Otokar <OTKAR> — 3Ç26 BİLANÇO ANALİZİ

Ciro savunmayla büyüdü, zarar finansmanla derinleşti

Otokar'ın 3Ç26 net satışları 3Ç25'e göre %10,6 artarak 13,8 milyar TL'ye yükseldi. Brüt kar %6,2 artışla 2,5 milyar TL'ye çıkarken FAVÖK %12,9 azalarak 168 milyon TL'ye geriledi, ancak 375 milyon TL zarar bekleyen Research Turkey konsensüsünün aksine pozitif oldu. Net zarar 485 milyon TL'den 1,95 milyar TL'ye yükseldi ve 2,14 milyar TL'lik konsensüsün %8,9 altında kaldı. Net finansman giderindeki 1,68 milyar TL'lik artış, zarar artışını (1,47 milyar TL) tek başına aştı. Sonuçlar, savunmayla toparlanan faaliyetlere karşın finansman yükünün karlılığı baskıladığına işaret ediyor.

Marjlar daraldı, giderler cirodan hızlı arttı

Brüt kar marjı 0,7 puan gerileyerek %17,9'a, FAVÖK marjı 0,3 puan gerileyerek %1,2'ye indi. Çeyrekte Romanya sözleşmesine ilişkin ceza indirimi bulunmadığından brüt marjdaki daralma cezadan kaynaklanmadı. Faaliyet giderleri %11,4 artarak ciro büyümesini geçti ve esas faaliyet sonucu 98 milyon TL kardan 101 milyon TL zarara döndü. 3Ç25'te konsolide edilmeyen Automecanica'nın bu çeyrekte tam olarak tablolara girmesi gider artışında etkili olmuş olabilir.

Savunma ciroyu taşıdı, ticari araç zayıfladı

Savunma sanayi araçları cirosu 1,3 milyar TL'den 3,4 milyar TL'ye çıkarak 2,5 katına yükseldi ve cironun %24,7'sine ulaştı (3Ç25: %10,8). Askeri araç satışı 28 adetten 97 adede çıktı ve Romanya'daki Mediaş tesisinden teslimatlar Temmuz'da başladı. Ticari araç cirosu ise %11,0 geriledi ve askeri araç dışındaki satış adedi %16,8 azaldı. İskonto ve iadelerin brüt satışlara oranının %2,8'den %4,2'ye çıkması, ticari tarafta fiyatlama gücünün zayıfladığına işaret ediyor. Savunmadaki artışla net satışlar 2Ç26'ya göre de %19,3 arttı.

Finansman yükü ağırlaştı, özkaynak eridi

Faiz gideri %63,8 artışla 3,7 milyar TL'ye çıkarak FAVÖK'ün 22,2 katına ulaştı. Net parasal pozisyon kazancı net finansman giderinin %48,7'sini karşıladı ve zararı sınırlayan kalemlerin faaliyet dışı olması, net sonucun kalitesinin zayıf kaldığına işaret ediyor. Haziran bilançosu Eylül alım gücüne taşındığında net borç 45,3 milyar TL'den 52,0 milyar TL'ye (%14,8) yükseldi ve ana ortaklık özkaynakları %39,2 azalarak 3,5 milyar TL'ye indi. Müşteri avanslarının erimesiyle dokuz aylık işletme nakit akışı 7,7 milyar TL eksi oldu ve toplam borcun %97,5'inin iki yıl içinde vadeli olması refinansman ihtiyacını öne çıkarıyor.

Değerlendirme

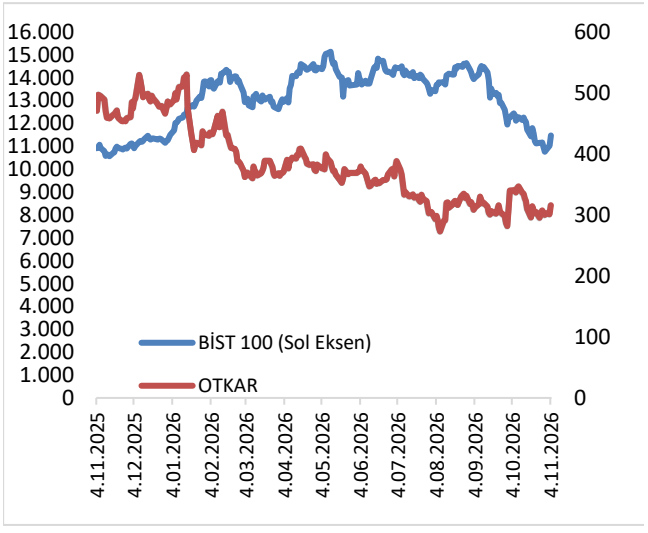
Şirketin 3Ç26 sonuçlarını nötr değerlendiriyoruz. 3Ç25'e göre %10,6 artan ciro, 2,5 katına çıkan savunma cirosu, beklentinin aksine pozitif FAVÖK ve çeyrekte ceza indiriminin olmaması faaliyetlerde toparlanmanın başladığına işaret ediyor. Buna karşılık dört katına çıkan net zarar, FAVÖK'ün 22 katına ulaşan faiz gideri, %39,2 azalan özkaynak ve eriyen müşteri avansları bu toparlanmayı dengeliyor. 1,47 milyar dolarlık ihracat sözleşmesinin yürürlüğe girmesi ve tahsisli sermaye artırımı yönü olumlu, yürürlüğün gecikmesi ve Romanya'da yeni ceza talepleri ise olumsuz etkileyebilir. Savunma teslimatları, sözleşmenin yürürlüğü, sermaye artırımı, ticari araç talebi ve borçluluk temel takip noktalarımız olacak.

NÖTR

Kapanış, TL (04.11.2026)	316,00 TL
Bugünkü Sermaye (bin TL)	120.000
Halka Açık Sermaye (bin TL)	33.375
Halka Açıklık Oranı	27,81
Piyasa Çarpanları	
F/K	a.d.
PD/DD	10,72
FD/FAVÖK	a.d.

Özet Gelir Tablosu (bin TL)	3Ç26	3Ç25	Değ.(%)
Net Satışlar	13.793.901	12.467.294	10,6
Brüt satış karı	2.474.722	2.329.394	6,2
Faaliyet Giderleri	3.076.400	2.762.418	11,4
Finansal Gelir/Gider	-4.317.524	-2.639.633	a.d.
Esas Faaliyet Zararı	-100.933	98.221	a.d.
FAVÖK	168.103	193.063	-12,9
Ana Ortaklık Net Kar	-1.952.461	-484.721	a.d.

Oranlar	3Ç26	3Ç25	Fark
Brüt Kar Marjı (%)	17,94	18,68	-0,7
Esas Faa.Kar Marjı (%)	-0,73	0,79	-1,5
FAVÖK Marjı (%)	1,22	1,55	-0,3
Net Kar Marjı (%)	-14,15	-3,89	a.d.



Sermaye Piyasası Kurulunun Seri:V, No:55 Yatırım Danışmanlığı Faaliyetine ve Bu Faaliyette Bulunacak Kurumlara İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ'i Uyarınca Yayımlanan Uyarı Notu:

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 dayanılarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

Çekince: Bu bilgiler ve görüşler önceden haber vermeksizin değiştirilebilir. İntegral Yatırım Menkul Değerler A.Ş. bilgilerin ve ifade edilen görüşlerin doğru, eksiksiz ve güncelleştirilmiş olduğuna dair (açıkça ifade edilmiş veya ima edilmiş) hiçbir beyan ve taahhütte bulunmaz. Herhangi bir yatırım konulu karar almadan önce bir uzmandan görüş alınmalıdır.

Sorumluluğun Sınırlandırılması: İntegral Yatırım Menkul Değerler A.Ş. herhangi bir sınırlandırma olmaksızın, dolaylı, direkt veya bir fiilin sonucu olarak ortaya çıkan zararlar da dahil olmak üzere her türlü kayıp ve hasarla ilgili sorumluluk kabul etmez. Bu rapor tarafımızca doğruluğu ve güvenilirliği kabul edilmiş kaynaklar kullanılarak hazırlanmış olup yatırımcılara kendi oluşturacakları yatırım kararlarında yardımcı olmayı hedeflemekte ve herhangi bir yatırım aracını alma veya satma yönünde yatırımcıların kararlarını etkilemeyi amaçlamamaktadır. Yatırımcıların verecekleri yatırım kararları ile bu raporda bulunan görüş, bilgi ve veriler arasında bir bağlantı kurulamayacağı gibi, söz konusu kararların neticesinde oluşabilecek yanlışlık veya zararlardan kurum çalışanları ile Ulukartal Holding A.Ş. ve İntegral Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin herhangi bir sorumluluğu bulunmamaktadır.

İntegral Yatırım Araştırma

Sevgül YIRTAR
Araştırma Müdürü
sevgulyirtar@integralyatirim.com.tr
+90 212 329 3289
SORUMLU OLDUĞU SEKTÖRLER
Bankacılık, Holding, Savunma

Harun Raşit DEMİRCAN
Araştırma Uzmanı
harundemircan@integralyatirim.com.tr
+90 212 329 3288
SORUMLU OLDUĞU SEKTÖRLER
Enerji-Üretim, Perakende, GYO, İnşaat, Sigorta

Sena ÇOBAN
Araştırma Uzman Yardımcısı
senacoban@integralyatirim.com.tr
0212 329 3286
SORUMLU OLDUĞU SEKTÖRLER
Enerji - Dağıtım, İlaç - Sağlık, Teknoloji, Gıda

Ertuğrul AKSOY
Araştırma Uzman Yardımcısı
ertugrulaksoy@integralyatirim.com.tr
+90 212 329 3285
DESTEK VERDİĞİ SEKTÖRLER
Demir-Çelik, Çimento

Ahmet Server DEDE
Araştırma Uzman Yardımcısı
ahmetserverdede@integralyatirim.com.tr
+90 212 329 3287
DESTEK VERDİĞİ SEKTÖRLER
Otomotiv, Petrokimya, Telekom, Havacılık

www.integralyatirim.com.tr