

Otokar

Askeri Araç Teslimatları Seyri Değiştiriyor

Otokar <OTKAR T1> için önerimizi "AL" (önceki: TUT) olarak güncelliyor ve 12 aylık hedef fiyatımızı %55 artış potansiyeline işaret eden 780TL/hisse (Önceki: 610TL/hisse) olarak belirliyoruz. Yukarı yönlü revizyonumuzun arkasındaki temel etkenler: (i) artan askeri araç satışları, (ii) Tunland modelinden gelen katkı ve (iii) işletme sermayesi ihtiyacındaki iyileşme. 2025 sonuçlarının, zayıf geçen 2024 yılının ardından belirgin bir toparlanma göstermesini bekliyoruz ve çoğunlukla daha yüksek askeri araç satışı katkısı ve operasyonel kaldıraç avantajlarının ortaya çıkmasıyla %8 VAFÖK marjı (yıllık 11 puan artış) ile %29 reel büyüme öngörüyoruz. 2025 tahminlerimize göre, 17,4 FD/VAFÖK ve 27,0x F/K çarpanlarından işlem gören OTKAR'ın ilgili çarpanları 2026 tahminlerimize göre sırasıyla 12,1x FD/VAFÖK ve 13,8x F/K'ya geriliyor. Hissenin son bir ayda BIST100'ün yaklaşık %15 üzerinde performans göstermesini, büyük ölçüde önceki düşük performansın bir düzeltilmesi olarak değerlendiriyoruz ve mevcut imenin güçlü finansallarla birlikte devam etmesini bekliyoruz.

- Askeri araç teslimatları gelirleri ve marjları destekleyecek.** Şirketin, önümüzdeki beş sene Romanya teslimatları ve uzun vadede artan savunma sanayi harcamaları sayesinde askeri araç satışlarında güçlü bir büyüme yakalamasını bekliyoruz. Şirketin 2025 yılında yıllık iki kat artışla 480 askeri araç satmasını bekliyoruz. Askeri araç satış tahminlerimiz, 2025'teki reel %29'luk büyüme tahminimizin ~%25'ini ve %8 VAFÖK marjı beklentimizin ise yarısını oluşturuyor.
- Yeni kamyonet modeli ciroyu destekleyecek:** Otokar, önde gelen Çinli üretici Foton'dan Tunland (kamyonet) modelini Ekim 2024'te ithal etmeye başladı. 2025 yılında yaklaşık 1.700 adet satış öngörüyoruz; bu da 56,4 milyar TL'lik ciro tahminimizin %6'sına denk geliyor. Uzun vadede ise, Tunland'ın toplam cironun %7-8'ini oluşturmasını bekliyoruz.
- İyileşen işletme sermayesi görünümü.** Otokar, iş modeli gereği zaten yüksek bir net işletme sermayesi (NİS) ihtiyacıyla faaliyet gösteriyordu. Ancak, 2024'teki askeri araç teslimatlarının 2025'e sarkması ve daha uzun stok devir süreleri, NİS'in bilanço üzerindeki yükünü artırdı. 2024'ten kalan teslimatların tamamlanması, daha hızlı teslimat süreleri ve artan küresel savunma harcamaları kaynaklı daha kısa tahsilat süreleri sayesinde büyümenin 2025'te azalmasını bekliyoruz.
- Riskler.** (i) Teslimatlarda gecikme, (ii) Güçlü TL, (iii) Belediye veya savunma bütçelerinde kesintiler.

Konsolide Finansallar ve Çarpanlar

(milyon TL)*	2023	Δ	2024	Δ	2025T	Δ	2026T	Δ
Net satışlar	27.239	53%	33.886	-14%	56.380	29%	68.880	3%
VAFÖK	1.654	17%	-770	a.d.	4.725	a.d.	6.575	18%
Net Kar	1.968	-8%	-3.104	a.d.	2.243	a.d.	4.392	66%
F/K (x)	17,1		a.d.		27,0		13,8	
FD/VAFÖK (x)	25,8		a.d.		17,4		12,1	
FD/Satış (x)	1,6		2,4		1,5		1,2	
Hisse Başına Kar (TL)	16,4		-25,9		18,7		36,6	
Temettü Verimi (%)	0,0%		1,3%		0,0%		0,9%	
Serbest Nakit Akış Verimi	1,9%		-4,4%		6,9%		11,4%	

(*) Her yıl kendi yılsonu TÜFE'sine göre endekslenmiş ve büyümeler reel olarak gösterilmiştir.

(**) temettü verimi ödeme yılına göre hesaplanmıştır, FD'de en son açıklanan net borç kullanılmıştır

Kaynak: Şirket Finansalları, YKY Araştırma

Otokar

Öneri

AL

Hedef Fiyat

TL780,00

Potansiyel Getiri

55%

Fiyat Bilgileri

Kodu	OTKAR.T1 / OTKAR.IS
İşlem Gördüğü Pazar (*)	Yıldız Pazar
Kapanış Fiyatı	TL504,00
Piyasa Değeri (TL/US\$ mn)	60.480 / 1.494
Hisse Sayısı (mn)	120
Saklama Oranı	27%
3 ay ort. işlem hacmi (TL/US\$ mn)	196,76 / 5,00

Fiyat Aralığı (Yüksek / Düşük) (TL)

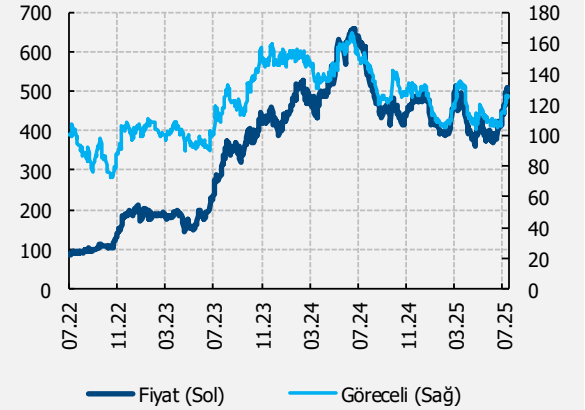
1 Aylık	509,00 / 383,75
1 Yıllık	610,50 / 360,25
Sene başından itibaren	512,50 / 360,25

Performans (TL)

Nominal

Göreceli

1 Aylık	31%	17%
3 Aylık	34%	17%
1 Yıllık	-16%	-15%
Sene başından itibaren	4%	-5%



28 Temmuz 2025 tarihi ile güncellenmiştir.

Göreceli performanslar BIST-100 Getiri Endeksine göre hesaplanmıştır

(*) Pazar işlem kuralları için: www.borsaistanbul.com/tr/sayfa/506/pazarlar

Eren Ercis

eren.ercis@ykyatirim.com.tr

+90 212 319 83 66

Mustafa Görkem Göker

gorkem.goker@ykyatirim.com.tr

+90 212 319 79 49

Finansal Özet (milyon TL)*	2023	2024	2025T	2026T
Gelir Tablosu				
Net satışlar	27.239	33.886	56.380	68.880
Brüt Kar	6.307	5.519	13.877	18.390
Faaliyet giderleri	-5.565	-7.806	-11.196	-14.426
VAFÖK (**)	1.654	-770	4.725	6.575
Amortisman	911	1.517	2.044	2.611
Faaliyet gelirleri	742	-2.287	2.680	3.964
Finansal gelir/gider (***)	-1.034	-2.246	-1.994	-805
Diğer gelir/gider	1.753	1.580	2.172	2.697
İştirak Karı / Zararı	-3	-34	-9	0
Vergi öncesi kar	1.458	-2.988	2.849	5.856
Vergi	510	-116	-606	-1.464
Azınlık hisseleri / diğer	0	0	0	0
Net Kar	1.968	-3.104	2.243	4.392
Bilanço				
Nakit ve nakit benzerleri	6.836	1.471	2.530	7.420
Stoklar	7.430	13.666	20.961	22.133
Ticari alacaklar	8.561	14.404	18.536	22.645
Diğer alacaklar	1.272	764	1.331	1.605
Dönen Varlıklar	24.099	30.305	43.358	53.803
Maddi duran varlıklar	2.997	5.200	7.765	9.749
Finansal yatırımlar	114	147	184	222
Diğer duran varlıklar	5.275	8.715	12.527	14.250
Duran Varlıklar	8.386	14.062	20.476	24.220
Toplam Varlıklar	32.485	44.367	63.834	78.024
Kısa vadeli finansal borçlar	13.824	9.312	15.360	16.979
Ticari borçlar	4.099	6.822	8.151	9.683
Diğer kısa vadeli yükümlülükler	2.985	7.145	16.730	20.388
Kısa Vadeli Yükümlülükler	20.908	23.279	40.241	47.050
Uzun vadeli finansal borçlar	2.308	11.954	8.579	9.482
Diğer uzun vadeli yükümlülükler	965	946	1.470	1.751
Uzun Vadeli Yükümlülükler	3.273	12.899	10.049	11.233
Azınlık Payları	0	0	0	0
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	8.303	8.188	13.543	19.741
Toplam Kaynaklar	32.485	44.367	63.834	78.024
Nakit Akış Tablosu				
İşletme faaliyetlerinden	792	-198	7.267	10.368
Yatırım faaliyetlerinden	-142	-2.492	-3.101	-3.448
Finansman faaliyetlerinden	5.471	-2.583	-3.537	-2.491
Temettü Ödemesi	0	-720	0	-561
Serbest Nakit Akışı	650	-2.690	4.166	6.920
Net Borç	9.297	19.794	21.409	19.040
Ana Çarpanlar				
Brüt kar marjı	23,2%	16,3%	24,6%	26,7%
VAFÖK marjı	6,1%	a.d.	8,4%	9,5%
Net Kar marjı	7,2%	a.d.	4,0%	6,4%
Sermaye Karlılığı	26,5%	-37,6%	20,6%	26,4%
Reel Satış Büyümesi	53%	-14%	29%	3%
Reel VAFÖK Büyümesi	119%	a.d.	a.d.	18%
Reel Net Kar Büyümesi	-2%	a.d.	a.d.	66%
Net Borç / Özkaynaklar (x)	1,1	2,4	1,6	1,0
Net Borç / VAFÖK (x)	5,6	a.d.	4,5	2,9

Kaynak: Şirket Finansalları, YKY Araştırma

(*) Her yıl kendi yılsonu TÜFE'sine göre endekslenmiş ve büyümler reel olarak gösterilmiştir

(**) VAFÖK= (Satışlar-SMMM-Faaliyet Gideri+Amortisman) UFRS sonuçları ile uyumlu şirket sonuçlarından farklılık gösterebilir

(***) Finansal gelir/gider parasal kazanç/kayıp içermektedir

Şirket Tanımı

1963 yılında kurulan Otokar, yolcu taşımacılığına yönelik otobüs/minibüs, yük taşımacılığına yönelik kamyon ve savunma sanayine yönelik taktik tekerlekli/paletli zırhlı araçlar üretiyor.

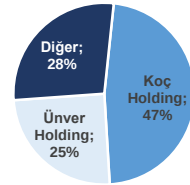
3.000'den fazla çalışanı, 552.000 m2'lik üretim alanı ve 300'e yakın satış ve servis ağıyla şirket, ürünleri ve fikri mülkiyet haklarıyla 75'ten fazla ülkede faaliyet göstermektedir.

Şirketin mevcut yıllık üretim kapasitesi: 6.000 adet otobüs/minibüs, 2.000 adet taktik araç, 1.500 adet kamyon/hafif kamyon, 950 adet taktik zırhlı araç.

Katalistler: (i) askeri araç sözleşmelerinin artması, (ii) dövizde artış, (iii) yurt içi otobüs pazarının büyümesi

Riskler: (i) Teslimatlarda gecikme, (ii) Güçlü TL, (iii) Belediye veya savunma bütçelerinde kesintiler.

Ortaklık Yapısı



Yatırım Teması

Otokar <OTKAR Tı> için önerimizi "AL" (önceki: TUT) olarak güncelliyor ve 12 aylık hedef fiyatımızı %55 artış potansiyeline işaret eden 780TL/hisse (Önceki: 610TL/hisse) olarak belirliyoruz. Hisseye dönük olumlu duruşumuzun arkasındaki temel etkenler: (i) artan askeri araç satışları, (ii) Tunland modelinden gelen katkı ve (iii) işletme sermayesi ihtiyacındaki iyileşme. 2025 sonuçlarının, zayıf geçen 2024 yılının ardından belirgin bir toparlanma göstermesini bekliyor ve çoğunlukla daha yüksek askeri araç satışı katkısı ve operasyonel kaldıraç avantajlarının ortaya çıkmasıyla %8 VAFÖK marjı (yıllık 11 puan artış) ile %29 reel büyüme öngörüyoruz. 2025 tahminlerimize göre, 17,4 FD/VAFÖK ve 27,0x F/K çarpanlarından işlem gören OTKAR'ın ilgili çarpanları 2026 tahminlerimize göre sırasıyla 12,1x FD/VAFÖK ve 13,8x F/K'ya geriliyor. Hissenin son bir ayda BIST100'ün yaklaşık %15 üzerinde performans göstermesini, büyük ölçüde önceki düşük performansın bir düzeltmesi olarak değerlendiriyoruz ve mevcut ivmenin güçlü finansallarla birlikte devam etmesini bekliyoruz.

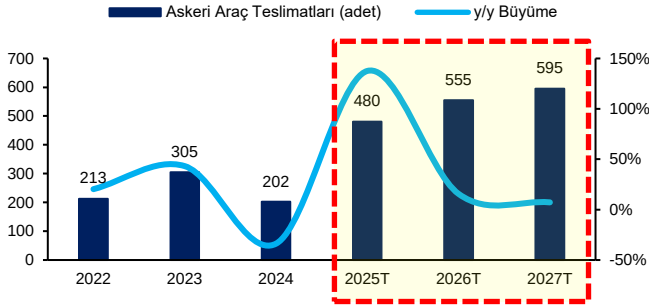
Askeri araç teslimatları gelir ve VAFÖK büyümesinin temellerini oluşturuyor.

Otokar, 2024 yılında yıllık %34'lük düşüşle 202 adet (yurt içi: 23, ihracat: 179 adet) askeri araç teslim etti. Askeri araç satışları, şirketin 2024 yılı konsolide gelirinin sadece %16'sını (2023: %23) oluşturdu. Ayrıca, 2025'e sarkan teslimatlardan kaynaklanan yüksek stok devir süresi nedeniyle brüt kâr üzerindeki baskı arttı. Buna ek olarak, ticari tarafta özellikle yurtdışındaki rekabetten kaynaklı da brüt kar marjı baskılandı. Bu nedenle, şirketin brüt marjı 2024'te yıllık 7 puan düşüşle %16 oldu. Operasyonel açıdan zayıf 2024'ün ardından, Otokar'ın finansallarının 2025 yılında toparlanmasını ve 2026 yılında normalleşmesini bekliyoruz. 2025'te yıllık %29 reel gelir büyümesi ve %8 VAFÖK marjı (2024: -3%) bekliyoruz. 2026'da 2025'in yüksek bazı nedeniyle %3 büyüme öngörüyoruz, ancak VAFÖK marjının %10 olacağını tahmin ediyoruz. Uzun vadede, ortalama %18 VAFÖK marjı öngörüyoruz. Toparlanma beklentilerimiz ve marj iyileştirme tahminlerimiz, esas olarak arta askeri araç teslimatlarına dayanıyor.

Şirketin 2025 yılında, çoğunluğu Romanya teslimatları (278 adet Cobra II) olmak üzere, yıllık %138 artışla 480 adet askeri araç teslim etmesini bekliyoruz. 2026 için ise yıllık %15 büyüme öngörüyoruz. Uzun vadede, her yıl mütevazı bir büyüme ile yıllık ortalama %3 büyüme öngörüyoruz. Bu satışların, yurtiçi satışlara göre daha yüksek marj ve döviz getirisi sunan ihracattan (~95% oranında) kaynaklanacağını düşünüyoruz. NATO'nun savunma harcamaları/ GSYİH oranını %2'den %3,5'e (direkt savunma sanayi) çıkartmasının ardından, askeri araç satışlarına ilişkin gelecekteki tutumumuz geçmişe kıyasla daha da olumlu hale geldi ve bunun Otokar'ın cirosuna uzun vadede yansımaları bekliyoruz.

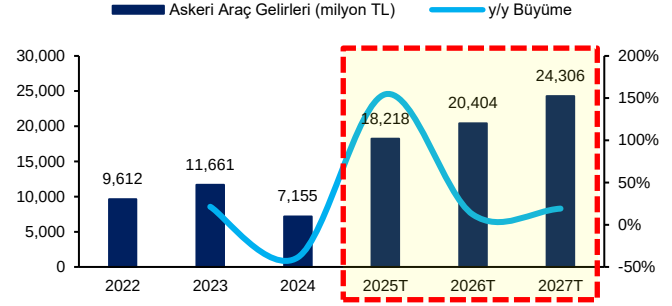
Otokar'ın, özellikle AB pazarında artan savunma sanayi harcamaları trendinden en çok yararlanan Türk şirketlerinden biri olabileceğini düşünüyoruz. 2026 yılında üretime başlaması planlanan Romanya tesisinin, şirketin Avrupa'daki görünürliğini artıracak ve yerel ortağı Automecanica SA aracılığıyla daha fazla müşteriye erişim sağlayarak şirketin pazardaki varlığını güçlendireceğini düşünüyoruz.

Şekil 1: Otokar Askeri Araç Teslimatları



Kaynak: Şirket, YKY Araştırma

Şekil 2: Otokar Askeri Araç Gelirleri



Kaynak: Şirket, YKY Araştırma (*) Her yıl YKYT 2025'in dönem sonu satın alma gücüne taşındı.

Romanya ihalesi önümüzdeki beş yılın ana itici gücü olacak.



Otokar, Kasım 2024'te Romanya'dan 1.059 adet Cobra II aracı için 857 milyon EUR'luk sipariş aldı. Bu sipariş, şirketin 2024 yılı gelirinin yaklaşık %95'ine denk geliyor. Beş yıllık sözleşme kapsamında, ilk parti olan 278 adet araç Türkiye'de üretilecek ve 4Ç25'te teslim edilecek. Kalan araçlar, yeni kurulan %50/50 ortak girişim aracılığıyla Romanya'da kiralanan bir tesiste üretilecek. Otokar'ın %100 iştiraki Otokar SRL, 25 Nisan 2025 tarihinde Automenica SA (Romanya'da yerleşik firma ve tesis sahibi) ile her iki tarafında ortak yönetim esasına tabi olduğu bir ortak girişim şirketinin kurulması için anlaşma imzaladı. Kuruluş sermayesi 20 bin RON olacak ve gerekli izinler alındıktan sonra ön koşulların yerine getirilmesini takiben 500 bin RON'a (~114 bin USD) yükselecek. Yeni ortak girişim şirketi Automecanica'dan üretim için tesis kiralayacak. Bununla birlikte, üretim kiralanan tesislerde gerçekleştirileceği ve mevcut altyapı kullanılacağından herhangi bir yatırım harcaması ortaya çıkmayacağı için büyük bir yatırım harcaması beklemiyoruz. Ortak girişim şirketi finansallara tam konsolidasyon ya da özkaynak değerlendirme yoluyla dahil olarak 2026'da katkıda bulunacak. **Biz modelimizde tam konsolidasyon varsayıyoruz.**

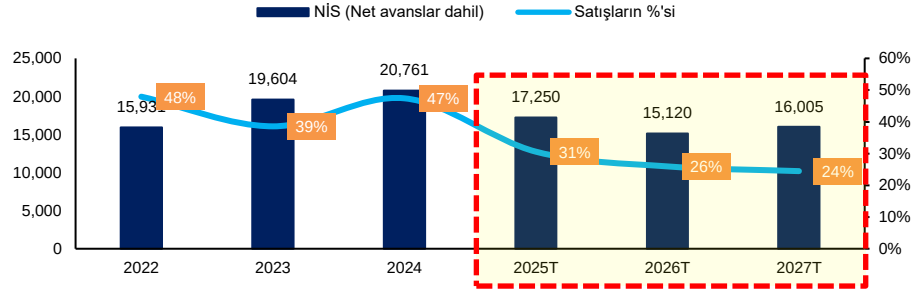
Yeni kamyonet modeli Tunland düzenli nakit akışı sağlayacak.



Otokar'ın Ekim 2024'te Çin'den ithalatına başladığı ve yurt içinde satışına başladığı Tunland 4x4 kamyonet, 4Ç24'ten itibaren gelirlere katkı sağlamaya başladı. 2025 yılında yaklaşık 1.700 adet Tunland satılmasını ve bunun gelirlerin %6'sını; VAFÖK'ün ise %2'sini oluşturmasını bekliyoruz. Tunland satışları askeri araç teslimleri veya diğer proje bazlı satışlara göre daha düşük marj katkısı sağlasa da, Otokar'a esas katkısının düzenli nakit akışı sağlama yoluyla olmasını bekliyoruz.

Azalan NİS ihtiyacıyla daha sağlıklı bir bilanço.

Otokar'ın NİS ihtiyacı, satışlarının yaklaşık %40'ını oluşturmaktadır. 2024 yılında teslimatlardaki sarkmalar nedeniyle artan ancak 1Ç25 ile birlikte toparlanmaya başlayan NİS ihtiyacının yılın geri kalanında da iyileşeceğini ve 2025 yılında ciroya oranının ~%30'a gerileyeceğini öngörüyoruz. Özellikle, karlılığı yüksek askeri araç teslimatlarında öngördüğümüz artış ve toplam ciroda artan payı şirketin nakit akışı ve NİS ihtiyacında beklediğimiz iyileşmenin ana destekleyicisidir.

Şekil 3: Net İşletme Sermayesi İhtiyacı

Kaynak: Şirket, Rasyonet, YKY Araştırma (*) Her yıl YKYt 2025'in dönem sonu satın alma gücüne taşındı.

Riskler

Şirketin ticari araç satışları (Tunland hariç) EUR cinsinden, hammadde dahil çoğu gider kalemi ise TL cinsinden olup, bu kalemlerin sadece %14'ü dövizde endekslidir. Bu sebeple, Otokar döviz kurundaki dalgalanmalara karşı oldukça hassastır.

Askeri sözleşmeler genellikle belirli teslimat takvimleri ile imzalanmasına rağmen, üretimle ilgili gecikmeler zaman çizelgelerini uzatabilir ve bu da net işletme sermayesi ihtiyacını artırabilir.

Ticari segmentte, mevcut yüksek faiz ortamında belediye bütçelerinde olası bir sıkışma, otobüs talebini olumsuz etkileyebilir.

ÖTV'de artışla beraber ticari taraftaki araç talebi etkilenebilir ve bu da ciroda aşağı yönlü baskı yaratabilir.

Küresel ölçekte, savunma harcamaları eğilimlerinde herhangi bir tersine dönüş, Otokar'ın yeni ihracat pazarlarına girme kabiliyetini riske atabilir.

Değerleme

Otokar <OTKAR Tı> için hedef fiyatımızı %55 getiri potansiyeline işaret eden 780TL/hisse olarak belirledik.

Otokar'ı, %13 reel TL bazlı ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti (AOSM) kullanarak firmaya serbest nakit akışı yöntemiyle değerledik.

Benzer iş modellerine ve savunma sektörüne sahip, tamamen karşılaştırılabilir şirketlerin sınırlı sayıda bulunması nedeniyle doğrudan benzer şirket bazlı bir çarpan değerlemesi yapmadık.

Model varsayımlarımız sayfa 9'da (ek 1) yer almaktadır.

Şekil 4: Otokar İNA

YKY-OTKAR-İNA (milyon TL)	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	2032T	2033T	2034T	2035T
Satış Gelirleri	56.380	58.262	65.431	70.319	74.262	77.882	81.652	85.579	89.669	93.931	98.353
y/y büyüme	29%	3%	12%	7%	6%	5%	5%	5%	5%	5%	5%
VAFÖK	4.725	5.562	10.200	12.718	14.468	15.394	16.461	17.504	18.602	19.760	20.977
VAFÖK Marjı	8%	10%	16%	18%	19%	20%	20%	20%	21%	21%	21%
VSNFK	2.680	3.353	7.807	10.126	11.666	12.372	13.209	14.010	14.856	15.748	16.687
(+) Amortisman ve itfa	2.044	2.209	2.393	2.592	2.802	3.021	3.252	3.494	3.747	4.012	4.290
(-) Sermaye harcamaları	3.101	2.917	3.276	3.520	3.718	3.899	4.088	4.284	4.489	4.702	4.924
(-) NIS artışı	-1.236	424	886	901	971	914	953	995	1.038	1.083	1.126
Serbest nakit akışı	2.860	2.221	6.039	8.297	9.779	10.581	11.420	12.225	13.075	13.975	14.927
Serbest Nakit Akışı Marjı	5%	4%	9%	12%	13%	14%	14%	14%	15%	15%	15%
y/y büyüme	a.d.	-22%	172%	37%	18%	8%	8%	7%	7%	7%	7%
İskonto oranı	13%	13%	13%	13%	13%	13%	13%	13%	13%	13%	13%
İskonto faktörü	0,88	0,78	0,69	0,61	0,54	0,48	0,42	0,37	0,33	0,29	0,26
İndirgenmiş nakit akışları	2.527	1.735	4.168	5.061	5.271	5.040	4.807	4.548	4.299	4.060	3.833
İndirgenmiş Nakit Akışı	45.349										
Terminal Değer	175.056										
İndirgenmiş Terminal Değer	44.950										
Toplamin %'si olarak Terminal	50%										
Terminal Büyüme Oranı	4%										
Hedef İşletme Değeri	90.299										
Net Borç (2020 sonu)	14.178										
İştirakler	148										
Azınlık Payları	0										
Hedef Sermaye Değeri	76.269										
12A Hedef Sermaye Değeri	93.715										
Piyasa değeri	60.480										
Potansiyel	55%										

Kaynak: YKY Araştırma (*) Her yıl YKYt 2025'in dönem sonu satın alma gücüne taşındı.

Şekil 5: İNA Hassasiyeti – Terminal Büyüme

		Terminal Büyüme				
		2%	3%	4%	5%	6%
AOSM	11%	93.716	101.435	111.438	124.917	144.065
	12%	87.579	93.715	101.434	111.437	124.917
	13%	82.583	87.579	93.715	101.433	111.437
	14%	78.437	82.583	87.578	93.714	101.433
	15%	74.941	78.437	82.582	87.577	93.713

Kaynak: YKY Araştırma

Şekil 6: İNA Hassasiyeti– Terminal VSNFK Marjı

		Terminal VSNFK Marjı				
		15%	16%	17%	18%	19%
AOSM	11%	102.010	106.724	111.438	116.152	120.866
	12%	93.214	97.324	101.434	105.544	109.653
	13%	86.427	90.071	93.715	97.358	101.002
	14%	81.032	84.305	87.578	90.851	94.124
	15%	76.639	79.611	82.582	85.553	88.525

Kaynak: YKY Araştırma

Şekil 7: Uluslararası Benzerler

Şirket	Hisse	FD/Gelirler		FD/VAFÖK		F/K	
		2025T	2026T	2025T	2026T	2025T	2026T
RHEINMETALL AG	RHM GY EQUITY	6,7	5,0	34,1	24,4	67,1	44,6
GENERAL DYNAMICS	GD US EQUITY	1,8	1,7	14,6	13,6	19,6	17,8
OSHKOSH CORP	OSK US EQUITY	1,0	0,9	8,7	7,8	11,8	10,2
ROSENBAUER INTL	ROS AV EQUITY	0,5	0,5	6,1	5,4	9,7	7,5
Kara Platformları Segmenti Medyan		1,4	1,3	11,7	10,7	15,7	14,0
BAE SYSTEMS -ADR	BAESY US EQUITY	2,1	2,0	15,3	14,3	34,6	31,4
CHEVRON GROUP	CHG LN EQUITY	3,0	2,7	16,2	14,4	28,9	25,3
GARMIN LTD	GRMN US EQUITY	5,8	5,4	20,4	19,1	28,4	26,5
HONEYWELL INTL	HON US EQUITY	4,3	4,2	16,9	15,7	22,5	21,0
HEICO CORP	HEI US EQUITY	9,4	8,7	35,0	31,9	59,6	52,5
HEXCEL CORP	HXL US EQUITY	2,9	2,6	15,7	13,1	32,2	24,1
L3HARRIS TECHNOL	LHX US EQUITY	2,8	2,7	15,9	14,7	24,0	20,2
LEIDOS HOLDINGS	LDOS US EQUITY	1,5	1,4	11,5	11,2	14,6	14,0
LEONARDO SPA	LDO IM EQUITY	1,7	1,5	13,4	11,8	25,6	21,7
THALES SA	HO FP EQUITY	2,4	2,3	14,1	12,7	26,3	22,8
TRANSDIGM GROUP	TDG US EQUITY	12,6	11,6	23,6	21,6	40,7	35,1
SAFRAN SA	SAF FP EQUITY	3,9	3,5	18,8	16,6	35,8	28,9
SINGAP TECH ENG	STE SP EQUITY	2,6	2,4	18,2	16,8	31,3	27,5
WOODWARD INC	WWD US EQUITY	4,5	4,2	24,4	21,1	38,6	32,5
QINETIQ GROUP PL	QQI LN EQUITY	1,5	1,4	9,0	8,7	17,0	15,6
ELBIT SYSTEMS	ESLT US EQUITY	2,8	2,5	-	-	43,6	34,3
AVICHIKA INDUS-H	2357 HK EQUITY	0,8	0,7	8,5	7,6	13,4	11,5
JONHON OPTRONIC	002179 CH EQUITY	3,5	3,1	18,5	16,1	21,9	19,3
AVIC AIRBORNE SY	600372 CH EQUITY	2,7	2,4	-	-	51,2	43,7
Sadece Savunma Segmenti Medyan		2,8	2,6	16,2	14,7	28,9	25,3
Ortalama		2,1	2,0	13,9	12,7	22,3	19,6
Otokar Çarpanları (YKY Tahmin)		1,5	1,2	17,4	12,1	27,0	13,8
Prim (iskonto)		-31%	-41%	25%	-4%	21%	-30%

Kaynak: Bloomberg, YKY Araştırma

2Ç25 Beklentimiz

Zorlu geçen 2024 yılının ardından, Otokar'ın finansallarında, daha güçlü askeri araç teslimatları ve yeni lansmanı yapılan Tunland (4x4 kamyonet) modelinin ilk katkılarıyla desteklenen bir toparlanma bekliyoruz. 2Ç25 için, yıllık %13 büyümeye 11,7 milyar TL gelir, geçen yılki negatif VAFÖK'e karşın %6'lık bir marja denk gelen 669 milyon TL VAFÖK ve 2Ç24'teki 1,2 milyar TL net zarara karşılık 194 milyon TL net kâr öngörüyoruz.

- Güçlü tahminlerimizin arkasındaki temel neden, askeri araç teslimatlarındaki hızlanmadır. Şirket, 2Ç25'te 94 adet askeri araç teslim etti. Şirket, 2025 yılında Romanya'ya 278 adet 4x4 teslim edecek ve bu teslimat, 4Ç25'te ciroya yansıyacak ve 2025'in ikinci yarısında ciro ivmesi ve marj artışına dair ana katkısı sağlayacak.
- Teslimat döngülerinin normale dönmeye başlamasıyla birlikte, 2024 yılında birikmiş yüksek maliyetli envanterde de bir düşüş bekliyoruz. Bu durum, bilanço yükündeki düşüş ve işletme sermayesi verimliliğindeki iyileşme sayesinde brüt kâr marjında bir toparlanmayı destekleyecektir.
- Nakit cephesinde, askeri araç teslimatlarına bağlı peşin ödemelerin etkisiyle 2Ç25'te geçen çeyreğe kıyasla ılımlı bir düşüş görebiliriz.

Genel olarak, 2Ç25'i, askeri araç teslimatları sayesinde Otokar için finansallarda toparlanmanın başlangıç noktası olarak görüyoruz.

Şekil 8: 2Ç25 Tahminleri

Milyon TL	2Ç25T	2Ç24	1Ç25	y/y	ç/ç
Satış Gelirleri	11.665	10.350	8.438	13%	38%
VAFÖK	669	-49	-214	a.d.	a.d.
Net Kar	194	-1.244	-491	a.d.	a.d.
VAFÖK marjı	6%	0%	-3%	6,2 pp	8,3 pp
Net kar marjı	2%	-12%	-6%	13,7 pp	7,5 pp

Kaynak: Şirket, Rasyonet, YKY Araştırma (*) Her çeyrek Haziran2025'in dönem sonu satın alma gücüne taşındı.

Ek 1.

Şekil 9: Model Varsayımları

Model Varsayımları	2023	reel y/y	2024	reel y/y	2025T	reel y/y	2026T	reel y/y
Kapasite Kullanım Oranı	48%	12,8 pp	48%	0,0 pp	51%	3,4 pp	58%	6,1 pp
-Otobüs/Midibüs	63%	19,6 pp	62%	-1,7 pp	71%	9,1 pp	76%	5,1 pp
-Askeri Araçlar	11%	3,3 pp	11%	0,3 pp	18%	6,8 pp	20%	2,8 pp
-Kamyonet (Tunland dahil)	61%	4,5 pp	91%	30,2 pp	83%	-8,5 pp	86%	3,2 pp
Satış Hacmi (OSD)	5.164	44%	5.418	5%	7.092	31%	7.670	8%
-Otobüs/Midibüs	3.856	49%	3.663	-5%	3.500	-4%	3.750	7%
-Askeri Araçlar	305	43%	202	-34%	480	138%	555	16%
-Kamyonet (Tunland dahil)	1.003	129%	1.553	55%	3.112	100%	3.365	8%
Gelir Kırılımı	27.239	53%	33.886	-14%	56.380	29%	68.880	3%
-Yolcu Taşımacılığı	16.268	76%	20.808	-10%	24.794	-8%	28.487	-3%
-Askeri Araçlar	5.666	10%	5.538	-39%	18.218	155%	24.123	12%
-Kamyonet (Tunland dahil)	1.226	50%	2.493	50%	6.761	110%	8.207	3%
-Yedek Parça/Diğer	4.079	56%	5.047	-11%	6.608	1%	8.062	3%
Finansallar (milyon TL)	2023	reel y/y	2024	reel y/y	2025T	reel y/y	2026T	reel y/y
Gelirler	27.239	53%	33.886	-14%	56.380	29%	68.880	3%
-Ticari	17.494	74%	23.301	-6%	31.555	5%	36.695	-2%
-Savunma	5.666	10%	5.538	-39%	18.218	155%	24.123	12%
-Diğer	4.079	56%	5.047	-11%	6.608	1%	8.062	3%
VAFÖK	1.654	118%	-770	a.d.	4.725	a.d.	6.575	18%
Net Kar	1.968	-2%	-3.104	a.d.	2.243	a.d.	4.392	66%
Marjlar	2023	reel y/y	2024	reel y/y	2025T	reel y/y	2026T	reel y/y
VAFÖK	6,1%	1,8 pp	-2,3%	-8,3 pp	8,4%	10,7 pp	9,5%	1,2 pp
Net Kar	7,2%	-4,1 pp	-9,2%	-16,4 pp	4,0%	13,1 pp	6,4%	2,4 pp
Finansal Kaldıraç	2023	reel y/y	2024	reel y/y	2025T	reel y/y	2026T	reel y/y
Net Borç (milyon TL)	9.297	-3%	19.794	47%	21.409	-16%	19.040	-25%
Net Borç/Özkaynaklar	1,1	-0,3 pp	2,4	1,3 pp	1,6	-0,8 pp	1,0	-0,6 pp
Net Borç/VAFÖK	5,6	-7,0 pp	a.d.	a.d.	4,5	a.d.	2,9	-1,6 pp

Kaynak: Şirket, Rasyonet, YKY Araştırma (*) Her yıl kendi yılsonu TÜFE'sine göre endekslenmiş ve büyümeler reel olarak gösterilmiştir.

Ek 2.

Zırhlı araçlar ithalat ve ihracat pazarı.

Türkiye'nin zırhlı araç ihracatı 2024 yılında yıllık %52 daralırken, küresel pazar %3 büyüdü. Düşüşe rağmen Türkiye, %3'lük küresel payını korudu ve 2021'den beri net ihracatçı konumunu sürdürdü. Yıllık teslimat verileri değişken olma eğilimindedir ve temel talebin bir göstergesi olarak yorumlanmamalıdır. Küresel zırhlı araç ihracat pazarı son beş yılda %13'lük bir YBBO kaydetti. Türkiye, artan yerli kabiliyet ve kilit bölgelerden gelen istikrarlı taleple desteklenen emsallerinden daha güçlü bir dayanıklılık gösterdi. Türkiye'nin zırhlı araç ihracatındaki 2024'teki %52'lik keskin düşüş, temel talepten ziyade büyük ölçüde zamanlamayla ilgili bozulmalar ve değerlendirme metodolojisinden kaynaklanmaktadır. SIPRI tarafından derlenen ihracat verileri, gerçek işlem değerleri yerine uzun vadeli hacim eğilimlerini yansıtmak için ekipman kategorilerine standart birim değerleri atayan Trend Göstergesi Değeri (TIV) sistemine dayanmaktadır. Türkiye, 2023 yılında birçok yüksek TIV kontratının sevkini tamamlayarak baz yılını yukarı yönlü etkiledi.

Buna karşılık, 2024 teslimatları ağırlıklı olarak daha küçük ölçekli veya düşük TIV kategorilerinden oluşuyordu. Ayrıca, Romanya gibi önemli sözleşmelerin toplu teslimatları 4Ç25 ve sonrasında gerçekleşecek. Bu da 2024 rakamının yapısal bir düşüşe işaret etmediğini gösteriyor.

Şekil 10: Zırhlı araç ihracat ve ithalat pazarı (milyon TIV*)

Zırhlı Araç İhracat TIV (*)	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	5-yıllık YBBO	Toplamın %'si
A.B.D	1.075	568	573	908	1.855	874	1.310	18%	40%
Rusya	700	576	585	433	310	79	41	-41%	1%
İsrail	4	3	0	2	5	32	5	11%	0%
Türkiye	138	211	229	180	199	227	108	-13%	3%
Polonya	5	0	3	354	273	8	0	-	0%
Fransa	24	84	118	19	18	57	37	-15%	1%
Çin	219	269	134	280	442	423	330	4%	10%
Kanada	51	152	55	63	91	169	85	-11%	3%
Almanya	268	95	134	77	158	400	518	40%	16%
Global	2.857	2.307	2.300	2.275	4.102	3.198	3.309	7%	100%

Zırhlı Araç İthalat TIV (*)	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	5-yıllık YBBO	Toplamın %'si
A.B.D	0	0	17	39	41	44	44	-	1%
Rusya	0	0	0	0	0	1	0	-	0%
İsrail	60	60	75	75	82	82	97	10%	3%
Türkiye	4	4	3	0	0	0	0	-100%	0%
Polonya	21	30	24	25	152	179	410	69%	12%
Kanada	63	6	0	0	0	0	0	-100%	0%
Almanya	0	0	0	0	0	0	2	-	0%
Ukrayna	31	5	14	4	848	1.283	978	187%	30%
Global	2.857	2.307	2.300	2.275	4.102	3.198	3.309	7%	100%

Kaynak: SIPRI, YKY Araştırma, (*) Trend Göstergesi Değeri, piyasadaki ithalat ve ihracat eğilimlerini ölçmeye yarayan bir yöntemdir.

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.