

Karlılık görünümünün 2027'ye doğru iyileşmesi bekleniyor.

2026 dip yılı; karlılık ve nakit akışı 2027'de normalleşiyor.

2026'yı operasyonel açıdan dip yıl, 2027'yi ise savunma araçları satış karmasının, marjların ve serbest nakit akışının normalleşmeye başlayacağı yıl olarak değerlendiriyoruz. **Bu raporla birlikte OTOCAR için hedef fiyatımızı hisse başına 480 TL'den 519 TL'ye yükseltirken "Endeks Üzeri Getiri" tavsiyemizi yineliyoruz.** Yatırım tezimiz, imzalanmış savunma sanayisi sözleşmelerinin teslimat, kabul ve tahsilat süreçleri aracılığıyla nakde dönüşmesine dayanıyor. Ticari araçlar hacim dalgalanmalarına ve mevsimselliğe karşı dengeleyici bir unsur oluştururken savunma araçları satış karması, işletme sermayesi disiplini ve borçluluğun azaltılma hızı temel değer yaratıcı unsurlar olmaya devam ediyor. Net satışların 2026'da %18,5 büyüyerek 61,6 milyar TL'ye, 2027'de ise %20,0 artışla 73,9 milyar TL'ye ulaşmasını öngörüyoruz. Modelimiz, 2027-2032 döneminde satış gelirlerinde yıllık bileşik %18,5 büyümeye işaret ediyor. Brüt kar marjının 2026'daki %12,0 seviyesinden 2027'de %19,2'ye yükselmesini; böylece 2026'da 1,47 milyar TL zarar seviyesinde olan FAVÖK'ün 2027'de 3,08 milyar TL kara dönmesini bekliyoruz. Şirketin 2026'daki 3,36 milyar TL net zararın ardından 2027'de 1,72 milyar TL net kar açıklamasını öngörüyoruz.

Borçluluğun azalması 2027'de başlayarak sonraki yıllarda hızlanacak.

Romanya'daki 1.059 adetlik COBRA II projesi, Haziran 2026'da konsolide edilmeye başlanan Medias üretim altyapısı ve temmuz ayında başlayan nihai müşteri teslimatları, çok yıllık gelir görünürlüğünün temel unsurlarını oluşturuyor. Eylül 2026'da başlaması ve 2027'de seri üretime geçmesi planlanan Mercedes-Benz Conecto üretimi ise nispeten sınırlı işletme sermayesi ihtiyacıyla ikinci bir hacim kanalı sağlayacak. Serbest nakit akışının 2027'de 0,55 milyar TL, 2028'de 4,90 milyar TL ve 2029'da 7,54 milyar TL'ye ulaşmasını; net borcun ise 2026 sonundaki 36,9 milyar TL'den 2029 sonunda 18,8 milyar TL'ye gerilemesini öngörüyoruz. Net borç/FAVÖK oranının 2027'de 11,5x ile yüksek seviyesini koruduktan sonra 2028'de 3,1x'e ve 2029'da 1,7x'e gerilemesini bekliyoruz. Dolayısıyla bilanço iyileşmesi ağırlıklı olarak sonraki yıllarda gerçekleşecek ve proje kabulü ile tahsilat disiplinine bağlı kalacak. Temettü dağıtımından önce borçluluğun azaltılmasına öncelik veriyor ve 2028'den önce temettü ödemesi öngörmüyoruz.

Sermaye artırımını bilanço için bir köprü niteliğinde, ancak tek başına yeterli değil.

Yönetim Kurulu, 30 Temmuz 2026'da çıkarılmış sermayeyi 120 milyon TL'den 124,8 milyon TL'ye yükseltecek, nominal sermayenin %4'ü oranındaki tahsisli sermaye artırımını onayladı. Yeni ihraç edilecek payların tamamı Koç Holding'e satılacak. Şirket, elde edilecek kaynağın tamamını finansal borçların azaltılması, bilançonun güçlendirilmesi ve işletme sermayesi yönetiminin desteklenmesi amacıyla kullanmayı planlıyor.

Değerleme önemli bir yükseliş potansiyeline işaret etse de yatırım tezi uygulama performansına duyarlı.

Otokar yılbaşından bu yana BIST-100 Endeksi'nin %47, son 12 ayda ise %55 altında performans gösterdi. Bu görünüm, olumsuz haber akışının önemli bölümünün halihazırda fiyatlanmış olabileceğine işaret ediyor. Tahminlerimize göre hisse 2027 beklentileri üzerinden 23,9x FD/FAVÖK ve 22,3x F/K çarpanlarıyla işlem görüyor. Modelimizin savunma teslimatlarında ve faaliyet marjlarında belirgin bir artış öngörmesiyle bu çarpanlar 2028'de sırasıyla 7,2x ve 4,4x'e keskin şekilde geriliyor. Dolayısıyla olası bir yeniden değerlendirme, kısa vadeli finansal sonuçlardan ziyade Romanya teslimatlarının hızına, sipariş bakiyesinin gelire dönüşmesine, OEM üretim hacimlerine ve operasyonel karlılıktaki toparlanmaya bağlı olacak.

TL mn	2025	2026T	2027T	2028T
Net Satışlar	51.962	61.575	73.891	88.299
FAVÖK	2.153	-1.465	3.080	9.169
Net Kar	-1.459	-3.361	1.720	8.741
Brüt Kar Marjı	19,1%	12,0%	19,2%	26,0%
FAVÖK Kar Marjı	4,1%	-2,4%	4,2%	10,4%
Net Kar Marjı	-2,8%	-5,5%	2,3%	9,9%
F/K (x)	n.m.	n.m.	22,3	4,4
PD/DD (x)	3,8	3,3	2,9	1,8
FD/FAVÖK (x)	33,1	-51,4	23,9	7,2
FD/Satışlar (x)	1,37	1,22	1,00	0,75
Özsermaye Karlılığı	-14,5%	-29,2%	13,0%	40,1%
Nakit Akış Verimi	-10,6%	-7,1%	0,7%	5,6%
Temettü Verimi	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

ENDEKSİN ÜZERİNDE GETİRİ

Şirket Raporu

Hisse Bilgileri	OTOMOTİV
Sektör	OTOMOTİV
Bloomberg / Reuters Kodu	OTKAR.TI / OTKAR.IS
Fiyat (TL/hisse)	320,25
Hedef Fiyat (TL/hisse)	519,00
Potansiyel Getiri (%)	62%
52 Haftalık Fiyat Aralığı (TL)	273,00-575,00
Piyasa Değeri (milyon TL)	38.430
Firma Değeri (milyon TL)	81.331
Fili Dolaşım PD (milyon TL)	10.376
Ödenmiş Sermaye (milyon TL)	120
Dolaşımdaki Paylar	%27
Yabancı Oranı (Dolaşımdaki Pay %)	
En Son	10.32%
3 Ay Önce	11.19%

İşlem Hacmi	1H	1A	3A	1Y
Ortalama İşlem Miktarı (000)	820	594	979	800
Ortalama İşlem Hacmi (mnTL)	241	185	347	331
Fiyat Aralığı (TL/hisse)	273,00-320,25	273,00-338,00	273,00-388,25	273,00-575,00

Hisse Performansı	1A	3A	6A	12A
Nominal Getiri	-%5	-%16	-%30	-%43
BIST-100'e Göre Rölaf Getiri	-%4	-%11	-%30	-%56

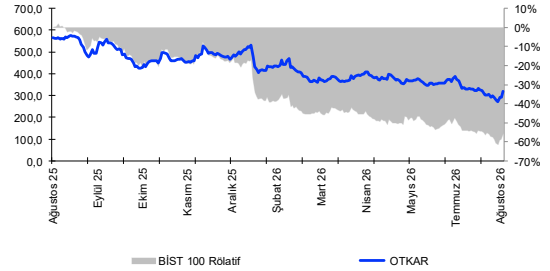
Ortaklık Yapısı	Sermayedeki Payı (%)
KOÇ HOLDİNG ANONİM ŞİRKETİ	47,38
ÜNVER HOLDİNG ANONİM ŞİRKETİ	24,81
Diğer	27,81

Şirket Özeti

Her türlü paletli veya tekerlekli kara, deniz ve hava savunma araçları ile zırhlı güvenlik araçlarının, ticari maksatlı otobüs, kamyon, minibüs, midibüs, panel gibi mal ve yolcu taşıma sistemlerinin, arazi aracı, traktör, treyler, semi-treyler ve benzeri taşıt araçlarının, ticari amaçla kullanılacak deniz ve hava araçlarının; gövdelerinin, karoserlerinin, motorlarının, şasislerinin ve benzer her türlü mekanik veya elektronik aksamının, askeri araçlarda kullanılan kule ve silah sistemlerinin ve benzeri alt sistemlerinin tasarımı, üretimi, ithali, montajı, bakımı, eğitimi ve tamiri, gerektiğinde bu araç veya alt sistemlerinin yenileştirilmesi ve modernizasyonu, araç ve alt sistemlere ait üretim ve yedek parçalarının tedariki, bu konularda arge ve teknoloji geliştirme, ürünlerin iç ve dış satışı, toplu taşıma araçlarının işletilmesi, test merkezlerinin kurulması, diğer şirket ve kuruluşlara test ve sertifikalandırma hizmet satışı.

Hisse Performansı

Kaynak: Gedik Yatırım



* 12/08/2026 tarihli kapanış fiyatlarıyla hazırlanmıştır.

Dr. Övünç Gürsoy

Araştırma Direktörü

arastirma@gedik.com

+90 216 453 00 00

Lütfen raporun sonundaki yasal uyarıları göz önünde bulundurunuz.

Tablo 1: Değerleme

milyon TL	2025	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	2032T
Net Satışlar	51.962	61.575	73.891	88.299	105.076	124.515	146.928	172.640
Büyüme%	17,8%	18,5%	20,0%	19,5%	19,0%	18,5%	18,0%	17,5%
FAVÖK	2.153	-1.465	3.080	9.169	10.987	13.169	15.775	18.870
FAVÖK Marjı	4,1%	-2,4%	4,2%	10,4%	10,5%	10,6%	10,7%	10,9%
FVÖK	127	-3.695	739	6.711	8.406	10.459	12.930	15.883
Borçsuz Vergi	28	0	0	-134	-168	-209	-259	-318
Efektif Vergi Oranı	-22,0%	0,0%	0,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
VSNFK	154	-3.695	739	6.577	8.238	10.250	12.671	15.565
VSNFK Marjı	0,3%	-6,0%	1,0%	7,4%	7,8%	8,2%	8,6%	9,0%
Yatırım Harcamaları	-3.118	-2.463	-2.217	-2.472	-2.627	-3.113	-3.673	-4.316
Amortisman	2.027	2.229	2.341	2.458	2.581	2.710	2.845	2.988
Net İS Değişimi	4.575	472	311	1.656	649	2.089	3.196	4.114
Serbest Nakit Akımı	-5.512	-4.400	552	4.906	7.543	7.758	8.647	10.123
AOSM	21,9%	21,7%	17,8%	15,9%	15,4%	15,0%	15,3%	15,0%
İngirgeme Faktörü	1,00	0,82	0,70	0,60	0,52	0,45	0,39	0,34
İNA	-5.512	-3.616	385	2.952	3.934	3.519	3.402	3.464
Toplam İNA	14.039							
Terminal Oranı	10,0%							
Terminal Değer	223.827							
Şimdiki Terminal Değer	76.587							
Firma Değeri	90.626							
Net Borç (Nakit)	42.901							
Özkaynak Değeri	47.725							
Hisse Başı Şimdiki Değer	398,00							
Hisse Başı Hedef Değer	519,00							
Hisse Fiyatı	320,25							
Getiri Potansiyeli	62%							

Kaynak: Mali Tablolar, Bloomberg, Rasyonet, Gedik Yatırım Araştırma Bölümü Tahminleri

Katalizörler

Önümüzdeki 6–12 aya ilişkin başlıca katalizörler; Romanya’da temmuz ayında başlayan nihai müşteri teslimatlarının onaylanmış hakkediş ve tahsilatlara dönüşmesi, Medias tesisindeki seri üretimin istikrara kavuşması, 230,2 milyon RON tutarındaki ikinci tazminat talebinin icrasını durduran Otokar lehine ara kararın korunması, Koç Holding’e yapılacak tahsisli sermaye artırımının tamamlanması ve buna bağlı olarak net borcun azalmasıdır. Eylül 2026’da Mercedes-Benz Conecto üretiminin başlaması ve 2027’de seri üretime geçilmesi, ilave IVECO otobüs siparişleri ile 4x4, 6x6, 8x8 veya paletli zırhlı araçlara yönelik yeni ihracat siparişleri de diğer önemli katalizörler arasında yer alıyor. Dezenflasyon ayrıca TMS 29’un yarattığı görünür marj baskısını azaltabilir ve raporlanan karlılığın daha sağlıklı değerlendirilmesini sağlayabilir. Bu gelişmeler, modelimizde öngördüğümüz üzere şirketin 2027’de yeniden pozitif FAVÖK ve serbest nakit akışı üretmesini destekleyecektir.

Riskler

Başlıca riskler; Romanya projesindeki üretim, kabul ve teslimat takvimi ile sözleşmesel cezalar, devam eden iptal davasının şirket aleyhine sonuçlanması, müşteri yoğunlaşmasının az sayıdaki büyük savunma sanayisi sözleşmesinde yüksek olması ve Automecanica’nın entegrasyon sürecidir. Savunma araçlarının satış karmasının 2026’nın ilk yarısındaki düşük seviyesinden toparlanamaması; IVECO veya Mercedes üretim hacimlerinin beklentilerimizin altında kalması; sözleşmeli üretim marjlarının düşük gerçekleşmesi; yüksek borçluluk ve finansman giderleri; işletme sermayesi tahsilatlarındaki gecikmeler; ücret, çelik ve lojistik maliyetlerindeki artış; Türk lirasının güçlü seyretmesi; belediye bütçelerinin sıkışması ve ticari araç talebinin zayıflaması tahminlerimizde aşağı yönlü revizyonlara yol açabilir. İnsansız sistemler ve elektronik harp alanındaki hızlı gelişmeler geleneksel kara platformları açısından teknolojik risk oluştururken Ar-Ge teşvik koşullarındaki değişiklikler vergi yükünü artırabilir. Tahsisli sermaye artırımını fiyatının hedef değerlememizin belirgin ölçüde altında kalması, hisse başına sulanma etkisini artırabilir.

Faiz ve kur uyumsuzluğu riski

Otokar’ın uzun vadeli borçlarının yaklaşık %70’i, efektif faiz oranları %45–49 seviyesinde olan Türk lirası cinsi kredilerden oluşurken gelir ve tahsilatlarının önemli bir bölümü avro ve ABD doları cinsinden ihracat sözleşmelerine bağlıdır. Döviz cinsi gelirler TL’deki değer kaybına karşı kısmi bir doğal koruma sağlasa da döviz kurlarındaki artışın TL borçların bileşik maliyetinin gerisinde kalması durumunda şirket risk altında kalmaya devam edecektir.

Uyumsuzluğun zamanlama boyutu da bulunuyor: İhracat tahsilatları proje teslimatlarına ve müşteri kabulüne bağlıyken faiz ve üç aylık kupon ödemeleri düzenli olarak gerçekleştiriliyor. Bu nedenle Romanya projesine ilişkin tahsilatların gecikmesi, likidite ve yeniden finansman baskısını artırabilir. Doğal koruma tam değildir. Otokar, 2026’nın ilk yarısı sonunda türev işlemler sonrasında 6,8 milyar TL net yabancı para yükümlülüğü açıklamıştır. Yabancı para birimlerinin TL karşısında eş zamanlı olarak %10 değer kazanmasının vergi öncesi karı yaklaşık 679 milyon TL azaltacağı tahmin edilmektedir. Dolayısıyla TL faizlerinin uzun süre yüksek kalması veya döviz cinsi tahsilatların gecikmesi, borçluluğun azaltılma sürecini yavaşlatarak marjlar, karlılık ve değerlendirme üzerinde ilave baskı yaratabilir.

Tablo 2: Finansallar

Gelir Tablosu (milyon TL)	2025	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	2032T
Net Satışlar	51.962	61.575	73.891	88.299	105.076	124.515	146.928	172.640
Satışların Maliyeti	42.024	54.186	59.704	65.341	77.126	90.647	106.082	123.610
Brüt Kar	9.938	7.389	14.187	22.958	27.950	33.868	40.846	49.030
Faaliyet Giderleri	9.811	11.084	13.448	16.247	19.544	23.409	27.916	33.147
Faaliyet Gelirleri	127	-3.695	739	6.711	8.406	10.459	12.930	15.883
FAVÖK	2.153	-1.465	3.080	9.169	10.987	13.169	15.775	18.870
Diğer Faaliyet Dışı Gelirler, net	1.978	2.344	2.813	3.361	4.000	4.740	5.593	6.572
Finansal Gelir, net	-3.906	-1.953	-1.758	-1.055	-633	-380	-228	-137
Vergi Gideri	400	10	8	-178	-233	-294	-363	-443
Net Kar	-1.459	-3.361	1.720	8.741	11.424	14.388	17.770	21.685
Pay Başına Kazanç	-12,2	-28,0	14,3	72,8	95,2	119,9	148,1	180,7
Pay Başına Temettü	0,0	0,0	0,0	1,4	18,2	23,8	30,0	37,0
Büyüme Oranları	2025	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	2032T
Satış	17,8%	18,5%	20,0%	19,5%	19,0%	18,5%	18,0%	17,5%
FAVÖK	-	-	-	197,7%	19,8%	19,9%	19,8%	19,6%
Net Kar	-64,1%	130,4%	n.m.	408,2%	30,7%	25,9%	23,5%	22,0%
Bilanço (milyon TL)	2025	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	2032T
Nakit ve Nakit Benzerleri	7.926	16.923	20.736	30.960	43.875	58.772	76.455	97.668
Ticari Alacaklar	18.632	16.364	20.244	25.401	30.227	35.819	42.267	47.299
Stoklar	19.112	23.011	21.264	21.482	23.243	23.593	26.157	30.479
Maddi Duran Varlıklar	8.312	9.558	9.750	9.944	10.143	10.346	10.553	10.764
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	11.364	15.341	16.108	16.914	17.759	18.647	19.580	20.559
Diğer Varlıklar	11.886	12.577	15.093	18.036	21.463	25.433	30.011	35.263
Toplam Varlıklar	77.231	93.774	103.195	122.737	146.711	172.612	205.023	242.032
Finansal Borçlar	40.687	53.843	56.028	58.963	62.729	67.417	73.120	79.939
Ticari Borçlar	8.806	9.964	11.787	15.506	21.444	25.297	31.112	36.352
Diğer Yükümlülükler	17.672	18.461	22.154	26.473	31.503	37.332	44.051	51.760
Toplam Yükümlülükler	67.164	82.269	89.969	100.942	115.677	130.046	148.284	168.051
Özkaynaklar	10.067	11.506	13.226	21.795	31.034	42.566	56.739	73.981
Net Borç / (Nakit)	32.761	36.920	35.292	28.003	18.854	8.645	-3.334	-17.729
Nakit Akış Tablosu (milyon TL)	2025	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	2032T
Vergi Öncesi Kar	-1.859	-3.372	1.712	8.920	11.657	14.682	18.132	22.127
Amortisman	2.027	2.229	2.341	2.458	2.581	2.710	2.845	2.988
İşletme Sermayesi Δ	4.575	472	311	1.656	649	2.089	3.196	4.114
Vergiler	-400	-10	8	178	233	294	363	443
Yatırım Harcamaları	3.118	2.463	2.217	2.472	2.627	3.113	3.673	4.316
Serbest Nakit Akımları	-5.140	-4.390	544	4.862	7.478	7.673	8.543	9.998
Finansal Göstergeler	2025	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	2032T
Özsermaye Karlılığı	-14,5%	-29,2%	13,0%	40,1%	36,8%	33,8%	31,3%	29,3%
FAVÖK Marjı	4,1%	-2,4%	4,2%	10,4%	10,5%	10,6%	10,7%	10,9%
Net Kar Marjı	-2,8%	-5,5%	2,3%	9,9%	10,9%	11,6%	12,1%	12,6%
Net Borç / Özsermaye (x)	3,3	3,2	2,7	1,3	0,6	0,2	-0,1	-0,2
Net Borç / FAVÖK (x)	15,2	-25,2	11,5	3,1	1,7	0,7	-0,2	-0,9
KV Borçlar / Toplam Borçlar	57,8%	36,2%	41,8%	47,4%	53,1%	58,5%	63,7%	68,4%
Sermaye / Toplam Varlıklar	13,0%	12,3%	12,8%	17,8%	21,2%	24,7%	27,7%	30,6%
Cari Oran (x)	1,0	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,4
Nakit Kar Payı Ödemesi	0,0%	0,0%	0,0%	10,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%

Kaynak: Mali Tablolar, Bloomberg, Rasyonet, Gedik Yatırım Araştırma Bölümü Tahminleri

YASAL UYARI

Burada yer alan bilgiler Gedik Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından genel bilgilendirme amacı ile hazırlanmıştır. 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 tavsiyeler, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Herhangi bir yatırım aracının alım-satım önerisi ya da getiri vaadi olarak yorumlanmamalıdır. Bu görüşler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Burada yer alan fiyatlar, veriler ve bilgilerin tam ve doğru olduğu garanti edilemez; içerik, haber verilmeksizin değiştirilebilir. Tüm veriler, Gedik Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan alınmıştır. Bu kaynakların kullanılması nedeni ile ortaya çıkabilecek hatalardan Gedik Yatırım Menkul Değerler A.Ş. sorumlu değildir.