araştırılmamıştır. Bu nedenle, bu bilgilerin tam veya doğru olmaması nedeniyle doğabilecek zararlardan PhillipCapital Menkul Değerler A.Ş. ve çalışanları sorumlu değildir. 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 PhillipCapital hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. Ayrıca, PhillipCapital ve tüm çalışanlarının, herhangi bir şekilde bilgiler dolayısıyla ortaya çıkabilecek, doğrudan veya dolaylı zararlara ilgili herhangi bir sorumluluğu yoktur.

Sunulan yorum ve tavsiyelerin objektifliğini etkileyebilecek nitelikte bilinen herhangi bir ilişki ve koşul bulunmamakta olup, gerek Şirketimiz gerekse müşterileri arasında doğabilecek önemli çıkar çatışmalarına yol açmayacak şekilde hazırlanması için azami dikkat ve özen gösterilmiştir.

Burada yer alan bilgiler, bir yatırım tavsiyesi, yatırım aracının alım satım önerisi ya da getiri vaadi değildir ve yatırım danışmanlığı kapsamında yer almamaktadır. Bu raporun tümü veya bir kısmı PhillipCapital Menkul Değerler A.Ş.'nin yazılı izni olmadan çoğaltılamaz, yayınlanamaz veya üçüncü kişilere gösterilemez, ticari amaçla kullanılamaz.