

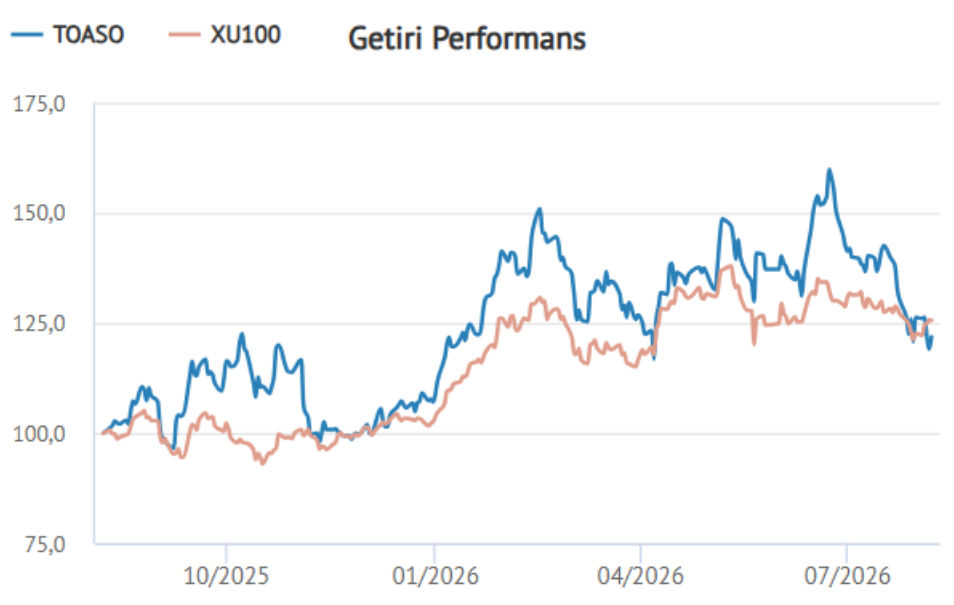
TOFAŞ TÜRK OTOMOBİL FABRİKASI A.Ş.

Rota Değişiyor 'Yurtiçi Hacimden İhracat ve Kârlılığa'

10.08.2026

	TOASO
Tavsiye	ALIM
Son Fiyat:	265,50
Hedef Fiyat:	433,00
Getiri Potansiyeli:	63,1%
Piy. Değeri:	131.500
Firma Değeri:	190.634
Halka Açıklık Oranı:	24,1%
HAPD:	31.704,0
Yıllık Ort. Hacim:	1.192,6

Hisse Perf.	Ay	6 Ay	Yıl
TL	-12,0%	-10,5%	13,8%
USD	-13,5%	-18,1%	2,7%
Relatif	-7,5%	-12,1%	-7,0%



Gelir Tablosu (Mio TL)	2021	2022	2023	2024	2025	2Ç25	2Ç26
Net Satış	29,684	124,019	184,229	157,420	319,414	93,959	106,687
Değişim %	26.01	317.79	48.55	-14.55	102.91	185.82	9.02
Brüt Kâr	5,828	16,010	33,437	17,503	20,627	6,849	7,152
Değişim %	81.37	174.69	108.85	-47.65	17.85	63.37	-0.89
FAVÖK	5,794	18,115	28,383	12,147	9,998	3,192	2,277
Değişim %	91.51	212.65	56.68	-57.20	-17.69	-13.58	-33.13
Net Parasal Pozisyon Kazanç(Kayıp)	0	2,181	-3,295	-6,306	-53		
Değişim %							
Net Kar/Zarar	3,281	9,374	21,777	6,834	8,354	2,300	3,302
Değişim %	83.91	185.68	132.31	-68.62	22.23	33.08	33.68
Karlılık Oranları	2021	2022	2023	2024	2025	2Ç25	2Ç26
Brüt Kâr Marjı %	19.63	12.91	18.15	11.12	6.46	7.32	6.65
FAVÖK Marjı %	19.52	14.61	15.41	7.72	3.13	3.58	2.19
Net Kar Marjı %	11.05	7.56	11.82	4.34	2.62	2.52	3.09
Özsermaye Karlılığı %	71.11	36.26	40.90	15.06	15.42	0.19	18.82
Aktif Karlılık %	16.08	12.70	19.17	7.01	5.61	6.57	5.73

Tofaş, 2026 yılı ilk altı aylık döneminde güçlü operasyonel toparlanma gerçekleştirmiştir. 2025 yılında üretim ve ihracat hacimlerinde gözlenen zayıf seyrin ardından, 2026 yılının ilk yarısında her iki alanda da belirgin bir iyileşme yaşanmıştır. Bu toparlanmanın ise temel dinamiklerini Stellantis Türkiye operasyonlarının finansallara tam dönem katkısı, K0 hafif ticari araç ailesinin yeni varyantlarının da devreye alınması, ihracat hacmindeki güçlü artış ve üretim hacminde yükseliş oluşturmıştır.

İlk altı aylık dönemde toplam satış hacmi yıllık bazda %65 artıp 115,8 bin adetten 192,1 bin adede yükselmiştir. Aynı dönemde Türkiye toplam hafif araç pazarı %8 daralırken, Tofaş toplam hafif araç pazarındaki liderliğini %26,3 pazar payıyla korumuştur. Pazar payı geçen yıl aynı dönem %26,2 seviyesine göre yaklaşık 10 baz puan artmıştır.

Satış hacmi ise güçlü yükselişte Stellantis operasyonları finansallara tam dönem dahil olması ve Fiat'ın yanı sıra Peugeot, Citroen, Opel ve Jeep markalarının da ürün gamına katkısı belirleyici olmuştur.

Finansal tarafta gelirler yıllık %60,6 artışla 125,6 milyar TL'den 201,8 milyar TL'ye yükselmiştir. Hasılat büyümesinde toplam satış hacmindeki %65'lik artış ve Stellantis Türkiye operasyonlarının tam dönem katkısı etkili olmuştur.

Gelir artışı satış hacminde büyümenin bir miktar altında kalması, satış ve ürün karmasındaki değişimin birim gelirler üzerinde etkili olduğuna işaret etmektedir. Şirket, 2026 yılın ilk yarısı güçlü bir hasılat performansı sergilemiştir.

Brüt kar yıllık %62 artışla 14,3 milyar TL'ye ulaşırken, brüt kar marjı %7,0'dan %7,1'e yükselmiştir. Brüt kar marjındaki artış sınırlı, satış ve üretim hacmindeki bu güçlü büyümeye rağmen marjın korunmuş olması olumlu değerlendirilmekte.

Operasyonel karlılık tarafında, 2025 yılının ilk yarısında 498 milyon TL faaliyet zararı açıklayan şirket, 2026 yılının aynı dönemi 1,85 milyar TL faaliyet karı elde etmiştir. Böylece faaliyet marjı -%0,4 seviyesinden %0,9'a yükseldi.

Faaliyet karlılığındaki bu iyileşmedeki artan üretim hacmi, ihracat performansındaki toparlanma ve Stellantis operasyonlarının finansallara tam dönem katkısı etkili olmuştur.

TOFAŞ TÜRK OTOMOBİL FABRİKASI A.Ş.

YÖNETİCİ ÖZETİ

Tofaş için ana resma baktığımızda; şirketin ölçeği Stellantis Türkiye konsolidasyonu ile çok ciddi biçimde büyümüş, net kar tarafı güçlü toparlanmış ama bu büyümenin nakit üretimi ve operasyonel marj kalitesi henüz aynı ölçüde güçlenmemiş. Yani gelir ve net kar manşeti oldukça iyi; fakat bilanço ve nakit akışı tarafında stok artışı, işletme sermayesi ihtiyacı ve artan finansal borç nedeniyle daha temkinli okunması gereken bir dönem.

Gelir tablosundan başlarsak, 2026 ilk yarıda satış gelirleri 201,8 milyar TL'ye ulaşmış ve geçen yılın aynı dönemine göre %60,6 büyümüş. Yurtiçi satışlar %54,7 artarak 163,2 milyar TL'ye, yurtdışı satışlar ise %159,7 artarak 37,5 milyar TL'ye çıkmış. Buradaki büyümenin sadece fiyatlandırma kaynaklı olmadığını özellikle vurgulamak lazım. Toplam satış adedi %65 artarak 192 bin araca ulaşıyor; ihracat adetleri %127 artıyor. Stellantis Türkiye markalarının konsolidasyonu da karşılaştırmayı yapısal olarak yukarı taşıyor

Operasyonel tarafta brüt kar 8,8 milyar TL'den 14,3 milyar TL'ye, yani %62 artmış. Brüt kar marjı da %7,0'dan %7,1'e hafif yükselmiş. FAVÖK'e geldiğinde kaliteye bakıyoruz. FAVÖK 4,18 milyar TL'den 4,83 milyar TL'ye yalnızca %15,8 artarken, FAVÖK marjı %3,3'ten %2,4'e gerilemiş. İkinci çeyrekte tablo daha da belirgin: ciro %9 büyürken FAVÖK %34,5 düşüyor ve FAVÖK marjı %3,5'ten %2,1'e geliyor. Bu nedenle "ciro büyüyor, demek ki operasyonel karlılık çok iyi gidiyor" demekte temkinli olmak gerekiyor.

Bunun temel nedenlerinden biri gider yapısı. Genel yönetim ve Ar-Ge giderlerinde gerileme var ama özellikle genişleyen marka portföyü ve dağıtım faaliyetleri pazarlama giderlerini yükseltiyor. Buna karşılık diğer faaliyet giderlerinin neredeyse %50 azalması faaliyet sonucuna ciddi destek sağlamış. TFRS faaliyet karı geçen yılki 880 mn TL zarardan 2,88 mlyr TL kara dönüyor. Burada net karın nereden geldiğini iyi ayırmak gerekiyor. Net kar 2,12 milyar TL'den 6,29 milyar TL'ye çıkarak yaklaşık üç katına ulaşmış. Ancak bu artışın tamamı operasyonel FAVÖK büyümesinden gelmiyor. Şirketin yaklaşık 2,2 milyar TL net finansal gelir var. Bunun üzerine 1,67 milyar TL net parasal pozisyon kazancı geliyor. Böylece 3,0 milyar TL civarındaki finansman öncesi faaliyet karı, 6,9 milyar TL vergi öncesi kara dönüşüyor. Net kar güçlü ama karın önemli bir bölümü FAVÖK'ün üzerinde, finansal gelir ve parasal pozisyon kazancından geliyor.

Segment bazında baktığımızda da ilginç bir tablo var. Otomotiv ve yedek parça faaliyetleri 5,59 milyar TL net kar yaratırken tüketici finansmanı tarafı yaklaşık 705 milyon TL net kar katkısı sağlıyor. Özellikle finansman segmentinin faaliyet karının 1,63 milyar TL olması, artık Tofaş'ın yalnızca üretici-distribütör olarak değil finansman operasyonlarıyla birlikte değerlendirilmesi gerektiğini gösteriyor.

Yatırım tarafında da şirket agresif. İlk yarıda maddi ve maddi olmayan duran varlık yatırımlarına 4,43 milyar TL nakit çıkışı var. Ayrıca maddi duran varlık alımları için verilen avanslardaki artış yaklaşık 1,15 milyar TL nakit kullanmış. Böylece yatırım faaliyetlerinden toplam 5,28 milyar TL negatif nakit akışı oluşmuş. Geçen yıl 18,1 milyar TL negatif görünmesinin nedeni ise Stellantis Türkiye satın almasının yaklaşık 15,5 milyar TL'lik nakit etkisiydi; dolayısıyla bu yıl yatırım nakit çıkışının yapısı daha çok organik yatırım kaynaklı.

Buradan serbest nakit akışına gelirsek, klasik anlamda operasyonel nakit akışı eksi yatırım harcamaları üzerinden bakıldığında şirket ilk yarıda yaklaşık 11-12 milyar TL civarında negatif serbest nakit akışı yaratıyor. Yani 6,3 milyar TL net kar var ama kasaya giren nakit yok; tersine operasyon ve yatırım birlikte ciddi nakit tüketiyor. Finansman faaliyetlerinden 2,66 milyar TL pozitif nakit geliyor. Şirket ilk yarıda yaklaşık 13,0 milyar TL yeni borçlanma yapmış, yaklaşık 1,8 milyar TL borç geri ödemiş. Aynı dönemde 10,7 milyar TL temettü çıkışı var. Yani şirket hem yatırım yapıyor, hem stok finansmanı yapıyor, hem yüksek temettü ödüyor; bunun sonucu olarak borçlanma ihtiyacı yükselmiş.

Güçlü tarafları bir araya getirirsek; Tofaş artık çok daha büyük bir ölçeğe ulaşıyor. Stellantis Türkiye'nin entegrasyonu sayesinde iç pazarda marka ve dağıtım gücü genişlemiş durumda. Türkiye hafif araç pazar payı %26,3, hafif ticari araç payı %48,2. Üretim %30, ihracat %127 artmış. Brüt marj güçlü şekilde korunuyor, faaliyet zararı kara dönüyor ve vergi öncesi kar marjı %1,3'ten %3,4'e çıkıyor. İhracatın büyümesi de orta vadede gelir kompozisyonunu daha dengeli hale getirebilir.

Zayıf taraflar ise FAVÖK marjının düşmesi, özellikle ikinci çeyrekte operasyonel momentumun zayıflaması, yüksek stok, negatif işletme nakit akışı, negatif serbest nakit akışı ve artan borç ihtiyacı. Ayrıca karlılığın önemli kısmının finansal gelir ve enflasyon muhasebesindeki parasal kazançlardan geliyor.

TOFAŞ TÜRK OTOMOBİL FABRİKASI A.Ş.

YÖNETİCİ ÖZETİ

Beklentilere bakınca yönetim aslında bize oldukça net bir mesaj veriyor. 2026 yurtiçi hafif araç pazarı beklentisi 1,2-1,3 milyondan 1,1-1,2 milyona aşağı çekilmiş. Tofaş yurtiçi satış beklentisi de 320-350 binden 300-320 bin araca indirilmiş. Buna karşılık ihracat beklentisi 70-80 binden 75-85 bin araca yükseltilmiş. Üretim hedefi 145-155 bin adet ve yatırım bütçesi 250 milyon euro olarak korunuyor. Vergi öncesi kar marjı hedefi 2026 için %3-4, 2028 için ise %5-7

Yönetim iç pazar konusunda daha ihtiyatlı, ihracat konusunda ise daha iyimser. Yani ikinci yarının hikayesi artık yurtiçi hacim büyümesinden çok K0 ihracatı, K9 devreye alma süreci, kapasite kullanımı ve ürün karması üzerinden ilerleyecek. İlk yarıdaki %3,4 PBT marjı zaten 2026 hedef bandının içinde. Dolayısıyla yılın ikinci yarısında marj açısından olağanüstü bir sıçrama beklemek yerine bu seviyenin korunması daha gerçekçi bir beklenti.

Yatırımcı sunumundaki bir diğer önemli nokta K9 programının planlandığı şekilde ilerlemesi ve sevkiyatların Ekim 2026'da başlamasının beklenmesi. Ayrıca K0'ın Kuzey Amerika ihracatının yıl sonuna doğru başlaması planlanıyor. Bunlar kapasite kullanımı ve ihracat mixini destekliyor. Diğer taraftan Egea/Tipa üretimi Haziran sonunda sona ermiş durumda. Dolayısıyla şirket aynı anda hem eski hacimli modelden çıkıyor hem yeni ürünlere geçiyor; önümüzdeki birkaç çeyreğin marjlarında geçiş maliyetleri görmemiz şaşırtıcı olmaz.

Toparlarsak, Şirketin stratejik ve operasyonel dönüşümü başarılı ilerliyor, pazar payı ve ihracat tarafında ciddi kazanım var. Ancak kar ile nakit arasında şu anda önemli bir ayrışma bulunuyor.

Dolayısıyla önümüzdeki çeyreklerde özellikle izleyeceğimiz üç nokta; stokların çözülüp çözülmediği, FAVÖK marjının yeniden yukarı dönüp dönmediği ve işletme nakit akışının pozitif dönüp dönmediği olacak.

Eğer stoklar satışa dönüşür, K9 ve K0 ihracatı hacmi destekler ve işletme sermayesi çözülmeye başlarsa bugün gördüğümüz bilanço baskısı büyük ölçüde geçici kabul edilebilir. Buna karşılık stok yüksek kalır, FAVÖK marjı %2 civarında sıkışır ve borçlanma devam ederse, net kar güçlü görünse bile finansal kaliteye dikkat etmek lazım.

Kısaca "Tofaş büyüme ve entegrasyon tarafında doğru yönde ilerliyor; fakat 2026'nın ilk yarısında kazandığı muhasebe karını henüz nakde çevirememiş. Bundan sonraki aşamada şirketin başarısını ciro veya net kardan çok, stokların nakde dönüşmesi, serbest nakit akışının düzelmesi ve FAVÖK marjının normalleşmesi belirleyecek."

Değerlememizde Global tarafta Stellantis, Renault, Volkswagen, Ford, General Motors, Mercedes-Benz ve Toyota'yı referans grubu olarak aldık. 2027 tahmini F/K'lar yaklaşık olarak şöyle: Stellantis 4,5x, Renault 3,9x, Volkswagen 3,0x, Ford 8,4x, GM 5,7x, Mercedes-Benz 6,3x ve Toyota 9,8x. Dolayısıyla global grubun medyanı kabaca 5,5-6,0x F/K civarında.

DCF'yi nominal TL ile yapmak yerine euro bazında hazırlamayı daha sağlıklı bulduk. Bunun nedeni Tofaş'ın yatırım harcamalarının euro bazlı olması, önemli ölçüde ithal girdi kullanması, ihracat gelirlerinin euroya duyarlı olması ve Türkiye'de nominal TL DCF'nin enflasyon/WACC/terminal büyüme varsayımlarına aşırı duyarlı hale gelmesi.

Baz yatırım tezimiz üç aşamalı.

Birinci aşama ölçek büyümesi. Stellantis Türkiye satın alması Tofaş'ı sadece Fiat/Egea merkezli bir üreticiden Peugeot, Citroën, Opel, Jeep, Alfa Romeo ve DS gibi markaların da Türkiye operasyonlarını yöneten çok daha büyük bir otomotiv platformuna dönüştürdü. Satış hacminin %65 büyümesi ve pazar payındaki genişleme bunun ilk sonucu.

İkinci aşama üretim ve ihracat dönüşümü. K0 üretimi büyüyor, K9 yatırım programı ilerliyor ve yönetim ihracat beklentisini aşağı değil yukarı revize ediyor. İç satış tahmininin aşağı çekilip ihracat tahmininin yükseltilmesini ben uzun vadeli değerlendirme açısından olumlu buluyorum; çünkü Tofaş'ın Türkiye talebine olan bağımlılığını azaltabilir.

Üçüncü ve en kritik aşama ise marj ve nakit dönüşümü. Şirket 2028'de %5-7 PBT marjı hedefliyor. Bugünkü %2-3 seviyelerinden bu banda çıkılması halinde kar artışı ciro artışından çok daha hızlı olacaktır.

Sonuç olarak; %70 DCF (499 TL) ve %30 Benzer şirket çarpanları (406 TL) üzerinden yaptığımız değerlememizde 433 TL hedef değere ulaşmakta ALIM yönündeki görüşümüzü korumaktayız.

TOFAŞ TÜRK OTOMOBİL FABRİKASI A.Ş. 6A/26 Sonuçları

Yurtiçi Pazar Performansı

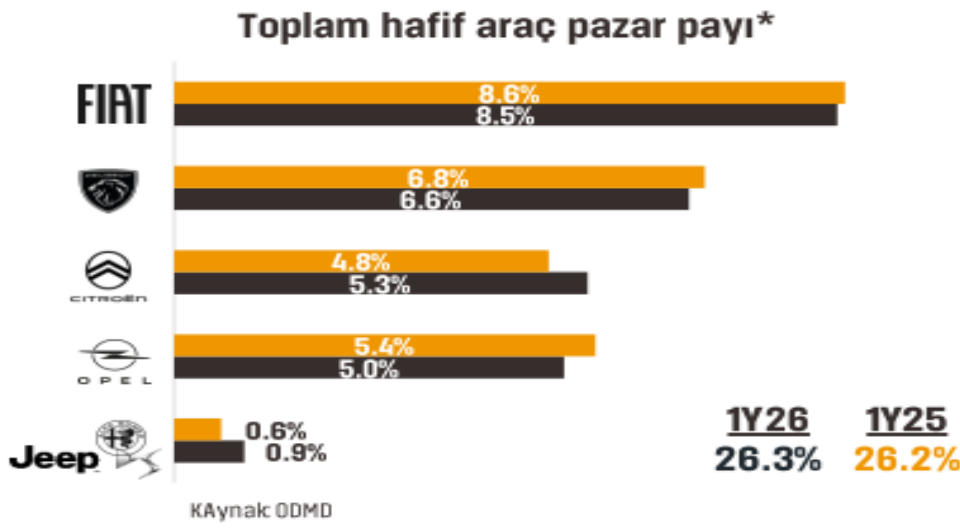
2026 yılı ilk yarısında Türkiye hafif araç pazarı yıllık %8 daralmasına rağmen, toplam pazarda lider konumunu korumuştur. Toplam hafif araç pazar payı geçen yıl aynı döneminde %26,2 seviyesinden %26,3'e yükselerek yaklaşık 10 baz puan artmıştır. Pazar payındaki artış sınırlı olmakla birlikte, daralan pazar ortamında liderliğini korunmuş olması olumlu değerlendirilmektedir.

Stellantis Türkiye operasyonlarının konsolidasyonu sonrasında Fiat'ın yanı sıra Peugeot, Citroen, Opel ve Jeep markalarının da şirketin satış yapısına dahil olması, Tofaş'ın ürün ve marka çeşitliliğini artırmıştır. Bununla birlikte marka bazında pazar payları farklı yönlerde hareket etmiştir. Fiat, Peugeot ve Opel'in toplam hafif araç pazar payları yükselirken, Citroen ve Jeep'in pazar paylarında gerileme görülmüştür. Bu nedenle toplam pazar payı performansı tüm markalarda eş zamanlı bir iyileşmeden değil, çok markalı satış yapısının toplam katkısından kaynaklandığı değerlendirilmektedir.

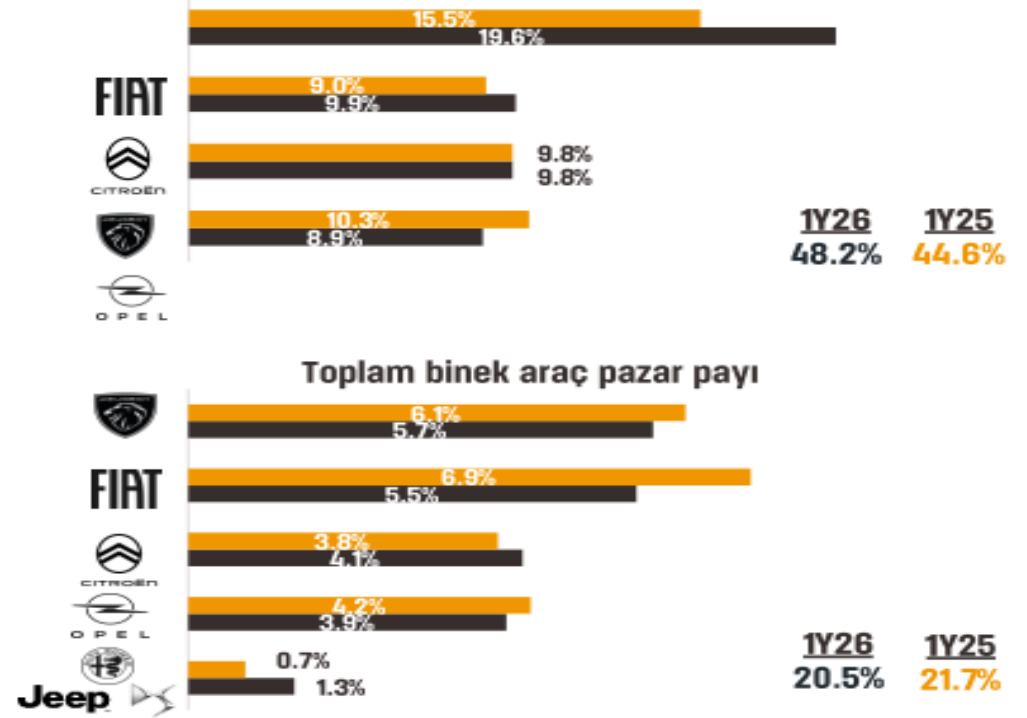
Hafif ticari araç segmentinde performansı daha güçlü gerçekleşmiştir. Tofaş'ın toplam hafif ticari araç pazar payı %44,6'dan %48,2'ye yükselerek yaklaşık 360 baz puan artmıştır. Bu gelişme, şirketin hafif ticari araç pazarındaki lider konumunu daha da güçlendirmiştir. Segmentteki pazar payı artışı, satış hacmine sağladığı katkı ve hafif ticari araç ağırlıklı ürün dönüşümünü de desteklemesi açısından olumlu değerlendirilmektedir.

Binek otomobil segmentinde ise toplam pazar payı %21,7'den %20,5'e gerileyerek 120 baz puan düşmüştür. Bu gerilemenin marka bazındaki dağılımında Peugeot'nun pazar payı artarken Fiat, Citroen, Opel ve Jeep'in paylarında farklı oranlarda düşüş yaşandığı görülmektedir. Egea/Tipo üretiminin Haziran sonunda sona ermesi, binek araç tarafındaki ürün dönüşümünün önemli parçası olmakla, ilk yarı pazar payı gerilemesini yalnızca bu gelişmeye bağlamak doğru olmaz. Önümüzdeki dönemlerde binek otomobil segmentindeki performansın yeni ürünlerin devreye alınması ve markaların satış seyriyle şekillenmesi beklenir.

Marka bazında pazar payı (1Y26)



Toplam hafif ticari araç pazar payı



TOFAŞ TÜRK OTOMOBİL FABRİKASI A.Ş. 6A/26 Sonuçları

İhracat Performansı, Satış Hacmi Analizi

2026 yılının ilk yarısında Tofaş'ın operasyonel performansındaki en belirgin iyileşmelerden biri ihracat tarafında gerçekleşmiştir. 2025 yılının ilk yarısında 17,4 bin adet seviyesinde bulunan ihracat hacmi, 2026 yılının aynı döneminde %127 artarak 39,4 bin adede yükselmiştir. İhracattaki bu güçlü artışta K0 platformunun yeni varyantlarının devreye alınması belirleyici olmuştur.

İhracat büyümesinin büyük ölçüde hafif ticari araç segmentinden kaynaklandığı görülmektedir. Hafif ticari araç ihracatı yıllık bazda %162 artarken, binek otomobil ihracatı 2026 yılının ilk yarısında anlamlı bir hacim oluşturmamıştır. Bu görünüm, Tofaş'ın ihracat kompozisyonunun hafif ticari araçlar lehine belirgin biçimde değiştiğini göstermektedir. Geçmiş dönemlerde Egea/Tipo modelinin önemli paya sahip olduğu ihracat yapısında, yeni dönemde K0 platformu ile ve diğer ticari araç projeleri ön plana çıkmaktadır. Bu dönüşüm, Avrupa hafif ticari araç pazarındaki varlığını güçlendirebilecek gelişme olarak değerlendirilmektedir.

Bölgesel dağılıma bakıldığında Fransa %28,4 ile şirketin en büyük ihracat pazarı konumundadır. Fransa'yı %21,0 ile Almanya ve %16,8 ile İtalya takip etmektedir. İspanya'nın payı %14,1, diğer Avrupa ülkelerinin payı %18,2 ve Avrupa dışındaki diğer pazarların payı ise %1,5 seviyesindedir. İhracatın büyük ölçüde Avrupa pazarlarına yoğunlaştığı görülmektedir. Yönetimin K0 modelinin Kuzey Amerika ihracatına yıl sonuna doğru başlamayı planlaması, önümüzdeki dönemde coğrafi çeşitliliğin artmasına katkı sağlayabilir.

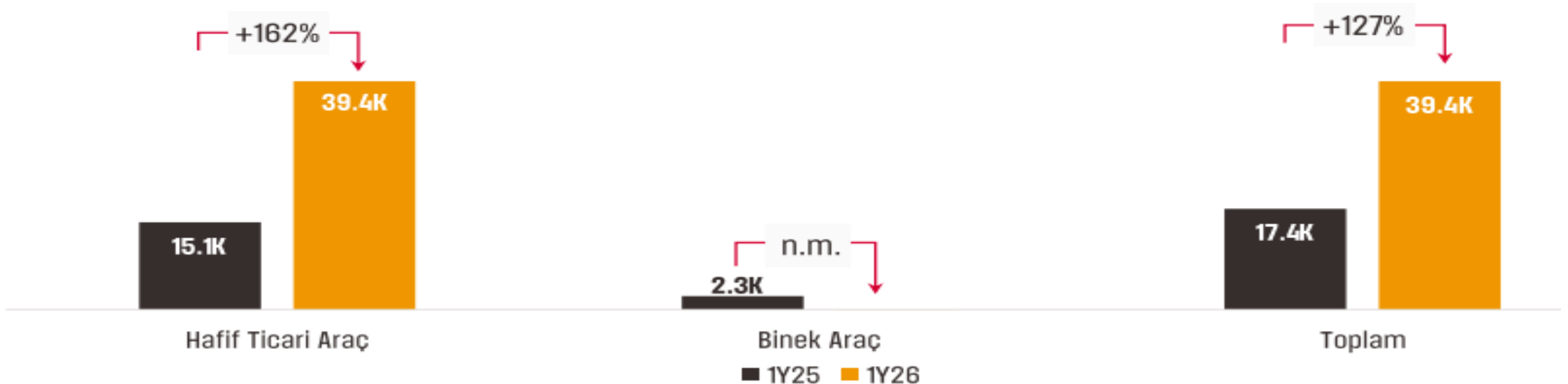
Aylık ihracat verileri, yılın ikinci çeyreği ihracat hacminin ilk çeyreğe göre belirgin biçimde yükseldiğini göstermektedir. Özellikle Mayıs ve Haziran aylarında ihracat adetlerinin önceki aylara göre daha güçlü seyretmesi, yılın ikinci yarısına ilişkin olumlu bir görünüm sunmaktadır. 2026 yılı ihracat beklentisi 70-80 bin adetten 75-85 bin adet aralığına yükseltmesi de ihracat tarafındaki güçlü performansın devam etmesinin beklendiğine işaret etmektedir.

Şirketin toplam satış hacmi 2026 yılının ilk yarısında yıllık bazda %65 artarak 115,8 bin adetten 192,1 bin adede yükselmiştir. Satış hacmindeki büyümenin kaynaklarına bakıldığında en güçlü katkının ithal araç satışlarından geldiği görülmektedir. İthal araç satışları %110 artarak 57,4 binden 120,4 bin adede ulaşmıştır. Stellantis Türkiye operasyonları tam dönem konsolidasyonu sonucunda Peugeot, Citroen, Opel ve Jeep markalarının finansallara katkısının artması, ithal araç satışlarındaki yükselişin temel nedenini oluşturmuştur. Bu nedenle toplam satış hacmindeki büyümenin önemli bölümü konsolidasyon etkisinden olduğu ve de büyümenin tamamının organik olarak değerlendirilmemesi gerektiği düşünülmektedir.

Üretimden gerçekleştirilen yurtiçi satışlar yıllık bazda %21 gerilemiştir. Binek araç üretiminden gerçekleştirilen yurtiçi satışlar %31 azalırken, hafif ticari araç satışları %28 artmıştır. Binek araç tarafındaki düşüş, üretimden gerçekleştirilen toplam yurtiçi satışlardaki gerilemede belirleyici olmuştur. Egea/Tipo üretiminin Haziran ayı sonunda sona ermesi de şirketin ürün dönüşüm sürecinin önemli bir parçasını oluşturmuştur. Buna karşılık hafif ticari araç satışlarındaki artış, üretim ve satış karmasının bu segment lehine değiştiğini göstermektedir.

Toplam satış kompozisyonu incelendiğinde geçmiş dönemlere göre daha çeşitlendirilmiş bir yapıya kavuştuğu görülmektedir. Önceki dönemlerde satışların önemli bir bölümü Fiat markası ve Egea modeline dayanırken, Stellantis Türkiye operasyonlarının konsolidasyonu sonrasında farklı marka ve segmentlerin satışlar içerisindeki ağırlığı artmıştır. Bu durum, belirli bir marka veya modele olan bağımlılığını azaltarak satış gelirlerinin çeşitlendirilmesine katkı sağlamaktadır.

Segment Kırılımı (1Y26)



TOFAŞ TÜRK OTOMOBİL FABRİKASI A.Ş. 6A/26 Sonuçları

Gelir Tablosu Analizi

Tofaş'ın 2026 yılı ilk yarı finansal sonuçları incelendiğinde, gelir tablosunun ana kalemlerinde geçen yılın aynı dönemine kıyasla belirgin bir iyileşme görülmektedir. Satış hacmindeki güçlü artış, Stellantis Türkiye operasyonlarının finansallara tam dönem katkısı ve ihracat performansındaki toparlanma, hasılat ile faaliyet karlılığını olumlu etkilemiştir. Buna karşın FAVÖK marjındaki daralma ve ikinci çeyrekte operasyonel karlılığın zayıflaması, maliyet ve faaliyet gideri baskılarının devam ettiğine işaret ediyor.

Şirketin konsolide hasılatı 2026 yılının ilk yarısında 201,8 milyar TL olarak gerçekleşmiş ve geçen yılın aynı dönemindeki 125,6 milyar TL seviyesine göre %60,6 artış kaydetmiştir. İkinci çeyrek özelinde satış gelirleri 100,0 milyar TL ile yıllık bazda %9,0 büyümüştür. İlk yarıdaki güçlü hasılat artışında Stellantis Türkiye operasyonlarının tam dönem katkısı ve toplam satış hacminin %65 yükselmesi belirleyici olmuştur. Bununla birlikte ikinci çeyrekte gelir büyümesinin %9 ile sınırlı kalması, yılın ilk çeyreğine kıyasla büyüme hızında belirgin bir normalleşmeye işaret etmektedir.

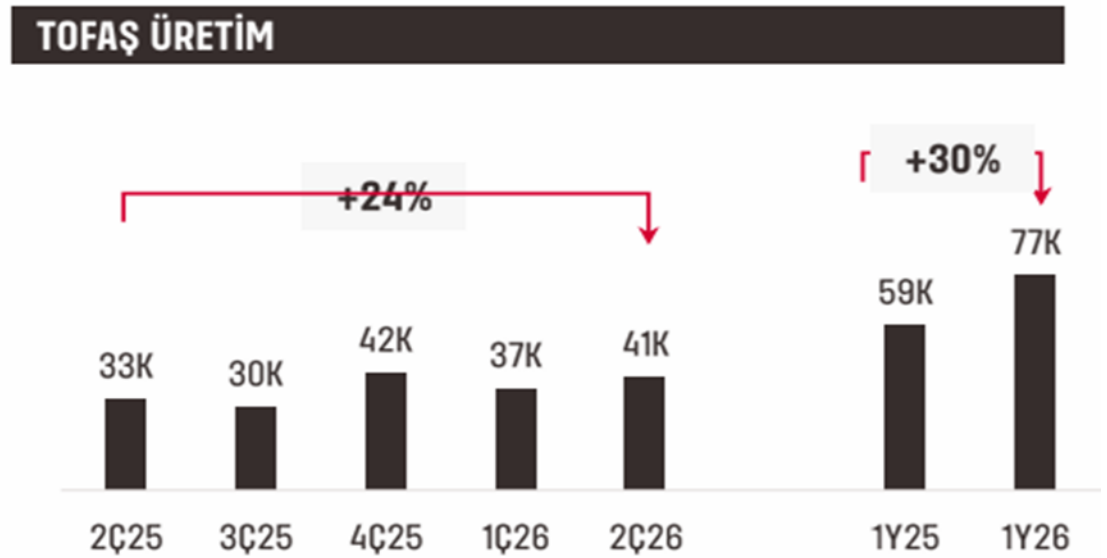
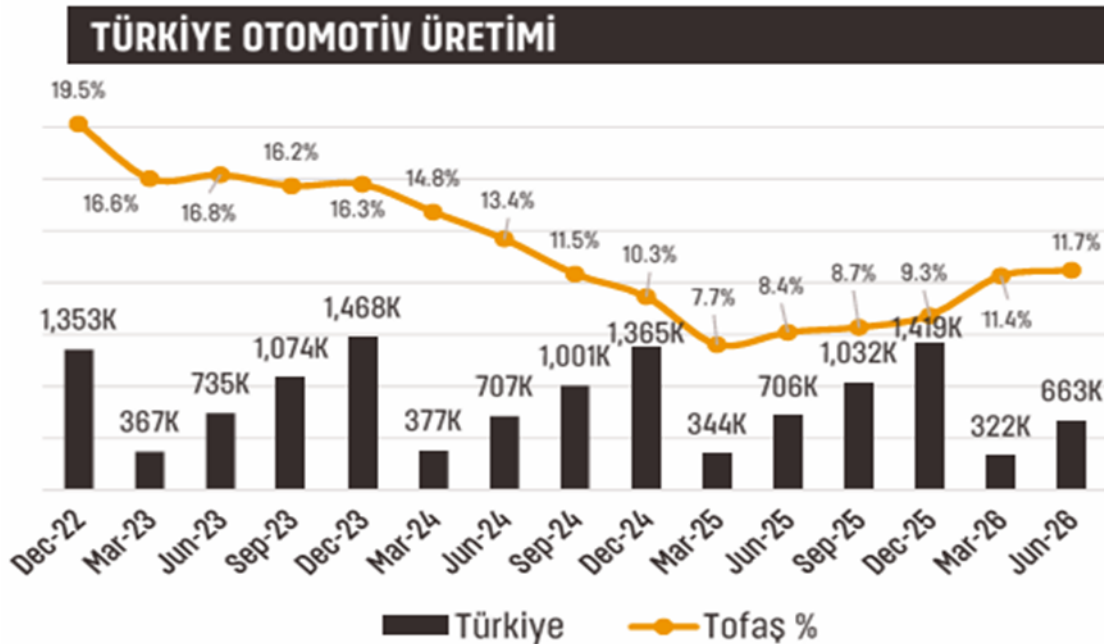
Brüt kar, 2025 yılının ilk yarısındaki 8,81 milyar TL seviyesinden 14,28 milyar TL'ye yükselerek %62,1 artmıştır. Brüt kar marjı ise %7,0'dan %7,1'e çıkarak büyük ölçüde yatay seyretmiştir. İkinci çeyrekte brüt kar 6,65 milyar TL ile geçen yılın aynı döneminin hafif altında kalırken, brüt kar marjı %7,3'ten %6,7'ye gerilemiştir. Bu görünüm, ilk yarı genelinde brüt karlılığın korunmasına rağmen ikinci çeyrekte maliyet baskılarının daha belirgin hale geldiğini göstermektedir.

2025 yılının ilk yarısında 498 milyon TL faaliyet zararı açıklayan şirket, 2026 yılının aynı döneminde 1,85 milyar TL faaliyet karı elde etmiştir. Böylece faaliyet marjı -%0,4'ten %0,9'a yükselmiştir. Faaliyet karlılığındaki bu iyileşmede satış hacmindeki artış, ihracat performansındaki toparlanma ve Stellantis Türkiye operasyonlarının finansallara tam dönem katkısı etkili olmuştur.

FAVÖK, ilk yarı 4,18 milyar TL'den 4,83 milyar TL'ye yükselerek %15,8 artış kaydetmiştir. Buna rağmen FAVÖK marjı %3,3'ten %2,4'e gerilemiştir. İkinci çeyrekte FAVÖK 3,20 milyar TL'den 2,10 milyar TL'ye düşmüş ve yıllık %34,5 daralmıştır. FAVÖK artışının hasılat büyümesinin belirgin şekilde altında kalması, faaliyet giderlerinin satış gelirlerine kıyasla daha hızlı artmış olabileceğine ve bunun marj üzerinde baskı yarattığına işaret etmekte. Mutlak FAVÖK büyüklüğündeki artış operasyonel karlılığı tutar bazında yükseldiğini gösterirken, nakit yaratma performansının değerlendirilmesinde ise işletme sermayesi hareketleri ve yatırım harcamalarının da dikkate alınması gerekmektedir.

Vergi öncesi kar, 1,67 milyar TL'den 6,92 milyar TL'ye yükselerek %313,8 artış göstermiştir. Vergi öncesi kar marjı ise %1,3'ten %3,4'e çıkmıştır. İkinci çeyrekte vergi öncesi kar %74,5 artışla 3,38 milyar TL seviyesine ulaşmıştır. Vergi öncesi kardaki artışın FAVÖK büyümesinin belirgin bir şekilde üzerinde gerçekleşmesi, faaliyet dışı kalemlerin de sonuçlara olumlu katkı sağladığına işaret etmektedir.

Net dönem karı ilk yarıda 2,12 milyar TL'den 6,29 milyar TL'ye yükselerek %197,2 artmıştır. Net kar marjı %1,7'den %3,1'e çıkarken, ikinci çeyrek net karı 3,09 milyar TL ile yıllık bazda %33,7 artış göstermiştir. Net kardaki yükseliş, faaliyet karlılığında toparlanmanın ve vergi öncesi kardaki belirgin artışın nihai sonuçlara olumlu yansıdığını göstermektedir. Böylece şirket 2026 yılının ilk yarısını karlılık açısından güçlü bir performansla tamamlamıştır.



TOFAŞ TÜRK OTOMOBİL FABRİKASI A.Ş. 6A/26 Sonuçları

Marj Analizi

Marj performansı incelendiğinde, 2026 yılının ilk yarısında karlılık göstergelerinin farklı yönlerde hareket ettiği görülmektedir. Brüt kar marjı büyük ölçüde korunurken faaliyet, vergi öncesi kar ve net kar marjlarında belirgin iyileşme yaşanmış; buna karşılık FAVÖK marjı gerilemiştir. Bu görünüm, şirketin satış hacmini ve nihai karlılığını artırmasına rağmen operasyonel gider baskılarının devam ettiğine işaret etmektedir.

Brüt kar marjı, 2025 yılının ilk yarısındaki %7,0 seviyesinden %7,1'e yükselmiştir. Artış 10 baz puan ile sınırlı kalmakla birlikte, ilk yarı genelinde marjın korunmuş olması olumlu. İkinci çeyrekte ise brüt kar marjı %7,3'ten %6,7'ye gerileyerek 60 baz puan daralmıştır. Bu durum, ikinci çeyrekte maliyet baskılarının daha belirgin hale geldiğini göstermektedir.

Faaliyet kar marjı, geçen yılın aynı dönemindeki -%0,4 seviyesinden %0,9 seviyesine yükselerek 130 baz puan iyileşmiştir. 2025 yılının ilk yarısında 498 milyon TL faaliyet zararı açıklayan şirketin, 2026 yılının aynı döneminde 1,85 milyar TL faaliyet karı elde etmesi operasyonel karlılıktaki toparlanmayı ortaya koymaktadır. Bu iyileşmede üretim hacmindeki artış, ihracat performansındaki toparlanma ve Stellantis Türkiye operasyonlarının finansallara tam dönem katkısı etkili olmuştur.

FAVÖK marjı, %3,3'ten %2,4'e gerileyerek 90 baz puan daralmıştır. Buna rağmen FAVÖK tutarı 4,18 milyar TL'den 4,83 milyar TL'ye yükselmiş ve %15,8 artış kaydetmiştir. FAVÖK artışının hasılat büyümesinin belirgin şekilde altında kalması, faaliyet giderlerinin satış gelirlerine kıyasla daha hızlı artmış ve bunun marj üzerinde baskı yarattığına işaret etmektedir.

Vergi öncesi kar marjı, %1,3'ten %3,4'e yükselerek 210 baz puan iyileşmiştir. Vergi öncesi karın 1,67 milyar TL'den 6,92 milyar TL'ye yükselmesi ve %313,8 artması, operasyonel toparlanmanın faaliyet dışı kalemlerin olumlu katkısıyla güçlendiğine işaret etmektedir. Yönetim, 2026 yılı vergi öncesi kar marjı beklentisini %3-4 bandında, 2028 yılı beklentisini ise %5-7 bandında korumuştur.

Net kar marjı %1,7'den %3,1'e yükselerek 140 baz puan iyileşmiştir. Net dönem karının 2,12 milyar TL'den 6,29 milyar TL'ye çıkarak %197,2 artması, faaliyet karlılığındaki toparlanmanın ve vergi öncesi kardaki güçlü artışın sonuçlara olumlu yansıdığını göstermektedir.

Genel olarak marj yapısı iki farklı eğilim sergilemektedir. Brüt kar marjının korunması, faaliyet kar marjındaki 130 baz puanlık toparlanma, vergi öncesi kar marjında 210 baz puanlık iyileşme ve net kar marjında 140 baz puanlık artış, karlılık görünümünü olumlu yansıtmaktadır. Buna karşılık FAVÖK marjındaki 90 baz puanlık daralma, satış büyümesine rağmen operasyonel gider baskılarının devam ettiğine işaret etmekte. Bu nedenle 2026 yılının ikinci yarısında özellikle FAVÖK marjındaki seyir ile şirketin %3-4 bandında koruduğu 2026 yılı vergi öncesi kar marjı beklentisinin sürdürülebilirliğinin yakından izlenmesi gerekir.

Gelir Tablosu (TRYmn)

	1Y26	1Y25	Δ	2Ç26	2Ç25	Δ
Gelirler	201,797	125,633	60.6%	100,016	91,737	9.0%
Brüt kar	14,284	8,810	62.1%	6,652	6,711	-0.9%
Operasyonel kar	1,850	-498	n.m	566	847	-33.1%
FAVÖK	4,833	4,175	15.8%	2,098	3,196	-34.5%
Vergi öncesi kar	6,915	1,671	313.8%	3,376	1,935	74.5%
Net kar	6,291	2,117	197.2%	3,093	2,313	33.7%
Brüt marj %	7.1	7.0	+0.1pp	6.7	7.3	-0.6pp
Operasyonel marj %	0.9	-0.4	+1.3pp	0.6	0.9	-0.3pp
FAVÖK marjı %	2.4	3.3	-0.9pp	2.1	3.5	-1.4pp
VÖK marjı %	3.4	1.3	+2.1pp	3.4	2.1	+1.3pp
Net marj %	3.1	1.7	+1.4pp	3.1	2.5	+0.6pp

TOFAŞ TÜRK OTOMOBİL FABRİKASI A.Ş. 6A/26 Sonuçları

Bilanço Analizi

2026 yılının ilk yarısı itibarıyla bilançosu incelendiğinde, toplam aktif büyüklüğün arttığı ve işletme sermayesi kompozisyonunda belirgin değişimler yaşandığı görülmektedir. Toplam aktifler 2025 yıl sonundaki 204,3 milyar TL seviyesinden 215,8 milyar TL'ye yükselerek yaklaşık %5,6 büyümüştür. Bilanço büyümesinde özellikle stoklardaki artış ve devam eden yatırım programları etkili olurken, nakit ve nakit benzerlerindeki gerileme işletme sermayesi açısından takip edilmelidir.

Dönen varlıklar içerisinde en dikkat çekici değişim nakit ve nakit benzerlerinde yaşanmıştır. Şirketin nakit pozisyonu 23,7 milyar TL'den 11,2 milyar TL'ye gerileyip yaklaşık 12,5 milyar TL azalmıştır. Aynı dönemde stokların belirgin biçimde artması ve yatırım programının devam etmesi, nakit kullanımı üzerinde baskı oluşturmuş gibi durmaktadır.

Stoklar, bilançonun en belirgin artış gösteren kalemi olmuştur. 2025 yıl sonunda 19,8 milyar TL seviyesinde bulunan stoklar, 2026 yılının ilk yarısı sonunda 43,4 milyar TL'ye yükselerek yaklaşık 23,5 milyar TL artmıştır. Böylece stoklar altı aylık dönemde iki katından fazla büyümüştür. Stoklardaki yükselişin üretim hacmindeki artış, ürün geçiş süreci ve devam eden yatırım programları ilişkili olduğunu değerlendiriyoruz. Dolayısıyla stok devir hızının sonraki çeyreklerdeki seyri önem taşımaktadır.

Ticari alacaklar 59,7 milyar TL'den 58,3 milyar TL'ye çok hafifi gerilemiş. Satış gelirlerinin yıllık bazda %60,6 arttığı bir dönemde ticari alacakların yükselmemesi, tahsilat ve alacak yönetimi açısından olumlu bir görünüme işaret etmektedir. Tüketici finansman kredilerinde kısa vadeli bakiye 36,6 milyar TL'den 36,4 milyar TL'ye gerileyerek yatay seyretmiştir. Uzun vadeli tüketici finansman kredilerinde yaklaşık 1,4 milyar TL azalış görülmüştür.

Maddi duran varlıklar 25,9 milyar TL'den 28,0 milyar TL'ye yükselerek yaklaşık 2,1 milyar TL artmıştır. Bu yükseliş, devam eden yatırım programının bilançoya yansıdığını göstermektedir. Şirketin özellikle K9 ve K0 projelerine yönelik yatırımlarını sürdürmesi, maddi duran varlıklardaki artışı desteklemiştir.

Genel olarak değerlendirildiğinde bilanço, artan stoklar ve azalan nakit nedeniyle işletme sermayesi açısından daha dikkatli izlenmesi gereken bir yapıya işaret ederken, devam eden yatırımlar ürün dönüşümü ve orta vadeli büyüme planlarını desteklemektedir.

Özet Bilanço	2026/06	2026/03	2025/12	2025/09	2025/06
DÖNEN VARLIKLAR	152,293,246.00	142,693,220.00	141,772,415.00	100,739,082.00	97,965,270.00
DURAN VARLIKLAR	63,520,131.00	58,123,495.00	62,566,220.00	45,338,418.00	42,867,364.00
TOPLAM VARLIKLAR	215,813,377.00	200,816,715.00	204,338,635.00	146,077,500.00	140,832,634.00
KISA VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER	101,307,749.00	90,924,119.00	83,361,579.00	68,129,891.00	70,788,705.00
TOPLAM UZUN VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER	48,764,802.00	50,927,825.00	50,285,407.00	25,153,805.00	21,804,944.00
TOPLAM YÜKÜMLÜLÜKLER	150,072,551.00	141,851,944.00	133,646,986.00	93,283,696.00	92,593,649.00
TOPLAM ÖZKAYNAKLAR	65,740,826.00	58,964,771.00	70,691,649.00	52,793,804.00	48,238,985.00
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	65,740,826.00	58,964,771.00	70,691,649.00	52,793,804.00	48,238,985.00
TOPLAM KAYNAKLAR	215,813,377.00	200,816,715.00	204,338,635.00	146,077,500.00	140,832,634.00

TOFAŞ TÜRK OTOMOBİL FABRİKASI A.Ş. 6A/26 Sonuçları

Borçluluk Görünümü

Kısa vadeli finansal borçlar 19,1 milyar TL'den 29,6 milyar TL'ye yükselerek yaklaşık 10,4 milyar TL artmıştır. Bu gelişme, kısa vadeli finansman kullanımının belirgin şekilde yükseldiğini göstermektedir. Aynı dönem stoklarda artış ve nakit pozisyonundaki gerileme, işletme sermayesi ihtiyacının kısa vadeli borçlanma üzerindeki etkisinin arttığına işaret etmektedir.

Ticari borçlar 51,1 milyar TL'den 59,2 milyar TL'ye yükselmiştir. Ticari borçlardaki artış, üretim hacmindeki büyüme ve stok seviyesindeki yükselişle uyumlu görünüm sergilemekte. Bu gelişme, tedarikçi finansmanının işletme sermayesinin fonlanmasına katkı sağladığına işaret etmektedir.

Uzun vadeli finansal borçlar 44,1 milyar TL'den 40,8 milyar TL'ye gerilemiştir. Kısa vadeli finansal borçların artmasına karşılık uzun vadeli borçların azalması, finansal borçların vade kompozisyonunda kısa vadeli yükümlülükler lehine bir değişime işaret etmektedir. Bu nedenle borç vadesindeki gelişimin ve olası refinansman ihtiyacının önümüzdeki dönemlerde yakından izlenmesi gerekmektedir.

Özkaynaklar 70,7 milyar TL'den 65,7 milyar TL'ye gerileyerek yaklaşık 5,0 milyar TL azalmıştır. Şirketin aynı dönemde 6,3 milyar TL net kar açıklamasına rağmen özkaynak gerilemesi, dönem içerisindeki temettü dağıtımı ve diğer özkaynak hareketlerinin etkisine işaret etmektedir.

Şirket yönetimi 2026 yılı yatırım programını sürdürmektedir. Yatırım harcamaları ağırlıklı olarak K9 projesi, K0 platformu ve yapısal yatırımlara yönelmiştir. 2026 yılının ilk yarısında toplam 74 milyon avro yatırım harcaması gerçekleştirilmiş; bunun 36 milyon avrosu K9, 24 milyon avrosu K0, 13 milyon avrosu yapısal yatırımlar ve 1 milyon avrosu diğer kalemlerden oluşmuştur. Yatırım harcamalarının en büyük bölümünü oluşturan K9 projesinde üretime Ekim 2026'da başlanması planlanmaktadır. K0 platformuna yönelik yatırımlar ise yeni varyantların üretimi ve Kuzey Amerika ihracat planları açısından önem taşımaktadır. Bu görünüm, şirketin yatırım programının yalnızca mevcut kapasiteyi genişletmekten ziyade ürün dönüşümünü ve yeni model projelerini desteklemeye odaklandığını göstermektedir.

Devam eden yatırımlar kısa vadede nakit çıkışlarını ve projeler devreye alındıkça amortisman giderlerini artırabilir. Buna karşılık yeni modellerin üretime alınması, ihracat hacminin genişlemesi ve ürün çeşitliliğinin artması orta vadede operasyonel performansı destekleyecektir.

Genel olarak değerlendirildiğinde Tofaş'ın bilançosunda toplam aktif büyüklüğü artarken, işletme sermayesi kompozisyonunda belirgin bir değişim yaşanmıştır. Stokların güçlü şekilde yükselmesi, nakit ve nakit benzerlerinin azalması ve kısa vadeli finansal borçların artması, işletme sermayesi ve likidite yönetiminin önümüzdeki dönemlerde daha yakından izlenmesi gerektiğini göstermektedir. Buna karşılık ticari alacakların yatay seyretmesi ve devam eden K0 ile K9 yatırımları, şirketin operasyonel dönüşüm sürecinin sürdüğüne işaret etmektedir.

Önümüzdeki çeyreklerde; Stok seviyesinin normalleşmesi, nakit yaratma performansının güçlenmesi ve kısa vadeli finansman ihtiyacının azalması halinde bilanço yapısının daha dengeli bir görünüme kavuşması beklenebilir.

N. Akım Tablosu Analizi (Bin TL)

	2025/06	2026/06	%
Amortisman	4,673,034	2,982,637	-36.17
İşletme Faal.	17,094,892	-7,202,222	A/D
Yatırım Faal.	-18,094,939	-5,284,571	A/D
Finansman Faal.	-6,192,706	2,661,822	A/D
Serbest Nakit Akışı	-1,000,047	-12,486,793	A/D

Bilanço Analiz (Bin TL)

	2025/06	2026/06	%
Nakit ve Benzerleri	15,984,204	11,008,676	-31.13
Aktifler	140,832,634	215,813,377	53.24
Toplam Borçlar	92,593,649	150,072,551	62.08
Net Borç	19,866,401	59,134,215	197.66
Özkaynaklar	48,238,985	65,740,826	36.28

TOFAŞ TÜRK OTOMOBİL FABRİKASI A.Ş.

Değerleme

2026 ilk yarıda Tofaş 201,8 milyar TL ciro, 14,3 milyar TL brüt kar ve 6,29 milyar TL net kar açıklamış durumda. Ancak yatırımcı sunumunda FAVÖK marjı %3,3'ten %2,4'e gerilerken ikinci çeyrek FAVÖK marjının %2,1'e kadar düştüğünü görüyoruz. 2026'yı geçiş yılı, 2027-2028'i ise Stellantis entegrasyonu, K0/K9 üretimi ve ihracat artışının operasyonel sonuçlara daha görünür yansıdığı normalleşme dönemi olarak düşünüyoruz.

Şirketin kendi beklentileri de bunu destekliyor. Yönetim 2026 yurtiçi hafif araç pazarı beklentisini 1,1-1,2 milyon araca, Tofaş yurtiçi satış beklentisini 300-320 bin araca indirirken ihracat beklentisini 75-85 bin araca yükseltmiş; 145-155 bin adet üretim ve 250 milyon euro yatırım hedefini korumuş. PBT marj hedefi 2026 için %3-4, 2028 için %5-7.

Değerlememizde Global tarafta Stellantis, Renault, Volkswagen, Ford, General Motors, Mercedes-Benz ve Toyota'yı referans grubu olarak aldık. 2027 tahmini F/K'lar yaklaşık olarak şöyle: Stellantis 4,5x, Renault 3,9x, Volkswagen 3,0x, Ford 8,4x, GM 5,7x, Mercedes-Benz 6,3x ve Toyota 9,8x. Dolayısıyla global grubun medyanı kabaca 5,5-6,0x F/K civarında.

Burada önemli bir detay var: Volkswagen, Renault, Mercedes, Ford, GM ve Stellantis gibi üreticilerin finansman şirketleri olduğu için global FD/FAVÖK rakamlarının bir bölümü ekonomik açıdan yanıltıcı hale geliyor. Örneğin finansman şirketinin borcu EV hesabına girerken karşı taraftaki tüketici kredisi portföyü aynı şekilde değerlendirilmediğinde çarpan anlamsız derecede düşük veya negatif çıkabiliyor. Bu nedenle global karşılaştırmada F/K'yı, yurtiçinde ise F/K ile FD/FAVÖK'ü birlikte daha fazla dikkate aldım.

30 Haziran itibarıyla konsolide finansal borç yaklaşık 70,4 milyar TL; nakit yaklaşık 11 milyar TL. Dolayısıyla klasik hesaplama net borç yaklaşık 59 milyar TL çıkıyor. Fakat Koç Stellantis Finansman'ın tüketici finansmanı alacakları yaklaşık 45,4 milyar TL. Bu nedenle; 59,1 milyar TL konsolide net borçtan ,yaklaşık 45,4 milyar TL finansman alacakları çıkardığımızda yaklaşık 13,7 milyar TL düzeltilmiş sanayi net borcu kullanıyorum. Bu tam anlamıyla bir SOTP değil; KSF'yi ayrı değerlendirip özkaynağını eklemek daha akademik yöntem olurdu ama konsolide borcun 59 milyar TL'sini Tofaş'ın otomotiv faaliyetlerinden düşmekten çok daha doğru bir yaklaşım olduğunu düşünüyorum.

2027 tahmini FAVÖK'ü 32,34 milyar TL, net karı 27,84 milyar TL aldım. 7,5x F/K ve 6x FD/FAVÖK ile F/K değerlemesinde 209 milyar TL 2027 özsermaye değeri oluşuyor. FD/FAVÖK yaklaşımıyla ise net borç sonrası 180 milyar TL özsermaye değeri buluyorum.

DCF'yi nominal TL ile yapmak yerine euro bazında hazırlamayı daha sağlıklı bulduk. Bunun nedeni Tofaş'ın yatırım harcamalarının euro bazlı olması, önemli ölçüde ithal girdi kullanması, ihracat gelirlerinin euroya duyarlı olması ve Türkiye'de nominal TL DCF'nin enflasyon/WACC/terminal büyüme varsayımlarına aşırı duyarlı hale gelmesi.

Baz yatırım tezimiz üç aşamalı.

Birinci aşama ölçek büyümesi. Stellantis Türkiye satın alması Tofaş'ı sadece Fiat/Egea merkezli bir üreticiden Peugeot, Citroën, Opel, Jeep, Alfa Romeo ve DS gibi markaların da Türkiye operasyonlarını yöneten çok daha büyük bir otomotiv platformuna dönüştürdü. Satış hacminin %65 büyümesi ve pazar payındaki genişleme bunun ilk sonucu.

İkinci aşama üretim ve ihracat dönüşümü. K0 üretimi büyüyor, K9 yatırım programı ilerliyor ve yönetim ihracat beklentisini aşağı değil yukarı revize ediyor. İç satış tahmininin aşağı çekilip ihracat tahmininin yükseltilmesini ben uzun vadeli değerlendirme açısından olumlu buluyorum; çünkü Tofaş'ın Türkiye talebine olan bağımlılığını azaltabilir.

Üçüncü ve en kritik aşama ise marj ve nakit dönüşümü. Şirket 2028'de %5-7 PBT marjı hedefliyor. Bugünkü %2-3 seviyelerinden bu banda çıkılması halinde kar artışı ciro artışından çok daha hızlı olacaktır.

Sonuç olarak; %70 DCF (499 TL) ve %30 Benzer şirket çarpanları (406 TL) üzerinden yaptığımız değerlendirilmemizde 433 TL hedef değere ulaşmakta ALIM yönündeki görüşümüzü korumaktayız.

**TOFAŞ TÜRK OTOMOBİL FABRİKASI A.Ş. 6A/26 Sonuçları****Değerleme****TOASO Değerleme Modeli Varsayımlar****Genel Varsayımlar**

Cari Fiyat	₺265,00	TL/hisse
Hisse Sayısı	500,0	mn adet
Cari Piyasa Değeri	132,5	mlr TL
Düzeltilmiş Net Borç	13,8	mlr TL
2027 Net Kâr	27,8	mlr TL
2027 FAVÖK	32,3	mlr TL
EUR/TL Değerleme Kuru	53,0	TL/EUR
Vergi Oranı	0,3	%
Amortisman / Ciro	0,0	%
2026 Başlangıç Ciro	9,0	EUR mlr

Çarpan Değerleme Varsayımları

F/K	10,0x
FD/FAVÖK	7,0x
F/K Ağırlığı	50,0%
FD/FAVÖK Ağırlığı	50,0%
Bugüne İskonto Oranı	20,9%

DCF Senaryo Varsayımları

WACC	10,8%
Terminal Büyüme	3,0%
Net İşletme Sermayesi / ΔCiro	0,8%
2027 Ciro Büyümesi	9,0%
2028 Ciro Büyümesi	8,0%
2029 Ciro Büyümesi	7,0%
2030 Ciro Büyümesi	6,0%
2026 FAVÖK Marjı	3,8%
2027 FAVÖK Marjı	5,0%
2028 FAVÖK Marjı	6,0%
2029 FAVÖK Marjı	6,5%
2030 FAVÖK Marjı	7,0%
2026 Capex	0,250
2027 Capex	0,210
2028 Capex	0,180
2029 Capex	0,170
2030 Capex	0,170

TOASO – 5 Yıllık DCF (EUR Bazlı)

	2026	2027	2028	2029	2030
Ciro (EUR mlr)	9,00	9,81	10,59	11,34	12,02
Ciro Büyümesi	-	9,0%	8,0%	7,0%	6,0%
FAVÖK Marjı	3,8%	5,0%	6,0%	6,5%	7,0%
FAVÖK	0,342	0,491	0,636	0,737	0,841
Amortisman	0,135	0,147	0,159	0,170	0,180
EBIT	0,207	0,343	0,477	0,567	0,661
NOPAT	0,155	0,258	0,358	0,425	0,496
Capex	0,250	0,210	0,180	0,170	0,170
ΔNWC	0,000	0,006	0,006	0,006	0,005
FCFF	0,040	0,188	0,330	0,419	0,500
İskonto Faktörü	0,903x	0,815x	0,735x	0,664x	0,599x
FCFF Bugünkü Değer	0,036	0,153	0,243	0,278	0,300

DCF Özet

PV FCFF	1,010
Terminal Değer	6,609
PV Terminal Değer	3,958
Firma Değeri	4,968
(-) Düzeltilmiş Net Borç	0,260
Özsermaye Değeri	4,708
Hedef Piyasa Değeri (TL mlr)	249,5
Hedef Fiyat	₺499,00

TOASO**Benzer Şirket Çarpanlarına Göre Değerleme**

2027 Net Kâr	27,8
2027 FAVÖK	32,3
F/K	10,0x
FD/FAVÖK	7,0x
F/K ile Özsermaye Değeri	278,4
FD/FAVÖK ile Firma Değeri	226,4
(-) Düzeltilmiş Net Borç	13,8
FD/FAVÖK ile Özsermaye Değeri	212,6
Birleşik 2027 Özsermaye Değeri	245,5
Bugüne İskonto Oranı	20,9%
Hedef Piyasa Değeri	203,1
Hedef Fiyat	₺406,11
Cari Fiyata Göre Potansiyel	56,5%

TOASO – Değerleme Özeti

Cari Fiyat	₺265,00
Cari Piyasa Değeri	132,5
Baz Çarpan Hedefi	₺406,11
Baz DCF Hedefi	₺499,00
Baz Nihai Hedef Fiyat	₺433,97
(%70 Çarpan + %30 DCF)	

TOFAŞ TÜRK OTOMOBİL FABRİKASI A.Ş.

TEKNİK GÖRÜNÜM



Teknik Göstergeler

Göstergeler	Kısa Vadeli		Ort Vadeli		Uzun Vadeli	
	Değer	Karar	Değer	Karar	Değer	Karar
Stochastic	20.74	SAT	31.44	SAT	54.10	SAT
RSI	36.81	AL	40.86	SAT	52.14	SAT
Williams%R	-86.59	SAT	-94.07	SAT	-56.49	NÖTR
Momentum	87.67	SAT	82.12	SAT	131.67	AL
MACD	-11.38	SAT	3.55	SAT	24.25	SAT
ADX	34.64	SAT	14.06	SAT	12.97	AL
CCI	-82.93	NÖTR	-175.69	NÖTR	-78.32	NÖTR
Ultimate Oscillator	49.37	NÖTR	45.52	NÖTR	48.65	NÖTR
ROC	-12.33	NÖTR	-17.88	NÖTR	17.13	NÖTR
Hareketli Ortalama	267.24	NÖTR	291.35	NÖTR	281.99	NÖTR
Al Sayısı		1		0		2
Sat Sayısı		5		6		3
Nötr Sayısı		4		4		5

Pivot Noktaları

Pivot Yöntemi	Kapanış Fiyatı	Destek Noktaları			Pivot Noktası	Direnç Noktaları		
		Ds1	Ds2	Ds3		Dr3	Dr2	Dr1
Klasik	263.00	251.00	254.00	258.50	261.50	266.00	269.00	273.50
Camarilla	-	260.94	261.63	262.31	261.50	263.69	264.38	265.06
Fibonacci	-	254.00	256.87	258.64	261.50	264.37	266.14	269.00
Demarks's	-	-	-	260.00	261.50	267.50	-	-

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 dayanılarak 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.

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