

Romanya tazminatı finansallar üzerinde etkili oldu

AL (önceki AL)

Kapanış Fiyatı (TL)	379,00	Hedef Fiyat – 12ay (TL/pay)	780,00				
Piyasa Değeri (TL / US\$ mn)	45.480 / 1.008	Nominal / Görece Getiri – 12ay (%)	5 / -35				
Halka Açıklık Oranı	27	Ort. İşlem Hacmi – 3ay (TLmn)	394,7				
TMS/TFRS - TL milyon	1Ç26	1Ç25	Yıllık Δ	4Ç25	Çeyreklik Δ	YKYt	Piyasa Beklentisi
Net Satışlar	9.547	10.416	-%8,3	21.654	-%55,9	11.233	10.227
VAFÖK	-1.649	-265	a.d.	684	a.d.	-673	-317
Net Kar	-1.601	-606	a.d.	-1.104	a.d.	-2.241	-1.226
VAFÖK Marjı	-%17,3	-%2,5	-14,7pp	3,2%	-20,4pp	-%6,0	-%3,1

Kaynak: YKY Araştırma, Şirket, KAP

1Ç26 Sonuçları

OTKAR 1Ç26'da 1,6 milyar TL net zarar açıkladı (1Ç25: 606 milyon TL net zarar), bu da 2,2 milyar TL'lik tahminimizden daha iyi ancak 1,2 milyar TL'lik konsensus tahmininden daha kötüdür. Bu düşüşün temel nedeni, gelirlere doğrudan yansıyan ve VAFÖK'ü tamamen etkileyen 1,5 milyar TL'lik Romanya tazminat gideriydi. VAFÖK, -1,6 milyar TL oldu ve -673 milyon TL'lik tahminimizin oldukça altında kaldı. Gelirler, çeyrekte uygulanan 345 milyon TL'lik ek indirimi de yansıtarak, yıllık %8 azalarak 9,5 milyar TL'ye geriledi.

Romanya'daki 1,5 milyar TL'lik tazminat ve 345 milyon TL'lik iskonto hariç, benzer koşullar altında, yaklaşık 11,3 milyar TL'lik gelir hesaplıyoruz; bu da yıllık ~%10'luk reel büyümeye işaret ediyor. Raporlanan VAFÖK'e yapılan aynı iki düzeltme (-1,6 milyar TL + 1,5 milyar TL + 345 milyon TL), ~220 milyon TL'lik (~%2 marj) VAFÖK ve ~270 milyon TL'lik temel net kar sonucunu veriyor. Bu düzeltilmiş tablo, temel senaryomuzla tutarlı kalıyor ve temel operasyonel gidişatın bozulmadığı görüşümüzü destekliyor.

Temel notlar ve Öne Çıkanlar

- Savunma segmenti büyümenin motoru olmaya devam ediyor.** Savunma gelirleri yıllık iki kattan fazla artarak temel tezimizi destekledi. Öte yandan diğer tüm segmentler düştü: yolcu taşımacılığı yıllık %2, kargo taşımacılığı yıllık %7 ve yedek parça gelirleri yıllık %20 azaldı. Savunma segmenti, portföy içindeki en yüksek faaliyet marjlarına sahip olup, tahminlerimize göre 1Ç26'da elde edilen karşılaştırılabilir VAFÖK'ün büyük bir kısmını oluşturmaktadır; bu nedenle, onu birincil değer yaratıcı unsur olarak görmeye devam ediyoruz.
- Tarihsel olarak yüksek seviyelerde borçluluk.** Nakit akışlarındaki daralma ve alınan avans ödemelerindeki düşüş nedeniyle net borç 32 milyar TL'ye yükseldi. Son 12 aylık Net borç/VAFÖK 33x'e ulaştı; ancak bunun, VAFÖK üzerindeki tek seferlik tazminat gideri nedeniyle büyük ölçüde olağan durumu tam olarak yansıtmadığını belirtmek gerekir.

Özet Görüşümüz

Sonuçları olumsuz olarak değerlendiriyoruz ve yakın vadede piyasa tepkisinin zayıf olmasını bekliyoruz. Romanya tazminatı, art arda iki çeyrek boyunca manşet sonuçlarda bozulmaya neden oldu ve asıl soru, benzer durumun tekrarlanıp tekrarlanmayacağıdır; bu belirsizlik, tahminlerimiz ve fiyat hedefimiz için bir risk oluşturmaktadır.

Mevcut 12 aylık 780 TL/hisse hedef fiyatımız, 1Ç26'daki gelişmeler ışığında aşağı yönlü risk taşımaktadır. 2026 görünümü ve tazminat riski konusunda yönetimle görüşükten sonra varsayımlarımızı yeniden değerlendireceğiz. Şimdilik, AL tavsiyemizi koruyoruz. Hisse, mevcut 2026 tahminlerimize göre 11x FD/VAFÖK çarpanından işlem görüyor; bu da uluslararası alanda arazi sistemleri sektöründeki benzerlerine göre ~%30'luk bir iskontoya işaret ediyor. Bu iskontoyu,

mevcut uygulama riskiyle beraber kısmen haklı buluyoruz, ancak tazminat riskinin tamamen ortadan kalkmasıyla beraber aşırı buluyoruz.

OTKAR - Çeyreksel Finansal Sonuçlar

Gelir Tablosu (çeyreksel)					
TLmn	1Ç25	2Ç25	3Ç25	4Ç25	1Ç26
Gelirler	10,416	14,074	11,035	21,654	9,547
Brüt Kar	1,524	3,895	2,062	3,455	432
Faaliyet Giderleri	-2,361	-2,650	-2,445	-3,340	-2,772
Net Faaliyet Karı	-837	1,245	-383	115	-2,340
VAFÖK (diğ. gel (gid) hariç)	-265	1,779	171	684	-1,649
VAFÖK (diğ. gel (gid) dahil)	213	2,413	642	1,278	-1,148
Net Finansman Gelir (Gider)****	-597	-1,288	-754	-1,659	-124
Vergi Öncesi Kar Zarar	-966	569	-692	-956	-1,970
Vergi	360	-61	289	-149	369
Azınlık Hissedarları	0	0	0	0	0
Net Kar	-606	509	-403	-1,104	-1,601

Gelir Tablosu (Son 4Ç Toplam)					
TLmn	2025/03	2025/06	2025/09	2025/12	2026/03
Gelirler	50,109	51,406	51,279	57,179	56,310
Brüt Kar	8,099	9,852	10,248	10,936	9,844
Faaliyet Giderleri	-10,640	-10,515	-10,578	-10,797	-11,207
Net Faaliyet Karı	-2,541	-663	-330	139	-1,364
VAFÖK (diğ. gel (gid) hariç)	-306	1,525	1,869	2,369	985
VAFÖK (diğ. gel (gid) dahil)	1,514	3,467	3,609	4,546	3,184
Net Finansman Gelir (Gider)	-3,370	-3,196	-2,176	-3,288	-3,825
Vergi Öncesi Kar Zarar	-4,126	-3,067	-1,826	-2,045	-3,049
Vergi	-196	787	527	440	449
Azınlık Hissedarları	0	0	0	0	0
Net Kar	-4,322	-2,280	-1,299	-1,605	-2,600

Bilanço					
TLmn	2025/03	2025/06	2025/09	2025/12	2026/03
Dönen Varlıklar	44,505	42,020	45,950	47,446	45,532
Nakit ve Nakit Benzerleri	7,947	2,712	3,951	7,406	10,727
Ticari Alacaklar	11,570	12,331	11,911	17,410	12,076
Stoklar	23,595	23,328	25,612	17,859	18,373
Duran Varlıklar	20,837	24,410	24,682	24,724	24,729
Finansal Varlıklar	193	172	161	171	146
Maddi Duran Varlıklar	7,449	7,546	7,628	7,767	7,892
Kullanım Hakkı Varlıkları	78	84	38	92	86
Şerhiye	23	25	24	24	24
Toplam Varlıklar	65,342	66,430	70,633	72,169	70,261
KV Yükümlülükler	43,419	39,980	41,199	45,522	36,027
KV Finansal Borçlar	16,767	20,420	21,870	21,979	17,876
KV Kiralama Borçları	92	94	80	0	0
Ticari Borçlar	7,171	9,601	7,669	8,229	6,611
UV Yükümlülükler	10,904	15,420	18,624	17,241	26,410
UV Finansal Borçlar	9,499	4,934	9,249	16,041	25,293
UV Kiralama Borçları	144	147	126	0	0
Azınlık Hissedarları	0	0	0	0	0
Toplam Özkaynaklar	11,018	11,029	10,809	9,407	7,824
Toplam Yükümlülükler	65,342	66,430	70,633	72,169	70,261

Nakit Akım Tablosu (çeyreksel)					
TLmn	1Ç25	2Ç25	3Ç25	4Ç25	1Ç26
Faaliyetlerden Nakit	11,200	-1,875	-3,202	-2,164	-1,623
Yatırım Faaliyetlerinden Nakit	-676	-749	-818	-633	-359
Finansal Faaliyetlerden Nakit	-4,503	-2,501	5,384	6,199	5,973
Toplam Nakit Girişi	6,022	-5,125	1,364	3,401	3,991
Serbest Nakit Akımı (SNA)	10,524	-2,624	-4,020	-2,798	-1,982
Gelirlere Oranı	101%	-19%	-36%	-13%	-21%

Nakit Akım Tablosu (Son 4Ç Toplam)					
TLmn	2025/03	2025/06	2025/09	2025/12	2026/03
Faaliyetlerden Nakit	13,168	15,157	7,555	3,959	-8,864
Yatırım Faaliyetlerinden Nakit	-3,836	-3,685	-3,576	-2,877	-2,560
Finansal Faaliyetlerden Nakit	-5,741	-10,740	-2,742	4,579	15,055
Toplam Nakit Girişi	3,591	732	1,237	5,662	3,631
Serbest Nakit Akımı (SNA)	9,332	11,472	3,979	1,083	-11,423
Gelirlere Oranı	19%	22%	8%	2%	-20%

Çeyreksel Büyüme & Marjlar					
Önceki Yılın Aynı Çeyreğine Göre Büyüme (%)	1Ç25	2Ç25	3Ç25	4Ç25	1Ç26
Gelirler	18	10	-1	37	-8
VAFÖK (diğ. gel (gid) hariç)	-75	-3,498	-198	271	523
VAFÖK (diğ. gel (gid) dahil)	-269	425	29	274	-638
Net Kar	-20	-133	-71	38	164
Çeyreksel Marjlar (%)	1Ç25	2Ç25	3Ç25	4Ç25	1Ç26
Brüt Kar Marjı	14.6	27.7	18.7	16.0	4.5
VAFÖK (diğ. gel (gid) hariç)	-2.5	12.6	1.5	3.2	-17.3
VAFÖK (diğ. gel (gid) dahil)	2.0	17.1	5.8	5.9	-12.0
Net Faaliyet Karı	-8.0	8.8	-3.5	0.5	-24.5
Vergi Öncesi Kar Marjı	-9.3	4.0	-6.3	-4.4	-20.6
Net Kar Marjı	-5.8	3.6	-3.6	-5.1	-16.8

Yıllıklandırılmış Büyüme & Marjlar					
Son 4Ç Büyüme (%)	2025/03	2025/06	2025/09	2025/12	2026/03
Gelirler	-13.0	-12.9	-5.4	17.8	12.4
VAFÖK (diğ. gel (gid) hariç)	-107.8	-53.1	19.8	-313.7	-421.6
VAFÖK (diğ. gel (gid) dahil)	-81.0	-44.9	-25.9	287.2	110.3
Net Kar	-194.7	-208.1	-307.7	-64.1	-39.8
Son 4Ç Marjlar (%)	2025/03	2025/06	2025/09	2025/12	2026/03
Brüt Kar Marjı	16.2	19.2	20.0	19.1	17.5
VAFÖK (diğ. gel (gid) hariç)	-0.6	3.0	3.6	4.1	1.7
VAFÖK (diğ. gel (gid) dahil)	3.0	6.7	7.0	8.0	5.7
Net Faaliyet Karı	-5.1	-1.3	-0.6	0.2	-2.4
Vergi Öncesi Kar Marjı	-8.2	-6.0	-3.6	-3.6	-5.4
Net Kar Marjı	-8.6	-4.4	-2.5	-2.8	-4.6

Nakit Döngü & NİS					
	2025/03	2025/06	2025/09	2025/12	2026/03
Net Nakit Döngüsü (Gün)	227	208	244	187	171
Ticari Alacak Tahsilat	84	88	85	111	78
Stok Döngü	205	205	228	141	144
Ticari Borç Ödeme	62	84	68	65	52
Net İşletme Sermayesi (Ana) (*)	27,994	26,058	29,854	27,041	23,838
Gelirlere Oranı	56%	51%	58%	47%	42%
Borçluluk	2025/03	2025/06	2025/09	2025/12	2026/03
Net Borç (Nakit)	18,554	22,883	27,375	30,614	32,443
Net Borç / Özkaynaklar (x)	1.6x	2x	2.5x	3.2x	4.1x
Net Borç / VAFÖK (x)	-60.5x	15x	14.6x	12.9x	32.9x
Esas Faal.Kar / Net Fin.Gel. (Gid.) (x)	-	0.1x	0.1x	0.2x	0x
Borç / (Borç + Özkaynak)	71%	70%	74%	80%	85%
Getiri Metrikleri	2025/03	2025/06	2025/09	2025/12	2026/03
Özkaynak Karlılığı	-39%	-21%	-12%	-17%	-33%
Net Kar Marjı	-9%	-4%	-3%	-3%	-5%
Varlık Devir Hızı (x)	76.7	77.4	72.6	79.2	80.1
Finansal Kaldıraç Oranı (x)	593.0	602.3	653.5	767.2	898.0
ROIC (**)	a.d.	4%	4%	6%	2%

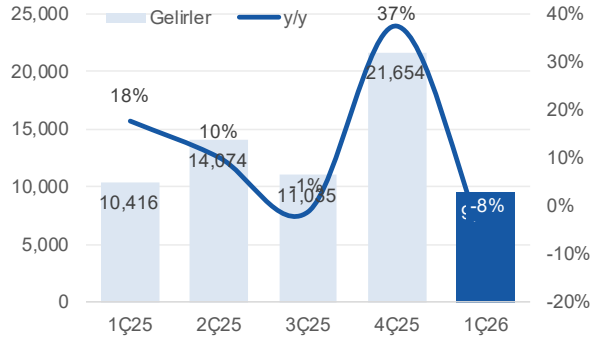
YKY Tahminler (Sonuçlar Öncesi)					
	Son 4Ç	2026T	reel Δ	2027T	reel Δ
Gelirler	56,310	73,411	12%	92,239	3%
VAFÖK (diğ. gel (gid) hariç)	985	7,245	532%	10,505	19%
Serbest Nakit Akımı (SNA)	-11,423	10,858	a.d.	7,642	-42%
Net Kar	-2,600	4,592	a.d.	7,688	37%
Toplam Özkaynaklar	7,824	18,387	102%	27,754	24%

Piyasa Çarpanları (x) (***)			
	Son 4Ç	2026T	2027T
FD / Gelirler	1.38	1.1	0.8
FD / VAFÖK	78.96	10.7	7.4
FD / SNA	-6.81	7.2	10.2
F/K	-17.49	9.9	5.9
F/DD	5.81	2.5	1.6

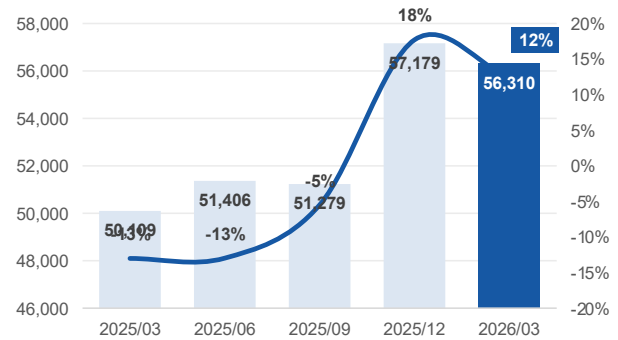
Kaynak: KAP, YKY Araştırma (*) Sadece Ticari Alacaklar, Stoklar ve Ticari Borçlar (**) Net Faaliyet Karı (Diğ. Dahil) / Net Operasyonel Varlıklar (***) FD ilgili yılın değerleri dikkate alınarak hesaplanmıştır (****) Net finansman gelir/gider kalemi parasal kazanç/kayıp içermektedir.

OTKAR - Çeyreksel ve Son 12 Aylık Finansallar

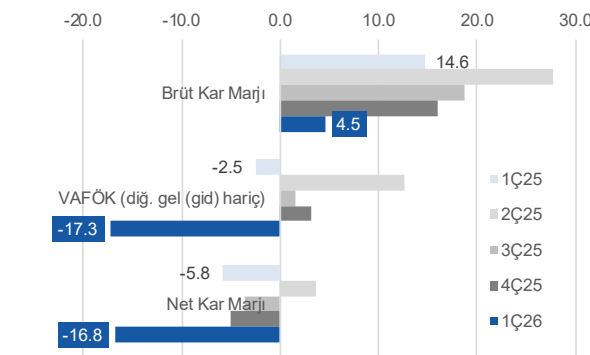
Önceki Yılın Aynı Çeyreğine Göre Büyüme (%)



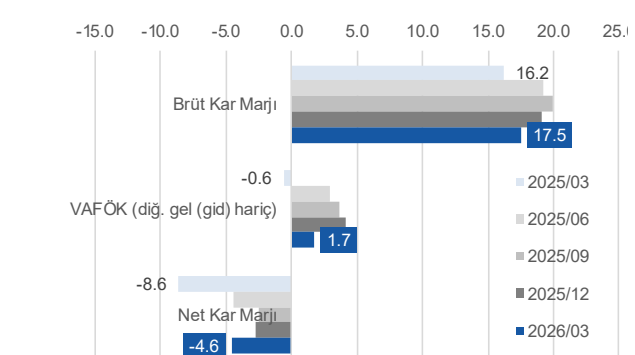
Son 4Ç Büyüme (%)



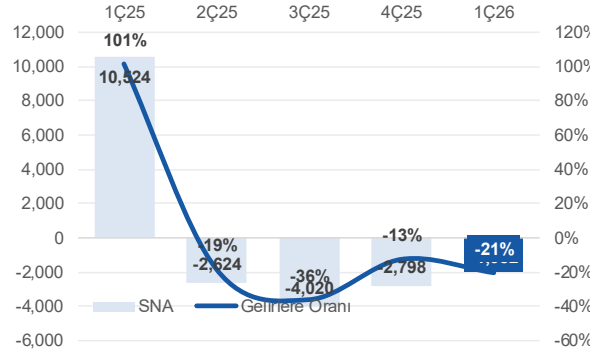
Çeyreksel Marjlar (%)



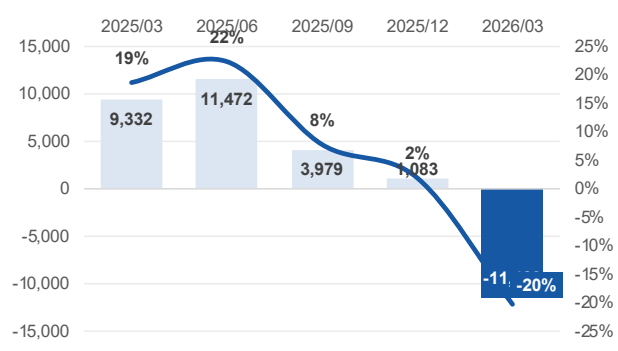
Son 4Ç Marjlar (%)



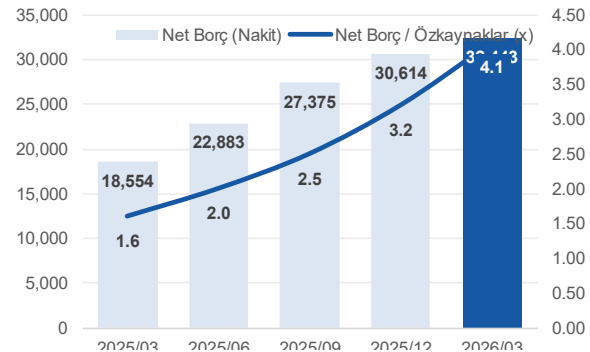
Çeyresel SNA (TLmn) & SNA Marjı



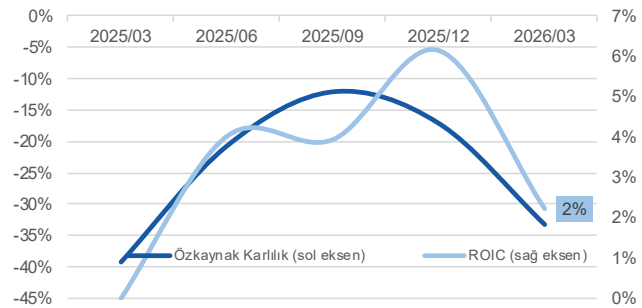
Son 4Ç SNA (TLmn) & SNA Marjı



Borçluluk



Getiri Metrikleri



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.