

TOFAŞ

Endeks Üstü Getiri

Stellantis-Türkiye birleşmesine nihayet onay çıktı...

21 Nisan 2025

- Rekabet Kurumu'nun Stellantis-Türkiye satın alımına koşullu onay vermesi, Tofaş açısından iki potansiyel olumlu gelişmeye işaret ediyor. Planlanan dağıtım sinerjilerine yeşil ışık yakılmasının yanı sıra, yeni bir ihracat modelinin lansmanını da beraberinde getiriyor. Bu gelişmeler, şirketin orta-uzun vadeli iş hacmine ilişkin önemli bir belirsizliği ortadan kaldırıyor. Hedef fiyatımızı 230,10 TL'den 274,90 TL'ye yükseltiyor ve tavsiyemizi Endeks Üstü Getiri'ye revize ediyoruz (önceki: Endekse Paralel Getiri).
- Yurtiçi pazar payında ciddi artış:** Stellantis-Türkiye markaları, 2024 yılında Türkiye hafif araç pazarında %16 pazar payına ulaşırken, Tofaş'ın payı %12 seviyesindeydi. Birleşik ölçek, Tofaş'ın yurtiçi dağıtımdan daha yüksek katma değer elde etmesini sağlayacak yatırımları hayata geçirmesini mümkün kılabilir (maliyet sinerjileri, satış sonrası hizmetlerde daha kapsamlı ve yüksek marjlı ürün ve hizmet yelpazesi vb).
- Birleşme tarihi yakın olabilir:** Tarafların birleşme kararını aldıkları Mart-23'ten bu yana yol haritalarını oluşturmak için yeterli zamana sahip olduklarını düşünüyoruz. Daha önce üzerinde anlaşılan EUR400mn satın alma bedeli ve %77'lik artı performans ödemesi (earn-out), Türkiye araç pazarının yıllık 800 bin adet seviyesinde olduğu dönemde müzakere edilmişti. Pazarın 1,2 milyon adede ulaştığı düşünüldüğünde satın alma bedelinde yukarı yönlü bir güncelleme yapılması bizi şaşırtmaz.
- İlamlı bir yatırım harcamasıyla (EUR256mn) yeni hafif araç (LV) modeli:** Tofaş, 3Ç26 itibarıyla yıllık yaklaşık 150 bin adet kapasiteli yeni bir LV üretimine başlayacak. Üretimin ağırlıklı olarak MEA bölgesi için planlandığı bu proje, yatırım hikayesindeki önemli bir riski ortadan kaldırıyor; zira Egea üretiminin 2025 sonu itibarıyla sona ermesi durumunda, kapasite kullanım oranı aksi halde üçte bire düşecekti.
- Hisselerde son dönemde dalgalı bir seyir izlense de bize göre yeni model piyasada kısa vadede fiyatlanan bir beklenti değildi.** Mart sonundaki piyasa satış dalgasının ardından, Tofaş hisseleri geçtiğimiz hafta BIST100'e göre %11 daha iyi performans gösterdi. Ancak bu yükseliş öncesinde, uzun vadeli görünümdeki belirsizlik hisselerin 2024 yılı boyunca BIST100'e kıyasla %20 geride kalmasına neden olmuştu. Rekabet Kurumu onayı, piyasada takip edilen ortak ikili katalizörlerden biri olurken, buna ek olarak açıklanan LV ihracat haberi ikinci bir pozitif unsur niteliğinde.
- İlave üretim opsiyonlarını göz ardı etmiyoruz:** Yeni LV projesiyle birlikte Tofaş'ın teorik üretim kapasitesi 2027 itibarıyla yıllık 275 bin adede yükselecek. Ancak %61'lik bir kapasite kullanım oranı, birim maliyetleri düşük tutmak açısından ideal seviyede olmayabilir. Bu nedenle, Tofaş'ın uzun vadede 300-400 bin adetlik üretimi barındırabilecek bir yapıya kavuşmasını %20 olasılıkla öngörüyoruz. Şirketin tarihsel FD/üretim çarpanı 10,300 Euro (take-or-pay anlaşmaları sonrası 7,800 Euro) seviyesindeydi. Bu çarpan için yukarı yönlü potansiyel görüyoruz; zira i) hedeflenen dağıtım sinerjileri, ii) geçmişteki FCA'ya kıyasla Stellantis ile daha istikrarlı bir ihracat müşteri profili ve iii) ürün gamının geçmişteki küçük araç ve van ağırlığından daha kârlı olabilecek yeni bir yapıya evrilmesi gibi etkenler öne çıkıyor. Değerleme analizimizde 2027 yılı için birim FD'yi 12.000 Euro olarak varsayıyoruz.
- Yeni hedef fiyatımız 274,90 TL (önceki: 230,10 TL) olup, %56 yukarı potansiyele işaret ediyor.** 2027 yılında yalnızca önceden duyurulmuş iki LCV modelinin üretileceği senaryoya artık %60 olasılık atfediyoruz (bu senaryoyu 12 aylık görünümümüz olan Nisan 2026'ya indirgenmiş şekilde değerlendiriyoruz). Yıllık 350 bin adetlik üretim senaryosunu ise, birim başına aynı ilamlı 1,700 Euro'luk ek yatırım varsayımıyla, %20 ağırlıkla modelimize dahil ediyoruz. Kalan %20 ağırlığı da 12 aylık ileriye dönük 10x F/K çarpanına dayalı geleneksel hedef değerlemeye veriyoruz. Olası riskler arasında i) birleşmenin, sinerjilerin veya takip eden ihracat hamlelerinin beklenenden uzun sürede hayata geçmesi, ii) bu döneme kadar düşük kârlılık bazında kalınması, iii) makroekonomik belirsizlikler ve iv) dağıtım varlıkları için ödenecek satın alma bedeli yer alıyor.

Fiyat

Son Kapanış (TL)	176.50
Mevcut Piyasa Değeri (TLmn)	88,250
12 Aylık Hedef Fiyat (TL/Hisse)	274.90
12 Aylık Hedef Piyasa Değeri (TLmn)	137,450
12 Aylık Getiri Potansiyeli (TL)	56%
Temettü Verimi	7%

Finansal Veriler (TL mn)	2023	2024	2025T	2026T
Net Satışlar	127,601	120,267	155,266	199,101
% değişim		-6	29	28
FAVÖK	19,667	9,280	8,859	19,108
% değişim		-53	-5	116
Net Kâr	15,083	5,221	7,653	14,816
% değişim		-65	47	94
Marjlar (%)	2023	2024	2025T	2026T
FAVÖK Marjı	15.4	7.7	5.7	9.6
Net Marj	11.8	4.3	4.9	7.4
Brüt Temettü Verimi	3%	8%	7%	7%
Çarpanlar	2023	2024	2025T	2026T
F/K (TL, x)	7.5	23.9	11.5	6.0
FD/FAVÖK (TL, x)	5.1	14.3	11.3	5.0
Net Borç/Favök (x)	-0.7	0.9	1.4	0.4
Özsermaye Karlılığı (%)	40.9	11.1	15.3	25.3

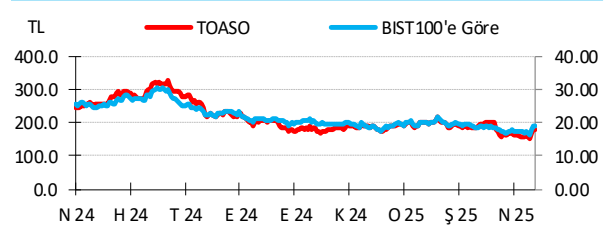
Hisse Verisi

Hisse Kodu	TOASO.IS	TOASO TI
Sektör		Otomotiv
Hisse Sayısı (mn)		500
3A Ort. İşlem Hacmi (mn)		US\$41.7
52 Haftalık Aralık	TL151.20 -	TL326.99

Piyasa Verisi

BIST-100	9,317
TL/US\$	38.0032

Fiyat Grafiği



Performans	1AY	3AY	YBB	Yıllık %
TL Nominal Getirisi	-12%	-8%	-6%	-28%
BIST-100'e Göre	2%	-2%	0%	-26%
Ortaklık Yapısı				
Stellantis				38%
Koç Holding				38%
Halka Açık Paylar ve Diğerleri				24%

Onur Müminoğlu
omuminoglu@terayatirim.com
 Tel: +90 212 365 1000

Derecelendirme	Tanım
Endeks Üstü Getiri	Analist, hisse senedinin önümüzdeki 12 ayda BIST-100 endeksinin üzerinde getiri sağlayacağını öngörüyor.
Endekse Paralel Getiri	Analist, hisse senedinin önümüzdeki on iki ayda BIST-100 endeksine paralel bir getiri elde etmesini bekliyor.
Endeks Altı Getiri	Analist, hisse senedinin önümüzdeki 12 ayda BIST-100 endeksinin altında bir getiri elde etmesini bekliyor.

“Bu raporda yer alan bilgiler halka açık kaynaklardan veya Tera Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından güvenilir addedilen diğer kaynaklardan derlenmiş olup genel bilgilendirme amacıyla hazırlanmıştır. Tera Yatırım Menkul Değerler A.Ş. nin rapor tarihinden sonra, söz konusu bilgi ve görüşlerde meydana gelebilecek değişikliklerden yatırımcıları haberdar etme yükümlülüğü bulunmamaktadır. Bu raporun içeriğinde yer alan herhangi bir bilgi, kesinlik, doğruluk veya eksiksizlik garanti etmediği gibi 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 yorum ve tavsiyede bulunanların genel nitelikte kişisel görüşlerine dayanmakta olup herhangi bir yatırım aracının alım-satım önerisi ya da getiri vaadi olarak yorumlanmamalıdır. Bu görüşler, mali durumunuz ile risk ve getiri tercihinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Ortaya çıkabilecek sonuçlardan dolayı Tera Yatırım ile bağlı kuruluşları, görüş sahipleri, çalışanları, yöneticileri ve ortakları sorumlu tutulamaz.”
