

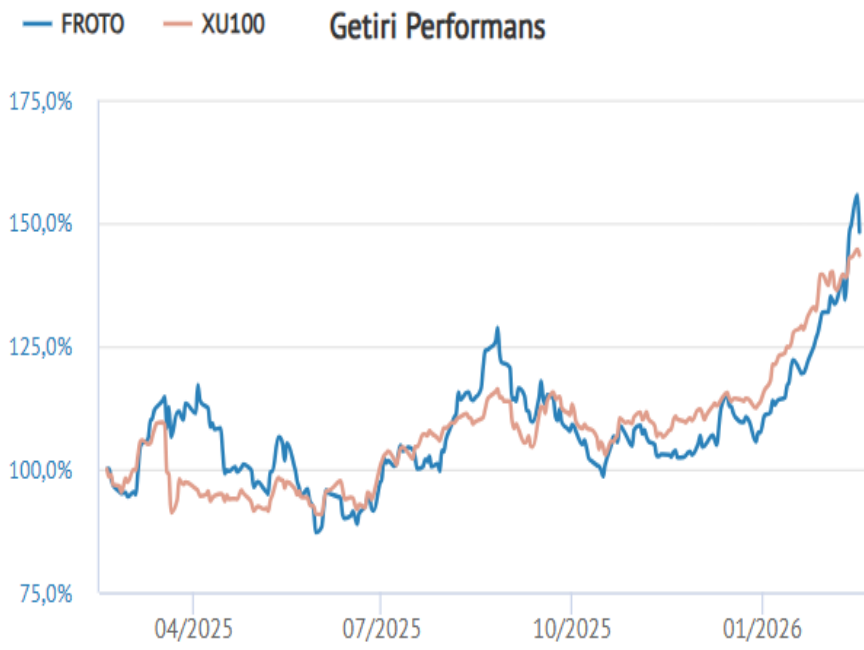
Ford Otomotiv Sanayi A.Ş.

17.02.2025

FROTO DEĞERLEME

	FROTO
Tavsiye	ALIM
Son Fiyat:	127,80
Hedef Fiyat:	179,00
Getiri Potansiyeli:	40,1%
Piy. Değeri:	448.463
Firma Değeri:	547.656
Halka Açıklık Oranı:	17,7%
HAPD:	79.563,3
Yıllık Ort. Hacim:	1.472,4

Hisse Perf.	Ay	6 Ay	Yıl
TL	21,3%	29,5%	37,9%
USD	19,8%	20,8%	35,5%
Relatif	8,0%	-1,1%	9,2%



Mali Performans	2024/12	2025/12
Net Satışlar [mn TL]	778.801	830.828
Brüt Kar [mn TL]	71.473	69.384
Brüt Kar Marjı	9,2%	8,4%
FAVÖK [mn TL]	52.184	52.105
FAVÖK Marjı	6,7%	6,3%
Net Kar [mn TL]	50.869	33.986
Net Kar Marjı	6,5%	4,1%
Özsermaye [mn TL]	150.818	156.021
Aktifler [mn TL]	427.716	450.780
ROE*	39,7%	22,2%
ROA*	13,7%	7,7%

Ford Otosan 4Ç25 sonuçları, operasyonel hacim büyümesi ile finansal karlılık kalitesi arasında ayrışmanın net şekilde görüldüğü; ciro ve FAVÖK tarafı güçlü kalırken net karın finansman ve vergi etkileri ile baskılandığı bir çeyrek olarak öne çıkıyor.

Şirket yıl genelinde tarihinin en yüksek satış ve üretim hacimlerine ulaştı, son çeyrek özelinde de hacim artışı korunmuş, toplam satışlar %4 artışla 198 bin adede yükselmiş ve yıllık bazda 724 bin adede ulaşarak %10 büyüme sağlamış durumda.

Bu büyümenin ana sürükleyicisi ihracat tarafı olmuş, yurt dışı satış adetleri son çeyrekte %4, yıl genelinde %10 artarken özellikle 1 ton ticari araçlarda güçlü ivme dikkat çekmiş; 1 ton ihracat hacmi çeyrekte %23, yılda %39 artmıştır.

Bu artışı etkileyen faktörlerin ise yoğun fiyat rekabet nedeniyle yürütülen agresif satış kampanyaları, değişken makroekonomik beklentiler, ÖTV artışlar öncesinde öne çekilen talep, yükselen altın fiyatları yarattığı servet etkisi, araç bulunabilirliğinin iyileşmesi ve elektrikli araçlarda ÖTV matrah eşliğinin yükseltilmesi, olduğu belirtildi.

Buna karşılık 2 ton ticari araçlar ve Puma tarafında daha zayıf tablo görülmüş, ürün karmaşı daha düşük marjlı modellere kayarak brüt marjı baskılamıştır. Türkiye pazarı tarafında da pazar %10 büyürken Ford Otosan'ın perakende satışları sınırlı artmış ve pazar payı %9,7'den %9,0'a gerilemiştir.

Türkiye otomotiv pazarı 2025'te %10 büyüyerek 1,4 milyon adet seviyesine çıkmış olsa da Ford Otosan'ın yurt içi gelirleri aynı ölçüde artmamış.

Bu, cironun daha fazla ihracata ve euro bazlı kontratlara kaydığını gösteriyor. Ticari araç segmentinde %28,6 pazar payı ile liderliğini korusa da binek tarafta payın görece zayıf kalması ve yurt içi karmanın daralması, karlılık üzerinde sınırlayıcı etki yaratmış durumda.

Üretim tarafında da 4 toplam üretim %6 artmış Yeniköy'de 1 ton ticari üretimin hızlanmasıyla fabrika verimliliği artmış ve şirket yıl geneli %75 kapasite kullanım oranı yakalamıştır; bu sabit maliyet emilimini destekleyerek operasyonel kaldıraç yaratmıştır.

Operasyonel tarafta üretim ve ihracat ayağını büyötmeye devam ederken, finansal sonuçlarda marjların maliyet baskısı ve finansman giderleri nedeniyle zayıfladığını görüyoruz. Ancak, kapasite kullanım oranları Türkiye'de %71, Romanya'da %83 seviyesinde gerçekleşmiş, toplam üretimde %75'lik doluluk korunmuş durumda; bu talebin hala canlı olduğunu ve tesislerin verimli çalıştığını gösteriyor.

Yurt dışı satış hacimleri artan 1 ton ticari araç üretimi sayesinde yükselmiş ve toplam ihracat performansı şirketin ana büyüme motoru olmaya devam etmiş.

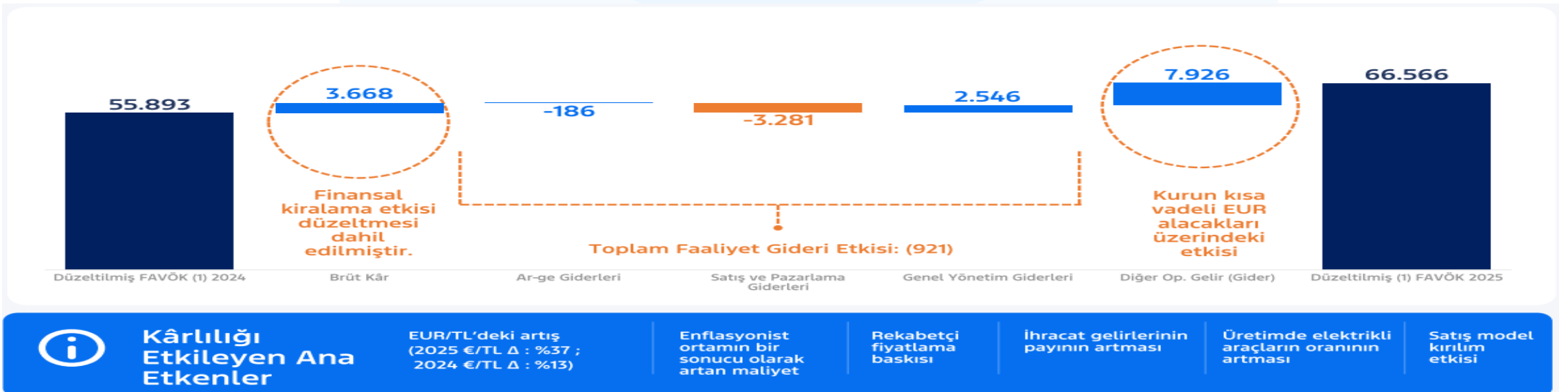
Segmentler	2025	2024	Δ	4Ç'25	4Ç'24	Δ
Binek Araç	1.084.496	980.341	%11	341.809	305.068	%12
Hafif Ticari Araç	151.319	137.278	%10	54.038	43.932	%23
Orta Ticari Araç	132.585	120.890	%10	44.906	39.617	%13
Kamyon (>16 t)	32.949	34.047	-%3	10.192	9.020	%13
Diğer Ağır Ticari Araç (6-16t)	6.786	6.711	%1	2.359	2.542	-%7
Toplam	1.408.135	1.279.267	%10	453.304	400.179	%13

Finansal tarafta gelirler %3 artışla 223 milyar TL, yıl genelinde ise %7 artışla 830,8 milyar TL gerçekleşmiştir; burada kur desteği ve ihracat ağırlığının %79'a çıkması temel belirleyici olmuş. Yurt içi satış adetlerin yıllık %6 artışa rağmen, yurt içi satış gelirleri rekabetçi fiyatlandırma ortamı ve satış model kırılımı değişimin etkisiyle %6 azalıp 170 ,6 milyar TL (180 ,7 milyar TL) gerçekleştiği ve yurtdışı satış geliri kısmında yaşanan %10'luk artış ve geçen yılın aynı dönemine göre EUR/TL'deki yükselişin daha fazla olmasının etkisiyle (€/TL 2025'te: %37; 2024'te: %13 artmış.) %10 artarak 660 ,2 milyar TL (598 ,1 milyar TL) olarak gerçekleştiği ve yurt içi gelirlerindeki düşüşü dengelediği belirtildi. Toplam gelirler yıllık bazda %7 artışla 830 ,8 milyar TL (778 ,8 milyar TL) seviyesinde gerçekleşmiştir.

Brüt kar, %3 azalıp 69,4 milyar TL (71,5 milyar TL) olmuştur. Brüt kar marjı ise %8,4'e (%9,2) gerilemiştir. Marj azalışında genel olarak; rekabetçi fiyatlandırma ortamı, ihracat gelirlerinin toplam gelirler içindeki payının artması ve üretimde elektrikli araçların oranının artması, kur hareketi kaynaklı ithal araç maliyetlerindeki artış ve enflasyon düzeltmesi etkileri ile satılan malın maliyetinde yaşanan artışların etkili olduğu belirtildi. Satışların toplam maliyetinin %82,4'ü ilk madde ve malzeme giderleri, %7,0'ı satılan ticari mallar maliyeti, %4,5'i genel işçilik giderleri, %2,1'i amortisman, %0,8'i mamul stoklar değişim ve %3,2'si de diğer giderlerden oluşuyor.

2025 yılını FVÖK, azalan brüt kar ve %4 artıp 34,5 milyar TL'ye ulaşan faaliyet giderleri kaynaklı (yeni model lansmanlarına bağlı garanti maaliyetleri yükselmiştir) %9 geriledi, 34,9 milyar TL gerçekleşti. Ama EUR/TL artışa bağlı olarak esas faaliyetlerden net kur farkı gelirleri %76 artışla 6,7 milyar TL'ye yükseldi. Yani geçen yıl 224 milyon TL tutarındaki esas faaliyetlerden net giderler, 2025 yılında 7,7 milyar TL tutarında net diğer gelire dönüştü. Tüm bu olumlu katkıların sonucunda esas faaliyet karının yıllık %12 artışla 42,6 milyar TL'ye (37,9 milyar TL) ulaştığı belirtildi.

2025 yılında, finansal kiralama yöntemine ilişkin doğrusal giderler ve esas faaliyetlerden kaynaklanan net diğer gelirler sırasıyla 6,8 milyar TL'ye (3,9 milyar TL) ve 7,7 milyar TL (-0,2 milyar TL) oldu. Bu gelişmelerin sonucunda düzeltilmiş FAVÖK %19 artışla 66,6 milyar TL (55,9 milyar TL) olmuştur. Aynı dönem düzeltilmiş FAVÖK marjı %7,2'den %8,0'e yükselmiş ve 2025 yılı için verilen düzeltilmiş FAVÖK beklenti aralığı üst sınırdan gerçekleşmiştir. Araç başına düzeltilmiş FAVÖK 1.821 € (1.758 €) seviyesinde gerçekleşmiştir. Ford Otosan Romania SRL'nin solo düzeltilmiş FAVÖK'ü ise 2025 yılında 10,9 milyar TL olmuştur.



Net finansal giderler, net kur farkı zararlarında %52'lik yükseliş (nakit akışı riski korunma kaynaklı karşılıklar dahil.) kaynaklı %13 artarak 30,9 milyar TL olmuştur. Böylelikle, VÖK 2025'te yıllık bazda %19 gerileyerek 39,5 milyar TL olmuştur. Şirketin yoğun yatırım döngüsünün sonuna yaklaşması ile enflasyon muhasebesinin görece daha sınırlı etkisi nedeniyle, 15,9 milyar TL olan parasal kazançlar VÖK'e daha sınırlı katkı sağlamış durumda. Araç başına VÖK 2025 yılında 1.080 € (1.524 €) gerçekleşmiş durumda. Ford Otosan Romania SRL'nin solo VÖK'ü ise 2025 yılında 4,7 milyar TL olmuştur.

Son olarak da net karda, 2024 yılında 4,1 milyar TL ertelenmiş vergi geliri kaydetmiştir. Ancak, yasal/vergi raporlamasında enflasyon muhasebesinin askıya alınmasının ardından, 2025 yılında bilançodaki fiziksel varlık ağırlıklı yapısı kaynaklı olarak 4,4 milyar TL ertelenmiş vergi giderine dönüşmüştür. Yatırım teşviği vergi varlığına ilişkin ertelenmiş vergi geliri önceki döneme kıyasla düşük gerçekleşmiş. Böylece dönem net karı yıllık bazda %33 gerileyerek 34,0 milyar TL'ye (50,9 milyar TL) son çeyrekte %30 düşüşle 10,6 milyar TL'ye (15.169 milyar TL) gerilemiştir.

Gelir Tablosu (Mio TL)	2022	2023	2024	2023 %	2024 %	4Ç24	4Ç25	4Ç25%	12A24	12A25	12A25%
Net Satışlar	322,556	594,705	778,801	84.37	30.96	239,405	248,467	3.79	778,801	830,828	6.68
Satışların Maliyeti	285,958	514,939	707,328	80.08	37.36	221,603	227,834	2.81	707,328	761,444	7.65
Brüt Kar / Zarar	36,599	79,766	71,473	117.95	-10.40	17,802	20,634	15.90	71,473	69,384	-2.92
Faaliyet Giderleri	11,813	26,858	33,311	127.35	24.03	8,770	10,090	15.05	33,311	34,484	3.52
Esas Faaliyet Karı / Zararı	24,786	52,909	38,162	113.47	-27.87	9,032	10,543	16.73	38,162	34,900	-8.55
Net Kar / Zarar	27,730	70,826	50,869	155.41	-28.18	16,659	11,623	-30.23	50,869	33,986	-33.19
Amortismanlar	7,196	8,756	14,022	21.68	60.14	4,061	4,822	18.75	14,022	17,205	22.71
FAVÖK	31,981	61,665	52,184	92.81	-15.37	13,093	15,365	17.36	52,184	52,105	-0.15
Karlılık(%)	2022	2023	2024	2023 %	2024 %	4Ç24 %	4Ç25 %	Fark	12A24	12A25	Fark
Brüt Kar Marjı	11.35	13.41	9.18	2.07	-4.24	7.44	8.30	0.87yp	9.18	8.35	-0.83yp
Esas Faaliyet Kar Marjı	7.68	8.90	4.90	1.21	-4.00	3.77	4.24	0.47yp	4.90	4.20	-0.70yp
FAVÖK Marjı	9.91	10.37	6.70	0.45	-3.67	5.47	6.18	0.72yp	6.70	6.27	-0.43yp
Net Kar Marjı	8.60	11.91	6.53	3.31	-5.38	6.96	4.68	-2.28yp	6.53	4.09	-2.44yp
Özsermaye Karlılığı	127.87	145.08	47.38	17.22	-97.70	62.07	32.06	-30.01yp	47.38	23.43	-23.95yp
Aktif Karlılık	30.22	38.77	15.82	8.55	-22.95	20.72	11.10	-9.62yp	15.82	8.12	-7.70yp
ROIC	35.41	29.22	12.82	-6.20	-16.40	12.13	12.52	0.39yp	12.82	10.36	-2.45yp

4Ç25 marjlarına bakıldığında, karlılık yapısında operasyonel tarafta belirgin bir toparlanma görülmesine rağmen net kar tarafının finansman ve vergi etkileriyle baskılandığı, yani faaliyet kalitesi ile nihai karlılık arasında ayrışmanın olduğu karma görünüm öne çıkıyor.

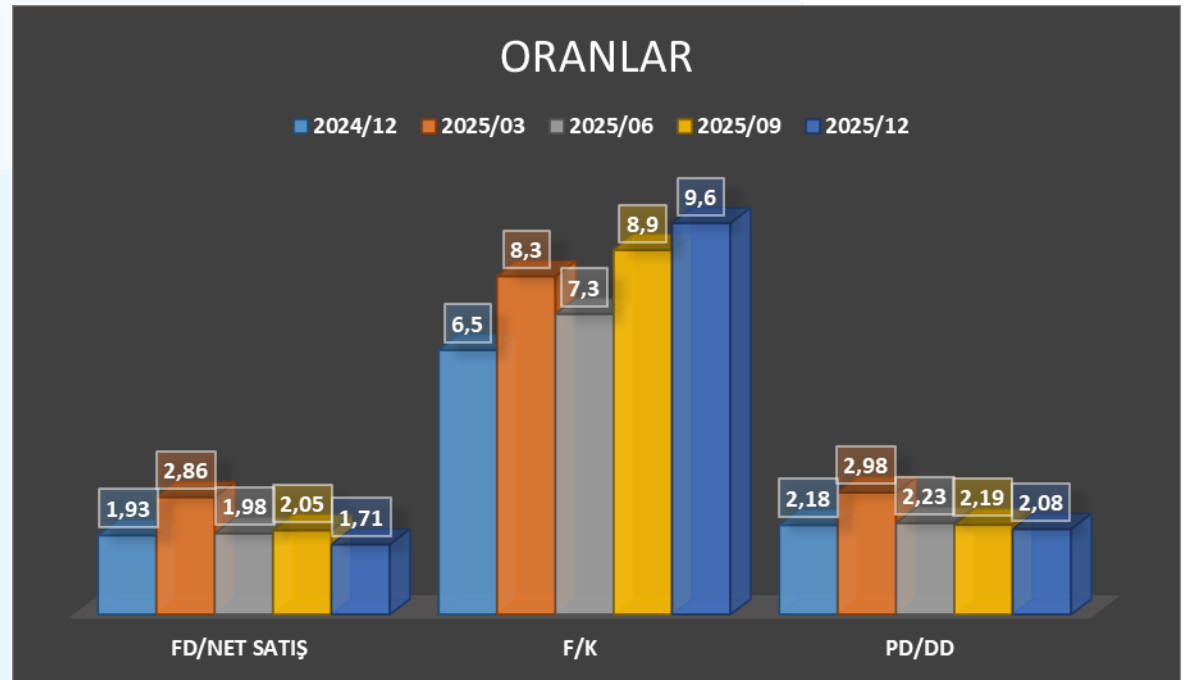
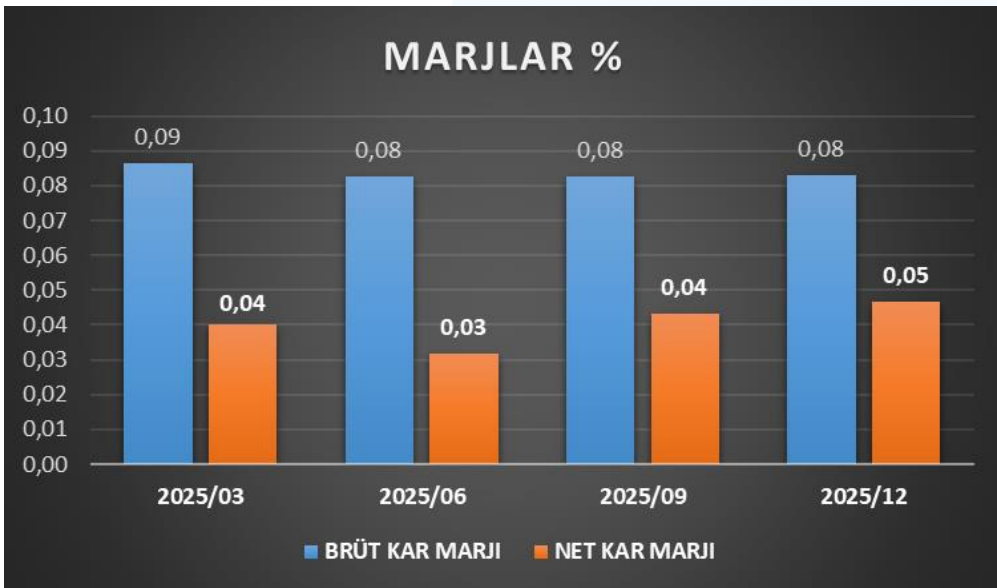
Brüt kar marjı çeyreklik bazda %7,2'den %8,3'e yükselerek 1,1 puan artış kaydetti; bu iyileşme satış hacmindeki artışın sabit maliyetleri daha geniş tabana yayması, ticari araç ağırlıklı ürün karması, ihracat kaynaklı kur desteği sayesinde maliyet/fiyat dengesinin güçlenmesinden kaynaklandı. Ancak yıl genelinde marjın %9,2'den %8,4'e gerilemiş olması; hammadde, işçilik ve fiyat rekabet baskısının ortadan kalkmadığı ve 4. çeyrekte toparlanmanın dönemsel/hacim bazlı olduğunu gösteriyor.

Esas faaliyet karı marjı %2,8'den %5,0'a çıkarak 2,2 puanlık daha güçlü artış sergiledi. Burada yalnızca brüt marjdaki iyileşme değil, operasyonel giderlerin ciroya kıyasla sınırlı kalması ve kur farkı gelirlerinin katkısı etkili oldu. Bu katkının bir kısmı operasyon dışı kalemlerden geldiği için sürdürülebilirlik açısından temkinli olunması gerekiyor.

Düzeltilmiş FAVÖK marjı ise esas faaliyetlerden diğer gelir/gider hariç %5,9'dan %7,1'e, geniş tanımlı olarak %5,1'den %7,9'a yükseldi kur ve tek seferlik etkilerden arındırıldığında dahi operasyonel verimlilikte gerçek bir toparlanma olduğunu, ölçek ekonomisi ve araç başı katkının arttığı belirtiliyor.

Finansman ve vergi kalemleri de operasyonel kazanımı aşağı çekti. Vergi öncesi kar marjı %5,1'den %4,8'e gerilerken, net kar marjı da %7,0'dan %4,8'e düşerek 2,2 puan daraldı. Yüksek faiz ortamı, artan borçlanma maliyetleri, hedge/kur farkı giderleri ve ertelenmiş vergi etkileri faaliyet karlılığının son satıra taşınmasını engelledi.

Sonuç olarak şirket üretim ve satış tarafında daha verimli bir çeyrek geçirip FAVÖK'ünü güçlendirse de bu iyileşme net kara aynı ölçüde yansımadı.



Finansal anlamda en belirgin iyileşme nakit üretimi ve işletme sermayesinin yönetiminde görülüyor. Nakit dönüşüm döngüsü 2024'te 28 günden 2025'te 17 güne gerileyerek 11 günlük güçlü bir iyileşme sağladı. Bu performans; stok devir süresini 35'ten 28 güne düşmesi, alacak tahsilat süresini 41'den 38 güne kısalması ve borç ödeme süresinin 48'den 49 güne hafif uzaması sayesinde gerçekleşti. Yani, daha az stok tutup hızlı tahsilat yaparken tedarikçiye daha geç ödeme yaparak işletme sermayesini lehine çeviriyor. Bunun sonucu olarak faaliyetlerden nakit akışı %139 artışla 105 milyar TL'ye ulaştı.

Döviz pozisyonu tarafında bilanço riski kontrollü kaldığı görülüyor. Nominal net yabancı para pozisyonu -93,6 milyar TL'lik açık olsa da 86,2 milyar TL'lik hedge ve 16,5 milyar TL'lik doğal koruma sayesinde hedge sonrası net pozisyon +9,1 milyar TL fazlaya dönüyor.

Gelirlerin yaklaşık %80'inin ihracat ve Euro bazlı olması da dikkate alındığında kur riski tehdit olmaktan çıkıp karlılığı destekleyen bir yapıya dönüşmüş durumda. Bu da şirketi kur şoklarına karşı daha dayanıklı hale getiriyor.

Karlılık rasyolarında ise operasyonel tarafta iyileşme olmasına rağmen net kar bazlı göstergelerde baskı var. Özsermaye karlılığı %35,6'dan %21,7'ye gerilese de bu operasyonel zayıflıktan değil, vergi ve parasal kazanç etkilerinden kaynaklanıyor. Nitekim düzeltilmiş FAVÖK %19 artışla 66,6 milyar TL'ye ve marj %8,0'e yükselmiş durumda. Bu nedenle şirket gerçek performansını net kardan ziyade FAVÖK ve nakit akışı daha doğru yansıtıyor.

Borçluluk tarafı belirgin şekilde iyileşmiş. Toplam finansal borç yatay seyrederken nakit 29,2 milyar TL'den 64,0 milyar TL'ye çıkıp iki katına yaklaşmış, net finansal borç 132,8 milyar TL'den 99,2 milyar TL'ye düşmüş.

Net Borç/Düzeltilmiş FAVÖK oranı 2,38x'ten 1,49x'e gerilemesi şirketi döngüsel sektör için oldukça güvenli bir kaldıraç seviyesine taşıırken, hem faiz riskini azaltıyor hem de yatırım ve temettü için alan yaratıyor. Benzer şekilde net borç/öz kaynak oranının %88'den %63,6'ya düşmesi bilanço kaldıraç riskinin azaldığını gösteriyor.

Borçluluk Durumu (Milyon TL)	2025	2024	Δ
Toplam Finansal Borç	163.167	161.988	%1
Nakit ve nakit benzerleri	63.974	29.228	%119
Net Finansal Borç	99.194	132.759	-%25
Ödeme Gücü ⁽¹⁾	2025	2024	
Net Finansal Borç / Dzl't FAVÖK	1,49	2,38	
Nakit Dönüşüm Döngüsü ⁽²⁾	2025	2024	Δ
Stok Devir Hızı (Gün)	28	35	7 gün
Alacak Devir Hızı (Gün)	38	41	3 gün
Borç Devir Hızı (Gün)	49	48	1 gün
Nakit Dönüşüm Döngüsü	17	28	11 gün

Borç Rasyoları	2025	2024	Δ
K/V & U/V Yükümlülükler / Toplam Varlıklar	%65,4	%64,7	0,7 pp
K/V & U/V Yükümlülükler / Özkaynaklar	%188,9	%183,6	5,3 pp
Net Finansal Borç / Özkaynaklar	%63,6	%88,0	-24,4 pp
Kârlılık Rasyosu	2025	2024	Δ
Özsermaye Kârlılığı ⁽³⁾	%21,7	%35,6	-13,9 puan
Döviz Pozisyonu ⁽⁴⁾ (Milyon TL)	2025	2024	Δ
Net yabancı para pozisyonu	-93.613	-92.957	%1
Nakit Akış Riskinden Korunma (Cash Flow Hedge)	86.222	70.789	%22
Doğal Hedge	16.514	24.447	-%32
Net yabancı para pozisyonu (hedge dahil)	9.123	2.279	

Bilanço tarafında; likidite pozisyonundaki güçlenme ve işletme sermayesindeki sadeleşme dikkat çekiyor. Toplam varlıklar %5 artışla 427,7 milyar TL'den 450,8 milyar TL'ye çıkarken artışının ana kaynağı duran varlıklar değil dönen varlıklar. Dönen varlıklar %11 büyüyerek 201,5 milyar TL'den 223,5 milyar TL'ye yükseldi; bu bilanço yapısının daha likit hale geldiğini ve kısa vadeli nakit üretim kapasitesinin arttığını gösteriyor.

Bu iyileşmenin sürükleyicisi nakit ve nakit benzerleri. Nakit pozisyonu 29,2 milyar TL'den 64,0 milyar TL'ye çıkarak %119 artmış. Operasyonel nakit akışındaki güçlü artış ve yatırım harcamalarındaki normalleşme sayesinde şirket net nakit biriktiren faza geçmiş görünüyor. Mevcuttaki nakit seviyesi, kısa vadeli finansal borçlara (63,3 milyar TL) neredeyse eşit; yani teorik olarak kısa vadeli borçları tek başına karşılayabilecek bir likidite tamponu oluşmuş.

İşletme sermayesi kalemleri kaliteyi destekliyor. Ticari alacaklar 89,3 milyar TL'den 88,9 milyar TL'ye hafif gerilerken satışlar artmaya devam etmiş; büyüme alacak şişmesiyle değil tahsilatla sağlanmış. Stokların ise 57,6 milyar TL'den 49,3 milyar TL'ye %14 düşmesi önemli gösterge. Daha düşük stok, daha az bağlanan nakit ve daha düşük değer düşüklüğü riski.

Duran varlık tarafı yatay seyrediyor. Toplam duran varlıklar sadece %1 artarken maddi duran varlıklardaki sınırlı artış, yoğun yatırım döneminin büyük ölçüde tamamlandığını gösteriyor. Şirket artık yeni kapasite kurmaktan ziyade mevcut varlıklardan verim alma aşamasında. Bu ileriye dönük capex ve amortisman baskısının azalacağı, serbest nakit akışının daha güçlü kalacağı anlamına geliyor.

Yükümlülüklerde kısa vadeli borçlar artsa da artışın büyük kısmı ticari borçlardan geliyor (86,6'dan 102,5 milyar TL). Bu, tedarikçi finansmanı sayesinde işletme sermayesinin şirket lehine çalıştığını gösteriyor. Finansal borçlarda ise anlamlı artış yok. Buna karşın güçlü nakit üretimi sayesinde net finansal borç 132,8 milyar TL'den 99,2 milyar TL'ye gerilemiş; özkaynakların %3 artıp 156 milyar TL'ye çıkması kaldıraç oranları doğal olarak aşağı çekmiş.

Varlıklar, mn TL	2025	2024	Δ
Dönen varlıklar	223.457	201.532	%11
Nakit ve nakit benzerleri	63.974	29.228	%119
Ticari alacaklar	88.853	89.303	-%1
İlişkili taraflardan diğer alacaklar	4.354	3.778	%15
Stoklar	49.331	57.576	-%14
Diğer dönen varlıklar	16.945	21.647	-%22
Duran varlıklar	227.324	226.184	%1
Finansal yatırımlar	674	731	-%8
Maddi duran varlıklar	137.163	127.334	%8
Maddi olmayan duran varlıklar	31.664	28.585	%11
İlişkili taraflardan diğer alacaklar	21.483	22.436	-%4
Diğer duran varlıklar	36.341	47.097	-%23
TOPLAM VARLIKLAR	450.780	427.716	%5

Yükümlülükler, mn TL	2025	2024	Δ
Kısa vadeli yükümlülükler	180.624	161.522	%12
Kısa vadeli finansal borçlar ⁽¹⁾	63.345	58.715	%8
Ticari borçlar	102.458	86.584	%18
Diğer kısa vadeli yükümlülükler	14.821	16.224	-%9
Uzun vadeli yükümlülükler	114.136	115.375	-%1
Uzun vadeli finansal borçlar ⁽²⁾	99.823	103.273	-%3
Diğer uzun vadeli yükümlülükler	14.313	12.103	%18
Özkaynaklar	156.021	150.818	%3
Ödenmiş sermaye	3.509	351	%900
Net dönem karı	33.986	50.869	-%33
Kardan ayrılan kısıtlanmış yedekler	13.958	12.151	%15
Diğer Özkaynaklar	104.567	87.447	%20
TOPLAM YÜKÜMLÜLÜKLER VE ÖZKAYNAKLAR	450.780	427.716	%5

Ford 2026 beklentileri, agresif büyümeden ziyade hacimlerde sınırlı artış, daha düşük yatırım harcaması ve marj korumasına odaklı temkinli bir stratejiye işaret ediyor. Yönetim kapasite artırmak yerine verimlilik ve karlılık optimizasyonunu önceliklendiriyor.

Toplam pazar tarafında 2025'teki 1,4 milyon ardından 2026 yılı için ise 1,3–1,4 milyon bandı öngörülmesi, normalleşme beklentisi gösteriyor. Şirket fiyatlama disiplini koruyarak marjlarını savunmayı hedefliyor. Perakende satışların 117 binden 90–100 bine çekilmesi ilk bakışta negatif görünse de gelirlerin büyük kısmı ihracattan geldiği için iç pazarda bilinçli bir geri çekilme marj açısından daha sağlıklı; daha az iskonto, daha yüksek birim karlılık anlamına geliyor.

Yurt dışı satışlar 580–630 bin bandı ana büyüme motorunu ihracat olmaya devam edeceğini gösteriyor. Üst bant yeni zirve potansiyeline, alt bant Avrupa talebinde olası zayıflığa karşı korumaya işaret ediyor. Toplam satış ve üretimde verilen geniş aralıklar da talep gelirse üretim, gelmezse marjı bozacak hacim yok mesajı veriyor; bu kapasite disiplininin korunacağı anlamına geliyor. Türkiye tesislerinin görece daha yüksek pay alması da birim maliyetleri aşağı çekerek marjları destekleyebilir.

En kritik nokta marj beklentisi: düzeltilmiş FAVÖK marjının %7–8 bandında korunması hedefleniyor. Hacim artışı sınırlıyken marjı sabit tutabilmek, maliyet kontrolü ve ürün karmasına güvenildiğini gösteriyor. Buna ek olarak yatırımların 410 milyon €'dan 300–400 milyon €'ya gerilemesi, yoğun capex döneminin bittiğini ve serbest nakit akışını güçleneceğini işaret ediyor. Daha düşük yatırım ve korunan FAVÖK kombinasyonu, borç azaltımı ve temettü kapasitesi açısından belirgin avantaj sağlıyor.

2026 Beklentiler

Toplam Türkiye Otomotiv Pazarı	2025 Gerçekleşen 1,408 bin	2026 Beklentiler 1,300 bin – 1,400 bin
FORD OTOSAN	2025 Gerçekleşen	2026 Beklentiler
Perakende Satış Adedi	117 bin	90 bin-100 bin
Toplam Yurt Dışı Satış Adedi	603 bin	580 bin-630 bin
Türkiye	400 bin	390 bin-420 bin
Romanya	203 bin	190 bin-210 bin
Toplam Satış Adedi	725 bin	670 bin-730 bin
Toplam Üretim Adedi	700 bin	690 bin-740 bin
Türkiye	452 bin	460 bin-490 bin
Romanya	248 bin	230 bin-250 bin
Satış Gelirleri Büyümesi	%7	Yüksek Tek Haneli
Düzeltilmiş FAVÖK Marjı ⁽¹⁾	%8,0	%7 - %8
Yatırım Harcaması (Sabit Kıymet)	410 milyon €	300-400 milyon €
Genel Yatırımlar	125 milyon €	80-100 milyon €
Ürün Yatırımları	285 milyon €	220-300 milyon €

DEĞERLEME

Froto, yıllık reel bazda %6,7 artışla 2025 yılında 830,8 mlr TL satış hasılatı elde etmiştir. Satışların %79'u yurtdışı, özellikle Avrupa ticari araç pazarı odaklıyken, Avrupa ticari araç pazarı daralmasına rağmen Ford Otosan pazar payını %17,2'ye yükseltmiştir ki bu, hacimden çok rekabet gücü sayesinde büyüme yaratıldığını gösterir ve Pazar küçülürken pay artıyorsa, şirket doğru segmentte ve doğru maliyet yapısında demektir.

Brüt Kar 69,4 mlr TL olurken, Brüt marjı %8,4'den %8,0'e gerilemiştir bu da; Hammadde, işçilik maliyetleri, Elektrikli araç yatırımları kaynaklı. EBIT'e baktığımızda 42,6 mlr TL ve Faaliyet marjında %5,1'den %5,4 yükseldiğini görüyoruz. Giderlerin ciroya oranı kontrol altında ve Düzeltilmiş FAVÖK marjı da %8,0.

Froto'nun net karı %33 azalışla 34,0 mlr TL'ye geriledi. Nedenlerine bakalım; Finansman giderlerindeki artış, Net parasal pozisyon kazancında 2024'e göre azalma ve Enflasyon muhasebesi baz etkisi yani; Operasyon zayıflamadı, muhasebesel ve finansal kalemler net karı baskıladı.

Operasyonel Nakit Akımı (OCF) Güçlü ve artıyor. Çünkü; Stoklar azalıyor, Ticari alacak devir hızı iyileşiyor ve de disiplinli işletme sermayesi yönetimi var. Kar düşerken nakit artıyorsa, kaliteli kar vardır.

Yatırım Nakit Akımı (Capex)e bakalım. 2025 Capex yaklaşık 410 mn € ve Satışlara oranı: %3. Bu yüksek Capex'in nedenleri; Yeni nesil ticari araç platformları, Elektrifikasyon ve Romanya kapasite yatırımları.

Finansman Nakit Akımına baktığımızda ise; Borçluluk kontrollü ve Net Borç / Düzeltilmiş FAVÖK 1,49x (çok sağlıklı)

Froto'yu beğenme gerekçelerimiz; Avrupa ticari araç liderliği, Güçlü ve istikrarlı nakit üretimi, 2026'dan itibaren Capex düşüşü bu FCF patlaması yaratabilir, Döviz bazlı gelir yapısı ve de Sağlam bilanço ile düşük kaldıraç yapısı. Ama; Avrupa talebinde resesyon riski, Elektrifikasyon yatırımlarının kısa vadede marj baskısı ve enflasyon muhasebesi kaynaklı Net kar oynaklığını da kontrol etmeliyiz.

Şirketin 2026 beklentilerinde; Satış hacmi: 2025'e paralel, Marjlar: stabil / hafif artış, Yatırımlar da kademeli düşüş, Serbest nakit akımında belirgin artış görmekteyiz. Yatırım Harcamaları ve Kapasite Artışında ise; Kapasite kullanım oranı: %75 olduğunu, Ford-VW iş birliği (1 ton ticari), Romanya & Türkiye dengeli üretim sonucunda bu yatırımlar artık "olgunlaşma" fazına giriyor.

Değerleme tarafına geçerseniz; Yurtiçi benzer şirket olarak; Tofaş, Türk Traktör ve Otokar'ın çarpanlarını kullandığımızda; F/K'da 160 TL, EV/EBITDA'da 170 TL ve P/BV'de 150 TL seviyeleri karşımıza çıktı.

Global Benzerlerde ise; Stellantis, Volkswagen, Daimler Truck ve Volvo AB'yi kullandığımızda EV/EBITDA'da 175 TL ve F/K'da 165 TL hedef değerlere ulaştık.

Dcf tarafında kullandığımız varsayımları aşağıda belirttik. Ve Nihai değer olarak 179 TL'yi bulup Alım yönünde tavsiyede bulunmaktayız.

Varsayımlar

WACC (Base)	0,20
Terminal Growth (g)	0,044
EBITDA Margin	0,065
Depreciation / Sales	0,035
Capex / Sales	0,03
ΔNWC / ΔSales	0,1
Tax Rate	0,22
Net Cash (mn TL)	48000
Shares Outstanding (mn)	350,9

FROTO – DCF Base Case

	2026T	2027T	2028T
Net Satışlar	1.051.462	1.333.431	1.640.401
EBITDA	68.345	86.673	106.626
Amortisman	36.801	46.670	57.414
EBIT	31.544	40.003	49.212
NOPAT	24.604	31.202	38.385
Capex	-31.544	-40.003	-49.212
Δ Net İşletme Sermayesi	-105.146	-28.197	-30.697
FCFF	-75.285	9.673	15.890
Terminal Değer	106.343		
İskonto Faktörü	0,83	0,69	0,58
PV (FCFF)	-62.737	6.717	9.196
PV Terminal	61.541		
Firma Değeri (EV)	14.717		
Özsermaye Değeri	62.717		
DCF Hedef Fiyat (TL)	178,73		

TEKNİK GÖRÜNÜM



Teknik Göstergeler

Göstergeler	Kısa Vadeli		Ort Vadeli		Uzun Vadeli	
	Değer	Karar	Değer	Karar	Değer	Karar
Stochastic	84.87	NÖTR	92.16	AL	92.55	AL
RSI	69.66	SAT	77.92	AL	60.92	AL
Williams%R	-31.02	SAT	-17.02	SAT	-12.38	NÖTR
Momentum	114.01	AL	144.81	AL	148.49	AL
MACD	7.18	AL	7.78	AL	13.86	AL
ADX	63.32	AL	34.60	AL	19.50	AL
CCI	119.24	NÖTR	173.25	NÖTR	295.50	NÖTR
Ultimate Oscillator	68.62	NÖTR	71.96	NÖTR	63.37	NÖTR
ROC	14.01	NÖTR	44.81	NÖTR	61.84	NÖTR
Hareketli Ortalama	124.80	NÖTR	108.72	NÖTR	99.60	NÖTR
Al Sayısı		3		5		5
Sat Sayısı		2		1		0
Nötr Sayısı		5		4		5

Pivot Noktaları

Pivot Yöntemi	Kapanış Fiyatı	Destek Noktaları			Pivot Noktası	Direnç Noktaları		
		Ds1	Ds2	Ds3		Dr3	Dr2	Dr1
Klasik	127.80	119.53	123.67	125.73	129.87	131.93	136.07	138.13
Camarilla	-	126.10	126.66	127.23	129.87	128.37	128.94	129.51
Fibonacci	-	123.67	126.04	127.50	129.87	132.24	133.70	136.07
Demarks's	-	-	-	124.70	129.87	130.90	-	-

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 tercihlerinizle uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Bu raporda yer alan bilgiler A1 CAPITAL Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin Araştırma Bölümü tarafından bilgi verme amacıyla hazırlanmış olup herhangi bir hisse senedinin alım satımına ilişkin bir teklif içermemektedir. Veriler, güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan alınmıştır. Bu kaynaklardaki hata ve eksikliklerden ve bu bilgilerin ticari amaçlı kullanılmasından doğabilecek zararlardan A1 CAPITAL Yatırım Menkul Değerler A.Ş. hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. İşbu rapordaki tüm görüş ve tahminler, söz konusu rapor tarihiyle A1 CAPITAL Yatırım Menkul Değerler A.Ş. Araştırma Bölümü'ne ait olup diğer GÜLER HOLDİNG Grubu şirketlerinin görüş ve tahminlerini temsil etmemektedir. Bu rapordaki tüm görüş ve bilgiler önceden haber verilmeksizin değiştirilebilir. A1 CAPITAL Yatırım ve diğer grup şirketleri bu raporda adı geçen şirketlerin hisselerinde pozisyon sahibi olabilir veya işlem yapabilir. Ayrıca, yatırımcılar bu raporda adı geçen şirketlerle A1 CAPITAL Yatırım ve diğer grup şirketlerinin yatırım bankacılığı ve/veya diğer iş ilişkileri içinde olabileceğini veya bu tür iş fırsatları arayışında olabileceğini kabul ederler.

Bu rapora katkıda bulunanlar
A1 Capital Yatırım Araştırma'dan

Sıla GİRGİN - Uzman Yardımcısı
M. Baki ATILAL - Genel Müdür Yardımcısı

Yatırım Artık Daha Kolay!

A1 Capital'in güçlü altyapısı, uzman kadrosu ve yenilikçi dijital çözümleriyle yatırım yapmaya bugün başlayın.

Hemen Hesap Aç



alcapital.com.tr

İrtibat Bürolarımız



Genel Müdürlük

Esentepe Mah. Büyükdere Cad. 1. Levent Plaza No:173 Kat:5, 34394
Şişli / İstanbul
E-Posta: info@alcapital.com.tr Telefon: 0212 371 18 00

Adana

Adana - Telefon: 0322 970 02 30
Çınarlı Mahallesi, Ziyapaşa Bulvarı, Günep
Ziyapaşa İş Merkezi, Bina No:78 Kat:9 Daire:905
Seyhan / ADANA

Ankara

Ankara - Telefon: 0312 419 04 77
Tunalı Cad. No:14/4 Çankaya / ANKARA

Ankara Çankaya - Telefon: 0312 309 02 60
Mustafa Kemal Mah. Dumlupınar Bulvarı No:266
Tepe Prime İş Merkezi B Blok No:62 06800

Ankara Dumlupınar - Telefon: 0312 970 50 08
Mustafa Kemal Mah. Dumlupınar Bulvarı No:266
Tepe Prime İş Merkezi C Blok 5. Kat No:69 Çankaya / ANKARA

Ankara Tunalı Hilmi - Telefon: 0312 466 66 71
Remzi Oğuz Arık Mahallesi, Tunalı Hilmi Caddesi No:114
Daire:46 Çankaya / ANKARA

Antalya

Antalya - Telefon: 0242 324 09 00
Şirinyalı Mah. Lara Cad. No:100 Ayseli Göksoy Apt.
Kat:1 Daire:4 Muratpaşa / ANTALYA

Bursa

Bursa - Telefon: 0224 233 30 83
Küçükbalıklı Mah. Başaran Sok. No:6 Osmangazi / BURSA

Çanakkale

Çanakkale - Telefon: 0286 218 04 00
Barbaros Mah. Atatürk Cad. Kıyı AVM No:25-32

Eskişehir

Eskişehir - Telefon: 0222 502 01 64
Hoşnudiye Mah. İsmet İnönü 1. Cad. No:13
Yalçın Kılıçoğlu Plaza Kat:5 Daire:508 Tepebaşı / ESKİŞEHİR

İzmir

İzmir - Telefon: 0232 404 01 21
Cumhuriyet Bulvarı No:64 Kat:7 D:11-12 Konak / İZMİR

İzmir Konak - Telefon: 0232 402 30 71 - 0232 402 30 72
Halkapınar Mahallesi, 1203/1 Sokak Megapol Çarşı Kule No:5-7
Kat:15 Daire:153 Konak / İZMİR

İstanbul

İstanbul Ataşehir - Telefon: 0216 688 42 40
Barbaros Mah. Gelincik Sok. Uphill Court C3 Blok, No:2
Daire:1 Ataşehir / İSTANBUL

İstanbul Beylikdüzü - Telefon: 0212 852 44 39
Barbaros Hayrettin Paşa Mah. 1997 Sok. Phuket Life
Residence No:12 Kat:5 Daire No:41 Esenyurt / İSTANBUL

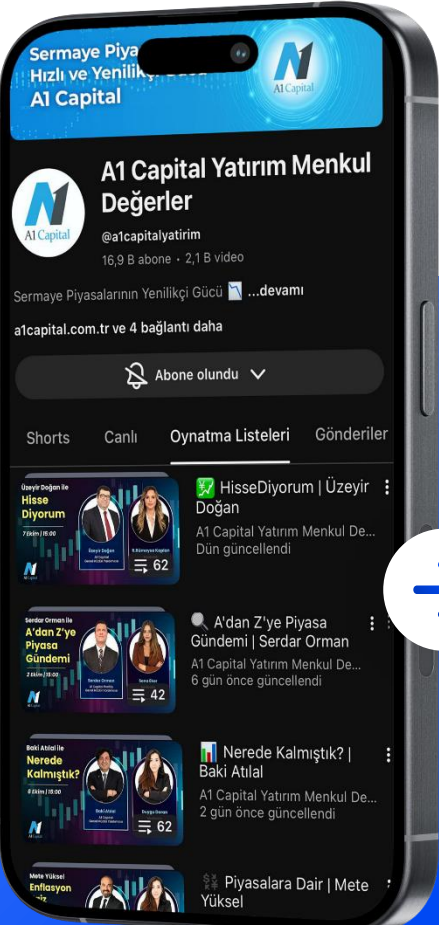
İstanbul Göztepe - Telefon: 0216 407 26 22
Bağdat Cad. Permiz Apt. No:251/10 Caddebostan - Kadıköy / İSTANBUL

İstanbul Merkez - Telefon: 0212 371 18 00
Beybi Giz Plaza Meydan Sokak No:1 Kat:2 Maslak / İSTANBUL

İstanbul Kadıköy - Telefon: 0216 338 35 36
Osmanağa Mah. Osmancık Sok. Emin Han No:12/105 Kadıköy / İSTANBUL

İstanbul Nurol Tower - Telefon: 0212 371 43 56
İzzetpaşa Mahallesi, Yeniyol Caddesi No:3 Nurol Tower
Kat:31 Ofis No:3109 İç Kapı No:243 Şişli / İSTANBUL

İstanbul Zorlu - Telefon: 0212 845 8205
Levazım Mahallesi Kuru Sokağı No:2 R3 Kule T242 Beşiktaş / İSTANBUL



Bizi Takip Edin!



Uzman Yorumuyla Piyasalar

Uzmanlarımızın katılımıyla hazırlanan analiz videoları, haftalık borsa yorumları ve ekonomik gelişmelere dair değerlendirmeleri YouTube kanalımızdan izleyebilirsiniz.