

Kısa Vadeli Öneri	Endeksin Üzerinde Getiri	Hedef Fiyat (TL)	665,00	FD/FAVÖK:	40,0		
Uzun Vadeli Öneri	AL	Kapanış Fiyatı (TL)	462,25	F/K:			
Gelir Tablosu - Özet		Açıklanan				Beklenti	
(mn TL)	4Ç25	3Ç25	Çeyrekse %	4Ç24	Yıllık %	VKY	Kons.*
Net Satışlar	19.678	9.610	105%	14.316	37%	21.090	19.991
FAVÖK	622	149	318%	167	271%	1.227	1.340
Net Dönem Karı	-1.004	-351	186%	-725	38%	-341	-405
FAVÖK Marjı	3,2%	1,5%	1,6 yp	1,2%	2 yp	5,8%	6,7%
Net Kar Marjı	-5,1%	-3,6%	-1,5 yp	-5,1%	0 yp	-1,6%	-2,0%

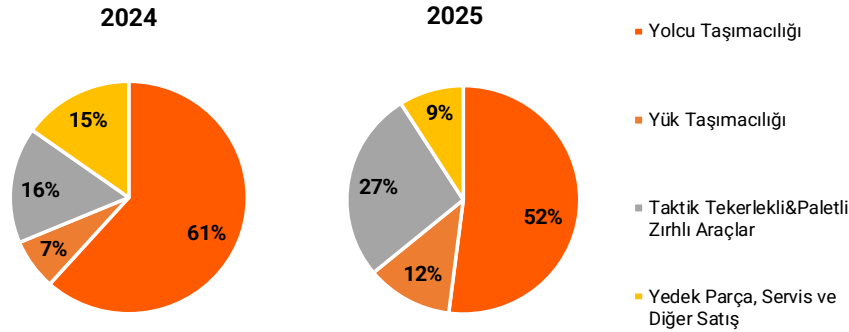
Kaynak: Rasyonet, VKY Araştırma ve Strateji

*Research Turkey

Kısaltmalar: yp: yüzde puan, m.d.: mümkün değil, a.d.: anlamlı değil, Ç: Çeyrek, A: Ay, Y:Yarıyıl, VKY: Vakıf Yatırım, Kons: Konsensüs

- Romanya projesine ilişkin tazminat ödemesi ciroyu beklentilerin altına çekti** – Otokar'ın toplam satış 4Ç25 döneminde hem beklentimizin hem de piyasa beklentilerinin altında yıllık %37 artış ile 19,7 mlr TL seviyesinde açıklandı. Böylece şirket, 2025 yılının tamamında cirosunu %17,8 artırarak 52 mlr TL satış geliri kaydetmiş oldu. Ayrıca 2025'te, toplam satışların %66'sını (2024: %65) oluşturan ihracat gelirleri, yıllık %20 artış göstererek 34 mlr TL seviyesinde gerçekleşti. Askeri ve ticari araç teslimatlarının yanı sıra pick-up satışlarının desteği gelir büyümesine katkı sağlayan unsurlar olarak öne çıktı. Dördüncü çeyrekte yoğunlaşan yüksek kar marjına sahip askeri araç teslimatlarına rağmen Romanya sözleşmesine ilişkin gecikme kaynaklı tazminat sürecinin, şirketin yıllık gelirlerini %4, 4Ç25 dönemi gelirlerini ise %9 oranında olumsuz etkilediği açıklandı. Ürün grubu bazında incelediğimizde, 2025 yılında ciroya en yüksek katkı %52 (2024: %61) ile yine yolcu taşımacılığı grubundan gelirken, onu %27 (2024: %16) ile zırhlı araçlar grubu takip etti. Yük taşımacılığı segmenti ise 2025 yılında cirodaki payını, 2024'teki %7 seviyesinden %12'ye yükseltti. Otokar'ın 2024'te 44 mn \$ ve 943 mn €'dan oluşan kesinleşen sipariş tutarı, 2025'te yaklaşık 1 mn \$ ve 719 mn € olarak açıklandı. Bununla birlikte, 4x4 zırhlı araç siparişlerinden oluşan bakiye siparişlerin büyük bir kısmının Romanya zırhlı araç projesi bakiyesinin (719 mn €) oluşturduğunu hatırlatalım.

Ürün Grubu Bazında Ciroya Katkı (%)



Kaynak: Otokar

- Son çeyrekte artan askeri araç teslimatları karlılığı güçlendirdi** – 2025 yılının son çeyreğinde, şirketin FAVÖK'ü, hem beklentimizin hem de piyasa beklentilerinin altında 622 mlr TL (4Ç24: 167 mn TL) olarak açıklanırken, FAVÖK marjı yıllık 2,0 puan iyileşerek %3,2 olarak gerçekleşti. Otokar'ın net karı ise, yılın son çeyreğinde hem bizim hem de piyasa beklentisinin üzerinde 1 mlr TL net zarar (4Ç24: -725 mn TL) olarak kaydedildi. Yüksek katma değerli askeri araç teslimatlarındaki artış FAVÖK performansını iyileştirse de Romanya siparişleri kaynaklı tazminat ödemesi, parasal kazanç kalemindeki azalış ve bu dönemde efektif vergi oranında görülen artış net kar performansını olumsuz etkiledi. Verimliliği artırma ve Ar-Ge çalışmalarına yönelik yatırımlardan oluşan yatırım harcamaları ise, 2025 döneminde 6,0 mlr TL (2024: 4,5 mlr TL) olarak açıklandı. Şirketin net borç pozisyonu, 3Ç25 dönemine göre %16,7 artarak 27,8 mlr TL'ye ulaştı. Net Borç/FAVÖK rasyosu ise dördüncü çeyrekte 12,9x (3Ç25: 14,0x) oldu.

10 Şubat 2026 Salı

- Değerleme ve öneri** – Otokar'ın 4Ç25 finansalları hem operasyonel performans hem de net karlılık açısından piyasa tahminlerinin altında gerçekleşti. Finansallar öncesinde, son bir ayda şirket hisseleri endeksten %20,0 negatif ayrıştı. Otokar'ın kesinleşen siparişlerinin büyük bir kısmını oluşturan Romanya zırlı araç projesinin operasyonel sürecini takipte olacağız. Beklentilerimizin altında gelen son çeyrek performansının ardından Otokar için hisse başı fiyat hedefimizi 665 TL (önceki: 703 TL) seviyesine güncelliyoruz. Küreselde devam eden jeopolitik gerginliklerin yarattığı konjunktürde, ülkelerin savunma kaslarını güçlendirme isteğinin savunma şirketleri için potansiyel yaratmaya devam edeceğini düşünüyoruz. Kısa vadeli "Endeksin Üzerinde Getiri" ve uzun vadeli "AL" önerilerimizde değişikliğe gitmiyoruz.

Gelir Tablosu (mn TL)	Açıklanan							
	4Ç25	3Ç25	Çeyreksel %	4Ç24	Yıllık %	12A25	12A24	Yıllık %
Net Satışlar	19.678	9.610	105%	14.316	37%	51.962	44.112	18%
SMM	-16.538	-7.814	112%	-11.801	40%	-42.024	-37.130	13%
Brüt Kar	3.140	1.796	75%	2.515	25%	9.938	6.982	42%
Operasyonel Gider	-3.035	-2.129	43%	-2.837	7%	-9.811	-9.976	-2%
FVÖK	104	-334	a.d.	-323	a.d.	127	-2.994	a.d.
FAVÖK	622	149	318%	167	271%	2.153	-1.008	a.d.
Diğer Gelir/Gider (Net)	540	410	32%	143	277%	1.978	2.075	-5%
Yatırım Faal. Gelir/Gider	-25	6	a.d.	-9	177%	-23	-7	229%
Finansal Gelir/Gider (Net)	-1.507	-657	129%	-504	199%	-3.906	-2.940	33%
Parasal Kazanç/(Kayıp)	841	1.378	-39%	1.789	-53%	5.432	5.919	-8%
VÖK	-868	-602	44%	-669	30%	-1.859	-3.911	-52%
Net Dönem Karı	-1.004	-351	186%	-725	38%	-1.459	-4.063	-64%
Brüt Kar Marjı	16,0%	18,7%	-2,7 yp	18%	-1,6 yp	19%	16%	3,3 yp
FAVÖK Marjı	3,2%	1,5%	1,6 yp	1%	2 yp	4%	-2%	6,4 yp
Net Kar Marjı	-5,1%	-3,6%	-1,5 yp	-5%	0 yp	-3%	-9%	6,4 yp

Bilanço (mn TL)	Açıklanan			
	12A25	9A25	12A24	9A24
Dönen Varlıklar	43.117	40.015	8%	34.532
Hazır Değerler	6.731	3.441	96%	1.926
Menkul Kıymetler	0	0	a.d.	0
KV Ticari Alacaklar	15.822	10.372	53%	15.562
Stoklar	16.230	22.304	-27%	15.658
Diğer Dönen Varlıklar	4.334	3.898	11%	1.387
Duran Varlıklar	22.468	21.494	5%	17.700
Aktif Toplamı	65.585	61.509	7%	52.232
KV Borçlar	41.368	35.878	15%	24.630
KV Finansal Borçlar	19.974	19.115	4%	12.188
KV Ticari Borçlar	7.478	6.679	12%	6.857
Diğer KV Borçlar	13.917	10.084	38%	5.585
UV Borçlar	15.668	16.219	-3%	16.884
UV Finansal Borçlar	14.578	8.164	79%	15.646
UV Ticari Borçlar	0	0	a.d.	0
Diğer UV Borçlar	1.090	8.054	-86%	1.238
Öz Sermaye	8.549	9.413	-9%	10.718
Pasif Toplamı	65.585	61.509	7%	52.232
Net Borç	27.821	23.839	16,7%	25.909

Kaynak: Rasyonet, VKY Araştırma ve Strateji

Kısaltmalar: yp: yüzde puan, m.d.: mümkün değil, a.d.: anlamlı değil, Ç: Çeyrek, A: Ay, Y:Yarıyıl, VKY: Vakıf Yatırım, Kons: Konsensüs



VakıfBank Grubu İştirakidir.

www.vakifyatirim.com.tr | www.vkyanaliz.com

Vakıf Yatırım Araştırma ve Strateji

Tuğba AKCA	Direktör
Hande İrem YILDIZ	Analist
Dilara ÇAYAN	Analist
Şule ÖZKAN	Analist
Mevlüt Can KARABAYIR	Analist

Akat Mah. Ebulula Mardin Cad. No:18 Park Maya Sitesi F-2/A Blok
Beşiktaş 34335 İSTANBUL
+90 212 352 35 77

Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, yatırım ve kalkınma bankaları ile müşteri arasında imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde ve yetkili kuruluşlar tarafından kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler ise genel niteliktedir. Burada yer alan yorum ve 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. 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 ve her ne şekilde olursa olsun üçüncü kişilerin uğrayabileceği her türlü zararlardan dolayı Vakıf Yatırım Menkul Değerler A.Ş. sorumlu tutulamaz.