

OTOMOTİV BÜLTENİ

OTOMOTİV BÜLTENİ

Bu çalışma aylık periyotta yayımlanan bir otomotiv bültenidir. İç pazara ilişkin değerlendirmelerde **ODMD (Otomotiv Distribütörleri ve Mobilite Derneği)** tarafından açıklanan resmi veriler esas alınmaktadır. Şirket bazlı satış rakamları kamuya açıklandıkça, ODMD verileri ile birlikte rapora entegre edilerek analiz bölümleri güncellenecektir. Bu kapsamda bülten statik bir doküman olmayıp, ay içerisindeki sektörel gelişmelere ve veri akışına paralel olarak revize edilen dinamik bir değerlendirme seti niteliği taşımaktadır.

2025 yılı Türkiye otomotiv sektörü açısından yüksek bazın normalize olduğu, talep dinamiklerinin daha seçici hale geldiği ve elektrikli dönüşümün belirginleştiği bir dönem olmuştur. İç pazarda güçlü seyir korunurken, Avrupa talebindeki ılımlı görünüm, ihracat tarafında daha temkinli bir tablo yaratmıştır. 2026 yılına girerken ise sektör, hacim artışından ziyade kompozisyon değişimi, ürün karmaşı dönüşümü ve marj yönetimi ekseninde şekillenmektedir.

Bu çerçevede sektörün üç önemli temsilcisi – **Ford Otosan (FROTO)**, **Tofaş Otomobil (TOASO)** ve **Doğuş Otomotiv (DOAS)** – farklı iş modelleriyle aynı makro zeminde farklı dinamiklere maruz kalmaktadır.

- **Ford Otosan**, üretim ve ihracat ağırlıklı yapısıyla Avrupa ticari araç talebine duyarlı bir konumda yer almaktadır. Şirket için belirleyici unsur iç pazardan çok ihracat hacmi, kapasite kullanımı ve elektrikli ticari araç dönüşümüdür.
- **Tofaş Otomobil** hem iç pazar hem ihracat tarafında dengeli bir yapı sergilemekte; model geçişleri ve ürün karmaşı stratejisi şirket performansının ana belirleyicisi olmaktadır.
- **Doğuş Otomotiv** ise distribütör yapısı gereği iç pazara daha doğrudan bağlıdır. Marka portföyü ve fiyatlama disiplini, özellikle talebin normalize olduğu dönemlerde finansal performans açısından kritik rol oynamaktadır.

2026 yılına yönelik beklentiler oluşturulurken sektör dinamikleri kadar bu iş modeli farklılıkları da önem kazanmaktadır. Aynı makro ortam içinde üretim ağırlıklı, karma model ve distribütör ağırlıklı yapıların vereceği tepkiler farklılaşacaktır. Bu nedenle sektör analizi yapılırken şirket bazlı kırılımları birlikte değerlendirmek gerekmektedir.

Bu bültenin devamında öncelikle makroekonomik ve sektörel arka plan ele alınacak, ardından Avrupa ve Türkiye otomotiv pazarındaki güncel dinamikler incelenecektir. Son bölümde ise Ford Otosan, Tofaş ve Doğuş Otomotiv özelinde 2025 yılı gerçekleştirmeleri ile 2026 yılına ilişkin beklentiler değerlendirilecektir. **Bu bağlamda, Doğuş Otomotiv için 291 TL Hedef Fiyat ile AL tavsiyesi, Ford Otosan için ise 187 TL Hedef Fiyat ile AL tavsiyesinde bulunuyoruz.** Ayrıca analiz kapsamında 2026 yılı Ocak ve Şubat aylarına ilişkin satış gerçekleştirmeleri de detaylandırılacaktır.

Makro Çerçeve ve Pazar Dinamikleri

2025 yılı küresel ölçekte ılımlı ancak kırılgan bir büyüme ortamında tamamlanmıştır. ODMD'nin Aralık 2025 Makroekonomik Değerlendirme raporunda da vurgulandığı üzere, küresel talep zayıf seyrederken Avrupa ekonomisinde büyüme düşük kalmış; Almanya başta olmak üzere sanayi üretiminde toparlanma sınırlı gerçekleşmiştir. Bu görünüm, Türkiye otomotiv sektörü açısından özellikle ihracat tarafında temkinli bir çerçeve oluşturmuştur.

Türkiye'de 2025 yılı boyunca yüksek faiz ortamı ve sıkı finansal koşullar iç talep üzerinde belirleyici olmuştur. Bununla birlikte yılın ikinci yarısında enflasyon beklentilerindeki iyileşme ve finansal istikrar algısındaki toparlanma, otomotiv talebinin sert bir daralma yaşamasını engellemiştir. Yıl genelinde toplam pazar, güçlü sıçramalar yerine kontrollü bir normalleşme eğilimi sergileyerek dengeli bir seviyede kapanmıştır.

Avrupa tarafında ise ACEA verileri 2025 yılında yeni otomobil kayıtlarında sınırlı bir artışa işaret etmektedir. Toplam büyüme düşük kalırken, pazar kompozisyonunda dikkat çekici bir değişim yaşanmış; elektrikli araçların payı artmaya devam etmiş ve batarya elektrikli araçlar çift haneli pazar payına ulaşmıştır. Ticari araç segmentinde de hafif ticari ve kamyon kategorilerinde ılımlı artış görülmüş; ancak genel tablo güçlü bir genişlemeden ziyade dengelenme sürecine işaret etmiştir.

2026 yılına girilmiş ve Şubat ayı geride bırakılmışken, makro çerçevenin büyük ölçüde 2025'ten devralınan temkinli görünüm üzerinde şekillendiği görülmektedir. Küresel büyümede sınırlı bir toparlanma beklentisi korunurken, Avrupa talebi zayıf ancak istikrarlı bir seyir izlemektedir. Türkiye tarafında ise finansal koşullarda kademeli normalleşme beklentisi sürmekle birlikte, talep dinamikleri halen seçici bir yapıya sahiptir.

2026 yılı Ocak-Şubat verileri, sektörün sert bir daralma ya da ani bir ivmelenme yerine dengeli bir başlangıç yaptığına işaret etmektedir. Bu çerçevede 2026 yılının, yüksek hacim artışından ziyade pazar kompozisyonunun yeniden şekillendiği, elektrikli dönüşümün hızlandığı ve şirket bazlı performans farklılaşmasının öne çıktığı bir yıl olması beklenmektedir.

Bununla birlikte 2026'nın ilk iki ayı, sektör açısından sadece hacim değil kârlılık dinamiklerinin de yakından izleneceği bir döneme işaret etmektedir. Kur seviyesi, finansman maliyetleri, kampanya yoğunluğu ve model karmaasındaki değişim şirket performanslarında belirleyici olacaktır. Özellikle elektrikli ve hibrit araç penetrasyonunun artması hem fiyatlandırma stratejilerini hem de marj yapısını yeniden şekillendirmektedir. Bu nedenle 2026 yılında sektörün yönünü belirleyecek ana unsur toplam satış adedinden ziyade satış kompozisyonu, ihracat performansı ve maliyet yönetimi olacaktır.

Türkiye Otomotiv Pazarı

ODMD'nin 3 Şubat 2026 tarihli raporuna göre, 2025 yılı toplam otomotiv pazarı önceki yıllara kıyasla dengeli bir kapanış yapmıştır. Binek otomobil segmenti toplam pazarın ana belirleyicisi olmaya devam etmiş; hafif ticari araç segmenti ise ticari aktiviteye paralel bir seyir izlemiştir.

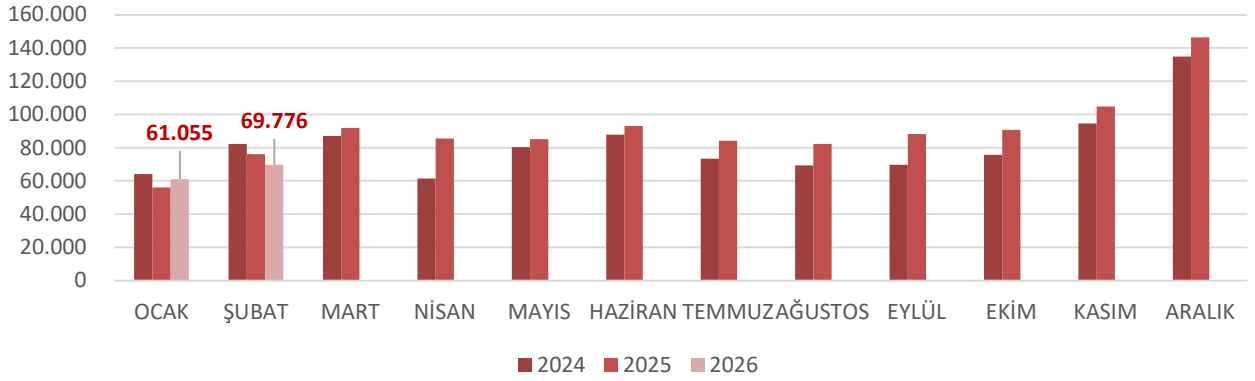
2025 yılı genelinde dikkat çeken başlıklar:

- Elektrikli ve hibrit araçların payında artış,
- Binek segmentinin toplam pazar içindeki ağırlığını koruması,
- Hafif ticari araçlarda sınırlı ancak istikrarlı büyüme.

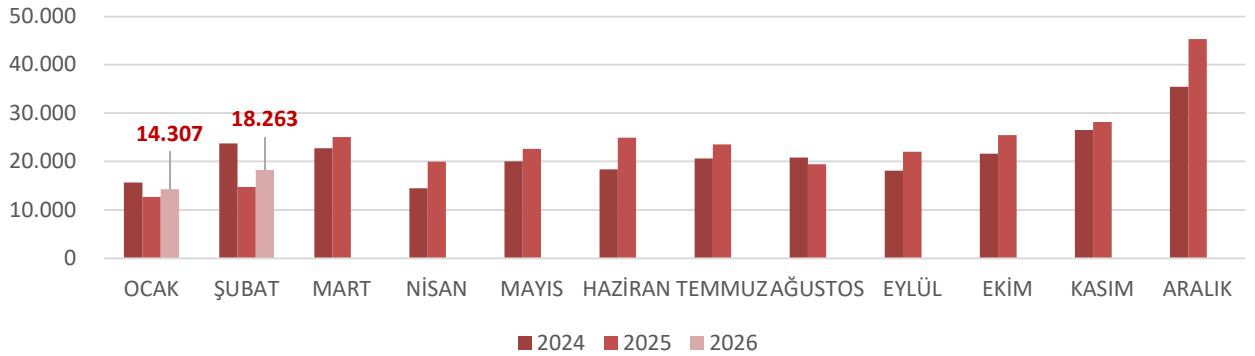
2026 yılının ilk iki ayına ilişkin veriler, sektörün yeni yıla güçlü bir daralma ile başlamadığını göstermektedir. **2026 Ocak-Şubat toplam Otomobil ve Hafif Ticari Araç pazarı, geçen yılın aynı dönemine göre %2,52 artışla 163.401 adet olarak gerçekleşmiştir.**

Segment bazında bakıldığında, 2026'nın ilk 2 ayında otomobil pazarı %0,86 azalışla 130.831 adede ulaşmış, hafif ticari araç pazarı ise %18,79 artışla 32.570 adet seviyesine yükselmiştir.

Bu görünüm, 2026 yılının ilk iki ayında otomotiv talebinin güçlü bir düşüş göstermediğini ortaya koymaktadır. Toplam pazar hafif artış kaydederken, otomobil segmenti yatay seyretilmiş, hafif ticari araç segmenti güçlü bir büyüme göstermiştir.



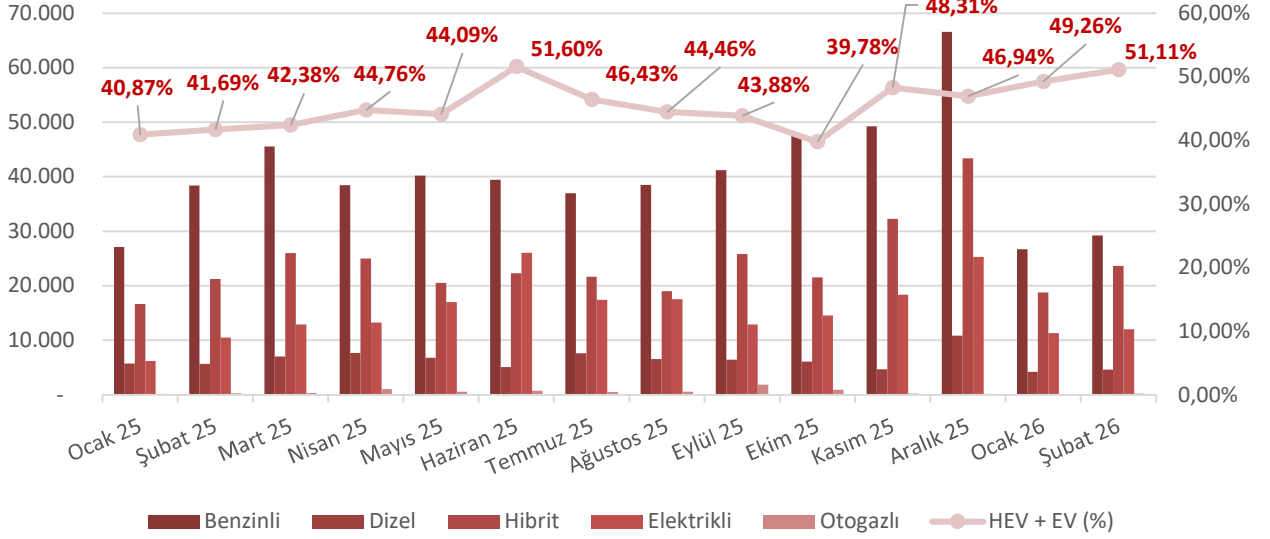
Grafik 1: Yurt İçi Otomobil Satışları



Grafik 2: Yurt İçi Hafif Ticari Araç Satışları

Elektrifikasyon Eğilimi

İç pazarda motor kompozisyonu son iki yılda belirgin şekilde değişmektedir. Elektrikli ve hibrit araçların toplam satış içindeki payı artarken, dizel segmenti daralmaya devam etmektedir.

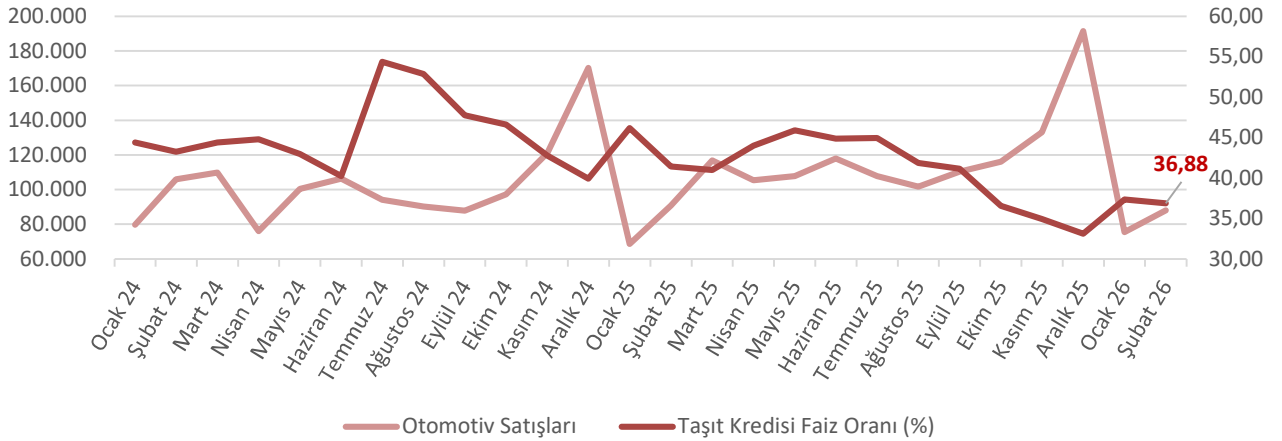


Grafik 3: Motor Kompozisyonu & Elektrifikasyon Penetrasyonu

Türkiye’de Elektrikli + Hibrit araç kompozisyonu özellikle 2025’in ortalarında hızlanmış, dizel segmentinin payı yapısal olarak gerilemeye devam etmiştir. 2025 yılına göre 2026 yılı ilk 2 aylık satışlarda Elektrikli + Hibrit araç oranı %9,42 artarak %51,11’e ulaşmıştır.

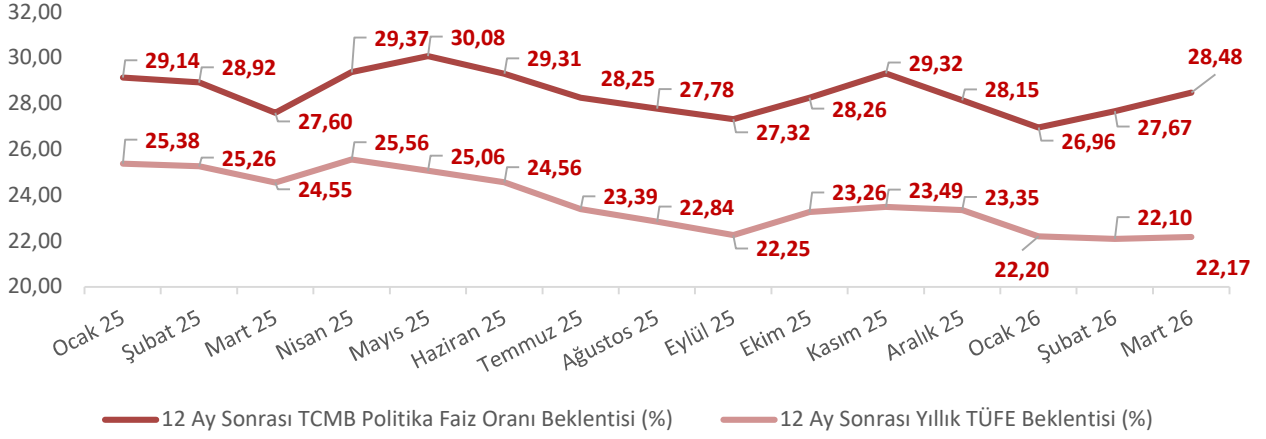
Faiz Oranları ve Otomotiv Satışları

Otomotiv pazarı, faiz oranları ve krediye erişim koşullarıyla şekillenir. Tüketiciler, krediye kolayca ulaştığında binek otomobil ve hafif ticari araç satışları artar; krediye erişim kısıtlandığında ise talep düşer. Bu durum hem tüketici davranışlarını hem de sektör oyuncularının stratejilerini doğrudan etkiler.



Grafik 4: Taşıt Kredisi Faiz Oranının Satışlara Etkisi

Kampanya dönemlerinden kaynaklı mevsimsellik etkilerini dikkate aldığımızda ise bazı dönemlerde satışlar doğal olarak yükselirken, temel eğilim yine faiz seviyeleri ve krediye erişimle şekillenir. Dolayısıyla kredi koşulları ve faiz oranları, tüketici talebini ve pazar dinamiklerini belirleyen en önemli unsurlardan biri olarak öne çıkar.



Grafik 5: TCMB Politika Faizi ve Yıllık TÜFE Beklentisi

2026 yıl sonu Faiz ve TÜFE beklentileri, aylık dalgalanmalara rağmen genel olarak aşağı yönlü bir trend sergilemektedir. Bu görünüm, politika faizinde düşüş öngörüldüğünü işaret etse de ABD – İsrail – İran savaşının etkisiyle Brent petrol fiyatlarındaki yükseliş, enflasyon üzerinde yukarı yönlü baskı oluşturabilir ve faiz indirim patikasının yavaşlamasına neden olabilir. Bu gelişmeler sonucunda, 12 ay sonraki politika faiz oranı beklentisi %28,48'e yükselmiştir. Buna bağlı olarak, taşıt kredisi faizlerindeki olası gerileme talebi destekleyebilir; ancak petrol kaynaklı maliyet baskıları ve enflasyonist riskler göz önünde bulundurulmalıdır.

Üretim ve İhracat

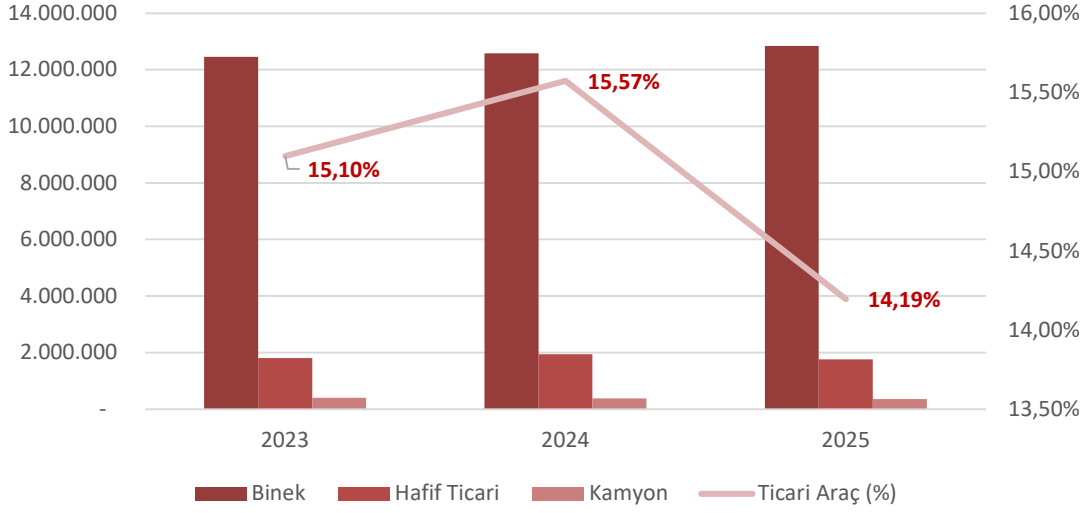
Türkiye otomotiv üretimi 2025 yılında iç talep ve ihracat arasındaki dengelenme sayesinde istikrarlı seyrini korumuştur. Avrupa'daki sınırlı büyümeye rağmen üretim tarafında sert bir daralma yaşanmamıştır.

ACEA verilerine göre 2025 yılında Avrupa Birliği'nde hem binek hem de ticari araç kayıtları sınırlı artış göstermiştir. Bu durum, Türkiye'nin ihracat pazarında dramatik bir daralma yaşanmamasını sağlamıştır. Ancak güçlü bir büyüme ivmesi de oluşmamıştır.

2026 yılı için üretim tarafında belirleyici unsurlar:

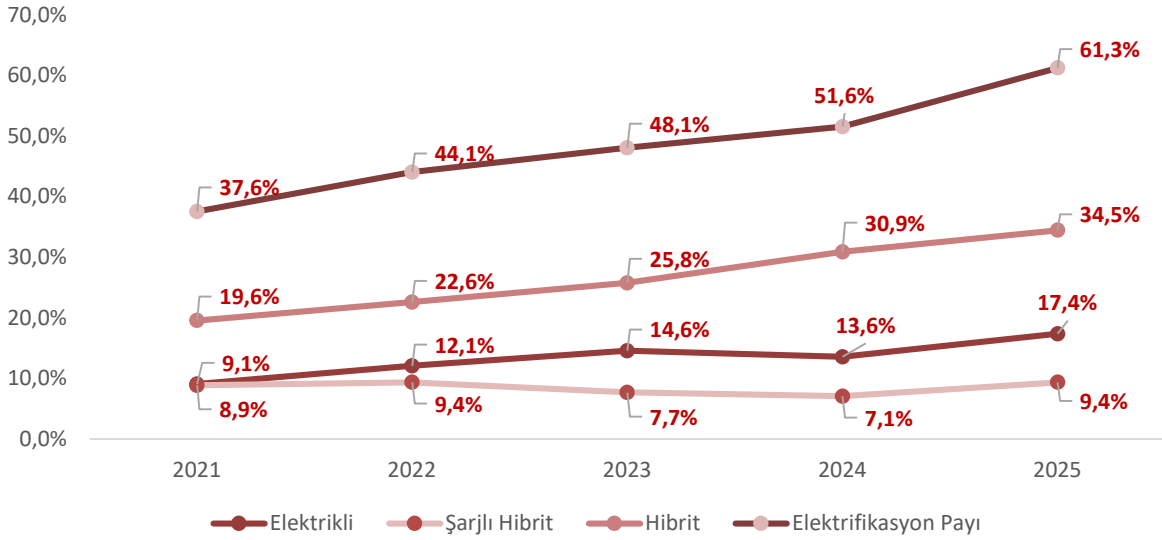
- Avrupa sipariş hacmi,
- Elektrikli model dönüşümü,
- İç pazardaki talep dengesi,
- Kur ve maliyet dinamikleri.

Elektrifikasyon süreci üretim planlamasında daha fazla önem kazanmaktadır. Avrupa pazarında elektrikli araç payının yükselmesi, Türkiye'de üretim yapan firmaların model dönüşüm hızını stratejik bir konu haline getirmektedir.



Grafik 6: Avrupa Araç Pazarı (AB + UK)

Avrupa binek araç pazarı son dönemde kademeli ve istikrarlı bir büyüme sergilerken, ticari araç tarafında 2024'te görülen artışın ardından 2025'te bir geri çekilme dikkat çekiyor. Bu daralmada hem hafif ticari araç hem de kamyon segmentindeki zayıflama etkili olurken, kamyon pazarındaki düşüş daha belirgin. Sonuç olarak, **toplam pazar hacmi sınırlı artış gösterse de büyümenin ana sürükleyicisi binek araç segmenti olmaya devam ediyor.**



Grafik 7: Avrupa Araç Pazarında Elektrifikasyon Payı (%)

ACEA verilerine göre Avrupa yeni otomobil pazarında elektrifikasyon 2021'de %37,6 seviyesindeyken 2025 itibarıyla %61,3'e yükselerek satışların çoğunluğunu oluşturur hale gelmiştir. Bu artışta özellikle hibrit (HEV) segmentindeki güçlü büyüme belirleyici olurken, tam elektrikli araçlar (BEV) 2024'teki geçici yavaşlamanın ardından 2025'te yeniden ivme kazanmıştır; şarjlı hibritler (PHEV) ise dönem boyunca daha yatay ve dalgalı bir seyir izlemiştir.

2026 Beklentileri ve Sektörel Dinamikler

2026 yılı için sektör görünümü “yüksek büyüme” senaryosundan ziyade “kontrollü denge” çerçevesinde şekillenmektedir.

Talep Tarafı

Ocak-Şubat verileri iç piyasada talebin korunduğunu göstermektedir. Ancak 2026 genelinde agresif bir pazar genişlemesinden ziyade istikrarlı bir seyir beklenmektedir. Faizlerde olası kademeli normalleşme, yılın ikinci yarısında talebi destekleyebilir.

Elektrikli Araç Trendinin Güçlenmesi

Hem Avrupa hem Türkiye verileri elektrikli araç payının artmaya devam ettiğini göstermektedir. 2026'da bu segmentin pazar kompozisyonunda daha belirleyici hale gelmesi beklenmektedir.

İhracat Dengesi

Avrupa'da sınırlı büyüme ortamı devam ettiği sürece ihracat tarafında güçlü sıçrama beklenmemektedir. Ancak mevcut kapasitenin korunması ve pazar payının sürdürülmesi temel hedef olacaktır.

Fiyatlama ve Marj Dinamikleri

Talebin aşırı güçlü olmaması fiyatlama disiplini kritik hale getirmektedir. Kampanya yoğunluğu ve rekabet ortamı marjlar üzerinde baskı oluşturabilir. 2026, hacim artışı değil verimlilik ve maliyet yönetimi yılı olabilir.

2026'ya girerken hem Avrupa hem Türkiye verileri, sektörün artık klasik döngüsel toparlanma fazından yapısal dönüşüm fazına geçtiğini gösteriyor. ACEA raporları ve beklentilerinde toplam pazarın yatay-ılımlı artış bandında sıkışması, buna karşılık elektrikli ve düşük emisyonlu araçların kompozisyonundaki ağırlığını artırması; ODMD verilerinde ise iç pazarda talebin tamamen kaybolmadığını ancak kredi koşulları ve fiyat seviyesi nedeniyle daha seçici bir zemine oturduğunu görüyoruz.

Bu tablo, üreticiler açısından “ne kadar sattığın” kadar “hangi ürünü, hangi maliyet yapısıyla ve hangi kanalda sattığın” sorusunu kritik hale getiriyor. Avrupa'daki zayıf makro zemine rağmen ihracat tarafında sert bir daralma olmaması, kapasite kullanımının korunabileceğine işaret ederken; iç pazarda finansman koşullarındaki olası normalleşme talebi ani bir sıçramadan ziyade kademeli bir toparlanma patikasına taşıyabilir. **Dolayısıyla 2026, agresif hacim büyümesinden çok ürün karmaşı optimizasyonu, fiyatlama disiplininin korunması ve operasyonel verimlilik üzerinden rekabet avantajı yaratabilen oyuncuların ayrışacağı bir yıl olmaya aday görünüyor.**

Doğuş Otomotiv (DOAS) – Hedef Fiyat: 291 TL, Tavsiye: AL

Doğuş Otomotiv, distribütör yapısı gereği iç pazara daha duyarlı bir yapıya sahiptir.

2025 yılı boyunca çok markalı portföy avantajı korunmuş, binek segment ağırlıklı yapı devam etmiştir. Satış sonrası hizmetler ve operasyonel verimlilik şirket performansını destekleyen temel unsurlar olarak öne çıkmıştır. Öte yandan elektrikli ve hibrit araç payındaki artış, Doğuş Otomotiv'in model karmaşasında dönüşüm ihtiyacını daha belirgin hale getirmiştir.

Şirket raporuna göre:

- Binek araç satışlarında güçlü bir pazar payı korunmuştur.
- Farklı markalar ve segmentlerde dengeli bir satış stratejisi izlenmiştir.
- Elektrikli araç satışları, 2025'te %166,87 artışla 3.628 adetten 9.682 adede yükselmiştir.

2025 yılı Türkiye binek araç pazarında sınırlı büyüme ile geçmesine rağmen, Doğuş Otomotiv'in farklı markalardaki dengeli konumu şirketin pazar payını korumasını sağlamıştır. Elektrikli araç satışlarındaki güçlü artış, büyüme stratejisine katkı sağlarken, iç pazardaki talep dinamiklerinin sınırlı olması, agresif büyümeden ziyade istikrar odaklı bir ortam yaratmıştır.

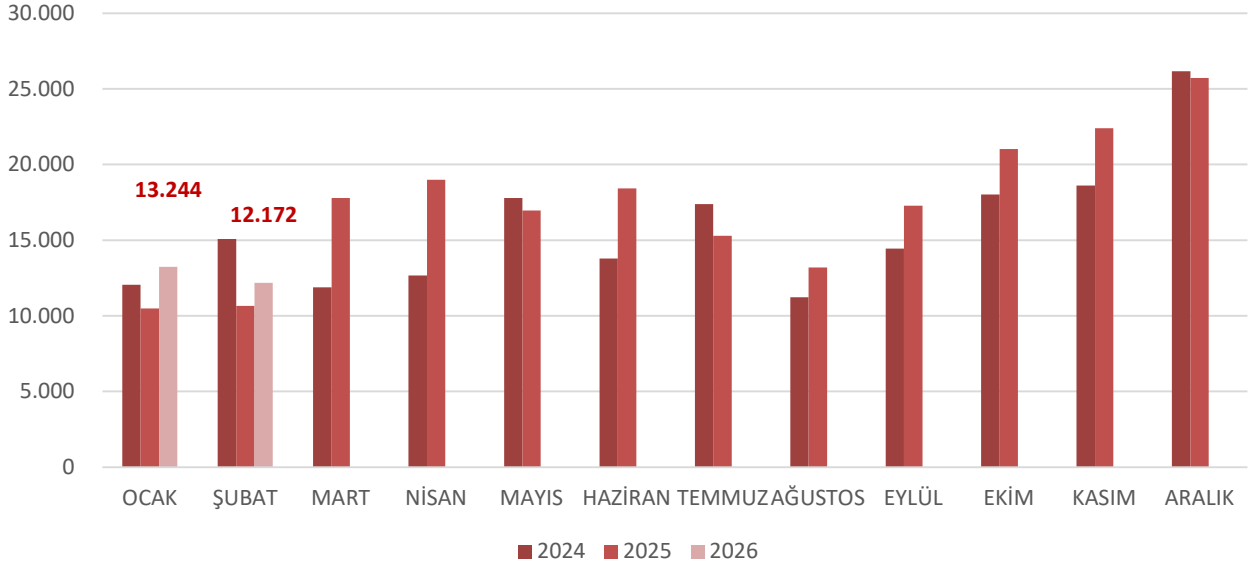
2026 yılında Doğuş Otomotiv açısından belirleyici unsurlar:

- İç pazar büyüklüğü,
- Kampanya yoğunluğu,
- Fiyatlama disiplini,
- Elektrikli araç penetrasyonu.

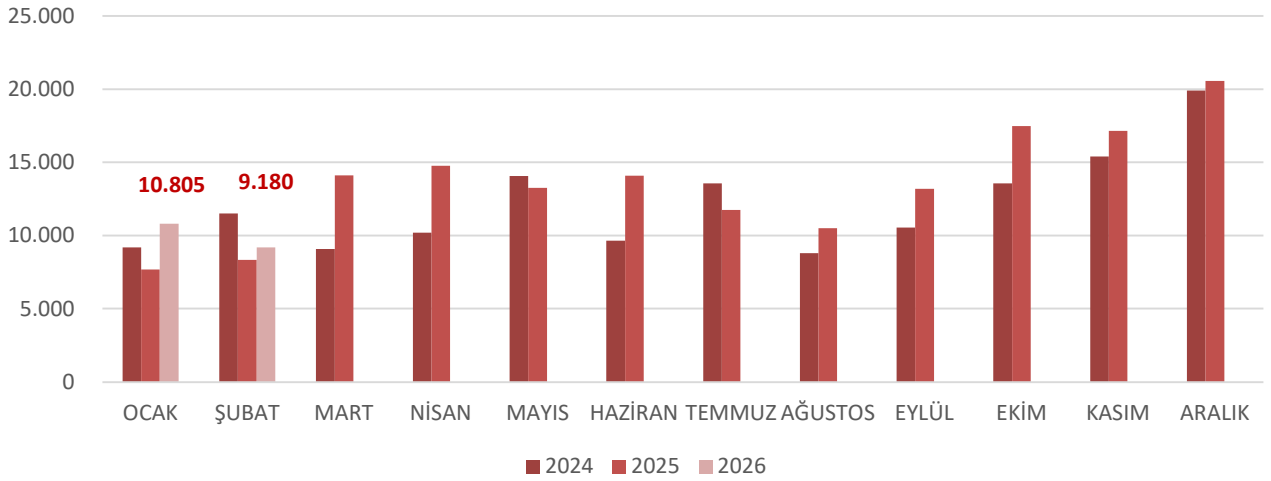
	2025 Sonuçları	2026 Beklentileri
Toplam Otomotiv Pazarı (Binek, Hafif Ticari, Ağır Ticari)	1.375,9 bin	1.100+ bin
Doğuş Otomotiv Satış Adetleri (Škoda hariç)	162,8 bin	117 bin
Yatırım Harcaması	4,6 milyar TL	5,2 milyar TL

(Kaynak: Doğuş Otomotiv 4Ç25 Analist Sunumu)

2025 yılı sonuçlarına göre şirketin Škoda hariç satış adedi 162,8 bin seviyesinde tamamlanmıştır. 2026 yılı için şirket öngörülleri, toplam otomotiv pazarında 1.100 binin üzerinde bir seviyeye işaret ederken, Doğuş Otomotiv satışlarının (Škoda hariç) 117 bin adede gerilemesini beklemektedir; bu durum şirketin yıl başında muhafazakâr bir yaklaşım benimsediğini, ancak çeyrek bazlı performans ve pazar dinamiklerine bağlı olarak beklentilerini revize etme esnekliğine sahip olduğunu göstermektedir. Yatırım tarafında ise 2025'te 4,6 milyar TL olan harcamaların 2026'da 5,2 milyar TL'ye yükselmesi planlanmakta, bu artışın öncelikli olarak operasyonel verimlilik, elektrikli araç ve dijitalleşme yatırımlarına yönlendirileceği öne çıkmaktadır. Kârlılıkta ise hacimden ziyade maliyet kontrolü ve fiyatlama disiplini belirleyici olacaktır.



Grafik 8: Doğu Otomotiv Toplam Satış Adetleri



Grafik 9: Škoda Hariç Doğu Otomotiv Satış Adetleri

2026'nın ilk iki ayı itibarıyla toplam satış adedi 25.416'ya yükselerek 2025'e göre yaklaşık %20,18 artış, 2024'e göre ise %6,32 azalış göstermiştir. Skoda hariç satış adedi ise 19.985 ile 2025'e kıyasla yaklaşık %24,87 yükselmiş, 2024'e göre %3,33 azalmıştır.

Bu görünüm, 2026 yılına güçlü bir hacim başlangıcı yapıldığını göstermektedir. Özellikle 2025'e kıyasla satış adetlerindeki çift haneli artış, yılın ilk döneminde talep tarafının canlı seyrettiğine işaret etmektedir. Bununla birlikte satışların 2024 seviyelerinin sınırlı da olsa altında kalması, pazarın yüksek baz etkisi sonrası daha dengeli bir normalleşme sürecine girdiğini düşündürmektedir. Distribütör yapısı ve dönemsel kampanyaların etkisiyle satış hacmi desteklenirken, bu durumun yıl boyunca marjlar üzerinde belirli ölçüde baskı yaratma potansiyeli bulunmaktadır. Bu çerçevede 2026'nın sektör genelinde olduğu gibi Doğu Otomotiv açısından da hacim ile kârlılık dengesinin dikkatle yönetileceği bir yıl olacağına işaret etmektedir.

Yatırım Teması

Doğuş Otomotiv (DOAS), Türkiye'nin en geniş otomotiv distribütör portföyüne sahip şirketlerinden biridir. Volkswagen Binek, Audi, SEAT, Cupra, Škoda, Porsche, Bentley, Lamborghini, Volkswagen Ticari Araç ve Scania markalarının Türkiye distribütörlüğünü yürütmektedir. 1994 yılında Volkswagen distribütörlüğü ile faaliyetlerine başlayan şirket, bugün 10,9 milyonu aşkın müşteri tabanı ve 2,5 milyondan fazla satılan araç ile güçlü bir otomotiv platformuna dönüşmüştür.

2025 yılında toplam satışlar 208 bin adedi aşarak yıllık bazda yaklaşık %10 artış göstermiş, binek araç segmentinde %16,9 pazar payı ile liderlik korunmuştur. Hasılat 255,78 milyar TL'ye ulaşarak %4 büyüme kaydetmiştir. Ancak yıl boyunca artan fiyat rekabeti, finansal giderlerdeki yükseliş ve 4Ç25'te kaydedilen 2,192 milyar TL net zarar nedeniyle net kâr 3,078 milyar TL'ye gerilemiş (2024: 10,004 milyar TL) ve kârlılık tarafında belirgin bir zayıflama görülmüştür.

Yatırım temamız dört ana unsur üzerine kuruludur:

- Çoklu marka portföyünün sağladığı pazar payı dayanıklılığı,
- Lüks segment ağırlığının artmasıyla ortalama satış fiyatındaki (ASP) yükseliş,
- Elektrifikasyon dönüşümünde erken konumlanma,
- Cazip çarpan iskontosu ve yüksek temettü verimi.

Çoklu Marka Platformu: Yapısal Rekabet Avantajı

Doğuş Otomotiv'in en önemli rekabet avantajı, Türkiye otomotiv pazarında tek bir distribütör altında en geniş marka portföyüne sahip olmasıdır. Bu yapı sayesinde şirket, pazarın hemen her segmentine hitap edebilmektedir. SEAT gibi giriş segment markalardan Porsche ve Lamborghini gibi ultra lüks markalara, Volkswagen Ticari Araç'tan Scania ağır ticari araçlarına kadar geniş bir ürün gamı sunulmaktadır. Bu çoklu marka yapısı üç temel avantaj sağlamaktadır.

Mix etkisi: Lüks segment satışlarının artması ortalama satış fiyatını yapısal olarak yukarı taşımaktadır. 2025 yılında Audi Türkiye tarihindeki en yüksek satış seviyesine ulaşırken, Porsche pazar payını %8'in üzerine çıkarmıştır. Cupra markası da güçlü büyüme performansı ile elektrikli araç talebindeki artışı yakalamaktadır.

Portföy dayanıklılığı: Herhangi bir markada yaşanan zayıflama diğer markalar tarafından dengelenebilmektedir. 2025 yılında Volkswagen Ticari Araç son sekiz yılın en yüksek satış seviyesine ulaşırken SEAT tarafında görülen daralma Cupra'nın büyümesi ile dengelenmiştir.

Satış sonrası gelirler: Türkiye genelinde 570'ten fazla bayi ve servis noktası bulunan şirket, 2,5 milyon araçlık park üzerinden servis, yedek parça ve sigorta gelirleri yaratmaktadır. Araç parkının yaşlanması ile birlikte satış sonrası gelirlerin toplam gelir içindeki payının artma potansiyeli bulunmaktadır.

Elektrifikasyon: Erken Konumlanma ve D-Charge Altyapısı

Türkiye’de elektrikli araçların pazar payı 2025 yılında %17,7 seviyesine ulaşarak dizel araçların (%7,4) oldukça üzerine çıkmıştır. DOAS bu dönüşümde erken konumlanan oyuncular arasında yer almakta olup portföyünde **Cupra Born, Volkswagen ID serisi, Audi Q4 / Q6 / A6 e-tron ve Porsche Taycan gibi elektrikli modeller** bulunmaktadır.

Şirketin elektrifikasyon stratejisinde en önemli unsur **D-Charge şarj ağıdır**. 2025 yıl sonunda Türkiye’nin 45 ilinde 621 sokete ulaşan D-Charge ağı, şirketin araç satışı, şarj altyapısı ve batarya servis hizmetlerini kapsayan entegre bir ekosistem kurmasına olanak sağlamaktadır.

Yüksek voltajlı batarya onarım merkezlerinin sayısının 7’ye çıkarılması da elektrikli araç sahiplerine yönelik servis altyapısını güçlendirmiştir. Bu yatırımlar kısa vadede maliyet yaratmakla birlikte orta vadede tekrarlayan gelir akışı ve müşteri bağlılığı açısından önemli bir potansiyel taşımaktadır.

Yan Gelir Akışları

Doğuş Otomotiv yalnızca araç distribütörü değil, aynı zamanda farklı mobilite ve hizmet alanlarında faaliyet gösteren bir ekosistem oluşturmuştur.

- DOD ikinci el platformu
- TÜVTÜRK araç muayene istasyonları
- VDF Servis finansal hizmetler
- Doğuş Teknoloji ve Doğuş Sigorta

2025 yılında kurulan **Rota Portföy Yönetimi – D-Venture Fon Sepeti** ise mobilite teknolojileri, bağlantılı araç çözümleri ve yapay zekâ girişimlerine yatırım yapmayı hedeflemektedir. Şirket bu stratejiyi uzun vadede **otomotiv distribütörlüğünden mobilite hizmet sağlayıcılığına dönüşüm** olarak konumlandırmaktadır.

Risk Faktörleri

- Makro riskler: Döviz kuru dalgalanmaları, yüksek faiz ortamı, ÖTV düzenlemeleri,
- Rekabet riskleri: Çinli markaların agresif fiyatlandırmaları,
- Şirkete özgü riskler: Stok yönetimi, distribütör iş modelinin marj sınırlamaları olarak ön plana çıkmaktadır.



Modelleme ve Değerleme

Doğuş Otomotiv için değerlendirme çalışmamızda İndirgenmiş Nakit Akımı (İNA) yöntemini kullanıyoruz. Modelimiz TL bazında kurulmuş olup satış hacmi varsayımlarında şirketin paylaştığı beklentiler, sektör dinamikleri ve son dönem operasyonel performansı dikkate alınmıştır. Bu çerçevede modelimizde otomotiv pazarında 2026 yılı için daha dengeli bir talep görünümü varsayılırken, şirketin çoklu marka portföyünün sağladığı pazar payı dayanıklılığı ve premium segment ağırlığının ortalama satış fiyatı üzerindeki olumlu etkisi korunmaktadır. Elektrifikasyon tarafında Volkswagen Grubu markalarının yeni model lansmanlarının portföye katkı sağlaması beklenirken, kısa vadede distribütör yapısı nedeniyle fiyat rekabeti ve kampanyaların marjlar üzerinde baskı yaratabileceği varsayımı korunmuştur.

Bu varsayımlar altında Doğuş Otomotiv için 291 TL Hedef Fiyat ile AL tavsiyemizi başlatıyoruz.

DOAS	2026/12	2027/12	2028/12	2029/12	2030/12	2031/12
Satışlar	295.949.405.354	355.154.787.905	432.568.266.306	506.096.615.979	588.405.109.348	677.396.126.468
%	15,7%	20,0%	21,8%	17,0%	16,3%	15,1%
EBIT	15.389.369.078	18.823.203.759	23.791.254.647	28.847.507.111	34.715.901.452	41.998.559.841
%	5,2%	5,3%	5,5%	5,7%	5,9%	6,2%
NOPAT	11.542.026.809	14.117.402.819	17.843.440.985	21.635.630.333	26.036.926.089	31.498.919.881
Amortisman (+)	3.255.443.459	3.906.702.667	4.758.250.929	5.060.966.160	5.295.645.984	6.096.565.138
Net İşletme Sermayesi Değişimi (-)	-730.416.550	7.248.678.445	7.425.999.166	6.252.694.306	9.291.695.469	6.843.136.543
Yatırım Harcamaları	-5.179.114.594	-6.392.786.182	-6.488.523.995	-7.591.449.240	-8.237.671.531	-8.128.753.518
Serbest Nakit Akışı	10.348.772.224	4.382.640.859	8.687.168.754	12.852.452.947	13.803.205.073	22.623.594.958
İndirgenmiş Nakit Akışı	7.687.395.799	2.708.704.696	4.404.349.298	6.042.069.524	5.570.369.764	8.764.347.998
İskonto Faktörü	0,74	0,62	0,51	0,47	0,40	0,39

HEDEF FİYAT (TL)	291,00
S.N.A Toplam	29.898.660.382
Artık Değer	59.200.668.270
Firma Değeri	89.099.328.652
Toplam Borç	25.184.576.000,00
Azınlık Payı	61.567.000
Özsermaye Değeri	63.976.319.652
Sermaye	220.000.000

	2026/12	2027/12	2028/12	2029/12	2030/12	2031/12
Risksiz Faiz Oranı	31,0%	23,0%	21,0%	16,0%	15,0%	12,0%
ERP	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%
Beta	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
Özsermaye Oranı	76,0%	77,0%	78,0%	79,0%	80,0%	81,0%
Borç Oranı	24,0%	23,0%	22,0%	21,0%	20,0%	19,0%
Özsermaye Maliyeti	37,5%	29,5%	27,5%	22,5%	21,5%	18,5%
Vergi	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%
Borç Maliyeti	34,0%	26,0%	24,0%	19,0%	18,0%	15,0%
AOSM	34,6%	27,2%	25,4%	20,8%	19,9%	17,1%



	2026/12	2027/12	2028/12	2029/12	2030/12	2031/12
Türkiye Otomotiv Pazarı	1.362.169	1.368.980	1.375.824	1.389.583	1.410.426	1.438.635
	-1,0%	0,5%	0,5%	1,0%	1,5%	2,0%
Hafif Ticari	283.317	283.317	284.734	287.581	291.895	297.733
	-1,0%	0,0%	0,5%	1,0%	1,5%	2,0%
Binek	1.047.002	1.047.002	1.052.237	1.062.760	1.078.701	1.100.275
	-1,0%	0,0%	0,5%	1,0%	1,5%	2,0%
Ağır Ticari	31.849	32.168	32.650	33.140	33.803	34.479
	1,0%	1,0%	1,5%	1,5%	2,0%	2,0%
Lüks	128.424	134.846	141.588	148.667	156.101	163.906
	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%

	2026/12	2027/12	2028/12	2029/12	2030/12	2031/12
Doas Binek Satışlar	159.585	159.585	160.383	160.924	163.112	166.147
	-12,8%	0,0%	0,5%	0,3%	1,4%	1,9%
Skoda Satışlar	44.415	44.415	44.637	45.083	45.534	46.217
	-2,0%	0,0%	0,5%	1,0%	1,0%	1,5%
Doas Binek Satışlar (Skoda hariç)	115.170	115.170	115.746	115.841	117.578	119.930
	-16,3%	0,0%	0,5%	0,1%	1,5%	2,0%
Doas Hafif Ticari Satışlar	23.232	23.232	23.633	23.869	24.519	25.010
	-1,6%	0,0%	1,7%	1,0%	2,7%	2,0%
Doas Ağır Ticari Satışlar	1.610	1.618	1.634	1.651	1.684	1.717
	0,5%	0,5%	1,0%	1,0%	2,0%	2,0%
Doas Toplam Satışlar	184.427	184.435	185.650	186.444	189.315	192.874
	-11,4%	0,0%	0,7%	0,4%	1,5%	1,9%
Doas Toplam Satışlar (Skoda hariç)	140.012	140.020	141.013	141.361	143.781	146.657

Ford Otosan (FROTO) – Hedef Fiyat: 187 TL, Tavsiye: AL

Ford Otosan, 2025 yılında üretim ve ihracat ağırlıklı yapısını koruyarak Türkiye otomotiv sanayisinin ana taşıyıcılarından biri olmaya devam etmiştir. Şirketin üretim hacmi ticari araç segmenti ağırlıklı seyretmiş; özellikle Avrupa pazarına yönelik ihracat hacmi operasyonel performansın belirleyicisi olmuştur.

Şirket raporuna göre:

- Üretim hacmi yüksek kapasite kullanım oranlarıyla sürdürülmüştür.
- İhracat toplam satışlar içinde baskın paya sahiptir.
- Elektrikli ve yeni nesil ticari araç yatırımları üretim planlamasında belirleyici olmuştur.

2025 yılında Avrupa ve İngiltere binek araç pazarı %2,1 ile sınırlı büyüme kaydedip, ticari araç pazarı %8,5 daralmasına rağmen Ford Otosan'ın ticari araç tarafındaki konumu şirketin hacim korumasını sağlamıştır. Ancak Avrupa'daki talep dinamiklerinin güçlü olmaması, agresif büyümeden ziyade istikrar ortamı yaratmıştır.

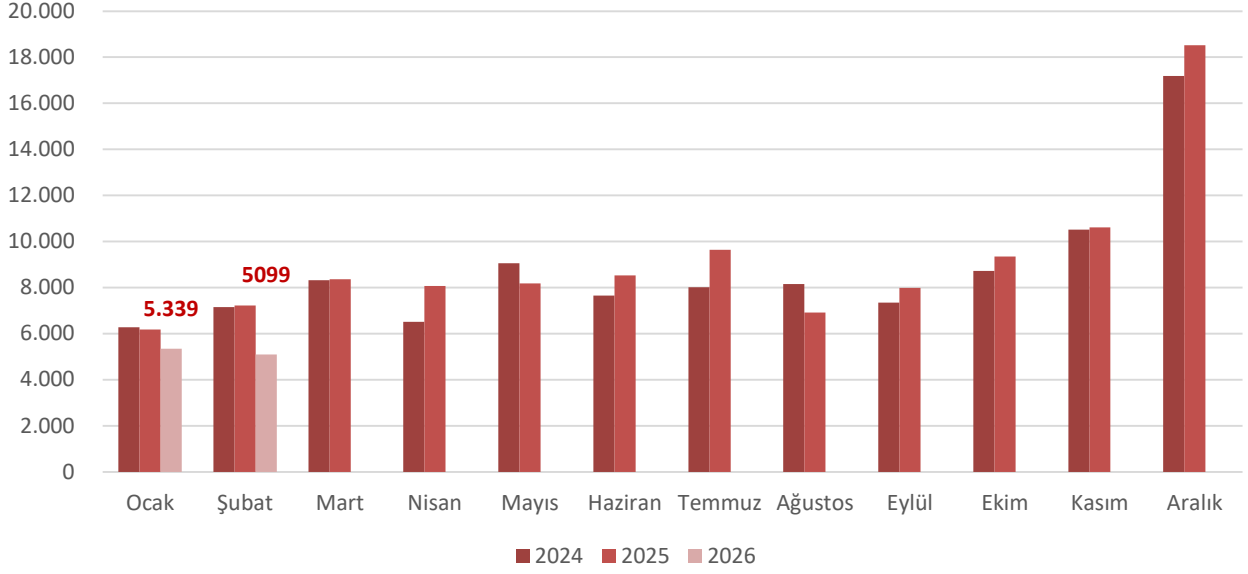
2026 yılı için Ford Otosan tarafında belirleyici unsurlar ise:

- Avrupa ticari araç talebinin seyri,
- Elektrikli model geçiş süreci,
- Üretim verimliliği,
- EUR/TL kuru,
- İhracat hacminin korunması olacaktır.

	2025 Sonuçları	2026 Beklentileri
Toplam Otomotiv Pazarı	1.408 bin	1.300-1.400 bin
Ford Otosan Perakende Satış Adedi	117 bin	90-100 bin
Toplam Yurt Dışı Satış Adedi	603 bin	580-630 bin
Toplam Satış Adedi	725 bin	670-730 bin
Toplam Üretim Adedi	700 bin	690-740 bin
Yatırım Harcaması	410 milyon €	300-400 milyon €
Satış Gelirleri Büyümesi	7%	Yüksek Tek Haneli
Düzeltilmiş FAVÖK Marjı	8%	%7-8

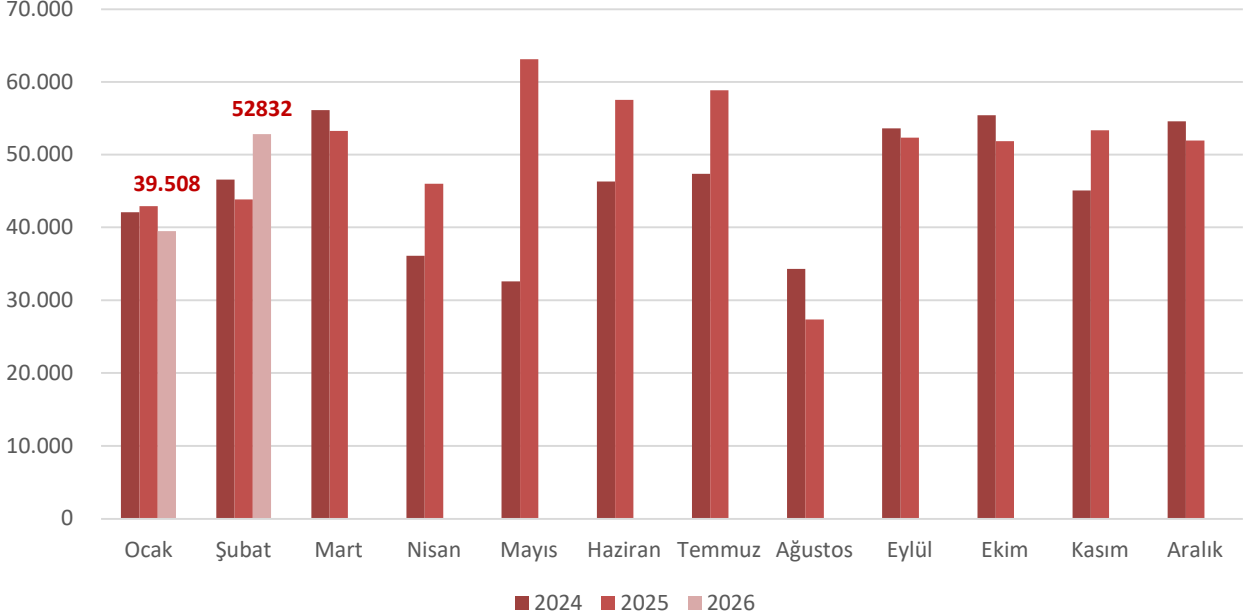
(Kaynak: Ford Otosan 4Ç25 Analist Sunumu)

ACEA beklenti raporlarına göre 2026'da Avrupa ticari araç pazarında sınırlı artış beklentisi, dengeli ancak sıçramasız bir ihracat görünümüne işaret etmektedir. Bu çerçevede Ford Otosan'ın 2026 beklentilerinde satış ve üretim tarafında yatay-ılımlı bir bant öngörülürken (670-730 bin satış, 690-740 bin üretim), yatırım harcamalarında normalleşme ve marjda %7-8 bandının korunması dikkat çekmektedir. Elektrifikasyon yatırımlarının daha görünür hale gelmesi şirketi stratejik olarak güçlendirirken, **2026'da kârlılık tarafında belirleyici unsur hacim artışından ziyade maliyet kontrolü ve fiyatlama disiplini olacaktır.**



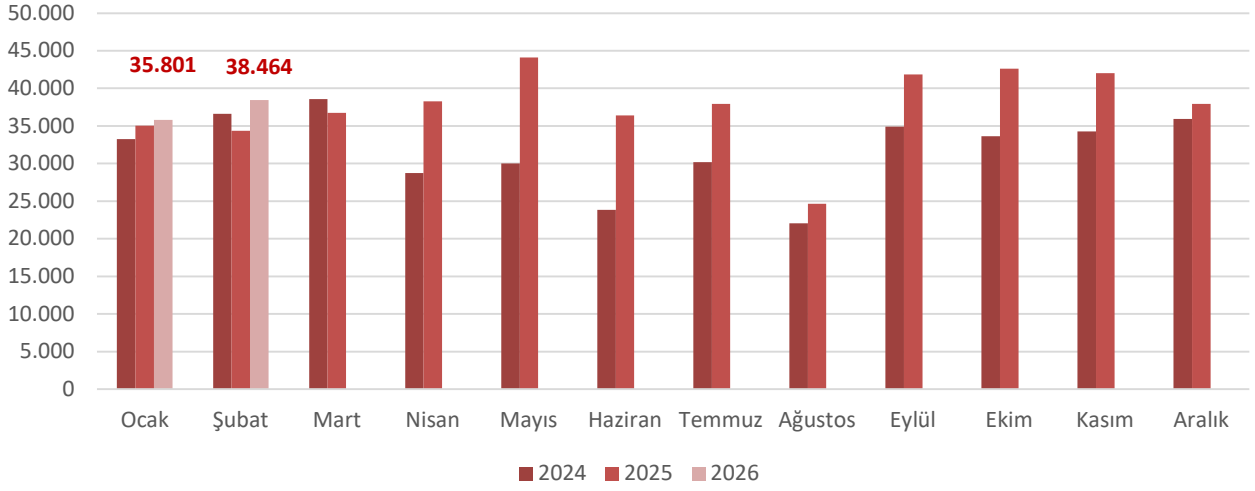
Grafik 10: Ford Otosan Yurt İçi Satış Adetleri

Ford Otosan'ın Ocak-Şubat aylarında toplam yurt içi satışları 2024'te 13.427 adet olarak gerçekleşirken, 2025'te 13.405 adetle yıl bazında yatay bir seyir izlemiştir. **2026 Ocak-Şubat aylarında ise toplam satışlar 10.438 adet seviyesine inmiş ve 2025'e göre yaklaşık %22,13, 2024'e göre ise yaklaşık %22,26 düşüş kaydetmiştir.**



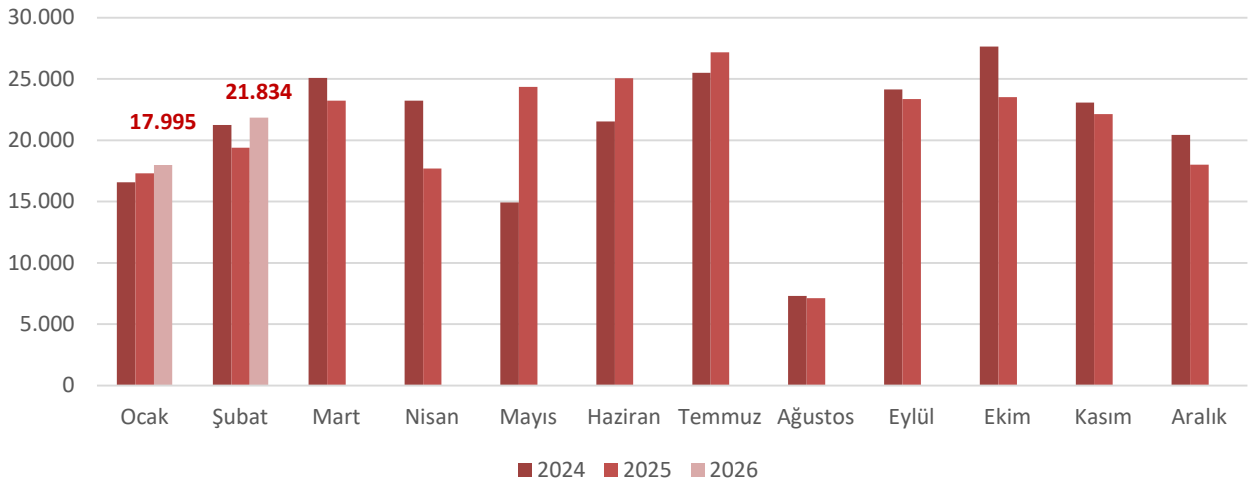
Grafik 11: Ford Otosan Yurt Dışı Satış Adetleri

Ford Otosan'ın Ocak-Şubat aylarında toplam yurt dışı satışları 2024'te 88.641 adet iken, 2025'te 86.734 adede düşerek yıllık bazda yaklaşık %2,15 azalış göstermiştir. **2026 Ocak-Şubat aylarında ise toplam satışlar 92.340 adede yükselerek 2025'e göre yaklaşık %6,46, 2024'e göre ise yaklaşık %4,17 artış kaydetmiştir.**



Grafik 12: Ford Otosan Türkiye Üretim Adetleri

Ford Otosan'ın Türkiye'deki üretim hacmi yılın ilk iki ayında sınırlı ancak istikrarlı bir artış göstermiştir. 2024 yılında Ocak-Şubat döneminde toplam üretim 69.862 adet seviyesinde gerçekleşirken, 2025 yılında bu rakam 69.379 adet ile yatay bir seyir izlemiştir. 2026 yılının aynı döneminde ise üretim 74.265 adede yükselerek 2025'e kıyasla yaklaşık %7,04, 2024'e göre ise yaklaşık %6,30 artış kaydetmiştir. Bu görünüm, şirketin üretim tarafında kapasite kullanımını koruyarak yeni yılda daha güçlü bir başlangıç yaptığını ve ihracat talebini destekleyecek şekilde üretim hacmini artırdığını göstermektedir.



Grafik 13: Ford Otosan Romanya Üretim Adetleri

Ford Otosan'ın Romanya operasyonlarındaki üretim hacmi yılın ilk iki ayında sınırlı da olsa artış sergilemiştir. 2024 yılında Ocak-Şubat döneminde toplam üretim 37.811 adet seviyesinde gerçekleşirken, 2025 yılında bu rakam 36.678 adet ile yıllık bazda yaklaşık %3,00 gerilemiştir. 2026 yılının aynı döneminde ise üretim 39.829 adede yükselerek 2025'e kıyasla yaklaşık %8,59, 2024'e göre ise yaklaşık %5,34 artış kaydetmiştir. Bu görünüm, Romanya tesislerinde üretim temposunun yeniden hızlandığını ve yılın ilk aylarında üretim tarafında toparlanma eğiliminin güçlendiğini göstermektedir.

AB’de ICE Yasağının Esnetilmesi

Avrupa Komisyonu 16 Aralık 2025 tarihinde otomobil ve hafif ticari araçlar için 2035 yılı CO₂ emisyon azaltım hedefini %100’den %90 seviyesine indirerek, içten yanmalı motorlu (ICE) araçlara yönelik fiili yasağı önemli ölçüde esnetmiştir. Yeni düzenleme kapsamında üreticiler 2035 sonrasında da ICE, plug-in hibrit (PHEV), range-extender ve mild-hybrid araç satışlarını sürdürebilecektir. Kalan %10’luk emisyon hedefinin ise düşük karbonlu çelik kullanımı, e-yakıtlar ve biyoyakıtlar gibi mekanizmalar aracılığıyla telafi edilmesi planlanmaktadır.

Bu gelişme Ford Otosan açısından çok yönlü pozitif bir çerçeve oluşturmaktadır. Öncelikle düzenleme, şirketin mevcut dizel Transit ürün gamının ekonomik ömrünü uzatarak kısa ve orta vadeli talep görünümünü desteklemektedir. Ford Otosan’ın Kocaeli tesislerinde dizel, PHEV ve tam elektrikli Transit Custom modellerinin aynı üretim hattında üretilmesi, şirketin çoklu güç aktarma organı (multi-powertrain) stratejisini AB regülasyonlarıyla uyumlu hale getirmektedir. Yeniköy Fabrikası’nda Transit Custom modelinin 1.000’in üzerinde varyantının 83 ihracat pazarı için üretilmesi de bu esnekliği destekleyen önemli bir operasyonel avantajdır.

Düzenleme ayrıca hafif ticari araç (LCV) segmenti için sağlanan ek esneklikler nedeniyle Ford Otosan’ın çekirdek faaliyet alanı açısından daha da olumlu değerlendirilmektedir. Avrupa Otomobil Üreticileri Birliği (ACEA), LCV segmenti için compliance averaging (ortalama uyum mekanizması) ve 2030 hedeflerinde esneklik gibi uygulamaları sektör açısından destekleyici bir adım olarak değerlendirmiştir. Ford’un Avrupa LCV pazarında 11 yıldır lider konumda bulunması ve Ford Otosan’ın Ford’un Avrupa’daki ticari araç satışlarının yaklaşık %79’unu üretmesi, bu düzenlemenin şirket açısından doğrudan operasyonel destek anlamına gelmesini sağlamaktadır.

Öte yandan söz konusu düzenleme, şirketin son yıllarda gerçekleştirdiği elektrikli araç yatırımlarının stratejik önemini azaltmak yerine üretim esnekliğini artıran bir unsur olarak öne çıkmaktadır. Ford Otosan, 2021 yılında başladığı yatırımı sayesinde Kocaeli fabrikalarını içten yanmalı, hibrit ve tam elektrikli araç üretimini aynı ekosistem içinde gerçekleştirebilen entegre bir üretim merkezine dönüştürmüştür. Halihazırda E-Transit, E-Transit Custom, E-Tourneo Courier ve Puma Gen-E gibi tamamen elektrikli modeller üretim hattında yer almaktadır. Bu çerçevede ICE düzenlemesindeki esneklik, Ford Otosan’ın talebin farklı güç aktarma organlarına kaydığı senaryolarda üretim yapısını koruyabilmesini sağlayan “powertrain-agnostic (motor tipinden bağımsız)” modelini daha değerli hale getirmektedir.

Bununla birlikte Avrupa otomotiv pazarındaki talep görünümü kısa vadede sınırlı bir risk unsuru oluşturmaya devam etmektedir. Ocak 2026 itibarıyla Avrupa’da bataryalı elektrikli araçların (BEV) pazar payı yaklaşık %19,3 seviyesinde kalırken, 2025 yılında Avrupa hafif ticari araç pazarı %8,5 daralma göstermiştir. Bu çerçevede ICE tarafındaki regülasyon esnekliği, zayıf talep koşullarında Ford Otosan’ın satış hacmini destekleyen önemli bir unsur olarak değerlendirilmektedir.

Industrial Accelerator Act ve “Made in EU” Çerçevesi

Avrupa Komisyonu 4 Mart 2026 tarihinde Industrial Accelerator Act (IAA) taslağını yayımlamış ve otomotiv, çelik ve temiz enerji sektörlerinde kamu alımlarına yönelik yeni üretim ve düşük karbon kriterleri getirmiştir. Yaklaşık 2 trilyon Euro'luk AB kamu alım pazarını kapsayan bu düzenleme, stratejik sektörlerde tedarik zincirinin Avrupa merkezli hale getirilmesini amaçlamaktadır.

Taslağın Ford Otosan açısından kritik noktası, mevcut Gümrük Birliği çerçevesi nedeniyle Türkiye’de üretilen ürünlerin prensipte “AB menşei” kapsamında değerlendirilebilmesidir. Taslağın yürürlüğe girmesi halinde, bu statü resmi olarak uygulanabilir hale gelecektir. Bu durum Türkiye’de üretilen araçların AB kamu ihaleleri ve devlet destek programlarında “Made in EU” statüsünden yararlanabileceği anlamına gelmektedir.

Bu gelişme özellikle ihracat kanallarının sürdürülebilirliği açısından önemli görülmektedir. Avrupa Birliği, Türkiye otomotiv sektörünün ihracatında yaklaşık %80 paya sahip olup Türkiye de AB otomotiv ihracatında yaklaşık %8 pay ile önemli bir tedarikçi konumundadır. Türkiye’nin bu çerçeve dışında kalması durumunda AB’nin giderek daha korumacı hale gelen tedarik politikaları Ford Otosan’ın ihracat kanalları açısından önemli bir risk oluşturabilirdi.

Bununla birlikte düzenleme karşılıklılık prensibi içermektedir. Bu çerçeveden yararlanan ülkelerin kamu ihale pazarlarını AB’ye belirli ölçüde açmaları beklenmektedir. Dolayısıyla Türkiye’nin kamu alım mevzuatının AB standartlarına yakınsaması gündeme gelebilir. Ancak düzenlemenin henüz taslak aşamasında bulunması ve Avrupa Parlamentosu ile Konsey müzakerelerinin devam etmesi nedeniyle bu konu kısa vadede belirleyici bir risk oluşturmamaktadır.

Yatırım Teması

Ford Otosan (FROTO), Türkiye ve Romanya’daki dört üretim merkezinde toplam 934.500 adet yıllık üretim kapasitesi ile Avrupa ticari araç üretiminde en büyük platformlardan biridir. Şirket, Ford Motor Company ve Koç Holding’in eşit pay (%41-%41) kontrolünde, %18 halka açıklık oranına sahip bir yapıya sahiptir.

2025 yılında toplam üretim 700 bin adet, toplam satış 725 bin adet ile şirket tarihinin en yüksek seviyesine ulaşmıştır. Yurt dışı satış gelirleri 15,4 milyar USD ile rekor kırarken, düzeltilmiş FAVÖK marjı %8,0 seviyesinde güçlü operasyonel performans sergilenmiştir. Net finansal borç/FAVÖK rasyosu 2,38x’ten 1,49x’e gerileyerek bilançoda güçlü bir borç azaltımı sağlanmıştır.

Ford Otosan’a ilişkin yatırım temamız beş ana unsur üzerine kuruludur:

- Yatırım döngüsünün zirvesinin geride bırakılması ve SNA gelişimi,
- Elektrifikasyon dönüşümünde kritik eşiklerin aşılması,
- Stratejik ortaklıklar (Ford-VW ve Ford-IVECO) ile ek gelir ve opsiyon değeri,
- Avrupa ticari araç üretiminde lider konumunun sürdürülebilirliği,
- Yüksek ve düzenli temettü ödeme kapasitesi.

Çoklu Üretim Platformu ve Esnek Üretim Modeli

Ford Otosan'ın temel rekabet avantajı, aynı üretim hattında içten yanmalı, hibrit ve tam elektrikli araçları üretebilme kapasitesidir. Bu esneklik sayesinde elektrikli araç talebi artarsa hat kaydırılabilir; talep düşükse ICE kapasitesiyle üretime devam edilebilir. Transit Custom, E-Transit, E-Tourneo Courier ve Puma Gen-E gibi modellerin farklı varyantlarını aynı hatta üretilmekte ve bu yapı, Ford'un Avrupa LCV pazarındaki 11 yıllık liderlik ile Ford'un Avrupa'daki ticari araç satışlarının %79'unun Ford Otosan tarafından üretilmesini desteklemektedir.

Stratejik Ortaklıklar

Ford-VW 1-Ton Ortaklığı: VW'nin 1-ton ticari aracı Yeniköy Fabrikası'nda üretilmekte; 2025'te 1 ton ticari araç üretimi %39 artışla 294.929 adede ulaşmıştır.

Ford-IVECO Ortak Kabin Geliştirme: 2025 anlaşmasıyla 2028 Direct Vision ve karbon hedeflerine uyumlu yeni ağır kamyon kabinleri ortak geliştirilecek. İlk kabinler 2028'e kadar üretime hazır olacak.

Ford Trucks Bağımsız Yapılanma: 15 ton üzeri ağır kamyonların münhasır üretim ve dağıtım hakları korunmakta olup, ihracat operasyonları Ford Otosan Netherlands BV üzerinden yürütülmektedir. Ayrıca Senegal, İngiltere ve İrlanda'da operasyonel ağ genişletilerek, Ford Trucks iş kolunun uluslararası varlığı güçlendirilmiştir.

Ford ile olan maliyet ve ihracat anlaşmaları, değişken pazar ve makroekonomik koşullara karşı şirketin finansal ve operasyonel dayanıklılığını artırmaktadır.

Elektrifikasyon ve Talep Yönetimi

EV/PHEV üretim payı 2024 yılı sonunda %5,5 iken, 2025 yılı sonunda %16'ya yükselmiş ve adet bazında 34.546'dan 110.660'a çıkmıştır. 2026 katalizörleri arasında E-Truck lansmanı ve Avrupa CO₂ düzenlemelerine uyum yer almakta, bu esnek üretim modeli Ford Otosan'a talep belirsizliğinde operasyonel üstünlük sağlamaktadır.

Avrupa Ticari Araç Liderliği

2025 yılında Avrupa ticari araç pazarında Ford, %17,2 pazar payı ile 11 yıldır lider konumunu sürdürmüştür. Türkiye ticari araç ihracatında ise Ford Otosan %87 pay ile güçlü bir ihracat performansı sergilemiştir. Yenilenen ürün portföyü ile birlikte esnek, yüksek kaliteli ve zamanında üretim kabiliyeti, filo yenileme döngüsünden maksimum fayda sağlanmasını mümkün kılmaktadır.

Risk Faktörleri

- Makro riskler: Döviz kuru dalgalanmaları, yüksek faiz ortamı, ÖTV düzenlemeleri
- Sektörel riskler: Avrupa CO₂ düzenlemeleri ve CBAM, Çinli EV üreticilerinin düşük maliyetli rekabeti, mikroçip tedarik kısıtları,
- Şirkete özgü riskler: İşçilik maliyetleri, binek araç portföy daralması, ağır ticari segmentte üretim ve ihracat dalgalanmaları olarak ön plana çıkmaktadır.



Modelleme ve Değerleme

Ford Otosan (FROTO) için değerlendirme çalışmamızda Euro bazlı İndirgenmiş Nakit Akımı (İNA) yöntemini kullanıyoruz. Modelimizde, şirketin 2026 yılı satış hacmi beklentileri, Avrupa ve Türkiye ticari araç pazar dinamikleri ile son dönem operasyonel performansı temel alınmıştır. Bu çerçevede 2026 için Avrupa LCV pazarında sınırlı talep daralması öngörülmüşken, Ford Otosan'ın esnek üretim modeli ve çoklu güç aktarma organı portföyü ile LCV segmentindeki lider konumu değerlemeye yansıtılmıştır. Ayrıca elektrikli araç yatırımlarının artan payı ve üretim esnekliğinin uzun vadede operasyonel dayanıklılık sağlayacağı varsayılmıştır. Bu temel varsayımlar doğrultusunda hedef fiyatımız, şirketin güçlü serbest nakit akışı yaratma kapasitesi ve sürdürülebilir pazar liderliği göz önünde bulundurularak hesaplanmıştır.

Bu varsayımlar altında Ford Otosan için 187 TL Hedef Fiyat ile AL tavsiyemizi başlatıyoruz.

FROTO	2026/12	2027/12	2028/12	2029/12	2030/12	2031/12
Satışlar	16.981.192.825	17.256.795.103	17.448.912.451	17.706.977.250	18.311.680.481	19.024.017.060
%	-1,3%	1,6%	1,1%	1,5%	3,4%	3,9%
EBIT	789.625.466	905.981.743	1.029.485.835	1.133.246.544	1.300.129.314	1.464.849.314
%	4,6%	5,3%	5,9%	6,4%	7,1%	7,7%
NOPAT	592.219.100	679.486.307	772.114.376	849.934.908	975.096.986	1.098.636.985
Amortisman (+)	356.605.049	362.392.697	366.427.161	354.139.545	366.233.610	380.480.341
Net İşletme Sermayesi Değişimi (-)	230.485.921	-113.961.219	-80.401.635	-121.667.164	-63.057.030	-47.070.162
Yatırım Harcamaları	-356.605.049	-345.135.902	-331.529.337	-318.725.591	-311.298.568	-304.384.273
Serbest Nakit Akışı	361.733.179	810.704.321	887.413.836	1.007.016.027	1.093.089.057	1.221.803.215
İndirgenmiş Nakit Akışı	328.899.174	677.125.340	679.060.003	707.146.859	705.564.703	726.119.840
İskonto Faktörü	0,91	0,84	0,77	0,70	0,65	0,59

HEDEF FİYAT	187,00
S.N.A Toplam	3.788.552.745
Artık Değer	11.007.049.981
Firma Değeri	14.795.602.726
Toplam Borç	1.966.050.042,42
Azınlık Payı	0
Özsermaye Değeri	12.829.552.684
Sermaye	3.509.100.000

	2025/12	2026/12	2027/12	2028/12	2029/12	2030/12	2031/12
Risksiz Faiz Oranı	5,5%	5,4%	5,3%	5,2%	5,1%	5,0%	4,9%
ERP	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%
Beta	56,0%	58,0%	60,0%	60,0%	60,0%	60,0%	60,0%
Özsermaye Oranı	44,0%	52,0%	40,0%	40,0%	40,0%	40,0%	40,0%
Borç Oranı	12,0%	11,9%	11,8%	11,7%	11,6%	11,5%	11,4%
Özsermaye Maliyeti	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%
Vergi	8,0%	7,9%	7,8%	7,7%	7,6%	7,5%	7,4%
Borç Maliyeti	56,0%	58,0%	60,0%	60,0%	60,0%	60,0%	60,0%
AOSM	9,4%	10,0%	9,4%	9,3%	9,2%	9,2%	9,1%
Düzeltilmiş EBITDA (%)	7,9%	8,3%	8,9%	9,3%	10,0%	10,6%	10,6%



	2026/12	2027/12	2028/12	2029/12	2030/12	2031/12
Türkiye Otomotiv Pazarı	1.350.000	1.390.500	1.432.215	1.475.181	1.519.437	1.565.020
Hafif Ticari Araç Pazarı	151.000	151.755	153.273	155.572	158.683	161.857
Orta Ticari Araç Pazarı	128.622	129.265	130.558	132.516	135.166	137.870
Kamyon Pazarı	33.394	33.894	34.403	34.919	35.617	36.330
Binek Araç Pazarı	1.036.985	1.075.585	1.113.982	1.152.175	1.189.970	1.228.964
Corrier + Connect Satış Adedi	33.975	33.386	32.954	32.670	32.530	32.371
1 Ton + 2 Ton + Ranger Satış Adedi	43.731	43.950	44.390	45.055	47.308	48.254
Kamyon Satış Adedi	7.514	7.626	7.913	8.031	8.370	8.719
Puma Satış Adedi	16.592	17.209	17.824	18.435	17.850	18.434
Toplam Türkiye Satış Adedi	101.812	102.172	103.080	104.192	106.058	107.779

	2026/12	2027/12	2028/12	2029/12	2030/12	2031/12
Avrupa Ticari Araç Pazarı	2.156.568	2.188.917	2.221.751	2.266.186	2.311.509	2.357.740
Avrupa Binek Araç Pazarı	13.100.221	13.362.226	13.629.470	13.902.059	14.180.101	14.463.703
Froto Avrupa Binek Araç Payı	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%
Froto Avrupa Binek Araç Satış Adedi	157.203	160.347	163.554	166.825	170.161	173.564
Froto Avrupa Ticari Araç Satış Adedi	438.641	436.591	429.661	422.890	427.151	431.457
2 Ton Ticari Satış Adedi	109.275	114.738	112.444	110.195	111.297	112.410
1 Ton Ticari Satış Adedi	270.965	262.836	257.579	252.428	254.952	257.501
Transit Corrier Satış Adedi	55.291	55.844	56.403	56.967	57.536	58.112
Kamyon Satış Adedi	3.110	3.172	3.236	3.300	3.366	3.434
Froto Yurt Dışı Satış Adedi	595.844	596.938	593.215	589.714	597.313	605.021

Tofaş Otomobil (TOASO)

Tofaş Türk Otomobil, 2025 yılında hem iç pazar hem ihracat tarafında dengeli bir performans sergilemiştir.

Şirket raporuna göre:

- Üretim kapasitesi etkin kullanılmıştır.
- İç pazarda pazar payı korunmuştur.
- Model gamındaki dönüşüm ve ürün çeşitliliği önem kazanmıştır.

2025 yılında elektrikli ve hibrit araç payındaki artış, Tofaş'ın ürün stratejisinde belirleyici bir faktör haline gelmiştir. Avrupa pazarındaki dönüşüm süreci şirketin uzun vadeli planlamasında kritik rol oynamaktadır.

2026 yılı için Tofaş açısından öne çıkan başlıklar:

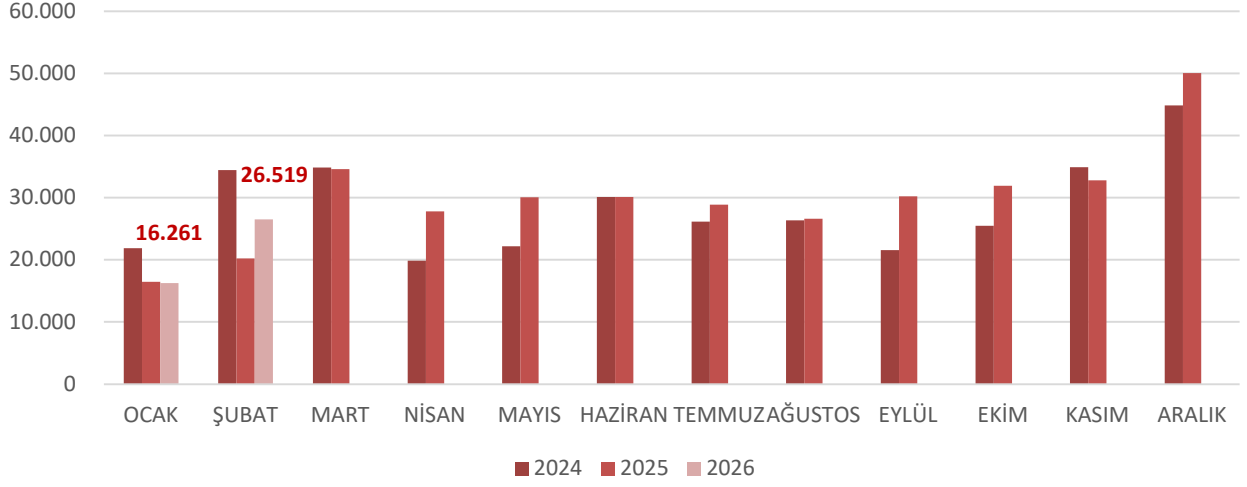
- İç pazar talebinin seyri,
- Avrupa'daki binek araç talebi,
- Elektrikli araç dönüşüm süreci,
- Model geçiş takvimi,
- Stellantis Türkiye operasyonlarına bağlı inorganik büyüme, entegrasyon süreci.

	2025 Sonuçları	2026 Beklentileri
Yurt İçi Hafif Araç Pazarı	1,37 milyon	1,3-1,4 milyon
Tofaş Yurt İçi Pazar Satış Adedi	360 bin	350-370 bin
İhracat Adetleri	47 bin	65-75 bin
Toplam Üretim Adedi	132 bin	140-150 bin
Yatırımlar	154 milyon €	250 milyon €
Vergi Öncesi Kar Marjı (2026)	%4,10	%3-4
Vergi Öncesi Kar Marjı (2028)	%4,10	%5-7

(Kaynak: Tofaş Türk Otomobil 4Ç25 Analist Sunumu)

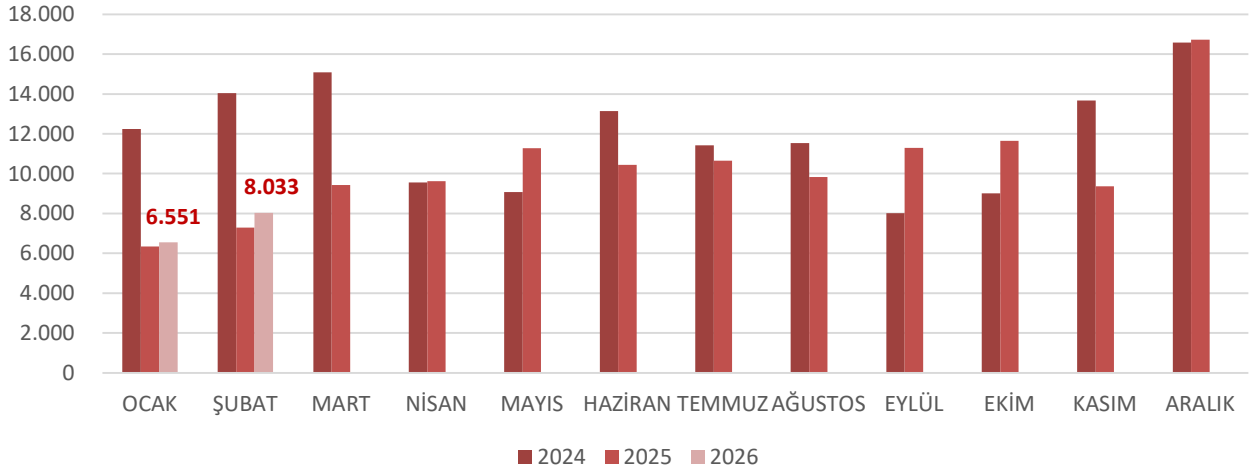
Stellantis markalarının Tofaş bünyesine geçmesi, şirketin faaliyet alanını genişleterek dağıtım tarafında ölçek artışı yaratmaktadır. Bu gelişme, Tofaş'ın yalnızca üretim ve ihracat performansı ile değil, aynı zamanda genişleyen marka portföyünün iç pazardaki katkısıyla da değerlendirileceği yeni bir döneme işaret etmektedir.

ODMD Ocak-Şubat 2026 verileri pazarın güçlü bir daralma yaşamadığını göstermekte ve bu tablo Tofaş Türk Otomobil için yılın başlangıcında olumlu bir zemin oluşturmaktadır. Bununla birlikte şirketin **hem distribütör hem de üretim** tarafında faaliyet göstermesi nedeniyle marj dinamikleri daha hassas bir yapı sergilemektedir. Kampanyalı satışların artması ve maliyet baskıları brüt kârlılık üzerinde baskı yaratabilir. **Bu çerçevede 2026 yılı, Tofaş Türk Otomobil açısından hacim korunumu ile marj yönetimi arasındaki dengenin dikkatle sağlanacağı bir dönem olacaktır.**



Grafik 14: Tofaş Türk Otomobil Toplam Yurt İçi Satış Adetleri

2026 yılının Ocak-Şubat döneminde toplam satış adedi 42.780 olarak gerçekleşmiş olup, 2025'in aynı dönemine göre yaklaşık %16,00'lık bir artış, 2024'ün Ocak-Şubat toplamına kıyasla ise yaklaşık %32,20'lik belirgin bir düşüş göstermektedir. **Ancak burada özellikle vurgulanması gereken nokta, söz konusu verilerin Stellantis markalarının satış etkisini içeriyor olmasıdır; başka bir ifadeyle 2024 yılı rakamları da dâhil olmak üzere seri, sanki Stellantis satışları ilgili dönemlerde Tofaş tarafından gerçekleştirilmiş gibi oluşan konsolide bir görünüm sunmaktadır.** Bu nedenle yıllar arası karşılaştırma yapılırken baz etkisinin ve marka yapısındaki değişimin dikkate alınması gerekmektedir.



Grafik 15: Stellantis-Türkiye Hariç Tofaş Türk Otomobil Yurt İçi Satış Adetleri

2026 yılının Ocak-Şubat döneminde toplam satış adedi 14.584 olarak gerçekleşmiş olup, 2025'in aynı dönemine göre yaklaşık %53,0'lık güçlü bir artış göstermektedir. Buna karşılık 2024'ün Ocak-Şubat toplamına kıyasla yaklaşık %21,3 daha düşük bir seviyededir. Bu tablo, 2025'teki zayıf bazın ardından güçlü bir toparlanmaya işaret ederken, 2024 seviyelerinin ise henüz yakalanamadığını göstermektedir.

YASAL UYARI

Burada yer alan bilgiler Marbaş Menkul Değerler tarafından bilgilendirme amacıyla hazırlanmıştır. Yatırım sinyal, bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde sunulmaktadır. Burada yer alan sinyal, yorum ve tavsiyeler, herhangi bir yatırım aracının alım satım önerisi ya da getiri vaadi olarak yorumlanmamalıdır. Bu görüşler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir ve sadece burada yer alan bilgilere ve sinyallere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Burada yer alan sinyaller, fiyatlar, veriler ve bilgilerin tam ve doğru olduğu garanti edilemez; içerik, haber verilmeksizin değiştirilebilir. Tüm sinyal ve veriler, Marbaş Menkul Değerler tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan alınmıştır. Bu sinyal ve kaynakların kullanılması nedeni ile ortaya çıkabilecek hatalardan ve zararlardan Marbaş Menkul Değerler sorumlu değildir.

ARAŞTIRMA BİRİMİ

İletişim Bilgileri:

✉ iletisim@marbasmenkul.com.tr

☎ +90 (212) 286 30 00 / 331

☎ +90 (212) 286 30 50

📍 Esentepe Mah. Ecza Sk. Safter İş Hanı
No:6, İç Kapı:7, Şişli/İstanbul