

Romanya teslimatlarının etkisi bekleniyor

AL (önceki AL)

Kapanış Fiyatı (TL)	305,00	Hedef Fiyat – 12ay (TL/pay)	780,00				
Piyasa Değeri (TL / US\$ mn)	36.600 / 773	Nominal / Görece Getiri – 12ay (%)	-45 / -57				
Halka Açıklık Oranı	27	Ort. İşlem Hacmi – 3ay (TLmn)	378,9				
TMS/TFRS - TL milyon	2Ç26	2Ç25	Yıllık Δ	1Ç26	Çeyreklik Δ	YKYt	Piyasa Beklentisi
Net Satışlar	10.953	15.061	-%27,3	10.217	%7,2	12.251	12.250
VAFÖK	-587	1.904	n.m	-1.765	n.m	-507	-742
Net Kar	-2.780	544	n.m	-1.714	n.m	-1.062	-1.062
VAFÖK Marjı	-%5,4	%12,6	-17,9pp	-%17,3	11,9pp	-%4,1	-%6,1

Kaynak: YKY Araştırma, Şirket, KAP

2Ç26 Sonuçları

Otokar <OTKAR TI>, 2Ç26'da 2,8 milyar TL net zarar açıkladı; bu hem 1,1 milyar TL'lik net zarar beklentimizin hem de piyasa beklentisinin üzerinde bir zarara işaret ediyor. VAFÖK piyasa beklentisinden iyi gelmesine rağmen, konsensüse kıyasla daha zayıf gerçekleşen net kâr performansı temel olarak yıllık bazda artan faiz giderleri ile ertelenmiş vergi giderlerinden kaynaklandı. Şirket 587 milyon TL negatif VAFÖK açıkladı; bu 507 milyon TL negatif olan beklentimizden zayıf, ancak 742 milyon TL negatif olan piyasa beklentisinden iyi. Gelirler yıllık %27 gerileyerek 11 milyar TL'ye oldu ve hem tahminimizin hem de piyasa beklentisinin %11 altında kaldı. Bu düşüş, geçen yıl Romanya ve Estonya kaynaklı yoğun askeri araç teslimatlarının yarattığı yüksek bazdan kaynaklandı.

Temel notlar ve Öne Çıkanlar

- Askeri araç satışları ertelendi.** Gelirler yıllık %27 gerileyerek 11 milyar TL'ye indi ve hem tahminimizin hem de 12,2 milyar TL olan piyasa beklentisinin %11 altında kaldı. Bu düşüş, esas olarak bir yıl önceki 80 adede karşılık yalnızca beş adet askeri araç tesliminden kaynaklandı; böylece askeri araç gelirleri 3,9 milyar TL'den 140 milyon TL'ye geriledi. Yolcu taşımacılığı satış hacmi yıllık bazda büyük ölçüde yatay kalarak 853 adet olurken, 7,1 milyar TL gelire işaret etti (2Ç25'te 7,3 milyar TL). Kargo taşımacılığı (Tunland dahil) hacmi ise, kamyonu kıyasla daha düşük fiyatlı Tunland teslimatlarındaki artış sayesinde yıllık %38 büyüyerek 1.160 adede ulaştı ve 1,9 milyar TL gelir yarattı (+%1,2 y/y). Askeri araç satışlarındaki yıllık düşüşü, geçen yılki Estonya teslimatlarının yarattığı yüksek baza bağlıyoruz. Romanya teslimatları başlamış olmakla birlikte, muhasebeleştirme nedeniyle henüz konsolide finansallara yansımıyor.
- Ürün karması marjlar üzerinde baskı yarattı.** VAFÖK, negatif 507 milyon TL olan beklentimize ve negatif 742 milyon TL olan piyasa beklentisine karşılık 587 milyon TL negatif gerçekleşti. Negatif VAFÖK, katma değeri daha yüksek olan askeri araç teslimatlarının zayıf kalmasından kaynaklandı.
- Automecanica alımı net borcu yükseltti.** Automecanica satın alımı 3 milyar TL nakit çıkışına yol açtı (ek olarak 1,3 milyar TL satın alım işlemi kapsamında sunulan teminat mektubundan karşılanacak tutarı içermektedir); bu tutar, net işletme sermayesi ihtiyacındaki çeyreklik 1,8 milyar TL'lik artışla birlikte net borcu 42,9 milyar TL'ye taşıdı ve net borç/özkaynak oranını bir önceki çeyrekteki 4,1x seviyesinden 7,7x'e çıkardı.

Özet Görüşümüz

Net kârın hem tahminimizin hem de piyasa beklentisinin altında kalması nedeniyle sonuçları sınırlı olumsuz olarak değerlendiriyoruz. Konsolide finansallara yansıtacak Romanya teslimatları sayesinde önümüzdeki çeyreklerde daha güçlü sonuçlar açıklanacağını öngörüyoruz. Model varsayımlarımızı 2Ç26 sonuçları ışığında gözden geçireceğiz. Şimdilik AL tavsiyemizi ve 12 aylık 780 TL/hisse hedef fiyatımızı koruyoruz.

OTKAR - Özet Finansal Sonuçlar

Gelir Tablosu (Çeyreksel)							
TLmn	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26
Gelirler	16.858	11.147	15.061	11.809	23.173	10.217	10.953
Brüt Kar	2.961	1.631	4.168	2.206	3.697	462	1.426
Faaliyet Giderleri	-3.341	-2.527	-2.836	-2.617	-3.574	-2.966	-2.753
Net Faaliyet Karı	-380	-896	1.332	-410	123	-2.504	-1.328
Diğer Faaliyet Gelir (Gider)	168	512	679	504	636	536	181
Esas Faaliyet Karı	-211	-384	2.011	94	759	-1.968	-1.147
VAFÖK (diğ. gel (gid) hariç)	197	-283	1.904	183	732	-1.765	-587
VAFÖK (diğ. gel (gid) dahil)	366	228	2.582	687	1.368	-1.229	-406
Net Finansman Gelir (Gider)	-2.700	-2.957	-2.774	-2.500	-2.765	-2.658	-3.232
Parasal Kazanç (Kayıp)	2.106	2.318	1.396	1.693	990	2.525	2.111
Vergi Öncesi Kar Zarar	-788	-1.034	609	-740	-1.023	-2.108	-2.273
Vergi	-66	385	-65	309	-159	395	-507
Azınlık Hissedarları	0	0	0	0	0	0	0
Net Kar	-854	-649	544	-431	-1.182	-1.714	-2.780

Gelir Tablosu (Son 12 Ay)							
TLmn	2024/12	2025/03	2025/06	2025/09	2025/12	2026/03	2026/06
Gelirler	51.946	53.624	55.012	54.875	61.190	60.260	56.152
Brüt Kar	8.222	8.667	10.543	10.967	11.703	10.534	7.792
Faaliyet Giderleri	-11.748	-11.387	-11.252	-11.320	-11.554	-11.993	-11.911
Net Faaliyet Karı	-3.525	-2.720	-709	-354	149	-1.459	-4.119
Diğer Faaliyet Gelir (Gider)	2.443	1.948	2.079	1.862	2.329	2.353	1.856
Esas Faaliyet Karı	-1.083	-772	1.370	1.508	2.478	894	-2.263
VAFÖK (diğ. gel (gid) hariç)	-1.187	-328	1.632	2.001	2.536	1.054	-1.437
VAFÖK (diğ. gel (gid) dahil)	1.256	1.620	3.711	3.862	4.865	3.408	419
Net Finansman Gelir (Gider)	-8.576	-11.272	-11.601	-9.130	-9.210	-10.698	-11.156
Parasal Kazanç (Kayıp)	6.970	7.666	7.000	7.513	6.397	6.604	7.320
Vergi Öncesi Kar Zarar	-4.606	-4.415	-3.281	-1.954	-2.189	-3.263	-6.145
Vergi	-179	-210	842	564	471	480	38
Azınlık Hissedarları	0	0	0	0	0	0	0
Net Kar	-4.785	-4.625	-2.439	-1.390	-1.718	-2.783	-6.107

Bilanço							
TLmn	2024/12	2025/03	2025/06	2025/09	2025/12	2026/03	2026/06
Dönen Varlıklar	40.665	47.626	44.967	49.173	50.773	48.726	45.984
Nakit ve Nakit Benzerleri	2.268	8.504	2.903	4.228	7.926	11.479	5.289
Ticari Alacaklar	18.325	12.381	13.195	12.746	18.632	12.923	14.389
Stoklar	18.439	25.250	24.965	27.408	19.112	19.662	21.413
Diğer Dönen Varlıklar	1.633	1.491	3.904	4.790	5.104	4.662	4.892
Duran Varlıklar	20.843	22.299	26.122	26.413	26.458	26.464	30.782
Finansal Varlıklar & Equity Pick U	227	207	184	173	183	156	148
Maddi Duran Varlıklar	8.015	7.971	8.075	8.163	8.312	8.446	9.147
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	10.413	10.750	10.987	11.280	11.364	11.575	11.673
Kullanım Hakkı Varlıkları	99	84	90	41	99	92	88
Şerefiye	25	25	27	26	26	26	3.316
Ertelemiş Vergi Varlığı	1.681	2.065	2.039	2.348	2.286	2.690	2.068
Diğer Duran Varlıklar	383	1.198	4.720	4.382	4.188	3.479	4.340
Toplam Varlıklar	61.508	69.925	71.089	75.587	77.231	75.190	76.765
KV Yükümlülükler	29.004	46.465	42.784	44.089	48.715	38.554	37.339
KV Borçlar	14.353	18.041	21.953	23.490	23.521	19.130	15.671
Ticari Borçlar	8.074	7.674	10.274	8.207	8.806	7.075	8.538
Diğer KV Yükümlülükler	6.577	20.750	10.557	12.392	16.388	12.349	13.130
UV Yükümlülükler	19.883	11.669	16.502	19.930	18.450	28.262	33.881
UV Borçlar	18.425	10.319	5.438	10.033	17.166	27.067	32.519
Ertelemiş Vergi Yükümlülüğü	0	0	0	0	0	0	0
Diğer UV Yükümlülükler	1.458	1.350	11.064	9.898	1.284	1.195	1.363
Azınlık Hissedarları	0	0	0	0	0	0	36
Toplam Özkaynaklar	12.621	11.791	11.803	11.567	10.067	8.373	5.509
Toplam Yükümlülükler	61.508	69.925	71.089	75.587	77.231	75.190	76.765

Nakit Akım Tablosu (Çeyreksel)							
TLmn	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26
Faaliyetlerden Nakit	1.531	11.986	-2.002	-3.431	-2.316	-1.736	-3.401
Yatırımlardan Nakit	-1.426	-724	-805	-871	-678	-384	-3.587
Finansal Faaliyetlerden Nakit	-1.201	-4.818	-2.677	5.762	6.634	6.391	1.278
Toplam Nakit Girişi	-1.095	6.444	-5.484	1.460	3.640	4.271	-5.709
Toplam SNA Girişi	106	11.262	-2.808	-4.302	-2.994	-2.121	-6.988
Gelirlere Oranı	1%	101%	-19%	-36%	-13%	-21%	-64%

Nakit Akım Tablosu (Son 12 Ay)							
TLmn	2024/12	2025/03	2025/06	2025/09	2025/12	2026/03	2026/06
Faaliyetlerden Nakit	-321	14.091	16.224	8.084	4.237	-9.485	-10.883
Yatırımlardan Nakit	-3.841	-4.105	-3.948	-3.826	-3.079	-2.739	-5.521
Finansal Faaliyetlerden Nakit	-3.966	-6.144	-11.493	-2.934	4.901	16.111	20.065
Toplam Nakit Girişi	-8.128	3.843	783	1.324	6.059	3.886	3.661
Toplam SNA Girişi	-4.162	9.986	12.276	4.258	1.159	-12.225	-16.404
Gelirlere Oranı	-8%	19%	22%	8%	2%	-20%	-29%

Çeyreksel Büyüme ve Marjlar							
Çeyreksel Büyüme (y/y) (%)	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26
Gelirler	-27	18	10	-1	37	-8	-27
Brüt Kar	-59	37	82	24	25	-72	-66
VAFÖK (diğ. gel (gid) hariç)	-94	n.m.	n.m.	n.m.	271	n.m.	n.m.
VAFÖK (diğ. gel (gid) dahil)	-92	n.m.	425	29	274	n.m.	n.m.
Vergi Öncesi Kar Zarar	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.
Net Kar	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.
Çeyreksel Marjlar (%)	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26
Brüt Kar	17,6	14,6	27,7	18,7	16,0	4,5	13,0
VAFÖK (diğ. gel (gid) hariç)	1,2	-2,5	12,6	1,5	3,2	-17,3	-5,4
VAFÖK (diğ. gel (gid) dahil)	2,2	2,0	17,1	5,8	5,9	-12,0	-3,7
Net Finansman Gelir (Gider)	-16,0	-26,5	-18,4	-21,2	-11,9	-26,0	-29,5
Parasal Kazanç (Kayıp)	12,5	20,8	9,3	14,3	4,3	24,7	19,3
Vergi Öncesi Kar Zarar	-4,7	-9,3	4,0	-6,3	-4,4	-20,6	-20,8
Net Kar	-5,1	-5,8	3,6	-3,6	-5,1	-16,8	-25,4

Son 12 Ay Büyüme ve Marjlar							
Son 12 Büyüme (y/y) (%)	2024/12	2025/03	2025/06	2025/09	2025/12	2026/03	2026/06
Gelirler	-14	-13	-13	-5	18	12	2
Brüt Kar	-41	-44	-29	-12	42	22	-26
VAFÖK (diğ. gel (gid) hariç)	n.m.	n.m.	-53	20	n.m.	n.m.	n.m.
VAFÖK (diğ. gel (gid) dahil)	-83	-81	-45	-26	287	110	-89
Vergi Öncesi Kar Zarar	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.
Net Kar	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.
Son 12 Ay Marjlar (%)	2024/12	2025/03	2025/06	2025/09	2025/12	2026/03	2026/06
Brüt Kar	15,8	16,2	19,2	20,0	19,1	17,5	13,9
VAFÖK (diğ. gel (gid) hariç)	-2,3	-0,6	3,0	3,6	4,1	1,7	-2,6
VAFÖK (diğ. gel (gid) dahil)	2,4	3,0	6,7	7,0	8,0	5,7	0,7
Net Finansman Gelir (Gider)	-16,5	-21,0	-21,1	-16,6	-15,1	-17,8	-19,9
Parasal Kazanç (Kayıp)	13,4	14,3	12,7	13,7	10,5	11,0	13,0
Vergi Öncesi Kar Zarar	-8,9	-8,2	-6,0	-3,6	-3,6	-5,4	-10,9
Net Kar	-9,2	-8,6	-4,4	-2,5	-2,8	-4,6	-10,9

Nakit Döngü & NİS							
	2024/12	2025/03	2025/06	2025/09	2025/12	2026/03	2026/06
Net Nakit Döngüsü (Gün)	206	227	208	244	186	171	191
Ticari Alacak Tahsilat (Gün)	131	84	88	85	110	78	94
Stok Döngü (Gün)	146	205	205	228	138	144	162
Ticari Borç Ödeme (Gün)	72	62	84	68	62	52	64
Net İşletme Sermayesi (Ana) (TLn)	28.689	29.957	27.886	31.948	28.938	25.510	27.264
Gelirlere Oranı	55%	56%	51%	58%	47%	42%	49%
Brüt Kara Oranı	349%	346%	264%	291%	247%	242%	350%

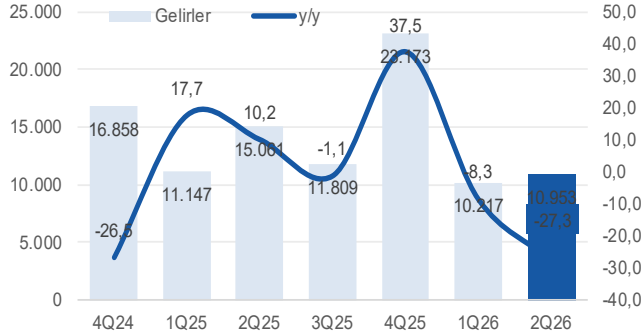
Borçluluk							
	2024/12	2025/03	2025/06	2025/09	2025/12	2026/03	2026/06
Net Borç (Nakit) (TLmn)	30.510	19.856	24.488	29.295	32.761	34.718	42.901
Net Borç / Özkaynaklar (x)	2,4	1,7	2,1	2,5	3,3	4,1	7,8
Net Fin. Borç / VAFÖK (x)	24,3	12,3	6,6	7,6	6,7	10,2	102,3
Esas Faal.Kar / Net Fin.Gel. (Gid.)	0,1x	0x	-0,1x	-0,1x	-0,2x	0x	0,2x
Borç / (Borç + Özkaynak)	72%	71%	70%	74%	80%	85%	90%

Getiri (%)							
	2024/12	2025/03	2025/06	2025/09	2025/12	2026/03	2026/06
Özkaynak Karlılığı (%)	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.
Net Kar Marjı (%)	-9%	-9%	-4%	-3%	-3%	-5%	-11%
Varlık Devir Hızı	78%	79%	79%	79%	88%	83%	76%
Finansal Kaldıraç Oranı	430%	484%	518%	554%	612%	720%	854%
ROIC (**)	-3%	-2%	4%	4%	6%	3%	-6%
Net Faaliyet Varlıkları (TLmn)	39.201	34.580	38.943	39.568	40.790	34.810	40.149

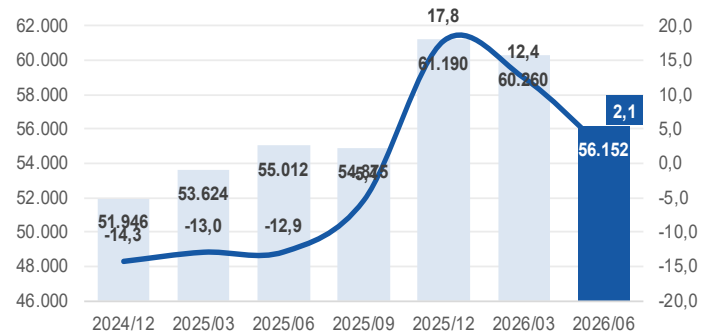
Geriye Dönük Çarpanlar (Sonuçlar Öncesi ve Sonrası)			
	Pre	Post	Chg.
Gelirler	60.260	56.152	-7%
VAFÖK (diğ. gel (gid) hariç)	1.054	-1.437	n.m.
VAFÖK (diğ. gel (gid) dahil)	3.408	419	-88%
Toplam SNA Girişi	-12.225	-16.404	n.m.
Net Kar	-2.783	-6.107	n.m.
Toplam Özkaynaklar	8.373	5.509	-34%
Piyasa Çarpanları (x) (***)	Pre	Post	
FD / Gelirler	1,1	1,4	
FD / VAFÖK (Diğer Gel. (Gid.) Ha	64,5	n.m.	
FD / VAFÖK (Diğer Gel. (Gid.) Da	20,0	189,4	
FD/Net Faaliyet Varlıkları	1,7	1,7	
FD/SNA	n.m.	n.m.	
F/K	n.m.	n.m.	
F/D	4,4	6,6	

OTKAR - Özet Finansal Sonuçlar

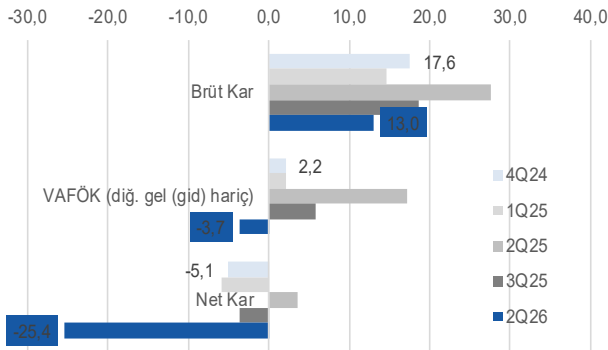
Çeyreksel Büyüme (y/y) (%)



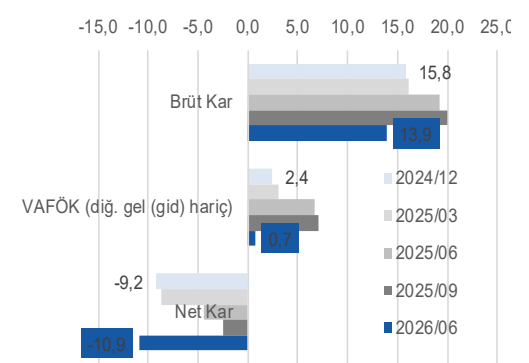
Son 12 Büyüme (y/y) (%)



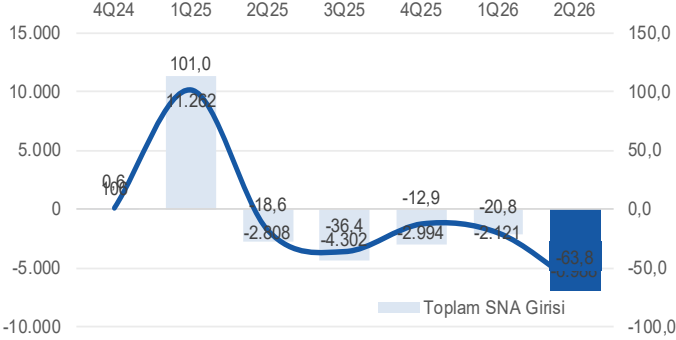
Çeyreksel Marjlar (%)



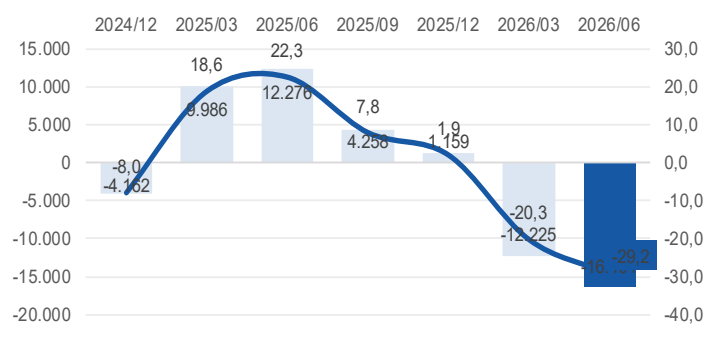
Son 12 Ay Marjlar (%)



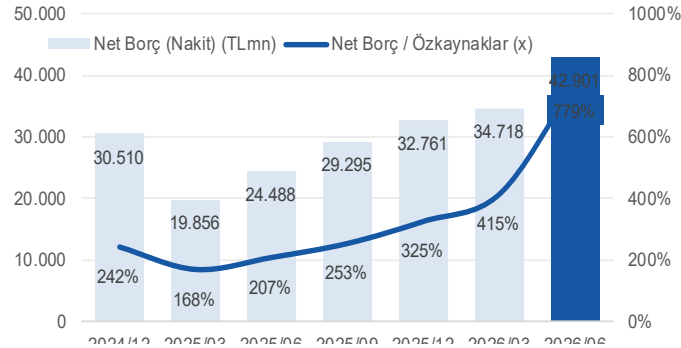
Çeyreksel SNA (TLmn) ve SNA Marjı (%)



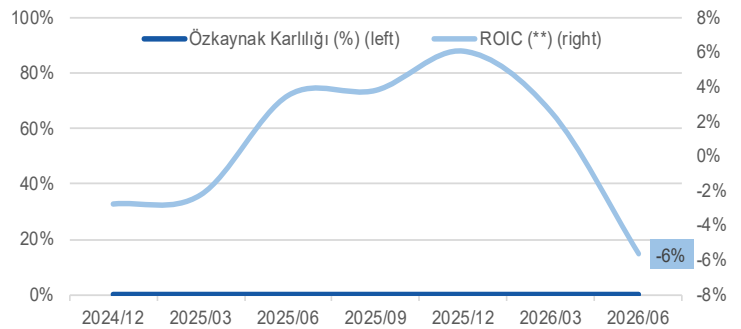
Son 12 Ay SNA (TLmn) ve SNA Marjı (%)



Borçluluk



Getiri (%)



Kaynak: KAP, YKY Araştırma

ÇEKİNCE:

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. Söz konusu rapor belli bir kişiye veya mali durumları, risk ve getiri tercihleri benzer nitelikteki bir gruba yönelik olarak hazırlanmamıştır. Belirli bir getirinin sağlanacağına dair herhangi bir vaat veya taahhütte bulunulmamaktadır. 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. Size uygun olan yatırım araçlarının ve işlemlerin kapsam ve içeriği uygunluk testi neticesinde belirlenir. Uygunluk testi, yatırım kuruluşu tarafından pazarlanan ya da müşteri tarafından talep edilen ürün ya da hizmetin müşteriye uygun olup olmadığının değerlendirilmesi amacıyla, müşterilerin söz konusu ürün veya hizmetin taşıdığı riskleri anlayabilecek bilgi ve tecrübeye sahip olup olmadıklarının tespit edilmesidir. Bu raporda yer alan her türlü bilgi, yorum ve tavsiye uygunluk testi ile tespit edilecek risk grubunuz ve getiri beklentiniz ile uyumlu olmayabilir. Bu nedenle, uygunluk testi neticesinde risk grubunuz tespit edilmeden sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi amaç, bilgi ve tecrübenize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Burada yer alan bilgi ve veriler, araştırma grubumuz tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan derlenmiş olup, doğrulukları ayrıca araştırılmamıştır. Bu nedenle, bu bilgilerin tam veya doğru olmaması nedeniyle doğabilecek zararlardan Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ve çalışanları sorumlu değildir. Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından farklı bölümlerde istihdam edilen kişilerin veya Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin ortaklarının ve iştiraklerinin bu raporda yer alan tavsiyelerle veya görüşlerle hemfikir olmaması mümkündür. Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ile piyasanın işleyişinden kaynaklanan makul nedenlerden dolayı, Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ortakları, çalışanları, yöneticileri ve bunlarla doğrudan ve dolaylı olarak ilişkileri bulunan istihdam ilişkisi doğuracak bir sözleşme çerçevesinde veya herhangi bir sözleşme olmaksızın çalışan ve tavsiyenin hazırlanmasına katılan tüm gerçek veya tüzel kişiler ile müşterileri arasında önlemeyen çıkar çatışması ve objektifliği etkilemesi muhtemel nitelikte ilişkiler doğabilir. Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş., ortakları veya iştirakleri, Sermaye Piyasası Kurulu tarafından yetkilendirildikleri yatırım hizmetleri ve faaliyetleri ile yan hizmetlerini, bu raporda bahsi geçen şirketlere, muhtelif zamanlarda, sunmayı teklif edebilir veya sunabilir. Muhtelif zamanlarda, Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin, ortaklarını, iştiraklerinin ve işbu kapsamdaki yöneticilerinin, yetkililerinin, çalışanlarının veya temsilcilerinin, doğrudan veya dolaylı olarak, raporda bahsi geçen işlemler, menkul kıymetler veya emtialar üzerinde pozisyonları bulunabilir veya farklı nedenlerle ilgi ve ilişkileri bulunabilir. Söz konusu çıkar çatışması durumlarında Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş., internet sitesinde yer alan Çıkar Çatışması Politikası uyarınca hareket eder. Bu rapor, sadece gönderildiği kişilerin kullanımı içindir. Bu raporun tümü veya bir kısmı Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin yazılı izni olmadan çoğaltılamaz, yayınlanamaz veya üçüncü kişilere gösterilemez, ticari amaçla kullanılamaz.