Otokar

Hisse Detayları

Bloomberg Kodu	OTKAR TI
Hisse Fiyatı (TL)	328,00
Fiili Dolaşım Oranı	25,99%
Piyasa Değeri (mn TL)	39.360
Piyasa Değeri (mn $)	783
BIST-100 Endeks Ağırlığı	0,29%
BIST Tüm Endeks Ağırlığı	0,23%
Emeklilik Fonları Oranı	10,6%
Yatırım Fonları Oranı	7,1%

Kaynak: Matriks, PhillipCapital Araştırma
Fiyat ve piyasa değeri 12/11/2026 itibarıyla

Finansal Veriler

(mn TL)	3Ç25	3Ç26	9A25	9A26
Gelirler	12.467	13.794	40.135	36.143
Brüt Kâr	2.329	2.475	8.452	4.468
Brüt Kâr Marjı	18,7%	17,9%	21,1%	12,4%
FAVÖK	193	168	1.904	-2.315
FAVÖK Marjı	1,6%	1,2%	4,7%	-6,4%
Net Kâr	-456	-1.952	-566	-6.696
Net Kâr Marjı	-3,7%	-14,2%	-1,4%	-18,5%

Kaynak: Şirket verisi (Eylül 2026 satın alma gücüyle)

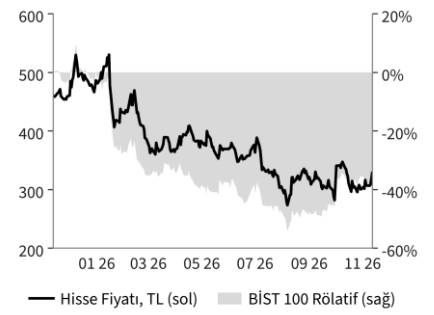
Piyasa Çarpanları	2024	2025	Son
F/K	a.d.	a.d.	a.d.
PD/DD	5,42	5,79	10,98
FD/Satışlar	1,91	1,75	1,90

Kaynak: Şirket verisi, Matriks. a.d.: anlamlı değil.

Ortaklık Yapısı	Hisse Sayısı (milyon)	Oran
Koç Holding	56,9	47,4%
Ünver Holding	29,8	24,8%
Diğer	33,4	27,8%
Toplam	**120,0**	**100,0%**

Kaynak: Matriks

Hisse Fiyat Performansı



Kaynak: BİST, Matriks

	1a	3a	6a	1y
Nominal	-2,5%	2,4%	-13,5%	-28,5%
Rölatif	0,3%	22,4%	8,3%	-35,6%
Ort.İşl.Hacmi (mn$)	2,2	3,0	5,2	6,9

Kaynak: BİST, Matriks

Anıl Öztürk
anil.ozturk@phillip.com.tr

Sadrettin Bağcı
sadrettin.bagci@phillip.com.tr

Otokar (OTKAR)

Tesis Ziyareti ve Analist Toplantısı Notu

12 Kasım 2026'da Otokar'ın Sakarya fabrikasına düzenlenen tesis ziyaretine ve yönetim toplantısına katılarak savunma, otobüs ve midibüs/hafif kamyon üretim hatları ile test merkezlerini inceledik.

Öne Çıkan Başlıklar

- **Savunma sipariş bakiyesi yaklaşık 2,15 mlr USD seviyesine ulaştı:** 1 Ekim'deki 1.472 mn USD tutarındaki tekerlekli zırhlı araç ve 7 yıllık entegre lojistik destek (ILS) sözleşmesiyle birlikte kesinleşmiş bakiye 9A26 itibarıyla 1.473 mn USD ve 589 mn EUR'ya çıktı (eşik altı siparişler hariç).
- **Tek vardiyada %61 kapasite kullanımı ek yatırımsız üretim artışı imkânı sunuyor:** Hat içi iyileştirmelerle taktik zırhlı araç kapasitesi ek yatırım gerektirmeden 700 adetten 950 adede yükseldi. Toplam 8.700 adetlik tek vardiya kapasitesi yeni ihaleler için alan yaratıyor.
- **Romanya tesisi Avrupa'daki yerli üretim şartlarında avantaj sağlıyor:** %96,77 hissesi yaklaşık 85 mn EUR bedelle alınan Automecanica Mediaş tesisinde kalan 781 adet COBRA II'nin üretimi ve Temmuz ayı itibarıyla teslimatları başladı. AB içi yerel üretici kimliği yeni ihalelerde rekabet avantajı oluşturuyor.
- **2027 geçiş yılı, 2028 ise kalıcı toparlanma dönemi olacak:** Yeni sözleşmelerden gelecek avanslar işletme sermayesini destekleyecek. 2027 sonunda başlaması beklenen finansal iyileşmenin 2028'deki nakit tahsilatlarla kalıcı hale gelmesini öngörüyoruz.

Operasyonel Yapı ve Üretim

Otokar hem savunma hem ticari araçta müşteri ihtiyaçlarına göre şekillenen sipariş bazlı bir üretim modeliyle çalışıyor. Savunma ürünleri; 4x4'ten 8x8'e taktik tekerlekli zırhlı araçlar, paletli zırhlı araçlar, insansız kara araçları, elektrikli zırhlı araçlar ve açık, küçük ve orta kalibre Mızrak ailesi dahil tamamen şirket içinde üretilen kule sistemleri olmak üzere beş ana grupta toplanıyor.

Ticari araç iş birlikleri, otonom sürüş ve test merkezleri önemli birer gelir alanı oluşturuyor. Ticari araç tarafında Foton ile yürütülen hafif kamyon üretiminin yanı sıra Iveco Bus ve 3Ç26'da seri üretimi başlayan Daimler Buses anlaşmaları (2029 sonuna kadar 1.400 adet Mercedes-Benz Conecto), fabrikada yıllara yayılan düzenli kapasite kullanımının yanı sıra gelir katkısı sağlıyor. Beş yılı aşan Ar-Ge çalışmaları ve kuruluşundan 2025 sonuna kadar alınan 313 patentin desteğiyle geliştirilen güvenlik kokpitli Seviye 4 otonom mikrobüsler ticarileşerek Madrid ve Avusturya teslimatlarıyla gelir yaratmaya başlarken, kokpitsiz tam otonom Seviye 5 mikrobüsün önümüzdeki dönemde Madrid'de test edilmesi planlanıyor.

İleri test ve doğrulama merkezleri ürün geliştirme hızını artırırken dış gelir sağlıyor. Tesiste hidrolik yol simülatörü ile bir yıllık saha yıpranması iki ayda test edilirken; dinamometreli klimatik odada nem-sıcaklık kontrolü ve araç yük simülasyonları yapılarak farklı coğrafyalardaki fiziki koşullar simüle ediliyor ve ısıtma-soğutma sistem ile alt sistemlerinin termal davranışları inceleniyor. Yansımasız oda yapısındaki EMC/EMI merkezinde ise küçük bir antenden 8x8 zırhlı araca kadar sistem ve alt sistem elektroniklerinin bulundukları elektromanyetik ortamdan etkilenmeden ve ortamdaki diğer cihazları etkilemeden çalışabilmesine yönelik test ve analiz faaliyetleri yürütülüyor. Bu merkezler, gizlilik ve tarafsızlık ilkeleri çerçevesinde dış üreticilere de ücretli hizmet sunarak ek gelir yaratıyor.

Kapasite Kullanımı, Romanya Operasyonu ve Avrupa Pazarındaki Konum

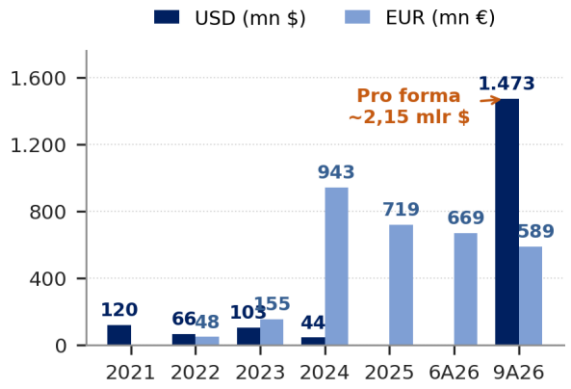
Tablo 1: Sakarya ve Romanya Tesislerinin Karşılaştırması

	Sakarya Ana Üretim Üssü	Romanya (Automecanica)	Operasyonel ve Stratejik Rol
Alan & Mülkiyet	552.000 m² (%100 Otokar)	140.000 m² (%96,77 bağlı ortaklık)	Tam mülkiyet ve know-how şirket bünyesinde kalıyor.
Tek Vardiya Kapasite	8.700 adet (6.000 otobüs, 1.500 kamyon, 950 zırhlı, 250 arazi)	Kalan 781 adet COBRA II üretimi	Zırhlı kapasitesi ek CAPEX olmadan süreç içinde 700'den 950'ye çıktı
Kapasite Kullanımı	9A26: %61 (6A26: %63), tek vardiya	Alanın bir kısmı aktif, genişleme imkânı mevcut	Vardiya artışıyla ek yatırımsız üretim artışı imkânı
Ana Fonksiyon	Ticari ve askeri araç üretimi; Ar-Ge ve test	AB ve NATO içinde yerel üretim, test ve lojistik	İlk 278 COBRA II Sakarya'da, kalan 781 adet Mediaş'ta üretiliyor

Kaynak: Şirket sunumu, saha ziyareti notları.

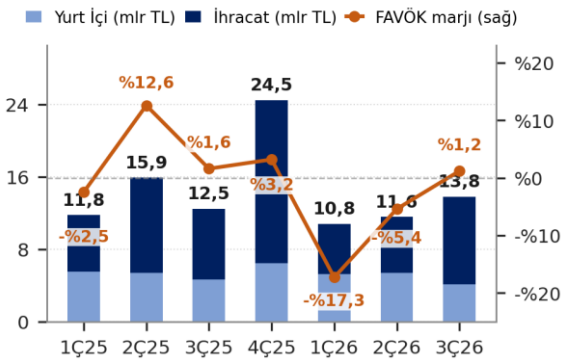
Avrupa'daki yerleşik üretim ve sıfır emisyonlu ürün gamı ihale rekabetçiliğini güçlendiriyor. Savunma tarafında Romanya'daki Automecanica tesisiyle Avrupa'da üretim yapan ilk ve tek Türk savunma sanayii şirketi konumuna ulaşan Otokar, yerel üretim ve tedarik kriterlerinin öne çıktığı Avrupa savunma ihalelerinde doğrudan yerleşik üretici avantajı elde ediyor. Ticari araç tarafında ise elektrikli, hidrojenli ve otonom ürün gamının yanı sıra Avrupa'daki iştirakleri, şirketin Avrupa belediye ve kamu ulaşım ihalelerindeki rekabet konumunu destekliyor.

Şekil 1: Kesinleşmiş askeri sipariş bakiyesi



Kaynak: Şirket sunumları, KAP. Eşik altı siparişler hariçtir.

Şekil 2: Çeyreklik ciro kırılımı ve FAVÖK marjı



Kaynak: 9A26 Yatırımcı Sunumu (TMS 29, Eylül 2026 alım gücü).

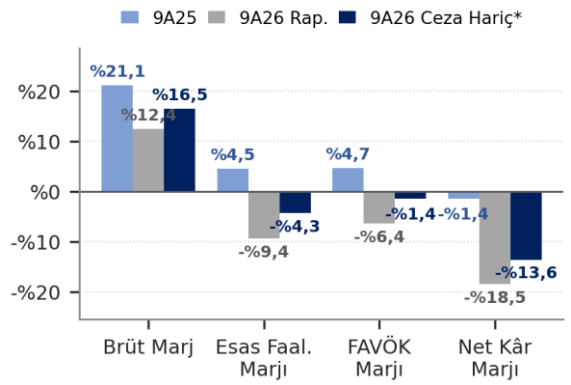
Finansal Görünüm, İşletme Sermayesi ve Bilanço Dinamikleri

Özet Gelir Tablosu (mn TL)	3Ç26	9A25	9A26 Raporlanan	9A26 Ceza Hariç*
Net Satışlar	13.794	40.135	36.143	37.915
Brüt Kâr (Marj %)	2.475 (%17,9)	8.452 (%21,1)	4.468 (%12,4)	6.240 (%16,5)
FAVÖK (Marj %)	**168 (%1,2)**	**1.904 (%4,7)**	**-2.315 (-%6,4)**	**-543 (-%1,4)**
Net Finansman Gideri	-4.318	-8.690	-10.536	-10.536
Net Dönem Kârı / Zararı	**-1.952 (-%14,2)**	**-566 (-%1,4)**	**-6.696 (-%18,5)**	**-5.138 (-%13,6)**

*Tablo 2: TMS 29 dahil özet finansallar (Eylül 2026 alım gücü). *Romanya projesi kaynaklı 1.772 mn TL ceza hariçtir. Kaynak: Şirket sunumu.*

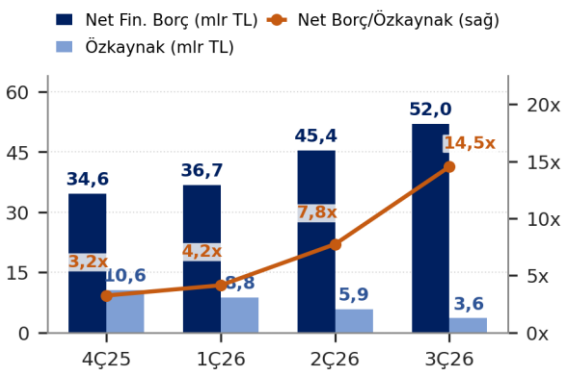
2027 geçiş yılı olurken kalıcı nakit ve bilanço toparlanması 2028'de hızlanacak. Romanya teslimatlarıyla askeri ciro payı 3Ç26'da %25'e çıkarken FAVÖK pozitife döndü (9A26 ihracat payı: %59). Romtehnica'nın 191,8 mn RON'luk ilk talebi ödenerek iptal davası açıldı; 230,2 mn RON'luk ikinci talebin yürütmesi durduruldu. Ceza, satın alma ve 24,9 mlr TL'ye çıkan stoklarla net finansal borç 52,0 mlr TL'ye yükselse de kısa vadeli yükümlülük payı %72'den %58'e çekildi; yeni sözleşme avansları işletme sermayesini desteklerken hem şirketin kendi kredibilitesi hem de Koç Grubu desteğiyle likidite riski öngörülmüyor.

Şekil 3: 9A26 raporlanan ve ceza hariç marjlar



Kaynak: 9A26 Yatırımcı Sunumu, PhillipCapital Araştırma.

Şekil 4: Net finansal borç, özkaynak ve kaldıraç



Kaynak: 9A26 Yatırımcı Sunumu (Eylül 2026 alım gücü).

PhillipCapital Türkiye Değerlendirmesi

Saha ziyareti, ağırlık merkezinin 2027–2029 teslimat döngüsüne kaydığını teyit ediyor. Yaklaşık 2,15 mlr USD kesinleşmiş askeri bakiye, tek vardiyada %61 KKO'nun sunduğu ek yatırımsız kaldıraç ve Romanya ile kazanılan AB içi yerleşik üretici statüsü orta vadeli tezi desteklerken; 52,0 mlr TL net finansal borç ve yüksek finansman gideri nedeniyle 2027'nin borçluluğun azaltılması ve marjların artırılması açısından bir geçiş yılı olacağını, yıl sonu teslimatları ve akabindeki nakit tahsilatlarla birlikte kalıcı toparlanmanın 2028'de belirginleşeceğini düşünüyoruz.

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 dayanılarak 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 dayanılarak 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 zararlarla 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.