Ford Otosan <FROTO> — 3Ç26 BİLANÇO ANALİZİ

Ciro ve karlılık 3Ç25'in gerisinde kaldı

Ford Otosan'ın 3Ç26 net satışları 3Ç25'e göre %6,9 azalarak 228,93 milyar TL'ye geriledi. Brüt kar %22,1, esas faaliyet karı %24,7, FAVÖK %20,0 azaldı ve FAVÖK marjı %6,19'dan %5,32'ye indi. Ana ortaklık net karı %23,4 düşüşle 8,35 milyar TL oldu. Net satışlar 10 kurumun medyan beklentisinin %0,3 altında kalırken net kar medyanı %10,9 aştı. Net kardaki düşüşün kaynağı esas faaliyet karı oldu ve faaliyet dışı kalemlerin net katkısı 116 milyon TL ile sınırlı kaldı. Sonuçlar, artan ihracat adedine karşın ciro, brüt kar ve esas faaliyet karındaki daralmanın sürdüğüne işaret ediyor.

Reel kur brüt marjı daralttı, giderler düştü

Brüt kar marjı 3Ç25'e göre 1,3 puan gerileyerek %6,90'a indi. Avro/TL ortalamasının %15,6, TÜFE'nin %29,7 arttığı dönemde araç başı yurt dışı satış geliri reel TL bazında %7,0 azaldı. Faaliyet giderleri %15,8 azalarak 8,78 milyar TL'ye indi ve pazarlama giderleri %34,8 geriledi. Giderlerin ciroya oranındaki 0,4 puanlık düşüş, FAVÖK marjındaki gerilemeyi 0,9 puanla sınırladı. 2Ç26'ya göre ise brüt marj yatay kaldı ve FAVÖK'teki 1,72 milyar TL'lik artış faaliyet giderlerindeki 1,90 milyar TL'lik düşüşten geldi.

İhracat adedi arttı, yurt içi satış yarıya indi

Toplam satış adedi 3Ç25'e göre yatay kalarak 168.824 oldu. Avrupa'da elektrikli 1 tonluk ticari araç talebinin desteğiyle yurt dışı satışlar %11 artarak 154.424 adede yükseldi. Üretim %5 arttı ve kapasite kullanımı %69'dan %73'e çıktı. Türkiye otomotiv pazarı %23 daralırken yurt içi satışlar %51 azalarak 14.400 adede geriledi ve pazar payı %7,9'dan %5,9'a indi. Bu düşüşte pazar payı yerine karlılığı önceleyen satış yaklaşımı da etkili oldu. Yurt dışı satış geliri %3 artarken yurt içi satış geliri %45 azaldı.

Koç Finansman katkı verdi, finansman gideri arttı

Koç Finansman'ın konsolide edildiği ilk çeyrekte tüketici finansmanı bölümü esas faaliyet karına 656 milyon TL, net kara 407 milyon TL katkı verdi. Bu katkı hariç tutulduğunda esas faaliyet karı 3Ç25'e göre %30,8, net kar %27,1 azaldı. Net finansman gideri %22,7 artarak 5,47 milyar TL'ye yükseldi. Net parasal pozisyon kazancı bu giderin %79,8'ini karşıladı ve oran 3Ç25'teki %87,0'ın altında kaldı. Vergi giderinin 687 milyon TL azalması net kardaki düşüşü sınırladı.

Net borç konsolidasyonla arttı, nakit üretimi zayıfladı

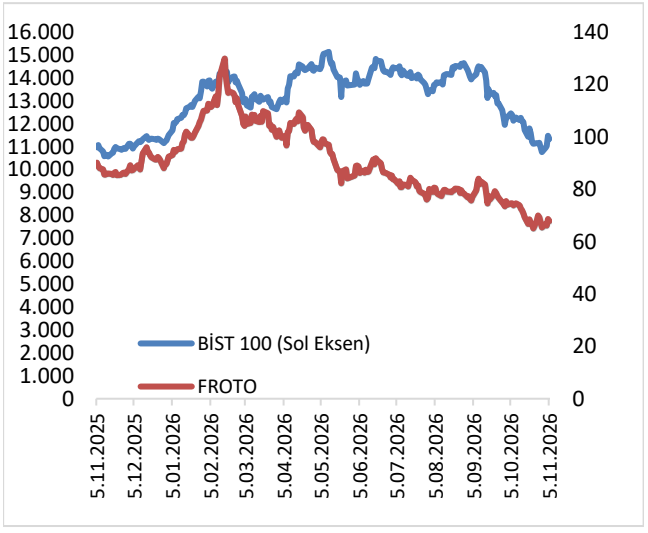
Haziran bilançosu Eylül alım gücüne taşındığında net borç üç ayda %32,9 artarak 157,14 milyar TL'ye yükseldi. Artış, Koç Finansman'ın 49,41 milyar TL'lik müşteri alacaklarını fonlayan borçların konsolidasyonundan kaynaklandı. Dokuz aylık işletme faaliyetlerinden nakit akışı 92,30 milyar TL'den 37,34 milyar TL'ye geriledi ve stoklar 13,98 milyar TL arttı. Yönetim kurulunun 10,77 milyar TL'lik nakit kar payı önerisi 24 Kasım'da olağanüstü genel kurulda oylanacak.

NÖTR

Kapanış, TL (05.11.2026)	67,85 TL
Bugünkü Sermaye (bin TL)	3.509.100
Halka Açık Sermaye (bin TL)	627.861
Halka Açıklık Oranı	17,89
Piyasa Çarpanları	
F/K	7,33
PD/DD	1,21
FD/FAVÖK	7,81

Özet Gelir Tablosu (bin TL)	3Ç26	3Ç25	Değ.(%)
Net Satışlar	228.926.625	245.950.096	-6,9
Brüt satış karı	15.798.098	20.282.295	-22,1
Faaliyet Giderleri	8.781.960	10.436.023	-15,8
Finansal Gelir/Gider	-5.472.154	-4.458.145	a.d.
Esas Faaliyet Karı	8.105.426	10.769.861	-24,7
FAVÖK	12.175.855	15.217.973	-20,0
Ana Ortaklık Net Kar	8.351.383	10.899.325	-23,4

Oranlar	3Ç26	3Ç25	Fark
Brüt Kar Marjı (%)	6,90	8,25	-1,3
Esas Faa.Kar Marjı (%)	3,54	4,38	-0,8
FAVÖK Marjı (%)	5,32	6,19	-0,9
Net Kar Marjı (%)	3,65	4,43	-0,8



2026 beklentilerinde yurt içi kalemler yeniden aşağı yönlü revize edildi. Şirket Türkiye otomotiv pazarı beklentisini 1,2-1,3 milyon adetten 1,1-1,2 milyon adede, yurt içi perakende satış beklentisini 75-85 bin adetten 65-75 bin adede ve toplam satış beklentisini 655-715 bin adetten 645-705 bin adede indirdi. Yurt dışı satış, üretim, gelir, düzeltilmiş FAVÖK marjı ve yatırım beklentilerini korudu. Ağustos'taki indirimin ardından gelen bu revizyon, yurt içi talepteki zayıflığın son çeyreğe de taşındığına işaret ediyor.

Beklentiler

	9A25	9A26	Değ.	2025 Gerç.	2026 Önceki	2026 Güncel	4Ç26 Gerekli
Türkiye otomotiv pazarı (bin adet)	954,8	827,2	-%13	1.408	1.200-1.300	1.100-1.200	273-373
Perakende satış (bin adet)	76,2	52,8	-%31	117	75-85	65-75	12-22
Yurt dışı satış (bin adet)	445,8	447,9	+%0,5	603	580-630	580-630	132-182
Toplam satış (bin adet)	526,4	503,8	-%4	725	655-715	645-705	141-201
Toplam üretim (bin adet)	514,0	510,6	-%1	700	690-740	690-740	179-229
Net satışlar (milyar TL)	755,5	679,8	-%10,0	+%7	Orta-yüksek tek haneli daralma	Orta-yüksek tek haneli daralma	-%6,2 ile +%8,7 (4Ç25'e göre)
FAVÖK marjı (panel tanımı)	%6,31	%4,92	-1,4 puan	-	-	-	-
Düzeltilmiş FAVÖK marjı (şirket tanımı)	-	-	-	%8,0	%6-7	%6-7	-
Yatırım harcaması (milyon avro)	-	215	-	410	300-400	300-400	85-185

Son çeyrekte gereken performans

Güncel beklentiler 4Ç26'da 141-201 bin adet toplam satış ve 132-182 bin adet yurt dışı satış gerektiriyor. 3Ç26'daki 168.824 ve 154.424 adetlik satışlar bu aralıkların içinde kaldı. Ticari faaliyetlerden net satışlar ilk dokuz ayda 9A25'e göre %10,0 azaldı. Orta-yüksek tek haneli daralma beklentisi %5-9 aralığı olarak okunduğunda 4Ç26 net satışlarının 4Ç25'e göre %6,2 azalış ile %8,7 artış arasında gerçekleşmesi gerekiyor. Şirketin %6-7 olan düzeltilmiş FAVÖK marjı beklentisi, esas faaliyetlerden diğer gelir ve giderleri ve kiralama alacaklarının itfa etkisini de içeriyor. Bu nedenle beklenti, panel tanımıyla 9A26'da %4,92 olan FAVÖK marjıyla doğrudan karşılaştırılamıyor.

Değerlendirme

Şirketin 3Ç26 sonuçlarını nötr değerlendiriyoruz. 3Ç25'e göre ciroda %6,9, esas faaliyet karında %24,7 ve FAVÖK'te %20,0'lık düşüş, yurt içi satış adedindeki %51'lik gerileme ve avro/TL'nin enflasyonun gerisinde kalması, gelir tablosundaki zayıflığın sürdüğünü gösteriyor. Koç Finansman hariç esas faaliyet karının %30,8 azalması da bu görünümü destekliyor. Buna karşılık beklentinin üzerindeki net kar, 2026'nın en yüksek çeyreklik FAVÖK marjı, korunan ihracat ve marj beklentileri ile 10,77 milyar TL'lik kar payı önerisi bu zayıflığı dengeleyerek görünümü nötr düzeyde tutuyor. Avrupa'da elektrikli hafif ticari araç talebinin sürmesi, avro/TL ile enflasyon arasındaki farkın daralması ve yurt içi kredi koşullarında olası gevşeme, yönü olumlu etkileyebilecek başlıca unsurlar olarak öne çıkıyor. Son çeyrekteki ihracat temposu, reel kur, yurt içi talep ve konsolidasyon sonrası borçluluk temel takip noktalarımız olacak.

Sermaye Piyasası Kurulunun Seri:V, No:55 Yatırım Danışmanlığı Faaliyetine ve Bu Faaliyette Bulunacak Kurumlara İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ'i Uyarınca Yayımlanan Uyarı Notu:

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 dayanılarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

Çekince: Bu bilgiler ve görüşler önceden haber vermeksizin değiştirilebilir. İntegral Yatırım Menkul Değerler A.Ş. bilgilerin ve ifade edilen görüşlerin doğru, eksiksiz ve güncelleştirilmiş olduğuna dair (açıkça ifade edilmiş veya ima edilmiş) hiçbir beyan ve taahhütte bulunmaz. Herhangi bir yatırım konulu karar almadan önce bir uzmandan görüş alınmalıdır.

Sorumluluğun Sınırlandırılması: İntegral Yatırım Menkul Değerler A.Ş. herhangi bir sınırlandırma olmaksızın, dolaylı, direkt veya bir fiilin sonucu olarak ortaya çıkan zararlar da dahil olmak üzere her türlü kayıp ve hasarla ilgili sorumluluk kabul etmez. Bu rapor tarafımızca doğruluğu ve güvenilirliği kabul edilmiş kaynaklar kullanılarak hazırlanmış olup yatırımcılara kendi oluşturacakları yatırım kararlarında yardımcı olmayı hedeflemekte ve herhangi bir yatırım aracını alma veya satma yönünde yatırımcıların kararlarını etkilemeyi amaçlamamaktadır. Yatırımcıların verecekleri yatırım kararları ile bu raporda bulunan görüş, bilgi ve veriler arasında bir bağlantı kurulamayacağı gibi, söz konusu kararların neticesinde oluşabilecek yanlışlık veya zararlardan kurum çalışanları ile Ulukartal Holding A.Ş. ve İntegral Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin herhangi bir sorumluluğu bulunmamaktadır.

İntegral Yatırım Araştırma

Sevgül YIRTAR
Araştırma Müdürü
sevgulyirtar@integralyatirim.com.tr
+90 212 329 3289
SORUMLU OLDUĞU SEKTÖRLER
Bankacılık, Holding, Savunma

Harun Raşit DEMİRCAN
Araştırma Uzmanı
harundemircan@integralyatirim.com.tr
+90 212 329 3288
SORUMLU OLDUĞU SEKTÖRLER
Enerji-Üretim, Perakende, GYO, İnşaat, Sigorta

Sena ÇOBAN
Araştırma Uzman Yardımcısı
senacoban@integralyatirim.com.tr
0212 329 3286
SORUMLU OLDUĞU SEKTÖRLER
Enerji - Dağıtım, İlaç - Sağlık, Teknoloji, Gıda

Ertuğrul AKSOY
Araştırma Uzman Yardımcısı
ertugrulaksoy@integralyatirim.com.tr
+90 212 329 3285
DESTEK VERDİĞİ SEKTÖRLER
Demir-Çelik, Çimento

Ahmet Server DEDE
Araştırma Uzman Yardımcısı
ahmetserverdede@integralyatirim.com.tr
+90 212 329 3287
DESTEK VERDİĞİ SEKTÖRLER
Otomotiv, Petrokimya, Telekom, Havacılık

www.integralyatirim.com.tr