

Romanya tazminatı karlılığı baskıladı

AL (önceki AL)

Kapanış Fiyatı (TL)	462,25	Hedef Fiyat – 12ay (TL/pay)	780,00				
Piyasa Değeri (TL / US\$ mn)	55.470 / 1.275	Nominal / Görece Getiri – 12ay (%)	16 / -18				
Halka Açıklık Oranı	27	Ort. İşlem Hacmi – 3ay (TLmn)	343,9				
TMS/TFRS - TL milyon	4Ç25	4Ç24	Yıllık Δ	3Ç25	Çeyreklik Δ	YKYt	Piyasa Beklentisi
Net Satışlar	19.678	14.316	%37,5	10.029	%96,2	18.740	19.991
VAFÖK	622	167	%271,5	155	%300,5	1.454	1.340
Net Kar	-1.004	-725	a.d.	-366	a.d.	-124	-405
VAFÖK Marjı	3,2%	1,2%	2,0pp	1,5%	1,6pp	7,8%	6,7%

Kaynak: YKY Araştırma, Şirket, KAP

4Ç25 Sonuçları

- Romanya tazminatı Karlılığı baskıladı.** Otokar 4Ç25'te bir milyar TL net zarar açıkladı. Piyasa beklentisi 405 milyon TL ve bizim beklentimiz 124 milyon TL net zarardı. Net kardaki sapma esasen VAFÖK'teki sapmalardan kaynaklandı. VAFÖK piyasa beklentisinin, %54 altında bizim tahminimizin %57 altında kaldı. Bunu [Romanya teslimatlarından kaynaklanan tazminat ödemesine](#) (~2 milyar TL) bağlıyoruz (Eğer tazminat olmasaydı ~2,5 milyar TL VAFÖK görmeyi beklerdik). Ancak, geçen yıla kıyasla VAFÖK'teki, her ne kadar beklentilerin altında kalsa da toparlanmayı vurguluyoruz.
- Olumsuzluklara rağmen hala güçlü büyüme.** Otokar'ın gelirleri yıllık %38'lik artışla, hem bizim hem de piyasa beklentisine büyük ölçüde paralel, 19,7 milyar TL oldu. Gelirlerdeki güçlü büyüme de Romanya teslimatlarının gelirlere yansımaları etkili oldu. Öyle ki, şirket 4Ç25'te 352 adet askeri araç sattı (yıllık 3 kat artış) ve askeri araç gelirleri (konsolide gelirlerin %43'ü) yıllık reel %91 arttı. Öte yandan ~2 milyar TL'lik tazminatın 4Ç25'te mahsuplaşması ancak maliyetlerin tarihi kalması, brüt kar marjına olumsuz yansıdı ve brüt kar marjı yıllık 1,6 puan düşerek %16 oldu. Bu durum, VAFÖK marjı açısından en güçlü çeyrek olmasını beklediğimiz 4Ç25'te VAFÖK marjını oldukça baskıladı. Yine de 4Ç25'teki 3 kat daha fazla VAFÖK ve %38'lik reel gelir büyümesini hala öne çıkartıyor ve Romanya teslimatlarının devamıyla beraber önümüzdeki dönemlerde her iki kaleminde desteklenmesini bekliyoruz. Bu arada, yolcu taşımacılığı gelirleri (konsolide gelirlerin %42'si) yıllık %27 artarken, kargo taşımacılığı gelirleri (konsolide gelirlerin %9'u), %20 ve yedek parça / diğer gelirler (konsolide gelirlerin %7'si) yıllık %34 düştü.
- Teslimatların yapılmasıyla beraber, düşen avanslarla net işletme sermayesi ihtiyacı arttı.** Stok yükündeki azalmayla birlikte manşet net işletme sermayesi ihtiyacında geçen çeyreğe göre iyileşme olsa da, net avanslar dahil (4Ç25'te yoğun askeri araç teslimatı yapıldığından) net işletme sermayesi ihtiyacı geçen çeyreğe göre 4,2 milyar TL artarak 18,7 milyar TL'ye ulaştı. Hem bu sebeple hem de beklenenden düşük net karla beraber 4Ç25'te ~2,5 milyar TL'lik nakit çıkışı oldu. Yıllıklandırılmış yatırılan sermayenin getirisi (ROIC) geçen çeyrekteki ~%4'ten %6'ya yükseldi

Özet Görüşümüz

Güçlü gelir artışı ve yıllık bazda sağlam VAFÖK toparlanması göz önüne alındığında, sonuçları operasyonel açıdan olumlu olarak değerlendiriyoruz. Hisse, tazminat duyurusundan bu yana BIST-100'ün %11 altında performans gösterdi ve biz bu vesileyle Romanya'ya yapılan tek seferlik tazminatın büyük ölçüde fiyatlandırıldığını düşünüyoruz. Buna göre, mevcut seviyelerden daha fazla olumsuz piyasa tepkisi beklemiyoruz ve kısa vadeli herhangi bir olumsuz tepkinin alım fırsatı yaratacağını düşünüyoruz. 4Ç25 sonuçları ışığında tahminlerimizi gözden geçireceğiz. Şimdilik, %69'luk getiri potansiyeli sunan 12 aylık 780TL/hisse hedef fiyatımızı ve "AL" tavsiyemizi yineliyoruz. 2026 tahminlerimize göre, hisse 11,5x FD/VAFÖK'ten işlem görmektedir.

OTKAR - Çeyreksele Finansal Sonuçlar

Gelir Tablosu (çeyreksele)					
TLmn	4Ç24	1Ç25	2Ç25	3Ç25	4Ç25
Gelirler	14.316	9.466	12.790	10.029	19.678
Brüt Kar	2.515	1.385	3.540	1.874	3.140
Faaliyet Giderleri	-2.837	-2.146	-2.409	-2.222	-3.035
Net Faaliyet Karı	-323	-760	1.131	-348	104
VAFÖK (diğ. gel (gid) hariç)	167	-240	1.617	155	622
VAFÖK (diğ. gel (gid) dahil)	310	193	2.193	584	1.162
Net Finansman Gelir (Gider)****	-830	-543	-1.170	-686	-1.821
Vergi Öncesi Kar Zarar	-669	-879	517	-629	-868
Vergi	-56	327	-55	263	-135
Azınlık Hissedarları	0	0	0	0	0
Net Kar	-725	-552	462	-366	-1.004

Gelir Tablosu (Son 4Ç Toplam)					
TLmn	2024/12	2025/03	2025/06	2025/09	2025/12
Gelirler	44.112	45.779	46.957	46.842	51.962
Brüt Kar	6.982	7.602	9.195	9.555	9.938
Faaliyet Giderleri	-9.976	-9.911	-9.797	-9.855	-9.811
Net Faaliyet Karı	-2.994	-2.309	-602	-300	127
VAFÖK (diğ. gel (gid) hariç)	-1.008	-278	1.386	1.699	2.153
VAFÖK (diğ. gel (gid) dahil)	1.067	1.375	3.150	3.280	4.131
Net Finansman Gelir (Gider)	-2.940	-2.612	-3.448	-2.479	-3.906
Vergi Öncesi Kar Zarar	-3.911	-3.750	-2.787	-1.659	-1.859
Vergi	-152	-178	715	479	400
Azınlık Hissedarları	0	0	0	0	0
Net Kar	-4.063	-3.929	-2.072	-1.181	-1.459

Bilanço					
TLmn	2024/12	2025/03	2025/06	2025/09	2025/12
Dönen Varlıklar	34.532	40.444	38.186	41.758	43.117
Nakit ve Nakit Benzerleri	1.926	7.222	2.465	3.591	6.731
Ticari Alacaklar	15.562	10.514	11.206	10.824	15.822
Stoklar	15.658	21.442	21.200	23.275	16.230
Duran Varlıklar	17.700	18.936	22.182	22.430	22.468
Finansal Varlıklar	97	176	156	147	101
Maddi Duran Varlıklar	6.806	6.769	6.858	6.932	7.058
Kullanım Hakkı Varlıkları	84	71	76	35	84
Şerefiye	21	21	23	22	22
Toplam Varlıklar	52.232	59.380	60.368	64.188	65.585
KV Yükümlülükler	24.630	39.458	36.332	37.440	41.368
KV Finansal Borçlar	12.104	15.237	18.557	19.875	19.937
KV Kiralama Borçları	85	84	86	73	37
Ticari Borçlar	6.857	6.516	8.725	6.969	7.478
UV Yükümlülükler	16.884	9.909	14.013	16.925	15.668
UV Finansal Borçlar	15.514	8.632	4.484	8.405	14.537
UV Kiralama Borçları	132	131	134	114	40
Azınlık Hissedarları	0	0	0	0	0
Toplam Özkaynaklar	10.718	10.013	10.023	9.823	8.549
Toplam Yükümlülükler	52.232	59.380	60.368	64.188	65.585

Nakit Akım Tablosu (çeyreksele)					
TLmn	4Ç24	1Ç25	2Ç25	3Ç25	4Ç25
Faaliyetlerden Nakit	1.300	10.178	-1.704	-2.910	-1.967
Yatırım Faaliyetlerinden Nakit	-1.211	-615	-681	-743	-576
Finansal Faaliyetlerden Nakit	-1.491	-4.092	-2.273	4.893	6.263
Toplam Nakit Girişi	-1.401	5.472	-4.657	1.240	3.720
Serbest Nakit Akımı (SNA)	90	9.564	-2.384	-3.653	-2.542
Gelirlere Oranı	1%	101%	-19%	-36%	-13%

Nakit Akım Tablosu (Son 4Ç Toplam)					
TLmn	2024/12	2025/03	2025/06	2025/09	2025/12
Faaliyetlerden Nakit	-273	11.979	13.787	6.878	3.598
Yatırım Faaliyetlerinden Nakit	-3.262	-3.486	-3.349	-3.250	-2.614
Finansal Faaliyetlerden Nakit	-3.838	-5.230	-9.773	-2.505	4.791
Toplam Nakit Girişi	-7.373	3.263	665	1.124	5.775
Serbest Nakit Akımı (SNA)	-3.534	8.493	10.438	3.629	984
Gelirlere Oranı	-8%	19%	22%	8%	2%

Çeyreksele Büyüme & Marjlar					
Önceki Yılın Aynı Çeyreğine Göre Büyüme (%)	4Ç24	1Ç25	2Ç25	3Ç25	4Ç25
Gelirler	-27	18	10	-1	37
VAFÖK (diğ. gel (gid) hariç)	-94	-75	-3.498	-198	271
VAFÖK (diğ. gel (gid) dahil)	-92	-268	425	29	274
Net Kar	-119	-20	-133	-71	38
Çeyreksele Marjlar (%)	4Ç24	1Ç25	2Ç25	3Ç25	4Ç25
Brüt Kar Marjı	17,6	14,6	27,7	18,7	16,0
VAFÖK (diğ. gel (gid) hariç)	1,2	-2,5	12,6	1,5	3,2
VAFÖK (diğ. gel (gid) dahil)	2,2	2,0	17,1	5,8	5,9
Net Faaliyet Karı	-2,3	-8,0	8,8	-3,5	0,5
Vergi Öncesi Kar Marjı	-4,7	-9,3	4,0	-6,3	-4,4
Net Kar Marjı	-5,1	-5,8	3,6	-3,6	-5,1

Yıllıklandırılmış Büyüme & Marjlar					
Son 4Ç Büyüme (%)	2024/12	2025/03	2025/06	2025/09	2025/12
Gelirler	-14,3	-12,5	-12,5	-4,9	17,8
VAFÖK (diğ. gel (gid) hariç)	-132,2	-107,8	-53,1	19,8	-313,7
VAFÖK (diğ. gel (gid) dahil)	-83,4	-81,0	-44,9	-25,9	287,2
Net Kar	-209,3	-194,7	-208,1	-307,7	-64,1
Son 4Ç Marjlar (%)	2024/12	2025/03	2025/06	2025/09	2025/12
Brüt Kar Marjı	15,8	16,6	19,6	20,4	19,1
VAFÖK (diğ. gel (gid) hariç)	-2,3	-0,6	3,0	3,6	4,1
VAFÖK (diğ. gel (gid) dahil)	2,4	3,0	6,7	7,0	8,0
Net Faaliyet Karı	-6,8	-5,0	-1,3	-0,6	0,2
Vergi Öncesi Kar Marjı	-8,9	-8,2	-5,9	-3,5	-3,6
Net Kar Marjı	-9,2	-8,6	-4,4	-2,5	-2,8

Nakit Döngü & NİS					
	2024/12	2025/03	2025/06	2025/09	2025/12
Net Nakit Döngüsü (Gün)	215	227	208	244	187
Ticari Alacak Tahsilat	129	84	87	84	111
Stok Döngü	154	205	205	228	141
Ticari Borç Ödeme	67	62	84	68	65
Net İşletme Sermayesi (Ana) (*)	24.363	25.440	23.681	27.130	24.574
Gelirlere Oranı	55%	56%	50%	58%	47%
Borçluluk					
	2024/12	2025/03	2025/06	2025/09	2025/12
Net Borç (Nakit)	25.909	16.861	20.795	24.877	27.821
Net Borç / Özkaynaklar (x)	2,4x	1,6x	2x	2,5x	3,2x
Net Borç / VAFÖK (x)	-25,7x	-60,5x	15x	14,6x	12,9x
Esas Faal.Kar / Net Fin.Gel. (Gid.) (x)	-	-	0,1x	0,1x	0,2x
Borç / (Borç + Özkaynak)	72%	71%	70%	74%	80%
Getiri Metrikleri					
	2024/12	2025/03	2025/06	2025/09	2025/12
Özkaynak Karlılığı	-38%	-39%	-21%	-12%	-17%
Net Kar Marjı	-9%	-9%	-4%	-3%	-3%
Varlık Devir Hızı (x)	84,5	77,1	77,8	73,0	79,2
Finansal Kaldıraç Oranı (x)	487,3	593,0	602,3	653,5	767,2
ROIC (**)	a.d.	a.d.	4%	4%	6%

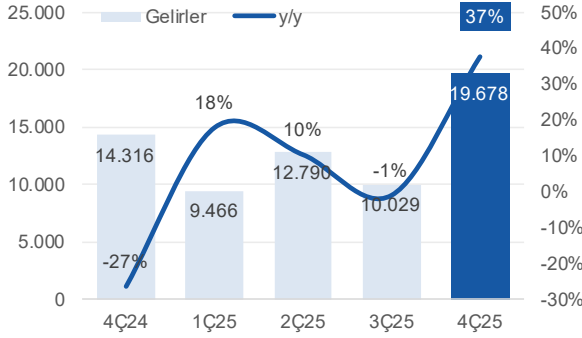
YKY Tahminler (Sonuçlar Öncesi)					
	Son 4Ç	2025T	reel Δ	2026T	reel Δ
Gelirler	51.962	51.025	-2%	73.411	16%
VAFÖK (diğ. gel (gid) hariç)	2.153	2.986	39%	7.245	96%
Serbest Nakit Akımı (SNA)	984	a.d.	a.d.	10.858	a.d.
Net Kar	-1.459	-579	-60%	4.592	-741%
Toplam Özkaynaklar	8.549	a.d.	a.d.	18.387	a.d.

Piyasa Çarpanları (x) (***)			
	Son 4Ç	2025T	2026T
FD / Gelirler	1,60	1,6	1,1
FD / VAFÖK	38,63	27,9	11,5
FD / SNA	84,55	a.d.	7,7
F/K	-38,02	a.d.	12,1
F/DD	6,49	a.d.	3,0

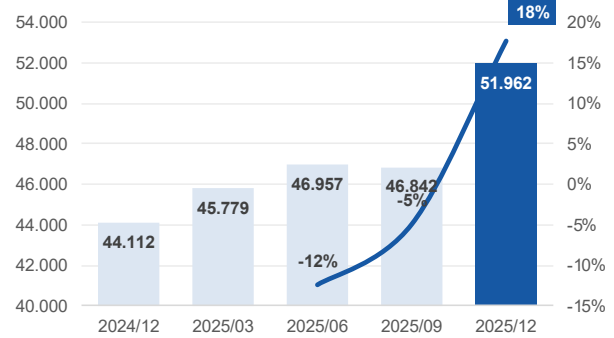
Kaynak: KAP, YKY Araştırma (*) Sadece Ticari Alacaklar, Stoklar ve Ticari Borçlar (**) Net Faaliyet Karı (Diğ. Dahil) / Net Operasyonel Varlıklar (***) FD ilgili yılın değerleri dikkate alınarak hesaplanmıştır (****) Net finansman gelir/gider kalemi parasal kazanç/kayıp içermektedir.

OTKAR - Çeyrekssel ve Son 12 Aylık Finansallar

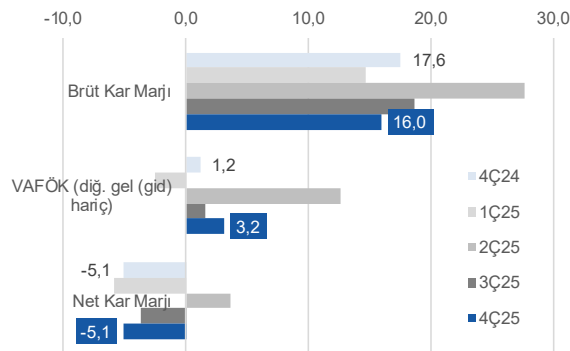
Önceki Yılın Aynı Çeyreğine Göre Büyüme (%)



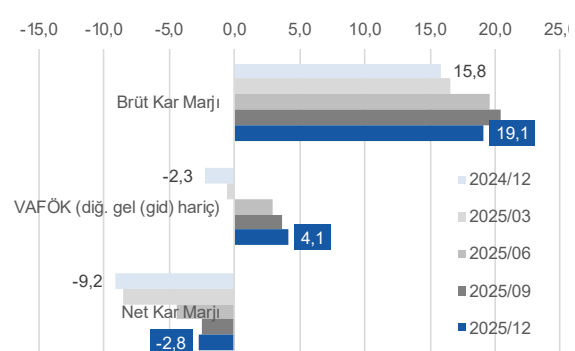
Son 4Ç Büyüme (%)



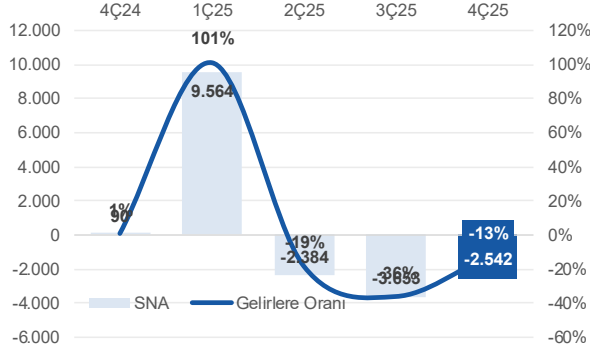
Çeyrekssel Marjlar (%)



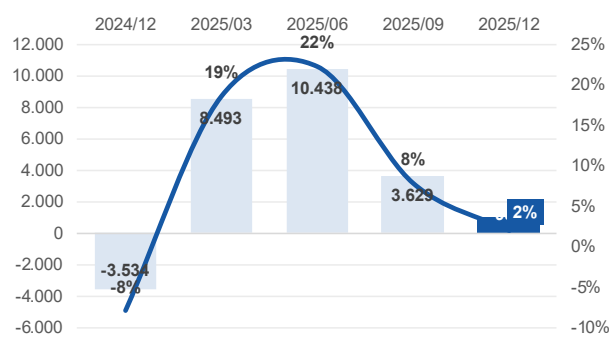
Son 4Ç Marjlar (%)



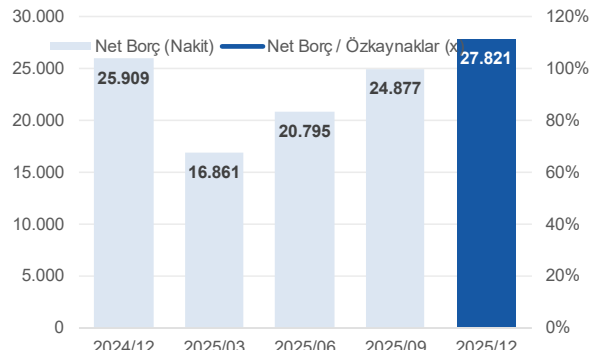
Çeyresel SNA (TLmn) & SNA Marjı



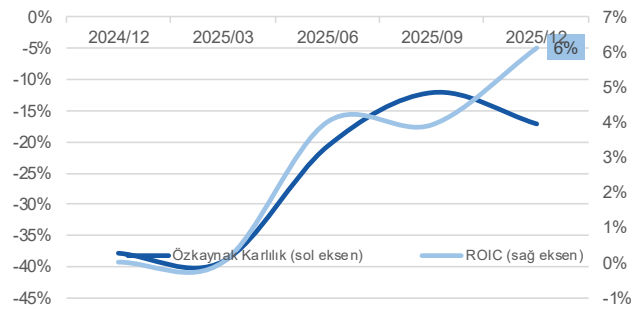
Son 4Ç SNA (TLmn) & SNA Marjı



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.