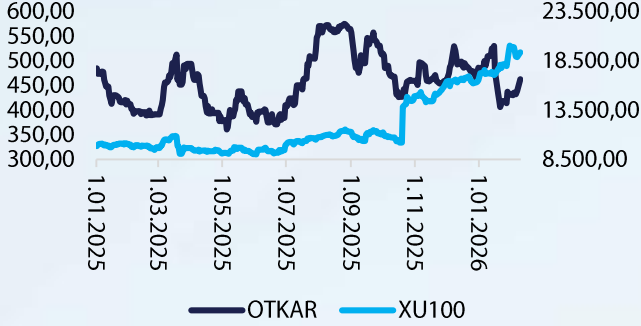


Son Fiyat	462,25
Piyasa Değeri (mln TL)	55.470
Piyasa Değeri (mln \$)	1.277
F/K	0,00
FD/FAVÖK	38,68
PD/DD	6,49
Hisse Sayısı (mln lot)	120
FDPO (%)	27,18
Günlük Ortalama İşlem Hacmi (mln TL)	194



ORTAKLIK YAPISI	%
KCHOL	47,38
ÜNVER HOLDİNG	24,81
Diğer	27,81

OTKAR	GÜNLÜ K	AYLIK	12AYLIK
Getiri (TL)	5,42	-9,27	16,36
Getiri (\$)	5,42	-10,27	-4,05
Getiri (XU100-Rölatif)	3,08	-22,69	-22,69

Çeyreklik	2025/09	2025/12
Yıllık	2024/12	2025/12
Brüt Kar Marjı (Y%)	17,36	16,28
Brüt Kar Marjı (Ç%)	19,82	19,13
FAVÖK Marjı (Y%)	-2,28	4,14
FAVÖK Marjı (Ç%)	2,25	3,26
Net Kar Marjı (Y%)	-9,21	-2,81
Net Kar Marjı (Ç%)	-3,65	-4,86
Net Borç (mln TL)	25.908,61	27.820,65
İşletme Sermayesi (mln TL)	20.259,04	15.028,36
Cari Oran	1,40	1,04
Serbest Nakit Akımı (mln TL)	-3.534,49	983,88
Net Finansman Gideri/Satışlar	20,08	17,97
Brüt Kar Büyüme (Y%)	23,77	26,74
Brüt Kar Büyüme (Ç%)	-45,15	26,74
FAVÖK Büyüme (Y%)	0,00	0,00
FAVÖK Büyüme (Ç%)	0,00	479,40
Net Kar Büyüme (Y%)	0,00	0,00
Net Kar Büyüme (Ç%)	0,00	0,00

OTOKAR OTOMOTİV - OLUMSUZ

Romanya etkisi finansallarda görünüyor

Otokar Otomotiv, 2025 4.çeyrekte 19,68 milyar TL hasılat, 622 milyon TL FAVÖK, 1 milyar TL net zarar ile piyasa beklentilerinin altında açıkladı. (Piyasa Beklentisi: 19,5 milyar TL hasılat, 1 milyar TL FAVÖK, 304 milyon TL net zarar/Pusula Yatırım: 19,75 milyar TL hasılat, 806 milyon TL FAVÖK, 405 milyon TL net zarar) En yakın tahmin Pusula Yatırım Araştırma Departmanı tarafından yapıldı

Genel Değerlendirme

Otokar 2025 yılını hem ticari hem savunma segmentinde teslimat hacimlerinin artmasıyla tamamlamış, operasyonel kârlılıkta belirgin iyileşme kaydetmesine karşın borç yükü nedeniyle zarar açıklamıştır. Şirketin hasılatı yıllık yüzde 18 büyüyerek 52 milyar TL seviyesine ulaşırken büyümenin temel sürükleyicileri savunma araçları teslimatlarındaki hızlanma, kamyon ve pick-up satışları ile ihracatın güçlü seyri olmuştur. Net zarar 1,5 milyar TL ile bir önceki yılın 4,1 milyar TL zararına kıyasla yüzde 64 iyileşme göstermiş, bu performansta operasyonel taraftaki toparlanma ve ertelenmiş vergi gelirinin olumlu etkisi belirleyici olmuştur. Romanya zırhlı araç projesi kapsamında tahakkuk eden 2,9 milyar TL tutarındaki cezai hüküm ödemesi, yıllık hasılatı yüzde 4, brüt kârı yüzde 15 ve FAVÖK'ü yüzde 38 oranında olumsuz etkilemiştir.

Satış Kompozisyonu

Otokar'ın 2025 hasılatının yüzde 66'sı ihracatlardan gelmiş ve yurt içi satışlar yüzde 14 artarken uluslararası satışlar yüzde 20 büyümeye kaydetmiştir. Hasılat içinde savunma araçlarının payı bir önceki yılın yüzde 16 seviyesinden yüzde 27'ye yükselmiştir. Ticari araçların payı ise yüzde 69'dan yüzde 64'e gerilemiştir. Bu satış kompozisyonu yüksek katma değerli savunma projelerinin ağırlığının artmasıyla brüt kârlılık üzerinde olumlu etki yaratmıştır. Brüt kâr yüzde 42 artışla 9,9 milyar TL'ye yükselirken, brüt kâr marjı 460 baz puan genişleyerek yüzde 19,1 seviyesine ulaşmıştır.

Dördüncü çeyrekte ciro yüzde 37 büyüyerek 19,7 milyar TL olarak gerçekleşmiştir. Yıllık bazda büyüme büyük ölçüde son çeyrekte gerçekleşmiştir. Çeyrek bazında ise savunma araçlarının hasılat içindeki payı yüzde 43'e yükselmiş, bu durum operasyonel kârlılığı destekleyen ana faktör olmuştur. Romanya proje cezasının etkisi çıkarıldığında ise yıllık hasılat 54,9 milyar TL, brüt kâr 12,9 milyar TL seviyesine ulaşmaktadır.

FAVÖK Toparlanması ve Operasyonel Kâr

FAVÖK yüzde 314 iyileşme ile 2,2 milyar TL kâra dönerken, FAVÖK marjı yüzde 4,1 seviyesine yükselmiştir. Bir önceki yılda 1,0 milyar TL zarar kaydeden şirket kârlılıkta toparlanma kaydetmiştir. Esas faaliyet kârı 919 milyon TL zarardan 2,1 milyar TL kâra dönmüş, faaliyet kâr marjı yüzde 4,1 olarak gerçekleşmiştir. Romanya proje cezasının etkisi çıkarıldığında FAVÖK 5,1 milyar TL, yıllık FAVÖK marjı yüzde 9 seviyesine ulaşmaktadır. Dördüncü çeyrek özelinde FAVÖK 622 milyon TL ile bir önceki yılın aynı dönemine kıyasla yüzde 271 artmıştır.

Net Zarar ve Finansman Yükü

Operasyonel taraftaki performansa rağmen net finansal borçtaki artış ve finansman giderlerinin yüksekliği toplam kârlılık üzerinde baskı oluşturmıştır. Vergi öncesi zarar 1,9 milyar TL olarak gerçekleşirken, ertelenmiş vergi gelirinin 487 milyon TL katkısıyla net zarar 1,5 milyar TL seviyesine gerilemiştir. Bir önceki yıla kıyasla net zarardaki yüzde 64 iyileşme hem operasyonel performansın güçlenmesinden hem de parasal kayıp etkisinin azalmasından kaynaklanmıştır.

Finansman giderleri 10,1 milyar TL seviyesinde gerçekleşmiştir. Bu tutar içinde banka kredisi faiz ve komisyon giderleri 7,8 milyar TL, kur farkı giderleri ise 2,2 milyar TL olarak kayda geçmiştir. Yıl sonunda net finansal borç yüzde 7 artışla 27,8 milyar TL'ye yükselirken, Net Borç/FAVÖK oranı 12,9 kat olarak gerçekleşmiştir. Şirketin kaldıraç seviyesi yüksek olmakla birlikte, borçlanma maliyetlerindeki iyileşme finansman giderlerini sınırlamıştır.

Operasyonel Performans

Otokar 2025'te toplam 7.474 adet araç satışı gerçekleştirmiştir. Bir önceki yılın 5.389 adet seviyesine göre yüzde 39 artışı temsil etmektedir. Üretim tarafında 5.660 adet üretim yapılırken, kapasite kullanım oranı yüzde 54 seviyesinde gerçekleşmiştir. Savunma araçlarında birim satışlar yüzde 141 artarak 485 adede ulaşmış, ticari araçlarda ise 6.989 adet satış kaydedilmiştir.

Ticari araçlar segmentinde kamyon satışları yüzde 21 artarken, pick-up satışları 1.791 adet seviyesine ulaşmıştır. Şirket Türkiye otobüs pazarında liderliğini sürdürmüştür. Sipariş portföyü tarafında Romanya'dan alınan 1.059 adet Cobra II zırhlı araç projesi, yaklaşık 719 milyon Euro tutarıyla şirketin önümüzdeki dönemi için önemli bir rol oynamaktadır. Şirketin toplam bilanço dışı sipariş portföyü ise 720 milyon ABD Doları ve 719 milyon Euro seviyesindedir.

Yatırımlar ve Stratejik Gelişmeler

2025 yılında toplam yatırım harcamaları yüzde 33 artışla 6,0 milyar TL seviyesine ulaşmıştır. Yatırımlarda ağırlıklı üretim alanlarının optimizasyonu, verimlilik artırıcı iyileştirmeler, Ar-Ge projeleri ve modernizasyon çalışmaları yer almaktadır. Şirket Ar-Ge harcamalarını ciro içinde yüzde 4 seviyesinde tutmaktadır.

2026 Görünümü ve Risk Faktörleri

Otokar'ın önümüzdeki dönem performansını belirleyecek ana faktörler arasında Romanya projesindeki teslimat takvimi, NATO ülkelerinin savunma harcamalarını GSYİH'nın yüzde 5'ine çıkarma kararının yaratacağı talep artışı ve ticari araçlar segmentindeki rekabet dinamikleri bulunmaktadır. Risk faktörleri tarafında yüksek kaldıraç seviyesi, finansman maliyetlerindeki volatilité ve büyük ölçekli projelerdeki sözleşmesel ceza hükümlerinin potansiyel etkisi öne çıkmaktadır. Romanya projesi kapsamında tahakkuk eden 2,9 milyar TL cezai ödeme ve devam eden hukuki süreç, projenin ilerleyişi ve olası ilave taleplerin ortaya çıkması açısından yakından takip edilmesi gereken bir belirsizlik unsuru oluşturmaktadır.

Sonuç: Operasyonel İyileşme, Finansman Baskısı

Otokar 2025'te operasyonel performansta belirgin toparlanma kaydetmiş, savunma araçlarının artan payı ve etkin maliyet yönetimi sayesinde FAVÖK ve brüt marjlarda iyileşme sağlamıştır. Güçlü sipariş portföyü, NATO ülkelerinde artan savunma harcamaları ve üretim kabiliyetlerinin genişlemesi orta vadeli büyüme potansiyelini destekleyen faktörlerdir. Buna karşın yüksek borçluluk seviyesi ve finansman giderlerinin ağırlığı, operasyonel iyileşmenin net kâra tam olarak yansımını engellemektedir. Şirketin önümüzdeki dönemde kârlılığa dönüş sağlayabilmesi, Romanya projesi teslimatlarının sorunsuz ilerlemesi, borç maliyetlerinin kontrol altında tutulması ve ticari araçlar segmentinde pazar payının korunmasına bağlı olacaktır.

OTKAR'ı faaliyet anlamında beğenmekle birlikte Romanya etkisi ile finansalları olumsuz değerlendiriyoruz. Romanya etkisinin arınmasıyla birlikte güçlü faaliyetlerin yansımalarını beklemeye devam edeceğiz.

YASAL UYARI—Burada yer alan her türlü bilgi, değerlendirme, yorum ve istatistiki şekil ve değerler hazırlandığı tarih itibarıyla mevcut piyasa koşulları ve güvenilirliğine inanılan kaynaklardan elde edilerek derlenmiştir. PUSULA Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından, karşılığında herhangi bir maddi menfaat temin edilmeksizin, genel anlamda bilgi vermek amacıyla hazırlanmış olup, hiçbir şekilde yönlendirici nitelikte olmayan bilgiler yatırımcılar tarafından danışmanlık faaliyeti olarak kabul edilmemeli ve yatırım kararlarına esas olarak alınmamalıdır. Bu bilgiler, belli bir getirinin sağlanmasına yönelik olarak verilmemekte ve bu yönde herhangi bir şekilde taahhüt veya garantimiz bulunmamaktadır. Bu itibarla bu sayfalarda yer alan ve hiçbir şekilde yönlendirici nitelikte olmayan hususlar hakkında herhangi bir sorumluluğumuz bulunmamaktadır. Gerek bu yayındaki, gerekse bu yayında kullanılan kaynaklardaki hata ve eksikliklerden ve bu yayındaki bilgilerin kullanılması sonucunda yatırımcıların ve/veya ilgili kişilerin uğrayabilecekleri doğrudan ve/veya dolaylı zararlardan, kâr yoksunluğundan manevi zararlardan her ne şekil ve surette olursa olsun üçüncü kişilerin uğrayabileceği her türlü zararlardan dolayı PUSULA Yatırım Menkul Değerler A.Ş. sorumlu tutulamaz. 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 dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

ÇEKİNCE—Bu rapor tarafımızca doğruluğu 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 ve zararlardan kurum çalışanları ile PUSULA Yatırım Menkul Değerler A.Ş.’nin herhangi bir sorumluluğu bulunmamaktadır. Bu rapordaki her türlü iç ve dış piyasa tablo grafikler, bu konularda resmi hizmet veren yetkili üçüncü kişi kurumlardan elde edilmiş olup, PUSULA Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından herhangi bir maddi menfaat beklentisi olmaksızın genel anlamda bilgilendirmek amacıyla hazırlanmıştır. Bu raporda bulunan bilgiler belli bir gelirin sağlanmasına yönelik olarak verilmemektedir.

T +90 (212) 370 0370

F +90 (212) 370 0371

arastirma@pusulayatirim.com.tr

Fulya Mah. Büyükdere Cad. Torun Center No: 74 A/53 34394
Şişli/İstanbul