GedikYatırım 35.yıl

OTOKAR

Savunma teslimatları 2027'de toparlanmayı destekliyor

20 Kasım 2026

2027'de kârlılık toparlanırken hedef fiyatı yükseltiyoruz

12 aylık hedef fiyatımızı 519,00 TL'den 573,00 TL'ye yükseltiyor, "Endeksin Üzerinde Getiri" tavsiyemizi koruyoruz. 3Ç26'da FAVÖK beklentileri aşarken, zayıf ticari araç satışları ve finansman giderleri 2026 görünümünü baskılıyor. 2026 için 57,16 milyar TL satış geliri, 1,49 milyar TL FAVÖK zararı ve 8,17 milyar TL net zarar bekliyoruz. Savunma teslimatlarının artmasıyla 2027'de cironun %60 artarak 91,45 milyar TL'ye ulaşacağını, %6,1 marjla 5,54 milyar TL FAVÖK ve 803 milyon TL net kâr elde edileceğini öngörüyoruz.

Bakiye siparişler teslimat artışını destekliyor

Otokar'ın tutarı açıklanan savunma sipariş bakiyesi 589 milyon avro ve 1,473 milyar ABD doları seviyesinde. Avro bakiyesi, yerel teslimatların temmuzda başladığı Romanya projesine ait. Dolar bakiyesi, onaylar, teminatlar ve avans ödemesi sonrasında yürürlüğe girecek 1,472 milyar ABD dolarlık ihracat sözleşmesini içeriyor. Teslimatların 2027'de başlayıp üç yıla yayılması planlanıyor. Bedeli açıklanmayan kasım ayındaki SSB sözleşmesi, 2028 sonuna kadar teslimat görünürlüğünü artırıyor.

Teslimatlar arttıkça nakit akışı iyileşiyor

Eylülde başlayan Daimler otobüs üretimi ticari araç görünümünü destekliyor. Faaliyet kârlılığındaki toparlanmayla firmaya serbest nakit akımının 2026'da eksi 6,5 milyar TL'den 2027'de artı 3,1 milyar TL'ye dönmesini bekliyoruz. Eylül 2026 sonunda 52,0 milyar TL olan net borcun 2027 sonunda 46,7 milyar TL'ye gerileyeceğini öngörüyoruz. Müşteri kabulü, tahsilatlar ve stok devir hızı borçluluğun düşüş hızını belirleyecek.

Değerleme tavsiyemizi destekliyor

İNA bazlı hedef fiyatımız %10,4 artarken 19 Kasım'daki 324,75 TL kapanışa göre %76 yükseliş potansiyeli sunuyor. Otokar 2027T ve 2028T için sırasıyla 15,5x ve 10,5x FD/FAVÖK çarpanlarıyla işlem görüyor. Savunma sipariş bakiyesi ve faaliyet kârlılığındaki toparlanma tavsiyemizi destekliyor. Teslimat ve tahsilat takvimi değerleme açısından belirleyici olacak.

TL mn	2025	2026T	2027T	2028T
Net Satışlar	51.962	57.159	91.454	114.317
FAVÖK	2.153	-1.486	5.542	7.716
Net Kar	-1.459	-8.173	803	5.491
Brüt Kar Marjı	19,1%	11,5%	21,7%	23,0%
FAVÖK Kar Marjı	4,1%	-2,6%	6,1%	6,8%
Net Kar Marjı	-2,8%	-14,3%	0,9%	4,8%
F/K (x)	n.m.	n.m.	48,5	7,1
PD/DD (x)	5,2	15,9	6,9	3,5
FD/FAVÖK (x)	41,6	-	15,5	10,5
FD/Satışlar (x)	1,72	1,58	0,94	0,71
Özsermaye Karlılığı	-13,7%	-333,0%	14,2%	49,3%
Nakit Akış Verimi	-8,0%	-7,1%	3,7%	5,2%
Temettü Verimi	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Kaynak: Gedik Yatırım Araştırma, Rasyonet, Mali Tablolar

ENDEKSİN ÜZERİNDE GETİRİ

Şirket Raporu

Hisse Bilgileri	
Sektör	OTOMOTİV
Bloomberg / Reuters Kodu	OTKAR.TI / OTKAR.IS
Fiyat (TL/hisse)	324,75
Hedef Fiyat (TL/hisse)	573,00
Potansiyel Getiri (%)	76%
52 Haftalık Fiyat Aralığı (TL)	273,00-530,00
Piyasa Değeri (milyon TL)	38.970
Firma Değeri (milyon TL)	90.984
Fiili Dolaşım PD (milyon TL)	10.522
Ödenmiş Sermaye (milyon TL)	120
Dolaşımdaki Paylar	%27
Yabancı Oranı (Dolaşımdaki Pay %)	
En Son	%10,80
3 Ay Önce	%10,80

İşlem Hacmi	1H	1A	3A	1Y
Ortalama İşlem Miktarı (000)	436	364	432	800
Ortalama İşlem Hacmi (mnTL)	144	114	139	309
Fiyat Aralığı (TL/hisse)	320,00-332,00	295,25-332,00	281,50-347,00	273,00-530,00

Hisse Performansı	1A	3A	6A	12A
Nominal Getiri	%10	%0	-%9	-%31
BİST-100'e Göre Rölatif Getiri	%10	%27	%12	-%34

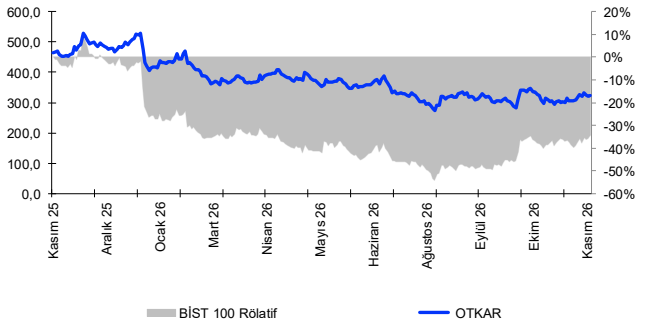
Ortaklık Yapısı	Sermayedeki Payı (%)
KOÇ HOLDİNG ANONİM ŞİRKETİ	47,38
ÜNVER HOLDİNG ANONİM ŞİRKETİ	24,81
Diğer	27,81

Şirket Özeti

Şirket; savunma araçları, ticari otobüs ve kamyonlar, traktörler, römorklar ile deniz ve hava araçlarının tasarımını, üretimini, ithalatını, montajını ve bakımını yapmaktadır. Ayrıca bu araçların gövde, motor, şasi, taret ve silah sistemleri gibi parça ve alt sistemlerini üretmekte ve modernize etmekte; Ar-Ge, yurt içi ve yurt dışı satış, toplu taşıma işletmeciliği ile test ve sertifikasyon hizmetleri alanlarında da faaliyet göstermektedir.

Hisse Performansı

Kaynak: Gedik Yatırım



** 19/11/2026 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.

Değerleme

İNA modelimiz 103,7 milyar TL firma değerine ve eylül sonundaki 52,0 milyar TL net borç düşüldüğünde 51,7 milyar TL öz kaynak değerine işaret ediyor. 120 milyon mevcut pay üzerinden hesapladığımız 431 TL hisse başına adil değeri %33'lük 2027 öz kaynak maliyetiyle 12 ay ileri taşıyarak 573,00 TL hedef fiyata ulaşıyoruz. Önceki 519,00 TL hedefimizin %10,4 üzerindeki yeni hedef, 324,75 TL kapanışa göre %76 yükseliş potansiyeli sunuyor.

Ağırlıklı ortalama sermaye maliyetinin 2026'da %29,0'dan 2027'de %24,1'e ve 2032'de %16,4'e gerileyeceğini varsayıyoruz. %13,4 nihai büyüme varsayımıyla hesaplanan nihai değerin bugünkü değeri, firma değerinin %81,3'ünü oluşturuyor. 2027 için öngördüğümüz 3,15 milyar TL firmaya serbest nakit akımı, 570 milyon TL ilave işletme sermayesi ihtiyacını yansıtıyor. 2027T FD/FAVÖK ve PD/DD çarpanları sırasıyla 15,5x ve 6,9x.

Tablo 1: Değerleme

milyon TL	2025	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	2032T
Net Satışlar	**51.962**	**57.159**	**91.454**	**114.317**	**142.325**	**176.483**	**217.956**	**268.086**
Büyüme%	***17,8%***	***10,0%***	***60,0%***	***25,0%***	***24,5%***	***24,0%***	***23,5%***	***23,0%***
FAVÖK	**2.153**	**-1.486**	**5.542**	**7.716**	**9.697**	**12.240**	**15.487**	**19.609**
FAVÖK Marjı	***4,1%***	***-2,6%***	***6,1%***	***6,8%***	***6,8%***	***6,9%***	***7,1%***	***7,3%***
FVÖK	127	-3.715	3.201	5.259	7.116	9.530	12.641	16.621
Borçsuz Vergi	28	0	0	-105	-142	-191	-253	-332
Efektif Vergi Oranı	*-22,0%*	*0,0%*	*0,0%*	*2,0%*	*2,0%*	*2,0%*	*2,0%*	*2,0%*
VSNFK	**154**	**-3.715**	**3.201**	**5.153**	**6.974**	**9.339**	**12.389**	**16.289**
VSNFK Marjı	***0,3%***	***-6,5%***	***3,5%***	***4,5%***	***4,9%***	***5,3%***	***5,7%***	***6,1%***
Yatırım Harcamaları	***-3.118***	***-2.286***	***-1.829***	***-1.143***	***-1.423***	***-1.765***	***-2.180***	***-2.681***
Amortisman	***2.027***	***2.229***	***2.341***	***2.458***	***2.581***	***2.710***	***2.845***	***2.988***
Net İS Değişimi	***6.187***	***2.704***	***567***	***2.207***	***1.297***	***5.138***	***7.646***	***11.415***
Şirket Serbest Nakit Akımı	**-7.123**	**-6.477**	**3.145**	**4.261**	**6.834**	**5.147**	**5.408**	**5.181**
AOSM	**30,8%**	**29,0%**	**24,1%**	**20,7%**	**19,6%**	**17,6%**	**16,4%**	**16,4%**
İngirgeme Faktörü	0,00	0,00	1,00	0,83	0,69	0,59	0,51	0,43
İNA	**0**	**0**	**3.145**	**3.531**	**4.735**	**3.032**	**2.738**	**2.252**

Toplam İNA	19.433
Terminal Oranı	13,4%
Terminal Değer	193.872
Şimdiki Terminal Değer	84.292
Firma Değeri	**103.725**
Net Borç (Nakit)	52.014
Özkaynak Değeri	**51.711**
Hisse Başı Şimdiki Değer	431,00
Hisse Başı Hedef Değer	**573,00**
Hisse Fiyatı	324,75
Getiri Potansiyeli	**76%**

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

Finansal Sonuçlar ve Tahmin Değişiklikleri

3Ç26'da satış geliri 13.794 milyon TL, FAVÖK 168 milyon TL ve net zarar 1.952 milyon TL oldu. Satış geliri 13.170 milyon TL'lik konsensüsü aşarken 16.162 milyon TL'lik tahminimizin altında kaldı. FAVÖK hem konsensüsü (−375 milyon TL) hem tahminimizi (−605 milyon TL) aştı. Net zarar, konsensüsün (2.143 milyon TL) ve tahminimizin (2.050 milyon TL) altında kaldı. Romanya teslimatları savunmanın ciro payını yıllık %11'den %25'e çıkardı. Brüt marj çeyreklik 493 baz puan artışla %17,9'a yükseldi. Net borç hazirandaki 45,3 milyar TL'den 52,0 milyar TL'ye çıktı.

2026 ciro tahminimizi %7,2 düşürerek 57,16 milyar TL'ye indiriyor, FAVÖK zararı tahminimizi %1,4 artırarak 1,49 milyar TL'ye çıkarıyoruz. Net zarar beklentimiz 3,36 milyar TL'den 8,17 milyar TL'ye yükseliyor. 2027 için ciroyu %23,8 artırarak 91,45 milyar TL'ye, FAVÖK'ü %79,9 artırarak 5,54 milyar TL'ye yükseltiyoruz. FAVÖK marjı 1,9 puan artışla %6,1'e çıkarken, 5,31 milyar TL net finansman gideri beklentisiyle net kâr tahminimizi %53,3 düşürerek 803 milyon TL'ye indiriyoruz. 2028 net kâr tahminimiz 5,49 milyar TL.

Tablo 2: Tahmin Değişiklikleri

TLmn	2025	2026T			2027T		
		Eski	Yeni	Değişim	Eski	Yeni	Değişim
Net Satışlar	**64.598**	**61.575**	**57.159**	**-7,2%**	**73.891**	**91.454**	**23,8%**
Yıllık Büyüme		-4,7%	-11,5%		20,0%	60,0%	
FAVÖK	**2.677**	**-1.465**	**-1.486**	**1,4%**	**3.080**	**5.542**	**79,9%**
Yıllık Büyüme		-154,7%	-155,5%		-310,2%	-472,9%	
FAVÖK Marjı	**4,1%**	**-2,4%**	**-2,6%**	**-0,2 ppt**	**4,2%**	**6,1%**	**1,9 ppt**
Net Kar	**-1.814**	**-3.361**	**-8.173**	**143%**	**1.720**	**803**	**-53,3%**
Net Kar Marjı	**-2,8%**	**-5,5%**	**-14,3%**	**-8,8 ppt**	**2,3%**	**0,9%**	**-1,5 ppt**

Kaynak: Mali Tablolar, Gedik Yatırım Araştırma Bölümü Tahminleri

Katalizörler

Romanya'daki üretim ve müşteri kabul süreçleri ile ekimde açıklanan ihracat sözleşmesinin ilk teslimatları 2027 kârlılık toparlanmasının başlıca katalizörleri. Sözleşmenin yürürlüğe girmesi ve avans tahsilatı teslimat takvimini ve finansman görünümünü netleştirebilir. Daimler üretimindeki artış ve SSB sözleşmesindeki ilerleme teslimat potansiyelini artırıyor. 2027 bilanço tahminimiz 2,4 milyar TL sermaye girişi varsayımı içeriyor. Tahsisli sermaye artırımından sağlanacak tutar onay, işlemin tamamlanması ve fiyatlamaya bağlı.

Riskler

Başlıca operasyonel risk savunma projelerinin teslimat takvimi. Yerelleştirme, araç kabulü ve müşteri ödemelerindeki gecikmeler kârlılık ve nakit girişlerini erteleyebilir. Ekimde açıklanan ihracat sözleşmesi onaylar, teminatlar ve avans ödemesi sonrasında yürürlüğe girecek. Sözleşme kapsamında öngörülen 441,6 milyon ABD doları tutarındaki teminat, kullanılabilir banka limitlerini daraltabilir. Romanya projesindeki sözleşme kesintileri teslimat gecikmelerinin maliyetini gösteriyor.

Yeniden finansman ve işletme sermayesi başlıca bilanço riskleri. 2027 sonunda 46,7 milyar TL net borç ve 8,4x net borç/FAVÖK öngörüyoruz. Tahsilatların yavaşlaması veya stokların artması serbest nakit akımını zayıflatabilir. Nihai değerin firma değeri içindeki %81,3'lük payı, değerlemenin uzun vadeli marjlara, nihai büyümeye ve ıskonto oranlarına duyarlılığını artırıyor.

Tablo 3: Finansallar

Gelir Tablosu (milyon TL)	2025	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	2032T
Net Satışlar	51.962	57.159	91.454	114.317	142.325	176.483	217.956	268.086
Satışların Maliyeti	42.024	50.585	71.608	88.024	108.736	133.774	163.903	199.992
Brüt Kar	9.938	6.573	19.845	26.293	33.589	42.709	54.053	68.094
Faaliyet Giderleri	9.811	10.289	16.645	21.034	26.472	33.179	41.412	51.473
Faaliyet Gelirleri	127	-3.715	3.201	5.259	7.116	9.530	12.641	16.621
FAVÖK	2.153	-1.486	5.542	7.716	9.697	12.240	15.487	19.609
Diğer Faaliyet Dışı Gelirler, net	1.978	1.829	2.927	3.658	4.554	5.647	6.975	8.579
Finansal Gelir, net	-3.906	-6.249	-5.312	-3.187	-1.912	-1.147	-688	-413
Vergi Gideri	400	25	88	-112	-192	-277	-374	-490
Net Kar	-1.459	-8.173	803	5.491	9.409	13.559	18.313	24.001
Pay Başına Kazanç	-12,2	-68,1	6,7	45,8	78,4	113,0	152,6	200,0
Pay Başına Temettü	0,0	0,0	0,0	0,0	11,4	19,6	28,2	38,2

Büyüme Oranları	2025	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	2032T
Satış	17,8%	10,0%	60,0%	25,0%	24,5%	24,0%	23,5%	23,0%
FAVÖK	-	-	-	39,2%	25,7%	26,2%	26,5%	26,6%
Net Kar	-64,1%	460,2%	n.m.	584,1%	71,3%	44,1%	35,1%	31,1%

Bilanço (milyon TL)	2025	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	2032T
Nakit ve Nakit Benzerleri	8.367	3.740	16.488	26.918	43.050	61.185	83.697	110.679
Ticari Alacaklar	19.669	13.810	22.550	28.188	35.094	43.516	53.743	66.104
Stoklar	20.177	29.962	25.504	28.939	32.770	36.650	44.905	54.792
Maddi Duran Varlıklar	8.775	10.091	10.293	10.498	10.708	10.923	11.141	11.364
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	11.997	16.196	17.006	17.856	18.749	19.686	20.670	21.704
Diğer Varlıklar	12.548	11.675	18.680	23.350	29.071	36.048	44.519	54.759
Toplam Varlıklar	81.533	85.474	110.521	135.750	169.442	208.008	258.675	319.401
Finansal Borçlar	42.953	55.364	63.212	69.229	77.048	87.002	99.476	114.916
Ticari Borçlar	9.296	10.518	14.233	21.099	30.538	37.703	48.538	59.371
Diğer Yükümlülükler	18.656	17.137	27.419	34.274	42.671	52.912	65.347	80.376
Toplam Yükümlülükler	70.905	83.020	104.864	124.601	150.257	177.617	213.361	254.664
Özkaynaklar	10.628	2.454	5.657	11.148	19.185	30.391	45.314	64.737
Net Borç / (Nakit)	34.586	51.624	46.723	42.311	33.998	25.817	15.779	4.237

Nakit Akış Tablosu (milyon TL)	2025	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	2032T
Vergi Öncesi Kar	-1.859	-8.199	714	5.603	9.601	13.835	18.687	24.491
Amortisman	2.027	2.229	2.341	2.458	2.581	2.710	2.845	2.988
İşletme Sermayesi Δ	6.187	2.704	567	2.207	1.297	5.138	7.646	11.415
Vergiler	-28	0	0	105	142	191	253	332
Yatırım Harcamaları	3.118	2.286	1.829	1.143	1.423	1.765	2.180	2.681
Serbest Nakit Akımları	-7.123	-6.477	3.145	4.261	6.834	5.147	5.408	5.181

Finansal Göstergeler	2025	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	2032T
Özsermaye Karlılığı	-13,7%	-333,0%	14,2%	49,3%	49,0%	44,6%	40,4%	37,1%
FAVÖK Marjı	4,1%	-2,6%	6,1%	6,8%	6,8%	6,9%	7,1%	7,3%
Net Kar Marjı	-2,8%	-14,3%	0,9%	4,8%	6,6%	7,7%	8,4%	9,0%
Net Borç / Özsermaye (x)	3,3	21,0	8,3	3,8	1,8	0,8	0,3	0,1
Net Borç / FAVÖK (x)	16,1	-34,7	8,4	5,5	3,5	2,1	1,0	0,2
KV Borçlar / Toplam Borçlar	57,8%	34,5%	48,4%	55,2%	61,8%	67,9%	73,3%	78,0%
Sermaye / Toplam Varlıklar	13,0%	2,9%	5,1%	8,2%	11,3%	14,6%	17,5%	20,3%
Cari Oran (x)	1,1	1,2	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,2
Nakit Kar Payı Ödemesi	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%

Kaynak: Mali Tablolar, 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.