

02 Haziran 2026

Türk Otomotiv Sektörü

Zorluklara rağmen otomotiv talebi dirençli seyrini koruyor

- **Yurtiçi talep dirençli kalmaya devam ediyor:** Devam eden jeopolitik ve siyasi gerilimlere ve enflasyonist baskılara rağmen, otomotiv talebi 2026'da şu ana kadar güçlü seyrini korudu. Bu dayanıklılık; yüksek enflasyon ile EUR/TL'deki değer kaybı arasındaki farkın reel fiyatları daha erişilebilir hale getirmesi, yoğun rekabetin daha uygun fiyat seviyelerini desteklemesi, arz kısıtlarının hafiflemesiyle araç bulunabilirliğinin artması ve altın fiyatları ile reel faiz oranlarının halen yüksek seyretmesinden kaynaklanan pozitif servet etkisiyle desteklendi. Bununla birlikte, önümüzdeki dönemde anlamlı bir büyüme alanı öngörmüyoruz. Geçen yılın yüksek baz etkisi zorlu bir karşılaştırma yaratırken, geciken faiz indirim süreci alım gücü üzerinde baskı oluşturmaya devam ediyor; taşıt kredisi faiz oranları kayda değer bir iyileşme göstermeyip yüksek seviyelerini koruyor. Hafif araç satışları yılın ilk dört ayında yıllık bazda %3 daralırken, yılın geri kalanında talebin genel olarak bu seyrini korumasını ve toplam pazarın yıllık bazda %5 daralarak yaklaşık 1,300 bin adet seviyesine ulaşmasını bekliyoruz (önceki: yatay).

- **Avrupa pazarı hafif artış eğiliminde:** AB otomotiv pazarı, bölge genelindeki ekonomik zayıflığa rağmen IÇ'de satış hacimlerinin yıllık bazda %3,8 artmasıyla 2026 yılına olumlu bir başlangıç yaptı; bu görünüm, temel talepte sınırlı toparlanma ve elektrikli araçların ivme kazanmaya devam etmesiyle desteklendi. Bununla birlikte, toparlanmanın katetmesi gereken mesafe hâlen uzun; 2025'te 15,1 milyon adet seviyesinde olan Avrupa pazarı (EU-28), 2019'daki pandemi öncesi 18 milyon adetlik zirvesinin belirgin şekilde altında kalmayı sürdürüyor. Bu açığın kademeli olarak daralmasını beklerken, pazarın 2026 yılında yaklaşık %2 seviyesinde sınırlı bir büyüme kaydetmesini öngörüyoruz.

- **Ford Otosan – AL, Hedef Fiyat TL130/s: Yatırım harcaması döngüsünün ardından nakit akışı görünümü iyileşiyor:** Al önerimizi korurken, hedef fiyatımızı TL151/s seviyesinden TL130/s'ye revize ediyoruz. IÇ sonuçları, zayıf ihracat satışları ve düşük marjlı elektrikli araç ile binek araç satışlarının artan payının etkisiyle gelirler ve marjlar tarafında zayıf gerçekleşti. Bununla birlikte, olumsuz gelişmelerin büyük ölçüde fiyatlara yansımalarını düşünmüyoruz; hisse son bir ayda yaklaşık %13 geri çekilmiş olup, 2026T 8,1x F/K çarpanı ile cazip bir giriş noktası sunduğunu değerlendiriyoruz. Yoğun yatırım harcaması döngüsünün geride kalmasıyla birlikte Ford Otosan daha görünür ve istikrarlı bir kârlılık üretimi fazına girmiştir. Bu görünüm üç temel unsurla desteklenmektedir: 1) yatırım harcamalarının normalleşmesiyle belirgin şekilde güçlenen serbest nakit akışı, 2) Ford'un güçlü bayi ve satış sonrası ağı, yedek parça bulunabilirliği ve ürün özelleştirme kabiliyetleri sayesinde Çinli rakiplere karşı görece korunaklı yapı, ve 3) tamamlanan yatırım döngüsünün şirketin hafif ticari araç segmentindeki gelecekteki ürün gamını güvence altına almasıyla artan uzun vadeli görünürlük; söz konusu segment, binek araçlara kıyasla genellikle daha uzun ürün ömür ve daha yüksek marjlar sunmaktadır.

- **Tofaş – AL, Hedef Fiyat TL421/s: Üretim artışı ivme kazanıyor:** Al önerimizi korurken, hedef fiyatımızı TL382/s seviyesinden TL421/s'ye yükseltiyoruz. TOASO son bir yılda hisse performansı açısından benzerlerine kıyasla belirgin şekilde daha iyi performans göstermiştir (TOASO +%79, FROTO +%17, DOAS +%14), ancak hissenin 2026T ve 2027T sırasıyla 9,8x ve 6,8x F/K çarpanlarıyla halen cazip bir değer sunduğunu düşünmüyoruz. Şirket IÇ'de güçlü marjlar açıklamış ve üretim hacmi beklentisini yukarı yönlü revize etmiştir. İleriye dönük olarak, Eylül ortasında planlanan K9 lansmanının kârlılığı ilave olarak desteklemesini beklerken, 3Ç döneminde potansiyel yeni model(ler)e ilişkin yapılabilecek ve henüz tahminlerimize dahil olmayan olası açıklamalar, hem kârlılık hem de piyasa algısı açısından ek yukarı yönlü potansiyel sunmaktadır.

- **Doğuş Otomotiv – TUT, Hedef Fiyat TL227/s: Değerleme eskisi kadar cazip değil:** Tut önerimizi korurken, hedef fiyatımızı TL257/s seviyesinden TL227/s'ye revize ediyoruz. Doğuş Otomotiv'in marjları son yıllarda yurtiçi pazardaki fiyat rekabetinin artmasıyla birlikte kalıcı baskı altında kalmıştır; bununla birlikte, 2026 yılında kârlılığın taban oluşturmasını bekliyoruz. Hisse 2026T 8,2x F/K çarpanı ile ilk bakışta cazip görünmekle birlikte, hissenin tarihi ortalamalarına ve TOASO ve FROTO'ya kıyasla çok belirgin bir iskonto sunmamaktadır. Ayrıca hakim ortak hisse satışı riski nedeniyle çarpan genişlemesi potansiyelinin sınırlı olduğunu düşünmüyoruz.

	Tavsiye	Piy. Değ. (USDm)	Hedef Değer (TL)		Getiri Pot. (%)
			Eski	Yeni	
Ford Otosan	AL	6.524	151	130	53%
Tofaş	AL	3.230	382	421	42%
Doğuş	TUT	879	257	227	24%

	F/K		FD/FAVÖK		Tem. verimi
	26B	27B	26B	27B	
Ford Otosan	8.1	7.0	6.2	4.8	9.7%
Tofaş	9.8	6.8	13.2	8.0	8.0%
Doğuş	8.2	6.6	3.0	3.2	9.5%

Kaynak: Ünlü & Co tahminleri, Rasyonet

Araştırma Analisti
Erol Danış, PhD, CFA
erol.danis@unluco.com

İçindekiler

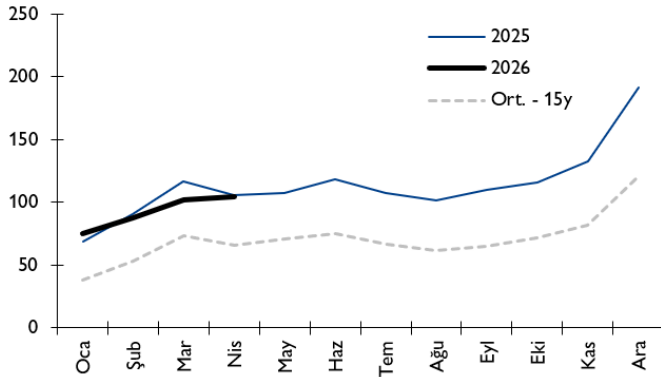
Türkiye pazarı görünümü.....	3
Avrupa pazarı görünümü	5
IÇ sonrası yönetici hedeflerinin özeti.....	6
Benzer şirket çarpanları	7
Tarihsel Değerleme Verileri	8
Tofas IÇ26 Sonuçları.....	12
Ford Otosan IÇ26 Sonuçları.....	13
Dogus Otomotiv IÇ26 Sonuçları.....	14

Türkiye pazarı görünümü

Yurtiçi talep dirençli kalmaya devam ediyor

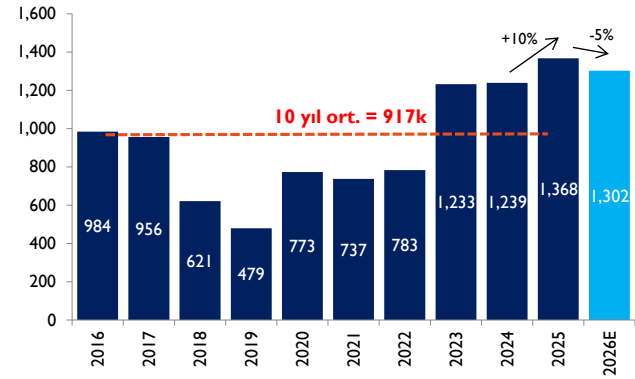
Devam eden jeopolitik ve siyasi gerilimlere ve enflasyonist baskılara rağmen, Türkiye otomotiv talebi 2026 yılı itibarıyla şimdiye kadar dayanıklılığını korudu. Bunda yüksek enflasyon ile EUR/TL'deki değer kaybı arasındaki farkın reel fiyatları daha erişilebilir hale getirmesi, yoğun rekabetin daha uygun fiyat seviyelerini desteklemesi, arz kısıtlarının hafiflemesiyle araç bulunabilirliğinin artması ve altın fiyatları ile reel faiz oranlarının halen yüksek seyretmesinden kaynaklanan pozitif servet etkisi etkili oldu. Önümüzdeki aylarda otomotiv talebinin dirençli seyrini sürdürmesi olası. Jeopolitik riskler ve tedarik zinciri aksaklıklarının etkisiyle artan hammadde maliyetlerine yönelik endişeler, tüketicileri alımlarını öne çekmeye teşvik edebilir veya önceki döngülerde olduğu gibi araçları enflasyona karşı bir korunma aracı olarak yeniden konumlandırmalarına yol açabilir. Öte yandan, yükselen petrol fiyatları elektrikli araçlara geçişi hızlandırarak toplam talebi ilave olarak destekleyebilir. Fakat önümüzdeki dönemde anlamlı bir büyüme öngörmüyoruz. Geçen yılın yüksek baz etkisi zorlu bir karşılaştırma yaratırken, geciken faiz indirim süreci alım gücü üzerinde baskı oluşturmaya devam ediyor. Taşıt kredisi faizleri kayda değer iyileşme göstermiyor ve yüksek seviyelerini koruyor. Hafif araç satışları yılın ilk dört ayında yıllık bazda %3 daralırken, yılın geri kalanında talebin genel olarak bu hızını korumasını ve toplam pazarın yıllık bazda %5 daralarak yaklaşık 1,300 bin adet seviyesine ulaşmasını bekliyoruz (önceki yatay).

Tablo 1: Yurtiçi Aylık Oto Satışları (bin adet)



Kaynak: ODD, ÜNLÜ & Co

Tablo 2: Yurtiçi Oto Satışları (Binek + Hafif Ticari) (bin adet)



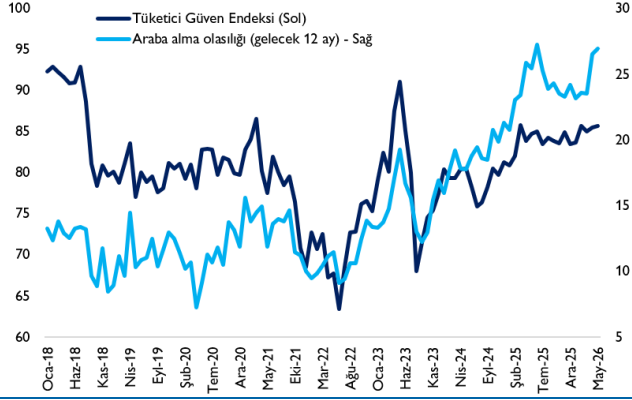
Kaynak: ODD, ÜNLÜ & Co

2026 yılı itibarıyla, araştırma kapsamımızdaki şirketlerin pazar paylarında Ford Otosan hariç belirgin bir değişim yok. Ford Otosan, portföyünde Ford Focus satışlarının sona ermesi nedeniyle bir miktar pazar payı kaybetti. Önümüzdeki çeyreklerde ise, 3Ç sonlarına doğru gerçekleşecek K9 model lansmanının desteğiyle Tofaş'ın hafif ticari araç segmentinde pazar payı kazanımları elde edebileceğini öngörüyoruz.

Tablo 3: Türkiye Hafif Araç Pazarı (adet)

	Nisan 25	Mart 26	Nisan 26	yıllık	aylık	4A25	4A26	yıllık
Toplam Yurtiçi Satışlar	105,352	101,997	104,298	-1.0%	2%	381,636	369,696	-3.1%
Binek	85,411	79,857	80,182	-6.1%	0%	309,204	290,870	-5.9%
Hafif Ticari	19,941	22,140	24,116	20.9%	9%	72,432	78,826	8.8%
<i>Hafif Ticari Toplam</i>	<i>18.9%</i>	<i>21.7%</i>	<i>23.1%</i>	<i>4.2%</i>	<i>1.4%</i>	<i>19.0%</i>	<i>21.3%</i>	<i>2.3%</i>
Satışların dağılımı								
Dogus Otomotiv	15,912	13,289	17,376	9.2%	31%	52,543	51,614	-1.8%
Ford Otosan	8,065	6,829	7,928	-1.7%	16%	29,832	25,195	-15.5%
Tofaş	27,790	29,024	27,327	-1.7%	-6%	99,115	99,152	0.0%
Pazar payı (%)								
Dogus Otomotiv	15.1%	13.0%	16.7%	1.6%	3.6%	13.8%	14.0%	0.2%
Ford Otosan	7.7%	6.7%	7.6%	-0.1%	0.9%	7.8%	6.8%	-1.0%
Tofaş	26.4%	28.5%	26.2%	-0.2%	-2.3%	26.0%	26.8%	0.8%

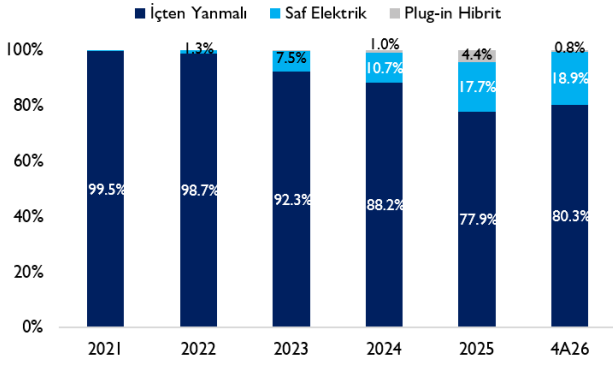
Kaynak: ODD, ÜNLÜ & Co

Tablo 4: Tüketici Güveni & Araba Alma Olasılığı (gelecek 12 ay)


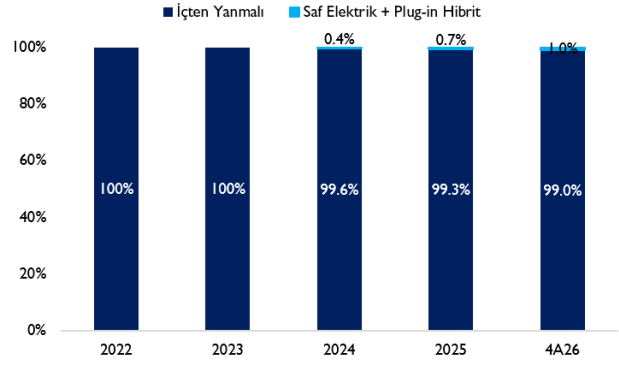
Kaynak: TÜİK, ÜNLÜ & Co

Tablo 5: Taşıt Kredisi Oranları (%)

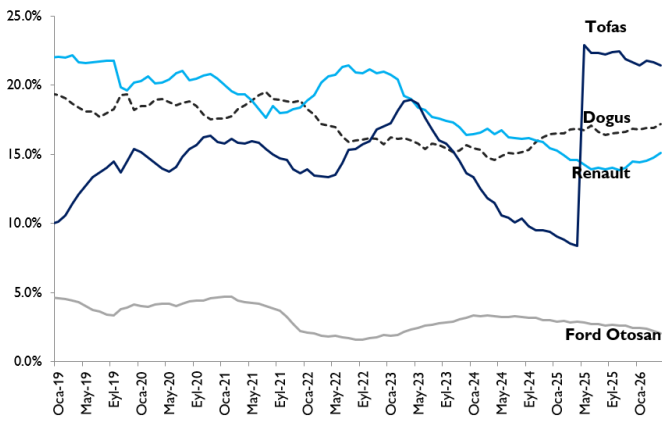

Kaynak: TCMB, ÜNLÜ & Co

Tablo 6: Yurtiçi Binek Araç Motor Tipi Dağılımı


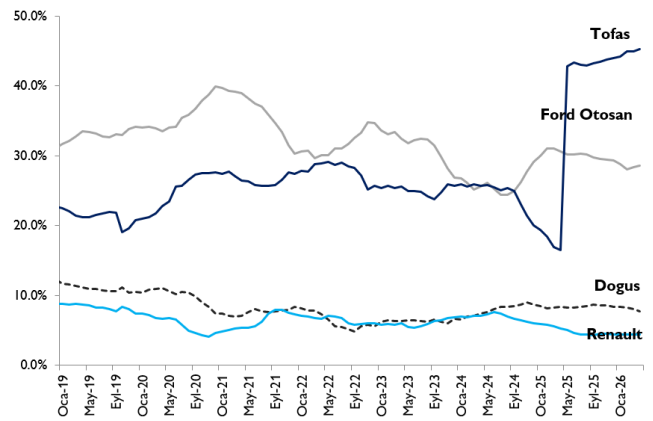
Kaynak: ODD, ÜNLÜ & Co

Tablo 7: Yurtiçi Hafif Ticari Araç Motor Tipi Dağılımı


Kaynak: ODD, ÜNLÜ & Co

Tablo 8: Binek Araç Pazar Payları (son 12 aylık)


Kaynak: ODD, ÜNLÜ & Co

Tablo 9: Hafif Ticari Araç Pazar Payları (son 12 aylık)


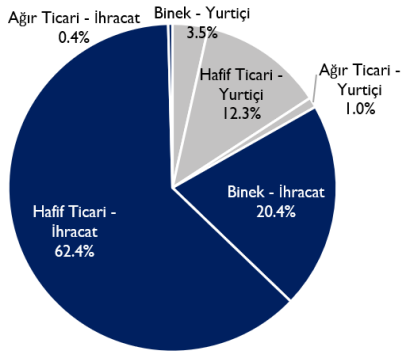
Kaynak: ODD, ÜNLÜ & Co

Avrupa pazarı görünümü

Avrupa'daki talep hafif artış eğiliminde

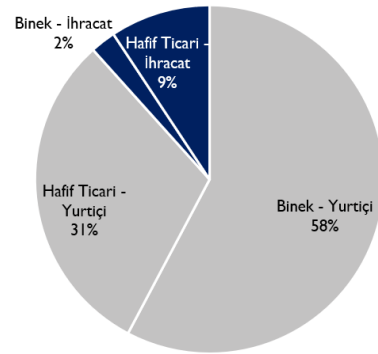
AB otomotiv pazarı, ekonomik zayıflığa rağmen İÇ'de satışların yıllık %3,8 artmasıyla 2026 yılına olumlu bir başlangıç yaptı. Talepteki sınırlı toparlanma ve elektrikli araçların ivmesini koruması bunu destekledi. Toparlanmanın katetmesi gereken mesafe hâlen uzun, 2025 yılında 15,1 milyon adet seviyesinde gerçekleşen AB pazarı (EU-28), 2019'daki pandemi öncesi 18 milyon adetlik zirvesinin altında kalmaya devam ediyor ve bu karşılanmamış talep potansiyelini gösteriyor. Bu açığın kademeli olarak daralmasını, pazarın 2026 yılında yaklaşık %2 seviyesinde sınırlı bir büyüme kaydetmesini öngörüyoruz.

Tablo 10: Ford Otosan Satış Dağılımı (2025)



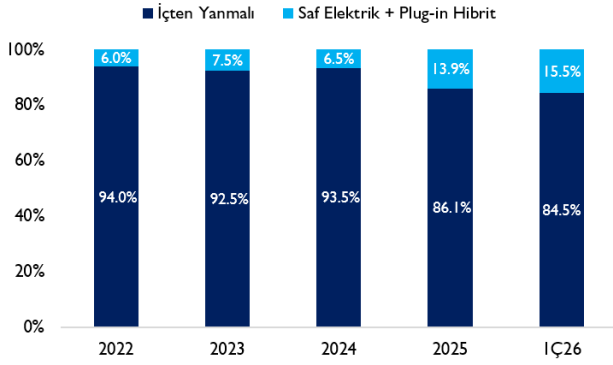
Kaynak: Şirket, ÜNLÜ & Co

Tablo 11: Tofaş Satış Dağılımı (2025)



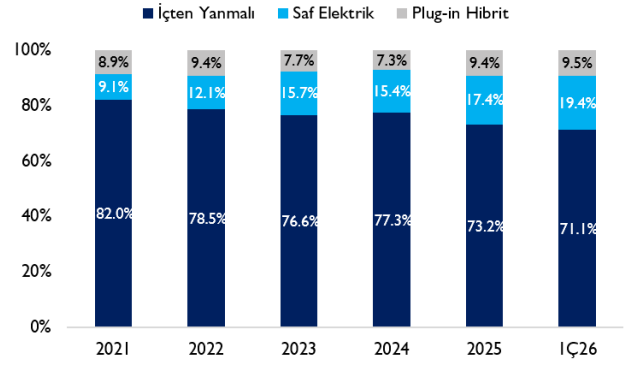
Kaynak: Şirket, ÜNLÜ & Co

Tablo 12: Avrupa Hafif Ticari Araç Motor Tipi Dağılımı



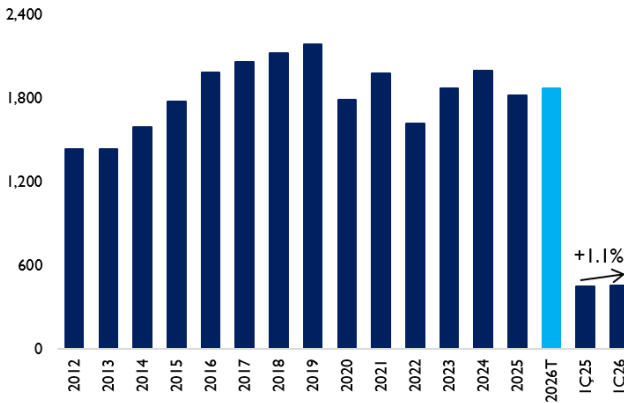
Kaynak: ACEA, ÜNLÜ & Co

Tablo 13: Avrupa Binek Araç Motor Tipi Dağılımı



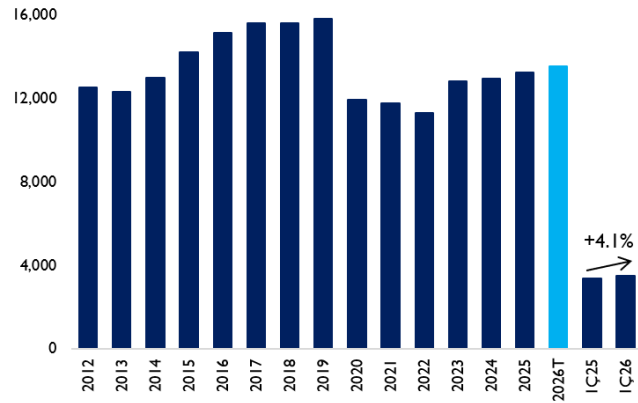
Kaynak: ACEA, ÜNLÜ & Co

Tablo 14: Avrupa Hafif Ticari Araç Pazarı



Kaynak: ACEA, ÜNLÜ & Co

Tablo 15: Avrupa Binek Araç Pazarı



Kaynak: ACEA, ÜNLÜ & Co

IÇ sonrası yönetim beklentilerinin özeti

IÇ26 sonuçlarının ardından Tofaş, Ford Otosan ve Doğu Otomotiv'in güncellenmiş 2026 beklentileri özeti şöyle idi:

- Tofaş, K0 modelinin üretim artışına bağlı olarak ihracat satışları ve üretim beklentilerini yukarı yönlü revize ederken, toplam pazar ve yurtiçi hacim öngörülerini aşağı çekti. Toplam satış hacim beklentisinin orta noktası yaklaşık %5 düşüşle 410 bin adet seviyesine gerilerken; üretim hacim beklentisinin orta noktası ise yaklaşık %3 artışla 150 bin adet seviyesine yükseldi.
- Ford Otosan, pazar (kamyon pazarı dâhil) ve hacim beklentilerini korurken, satış büyümesi beklentisini yüksek tek haneli büyümeden yataya revize etti. Bu görünüm, binek araç ağırlıklı daha zayıf ürün karması ve yurtiçi enflasyonun EUR/TL'deki değer kaybının üzerinde seyretmesini yansıtmakta.
- Doğu Otomotiv, Türkiye pazarına (kamyon pazarı dâhil) ilişkin öngörüsünü >1,1mn seviyesinden 1,2mn seviyesine yükseltirken, şirket bazındaki beklentilerini korudu.

Tablo 16: Beklenti Özeti (adet)

	Tofaş	Ford Otosan	Doğu Otomotiv
Türkiye otomotiv pazarı * (Bin adet)	1.2–1.3m (y/y -%12 ila -%5; önceki: 1.3–1.4m)	1.3–1.4m (y/y -%8 ila -%1; değişmedi)	1,2m (y/y -%15; >1,1 milyondan yukarı revize)
Yurt içi satış hacmi	320–350B (y/y +%7 ila +%17; önceki: 350–370B)	90–100B (y/y -%23 ila -%15; değişmedi)	117B adet (Skoda hariç; y/y -%28; değişmedi)
İhracat satış hacmi	70–80B (y/y +%48 ila +%69; 65–75B'den yukarı revize)	580–630B (y/y -%4 ila +%4; değişmedi)	yok
Toplam hacim (orta nokta)	~410B (önceki beklentiye göre -%5)	~700B (değişmedi)	117B (değişmedi)
Ciro büyümesi	—	Yatay (yüksek tek haneliden aşağı revize)	—
Marj beklentisi	2026 VÖK marjı %3–4; 2028 VÖK marjı %5–7 (değişmedi)	Düzeltilmiş FAVÖK marjı %7–8 (değişmedi)	—
Yatırım harcaması (Capex)	€250m (değişmedi)	€300–400m (değişmedi)	TL5,2 milyar (değişmedi)

Kaynak: Şirket, ÜNLÜ & Co *Toplam Pazar HCV Dahil (Tofaş beklentileri HCV hariç)

Benzer şirket çarpanları

Türkiye’de ve globalde ucuz çarpanlar

Otomotiv hisseleri, sektörün karşı karşıya olduğu yapısal sorunlar (elektrikli araç dönüşümü, artan Çin rekabeti ve geniş çaplı dönüşüm riskleri) nedeniyle hem Türkiye’de hem de küresel ölçekte düşük çarpanlarla işlem görmektedir. Türk şirketleri, kâr çarpanları bazında uluslararası emsalleriyle büyük ölçüde benzer seviyelerde işlem görürken, karşılaştırılabilir şirketler arasında en yüksek temettü verimlerinden birini sunmaktadır. Tofaş, 2026T bazında optik olarak pahalı görünmekle birlikte, K0 ve K9 üretim artışının finansallara yansımalarıyla birlikte 2027T çarpanları belirgin şekilde gerilemektedir.

Tablo 17: Benzer Şirket Çarpanları

Şirket	PD	F/K		FD/FAVÖK		Temettü Verimi	
	USDm	2026T	2027T	2026T	2027T	2026T	2027T
General Motors	73,292	6.4	5.8	3.3	3.0	0.8%	0.9%
Stellantis	22,504	8.4	4.7	1.6	1.3	1.6%	4.8%
Ford Motors	67,680	10.3	9.3	4.8	4.4	3.6%	3.6%
Tesla Motors	1,577,122	224.0	172.6	106.5	83.7	0.0%	0.0%
Bayerische Motoren Werke	52,861	7.1	6.1	4.5	3.3	5.4%	6.1%
Mercedes-Benz Group	57,740	8.7	6.9	1.2	0.7	6.5%	6.9%
Volkswagen	53,573	5.0	4.1	0.9	0.6	6.1%	7.4%
Renault	9,781	4.4	4.2	0.3	0.1	7.8%	8.9%
Toyota Motor	287,546	10.1	9.3	11.8	12.4	3.3%	3.6%
Honda Motor	39,820	n.a	18.2	21.8	12.1	4.9%	5.0%
Nissan Motor	8,736	n.a	35.3	14.2	14.4	0.0%	0.7%
Hyundai Motor	103,133	17.0	15.4	16.7	15.2	1.5%	1.6%
Kia Motor	44,206	7.9	7.3	3.4	2.9	3.9%	4.2%
Chongqing Changan	10,571	5.5	4.3	4.5	2.3	6.4%	7.8%
Beiqi Foton Motor	3,486	11.9	8.9	n.a	n.a	n.a	n.a
Geely Automobile Holding	26,018	8.2	6.8	3.5	2.6	3.5%	4.3%
Faw Car Company	4,436	26.5	20	n.a	n.a	1.3%	2.5%
Great Wall Motor	18,814	6.9	5.8	5.1	5.3	4.1%	4.8%
Eicher Motors	20,491	34.9	31.2	31.1	27.0	1.0%	1.2%
Mahindra & Mahindra	38,830	24.1	21.0	n.a	n.a	0.9%	1.1%
Medyan (Oto Üreticileri)		8.6	8.1	4.5	3.3	3.5%	4.2%
AutoNation Inc	6,326	8.8	7.8	7.5	7.2	0.0%	0.0%
Inchcape Plc	3,943	9.4	8.5	5.1	4.8	4.3%	4.8%
Asbury Automotive Group	3,432	7.1	6.2	8.5	7.9	0.0%	0.0%
D’ieteren SA	10,546	12.3	11.0	15.4	14.6	1.3%	1.5%
Lithia Motors	6,603	8.4	7.1	7.4	6.8	0.8%	0.8%
Zhongsheng Group	1,930	6.7	4.6	5.1	3.9	5.7%	8.8%
China Harmony	142	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a
Medyan (Oto Distribütörleri)		8.6	7.5	7.5	7.0	1.0%	1.1%
Ford Otosan	6,524	8.1	7.0	6.2	4.8	9.7%	13.5%
Tofaş	3,230	9.8	6.8	13.2	8.0	8.0%	13.8%
Dogus Otomotiv	879	8.2	6.6	3.0	3.2	9.5%	14.2%

Kaynak: Bloomberg, ÜNLÜ & Co

Tarihsel Değerleme Verileri

Tablo 18: Tofaş İleriye Dönük F/K



Kaynak: Bloomberg, ÜNLÜ & Co

Tablo 19: Tofaş İleriye Dönük FD/FAVÖK



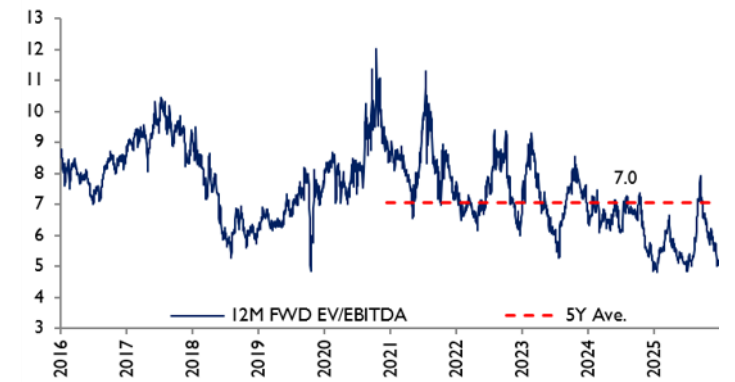
Kaynak: Bloomberg, ÜNLÜ & Co

Tablo 20: Ford Otosan İleriye Dönük F/K



Kaynak: Bloomberg, ÜNLÜ & Co

Tablo 21: Ford Otosan İleriye Dönük FD/FAVÖK



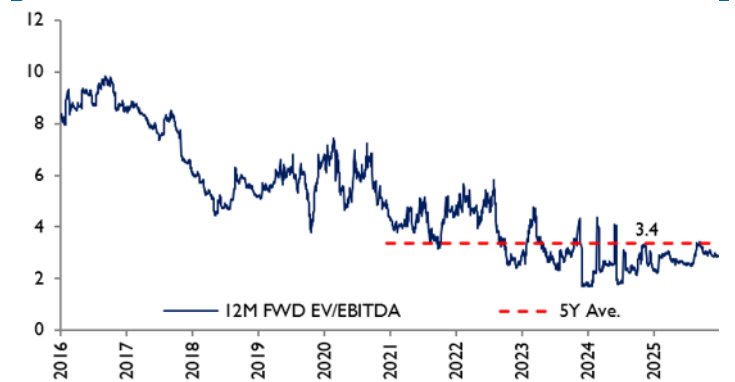
Kaynak: Bloomberg, ÜNLÜ & Co

Tablo 22: Doğu Otomotiv İleriye Dönük F/K



Kaynak: Bloomberg, ÜNLÜ & Co

Tablo 23: Doğu Otomotiv İleriye Dönük FD/FAVÖK



Kaynak: Bloomberg, ÜNLÜ & Co

TOFAŞ

Değerleme çarpanları	2022	2023	2024	2025	2026T	2027T
F/K (x)	6.2	6.3	21.8	16.6	9.8	6.8
FD/FAVÖK(x)	4.3	4.2	16.8	18.1	13.2	8.0
FD/satış (x)	2.2	1.1	1.3	0.6	0.5	0.4
Temettü verimi (%)	2.0	6.8	4.1	6.8	8.0	13.8

Oran analizi	2022	2023	2024	2025	2026T	2027T
Sermaye verimliliği (%)	100.4	62.6	12.4	15.6	26.7	38.5
Sermaye verimliliği (FVÖK temelli) (%)	100.4	83.5	6.2	2.7	6.8	10.5
Brüt marj (%)	18.8	18.1	11.1	6.5	7.9	8.9
FAVÖK marjı (%)	17.2	15.4	7.7	3.1	3.5	4.7
FVÖK marjı (%)	14.9	12.3	2.6	0.8	2.1	3.3
Ner kar marjı (%)	13.1	11.8	4.3	2.6	3.4	4.2
Net borç/FAVÖK (x)	-0.4	-0.7	0.9	3.4	4.6	3.4
FAVÖK/Finansman gideri (net) (x)	-0.4	-0.3	-0.5	-0.5	-0.6	-0.4

Kar ve zarar (TLm)	2022	2023	2024	2025	2026T	2027T
Net satışlar	65,545	127,601	120,267	319,414	493,751	688,332
Brüt kar	12,319	23,159	13,372	20,627	38,973	61,022
FVÖK	9,751	15,729	3,080	2,517	10,143	22,475
FAVÖK	11,270	19,667	9,280	9,998	17,181	32,287
Diğer gelir/gider	-821	-1,721	1,042	1,088	2,512	2,238
Finansman geliri/gideri	-3,997	-5,184	-4,730	-5,388	-9,695	-14,440
Vergi öncesi kar	8,562	18,327	4,890	8,838	18,788	32,340
Vergi	0	-3,243	331	-484	-1,865	-3,234
Efektif vergi oranı	0.0%	17.7%	-6.8%	5.5%	9.9%	10.0%
Net kar	8,562	15,083	5,221	8,354	16,923	29,106
Net satışlar (EURm)	3,794	3,917	3,274	6,352	8,252	9,621
FAVÖK (EURm)	652	604	253	199	287	451
Net kar (EURm)	496	463	142	166	283	407
Hisselerin ağırlıklı ortalama sayısı (m)	500	500	500	500	500	500
Hisse başı net kar (TL)	17.12	30.17	10.44	16.71	33.85	58.21
Hisse başı temettü (TL)	6.00	20.00	12.00	20.00	23.69	40.75
Temettü ödeme oranı	35.0%	66.3%	114.9%	119.7%	70.0%	70.0%

Nakit akışı (TLm)	2024	2025	2026T	2027T	Bilanço (TLm)	2024	2025	2026T	2027T
FVÖK	3,080	2,517	10,143	22,475	Nakit	19,716	19,967	40,630	56,842
Amortisman ve itfa giderleri	6,200	7,481	7,038	9,812	Dönen varlıklar	62,716	120,393	195,332	272,050
İşletme sermayesindeki değişim	-13,676	-5,896	-12,416	-15,127	Maddi duran varlıklar	14,484	21,664	38,940	47,718
Ödenen vergiler	-678	-554	-2,231	-4,945	Maddi olmayan duran varlıklar	4,163	12,260	15,692	19,060
Toplam yatırım harcaması	-5,106	-7,744	-18,250	-10,231	Duran varlıklar	28,944	53,131	84,322	108,170
Yatırım harcaması/hasılat	-4.2%	-2.4%	-3.7%	-1.5%	Toplam Varlıklar	91,660	173,524	279,654	380,220
Serbest nakit akışı	-10,180	-4,196	-15,715	1,985	Kısa vadeli yükümlülükler	26,516	70,791	154,207	216,250
Serbest nakit akış oranı verimi (%)	-8.5%	-1.3%	-3.2%	0.3%	Uzun vadeli yükümlülükler	18,042	42,702	58,493	79,755
Ödenen temettüler	-10,000	-6,000	-10,000	-11,846	Özkaynaklar	47,102	60,031	66,954	84,214
Nakit ve nakit bnz. Net değişim	-5,100	252	20,662	16,212	Toplam Kaynaklar	91,660	173,524	279,654	380,220
					Net işletme sermayesi	18,244	24,141	36,556	51,683
					Net nakit (borç)	-8,185	-33,702	-79,370	-111,112

Kaynak: Şirket verisi, Ünlü & Co tahminleri,

FORD OTOSAN

Değerleme çarpanları	2022	2023	2024	2025	2026T	2027T
F/K (x)	5.8	3.9	5.9	8.2	8.1	7.0
FD/FAVÖK(x)	6.4	5.0	9.4	6.0	6.2	4.8
FD/satış (x)	1.9	0.9	0.7	0.5	0.4	0.4
Temettü verimi (%)	5.2	6.8	9.1	7.9	9.7	13.5

Oran analizi	2022	2023	2024	2025	2026T	2027T
Sermaye verimliliği (%)	118.0	103.9	41.3	25.1	25.0	30.6
Sermaye verimliliği (FVÖK temelli) (%)	44.4	32.1	13.3	11.8	8.9	11.5
Brüt marj (%)	13.9	13.4	9.2	8.4	7.6	8.3
Düzeltilmiş FAVÖK marjı (%)	12.2	12.3	7.2	8.0	7.0	7.8
FVÖK marjı (%)	10.4	8.9	4.9	4.2	3.2	3.9
Ner kar marjı (%)	10.8	11.9	6.5	4.1	4.1	4.5
Net borç/FAVÖK (x)	1.4	1.4	2.5	1.9	2.6	2.3
FAVÖK/Finansman gideri (net) (x)	-0.5	-0.6	-0.8	-0.9	-0.9	-0.8

Kar ve zarar (TLm)	2022	2023	2024	2025	2026T	2027T
Net satışlar	171,797	411,906	594,995	830,828	1,001,090	1,279,850
Brüt kar	23,941	55,248	54,604	69,384	75,734	106,228
FVÖK	17,832	36,646	29,156	34,900	31,773	49,914
FAVÖK - Düzeltilmiş	21,035	50,732	42,702	66,567	70,467	99,388
Diğer gelir/gider	1,308	7,371	-171	7,704	8,236	10,503
Finansman geliri/gideri	-10,198	-29,925	-35,350	-56,633	-60,275	-77,059
Vergi öncesi kar	15,623	47,428	37,007	39,467	46,373	61,187
Vergi	2,991	1,627	1,856	-5,481	-5,089	-3,671
Efektif vergi oranı	-19.1%	-3.4%	-5.0%	13.9%	11.0%	6.0%
Net kar	18,614	49,056	38,864	33,986	41,284	57,516
Net satışlar (EURm)	9,945	12,645	16,196	16,522	16,731	17,889
FAVÖK (EURm) - Düzeltilmiş	1,218	1,557	1,162	1,324	1,178	1,389
Net kar (EURm)	1,078	1,506	1,058	676	690	804
Hisselerin ağırlıklı ortalama sayısı (m)	3,509	3,509	3,509	3,509	3,509	3,509
Hisse başı net kar (TL)	5.30	13.98	11.08	9.69	11.76	16.39
Hisse başı temettü (TL)	4.40	5.76	7.76	6.74	8.24	11.47
Temettü ödeme oranı	83.0%	41.2%	70.1%	69.6%	70.0%	70.0%

Nakit akışı (TLm)	2024	2025	2026T	2027T	Bilanço (TLm)	2024	2025	2026T	2027T
FVÖK	31,989	49,361	48,670	71,490	Nakit	22,330	63,974	65,126	54,789
Amortisman ve itfa giderleri	10,712	17,205	21,797	27,897	Dönen varlıklar	153,968	223,457	257,801	300,507
İşletme sermayesindeki değişim	-19,640	6,290	2,752	-9,413	Maddi duran varlıklar	97,282	137,163	179,845	209,675
Ödenen vergiler	-7,038	-10,859	-10,707	-15,728	Maddi olmayan duran varlıklar	21,838	31,664	40,528	49,228
Toplam yatırım harcaması	-40,881	-31,098	-26,082	-19,119	Duran varlıklar	172,802	227,324	290,857	349,015
Yatırım harcaması/hasılat	-6.9%	-3.7%	-2.6%	-1.5%	Toplam Varlıklar	326,770	450,780	548,659	649,522
Serbest nakit akışı	-24,857	30,899	36,429	55,127	Kısa vadeli yükümlülükler	123,401	180,624	246,453	311,286
Serbest nakit akış oranı verimi (%)	-4.2%	3.7%	3.6%	4.3%	Uzun vadeli yükümlülükler	88,146	114,136	128,550	135,963
Ödenen temettüler	-20,195	-27,231	-23,649	-28,899	Özkaynaklar	115,223	156,021	173,656	202,273
Nakit ve nakit bnz. Net değişim	7,106	41,644	1,152	-10,336	Toplam Kaynaklar	326,770	450,780	548,659	649,522
Kaynak: Şirket verisi, Ünlü & Co tahminleri					Net işletme sermayesi	42,017	35,726	32,974	42,387
					Net nakit (borç)	-101,427	-99,194	-141,075	-177,959

DOĞUŞ OTOMOTİV

Değerleme çarpanları	2022	2023	2024	2025	2026T	2027T
F/K (x)	1.8	1.3	4.1	12.0	8.2	6.6
FD/FAVÖK(x)	2.3	2.1	0.9	2.1	3.0	3.2
FD/satış (x)	0.8	0.1	0.1	0.1	0.2	0.2
Temettü verimi (%)	14.3	27.8	14.9	16.4	9.5	14.2

Oran analizi	2022	2023	2024	2025	2026T	2027T
Sermaye verimliliği (%)	97.7	74.0	15.8	5.1	8.2	12.0
Sermaye verimliliği (FVÖK temelli) (%)	81.3	67.8	22.8	12.1	7.8	8.0
Brüt marj (%)	22.5	21.5	16.0	12.5	12.1	12.0
FAVÖK marjı (%)	16.8	16.5	8.9	5.8	5.9	5.8
FVÖK marjı (%)	16.2	15.7	7.7	4.4	4.2	4.2
Ner kar marjı (%)	16.7	13.1	4.0	1.2	2.4	2.9
Net borç/FAVÖK (x)	-0.1	0.1	0.2	1.7	2.9	3.8
FAVÖK/Finansman gideri (net) (x)	-0.1	-0.2	-0.2	-0.7	-0.8	-0.8

Kar ve zarar (TLm)	2022	2023	2024	2025	2026T	2027T
Net satışlar	46,781	149,245	188,375	255,781	227,376	282,436
Brüt kar	10,526	32,130	30,232	31,925	27,415	33,892
FVÖK	7,556	23,461	14,536	11,358	9,589	11,935
FAVÖK	7,853	24,676	16,740	14,717	13,412	16,465
Diğer gelir/gider	369	3,170	1,708	148	414	515
Finansman geliri/gideri	-769	-5,898	-4,169	-10,348	-10,697	-13,743
Vergi öncesi kar	8,521	25,880	12,698	6,491	9,237	10,835
Vergi	-673	-6,118	-5,055	-3,412	-3,816	-2,709
Efektif vergi oranı	7.9%	23.6%	39.8%	52.6%	41.3%	25.0%
Net kar	7,824	19,622	7,592	3,141	5,458	8,170
Net satışlar (EURm)	2,708	4,582	5,128	5,087	3,800	3,948
FAVÖK (EURm)	455	758	456	293	224	230
Net kar (EURm)	453	602	207	62	91	114
Hisselerin ağırlıklı ortalama sayısı (m)	220	220	220	220	220	220
Hisse başı net kar (TL)	35.56	89.19	34.51	14.28	24.81	37.13
Hisse başı temettü (TL)	26.14	50.91	27.27	30.00	17.37	25.99
Temettü ödeme oranı	73.5%	57.1%	79.0%	210.1%	70.0%	70.0%

Nakit akışı (TLm)	2024	2025	2026T	2027T	Bilanço (TLm)	2024	2025	2026T	2027T
FVÖK	14,536	11,358	9,589	11,935	Nakit	9,414	5,556	22,438	29,738
Amortisman ve itfa giderleri	2,204	3,359	3,823	4,530	Dönen varlıklar	42,603	66,090	76,380	96,764
İşletme sermayesindeki değişim	-1,921	-11,432	844	-7,023	Maddi duran varlıklar	19,946	26,804	35,487	44,224
Ödenen vergiler	-3,198	-2,499	-2,110	-2,626	Maddi olmayan duran varlıklar	943	1,474	1,887	2,292
Toplam yatırım harcaması	-3,763	-3,197	-5,002	-5,649	Duran varlıklar	49,606	64,279	78,801	97,975
Yatırım harcaması/hasılat	-2.0%	-1.2%	-2.2%	-2.0%	Toplam Varlıklar	92,209	130,369	155,181	194,739
Serbest nakit akışı	7,859	-2,411	7,144	1,167	Kısa vadeli yükümlülükler	26,975	46,109	53,813	66,505
Serbest nakit akış oranı verimi (%)	4.2%	-0.9%	3.1%	0.4%	Uzun vadeli yükümlülükler	9,495	16,150	34,418	56,872
Ödenen temettüler	-11,200	-6,000	-6,600	-3,820	Özkaynaklar	54,956	67,148	66,006	70,355
Nakit ve nakit bnz. Net değişim	1,770	-3,858	16,882	7,300	Toplam Kaynaklar	91,427	129,408	154,237	193,732
					Net işletme sermayesi	16,929	28,361	27,518	34,541
					Net nakit (borç)	-2,691	-25,185	-39,546	-62,255

Kaynak: Şirket verisi, Ünlü & Co tahminleri

Tofaş IÇ26 Sonuçları

Tofaş IÇ26'da TL95.1mlr ciro (%200 y/y; Ünlü: TL95.0mlr; Kons: TL92.8mlr), TL2,556mn FAVÖK (%160 y/y; Ünlü: TL2,467mn; Kons: TL2,494mn) ve TL2,989mn net kâr açıkladı (IÇ25: TL184mn net zarar; Ünlü: TL2,647mn; Kons: TL2,279mn). Ciro ve FAVÖK beklentilere paralel gerçekleşirken, net kâr yüksek finansal gelir ve düşük amortisman gideri sayesinde beklentilerin üzerinde gerçekleşti. Kârlılık IÇ26'da Stellantis birleşmesi sonrası artan satış hacmi ve devam eden ramp-up sürecinin etkisiyle güçlü seyretti. Yönetim 2026 yılına ilişkin satış hacmi beklentilerini hafif aşağı yönlü revize ederken, 2026 ve 2028 vergi öncesi kar (VÖK) marjı hedeflerini korudu.

Çeyreğin öne çıkan başlıkları:

- Toplam satış hacmi IÇ26'da %182 y/y artarak 93bin adede yükseldi. Yurt içi satışlar %188 y/y, ihracat satışları ise %155 y/y arttı. Yeni K0 modelinin devreye alınması ve Stellantis-Türkiye hacimlerinin konsolidasyonu söz konusu güçlü hacim performansının ana belirleyicileri oldu. IÇ26'da, ihracat ve yurt içi satış birim fiyatları EUR bazında sırasıyla %9 ve %7 artış kaydederek ciro büyümesini destekledi.
- FAVÖK marjı IÇ26'da %2,7 seviyesinde gerçekleşti (IÇ25: %3,1). Devam eden ramp-up sürecine rağmen, düşük kapasite kullanım oranları, artan hammadde maliyetleri ve yurt içi pazarda agresif fiyat rekabeti kârlılık üzerinde baskı yaratmaya devam etti. Vergi öncesi kâr marjı %3,5 seviyesinde gerçekleşti (4Ç25: %4,6; IÇ25: %0,8).
- Şirket, bu çeyrekte TL461mn parasal kazanç (IÇ25: TL1,336mn parasal zarar) ve TL1,092 net finansal gelir kaydederek net kârlılığı destekledi.
- Net borç IÇ26'da TL48.2mlr seviyesine yükseldi (4Ç25: TL36.9mlr), artış temel olarak bu çeyrekte yapılan TL10mlr temettü ödemesinden kaynaklandı. NİS/Ciro oranı %7,4 olarak gerçekleşti (4Ç25: %7,6; IÇ25: %12,7).

2026 beklentilerinde revizyon: Yönetim, Türkiye otomotiv pazarı beklentisini 1.2–1.3mn adet seviyesine (-%12 ile +%5 y/y; önceki: 1.3–1.4mn) revize etti. Tofaş'ın yurt içi satış hacmi beklentisi 320–350bin adet (+%7 ile +%17 y/y; önceki: 350–370bin) olurken, K0 ramp-up sürecinin etkisiyle ihracat satış hacmi beklentisi 70–80bin adede (+%48 ile +%69 y/y; önceki: 65–75bin) yükseltildi. Toplam satış hacmi beklentisinin orta noktası, yaklaşık %5 aşağı revize edilerek 410bin adet seviyesine çekildi. Yurt içi hacimlere yönelik aşağı yönlü revizyon, Türkiye otomotiv pazarına ilişkin beklentilerin öngörülenden daha zayıf seyretmesini yansıtır. 2026 CAPEX beklentisi EUR250mn seviyesinde olup, 2026 için %3–4 ve 2028 için %5–7 VÖK marjı hedefleri korundu.

Finansal Sonuçlar: Tofaş Otomobil Fab.

TlM	IÇ25	4Ç25	IÇ26	y/y	ç/ç	Beklentiler		% Sapma	
						Ünlü	Piyasa	Ünlü	Piyasa
Net satış	31,675	133,923	95,110	200%	-29%	95,020	92,784	0%	3%
FAVÖK	984	5,050	2,556	160%	-49%	2,467	2,494	4%	2%
FAVÖK marjı	3.1%	3.8%	2.7%	-0.4pp	-1.1pp	2.6%	2.7%		
Net kar	-184	5,827	2,989	a.d.	-49%	2,647	2,279	13%	31%
Net marj	-0.6%	4.4%	3.1%	3.7pp	-1.2pp	2.8%	2.5%		

Kaynak: Şirket verileri, ÜNLÜ & Co beklentileri, Rasyonet anketi

Ford Otosan IÇ26 Sonuçları

Ford Otosan IÇ26'da TL192.4mlr ciro (%9 y/y; Ünlü: TL189.3mlr; Kons: TL188.1mlr), TL11,729mn FAVÖK (%28 y/y; Ünlü: TL11,695mn; Kons: TL11,449mn) ve TL5,499mn net kâr (%35 y/y; Ünlü: TL5,017mn; Kons: TL5,190mn) açıkladı. Ciro ve FAVÖK beklentilere paralel gerçekleşirken, net kâr tahminlerin hafif üzerinde gerçekleşti. Yönetim 2026 ciro büyümesi beklentisini aşağı yönlü revize ederken (önceki: yüksek tek haneli büyüme), satış hacmi ve düzeltilmiş FAVÖK marjı beklentilerini korudu.

Çeyreğin öne çıkan başlıkları:

- IÇ26'da toplam satış hacmi %3 y/y düşüyle 161bin adede geriledi. Yurt içi satışlar %18 y/y azalırken, ihracat hacmi yatay seyretti. Yurt içi hacimdeki sert düşüş; IÇ25'teki yüksek baz etkisi, Ramazan'ın Şubat–Mart aylarına denk gelmesi nedeniyle talebin ötelenmesi ve tüketici güveni ile filo yenileme iştahını baskılamaya devam eden jeopolitik belirsizliklerden kaynaklandı. İhracatın toplam ciro içindeki payı IÇ26'da %84'e yükseldi (IÇ25: %81; +3yp y/y).
- Düzeltilmiş FAVÖK marjı IÇ26'da %6,1 ile beklentilere paralel gerçekleşti (4Ç25: %6,2; IÇ25: %7,8). Rekabetçi fiyatlama, toplam satış içinde ihracat payının artması (özellikle Romanya), üretimde elektrikli araçların payının yükselmesi ve hammadde fiyatlarındaki artışlar kârlılık üzerinde baskı yarattı.
- Şirket, TL8.0mlr parasal kazanç kaydederek (4Ç25: TL2.7mlr) net kârı desteklerken, net finansman giderleri TL6.1mlr seviyesinde gerçekleşti (4Ç25: TL5.3mlr). Aynı zamanda bu çeyrekte ödenen TL2,461mn vergi gideri net kârlılık üzerinde ilave baskı oluşturdu.
- Net borç %2 ç/ç düşüyle TL106.4mlr seviyesine geriledi (Net Borç/FAVÖK: 1.8x). Net borç 4Ç25'te TL109.2mlr, IÇ25'te ise TL89.3mlr seviyesindeydi.

2026 beklentilerinde revizyon: Yönetim, Türkiye otomotiv pazarının 1.3–1.4mn adet bandında yatay kalmasını (-%5 ile +%2 y/y) öngörmeye devam ediyor. Şirket; yurt içi satış hacmini 90–100bin adet (-%26 ile -%18 y/y), ihracat satış hacmini ise 580–630bin adet (-%4 ile +%5 y/y) olarak bekliyor. 2026 CAPEX beklentisi EUR300–400mn seviyesinde korunurken, ciro büyümesi beklentisi “yüksek tek haneli”den “yatay”a revize edildi. Düzeltilmiş FAVÖK marjı beklentisi %7–8 aralığında (2025: %8,0) korunuyor.

Finansal Sonuçlar: Ford Otosan

TLM	IÇ25	4Ç25	IÇ26	y/y	ç/ç	Beklentiler		% Sapma	
						Ünlü	Piyasa	Ünlü	Piyasa
Net satış	210,563	245,504	192,443	-9%	-22%	189,333	188,138	2%	2%
FAVÖK	16,336	15,147	11,729	-28%	-23%	11,695	11,449	0%	2%
FAVÖK marjı	7.8%	6.2%	6.1%	-1.7pp	-0.1pp	6.2%	6.1%		
Net kar	8,489	11,718	5,499	-35%	-53%	5,017	5,190	10%	6%
Net marj	4.0%	4.8%	2.9%	-1.2pp	-1.9pp	2.6%	2.8%		

Kaynak: Şirket verileri, ÜNLÜ & Co beklentileri, Rasyonet anketi

Doğuş Otomotiv IÇ26 Sonuçları

Doğuş Otomotiv IÇ26 finansallarında TL49.6mlr ciro (-%10 y/y; Ünlü: TL52.7mlr; Kons: TL50.4mlr), TL3,162mn FAVÖK (-%16 y/y; Ünlü: TL3,280mn; Kons: TL3,084mn) ve TL574mn net kâr (-%24 y/y; Ünlü: TL489mn; Kons: TL581mn) açıkladı. Ciro, FAVÖK ve net kâr rakamları genel olarak piyasa beklentilerine paralel gerçekleşti. Karlılık tarafı, brüt marjdaki sert daralma nedeniyle baskı altında kalırken, düşen operasyonel ve finansal giderler ile artan yatırım gelirleri ve parasal kazançlar net kârı destekledi. Yönetim yurt içi pazar beklentisini yukarı revize ederken, 2026 şirket hacim beklentisini yineledi.

Çeyreğin öne çıkan başlıkları:

- Şirketin Skoda hariç satış hacmi IÇ26'da %7,6 y/y artışla 32 bin adede ulaştı. Buna karşın araç başına ortalama satış fiyatındaki %13 y/y düşüş nedeniyle (reel bazda) ciro %10 y/y geriledi. GYO gelirlerinin konsolide ciro içindeki payı sınırlı kalarak %0,6 seviyesinde gerçekleşti.
- FAVÖK marjı beklentilere paralel olarak 0.5yp y/y daraldı. Bu daralmanın temel nedeni brüt marjın %16,2'den %13,3'e gerilemesi olurken, idari giderlerin düşmesiyle faaliyet gideri marjının %10,9'dan %8,8'e inmesi marjlardaki ilave bozulmayı dengeledi. Sonuç olarak FAVÖK marjı IÇ26'da %6,4 seviyesinde gerçekleşti (-%0.5yp y/y, +%3.3yp ç/ç) ve tahminlerle uyumlu oldu (Ünlü: %6,2; Kons: %6,1).
- Şirket, IÇ26'da başta TÜVTÜRK ve VDF Servis katkısıyla, iştiraklerden TL290mn gelir kaydetti (IÇ25: TL228mn). Net finansal giderler %48 y/y azalarak TL666mn seviyesine gerilerken, IÇ26'da kaydedilen TL349mn parasal kazanç (IÇ25: TL790mn parasal kayıp) net kârı destekledi.
- Doğuş Otomotiv'in net borcu IÇ26 itibarıyla TL27.5mlr seviyesinde olup, 4Ç25'teki TL27.7mlr seviyesine kıyasla yatay seyretti. NİS/Ciro oranı IÇ26'da %10,8'e gerilerken (4Ç25: %11,1), bu gelişme NİS'ten TL1.4mlr nakit girişi yarattı.

Pazar beklentilerinde yukarı yönlü revizyon: Yönetim 2026 yılı yurt içi toplam pazar beklentisini >1.1mn adetten 1.2mn adede yükseltirken, Skoda hariç 117 bin adetlik kendi satış hedefini korudu. Capex beklentisi de TL5.2mlr ile değişmedi.

Finansal Sonuçlar: Doğuş Otomotiv

TLm	IÇ25	4Ç25	IÇ26	y/y	ç/ç	Beklentiler		% Sapma	
						Ünlü	Piyasa	Ünlü	Piyasa
Net satış	55,015	85,258	49,622	-10%	-42%	52,755	50,433	-6%	-2%
FAVÖK	3,767	2,595	3,162	-16%	22%	3,280	3,084	-4%	3%
FAVÖK marjı	6.8%	3.0%	6.4%	-0.5pp	3.3pp	6.2%	6.1%		
Net kar	755	-2,345	574	-24%	a.d.	489	581	17%	-1%
Net marj	1.4%	-2.8%	1.2%	-0.2pp	3.9pp	0.9%	1.2%		

Kaynak: Şirket verileri, ÜNLÜ & Co beklentileri, Rasyonet anketi

Bahsi geçen şirketler
Tofaş (TOASO.IS, Tavsiye: Al)
Ford Otosan (FROTO.IS, Tavsiye: Al)
Doğuş Otomotiv (DOAS.IS, Tavsiye: Tut)

Beyan Eki

Bu araştırma raporundaki bilgiler ve görüşler **ÜNLÜ Menkul Değerler A.S ("ÜNLÜ & Co")** tarafından hazırlanmıştır.

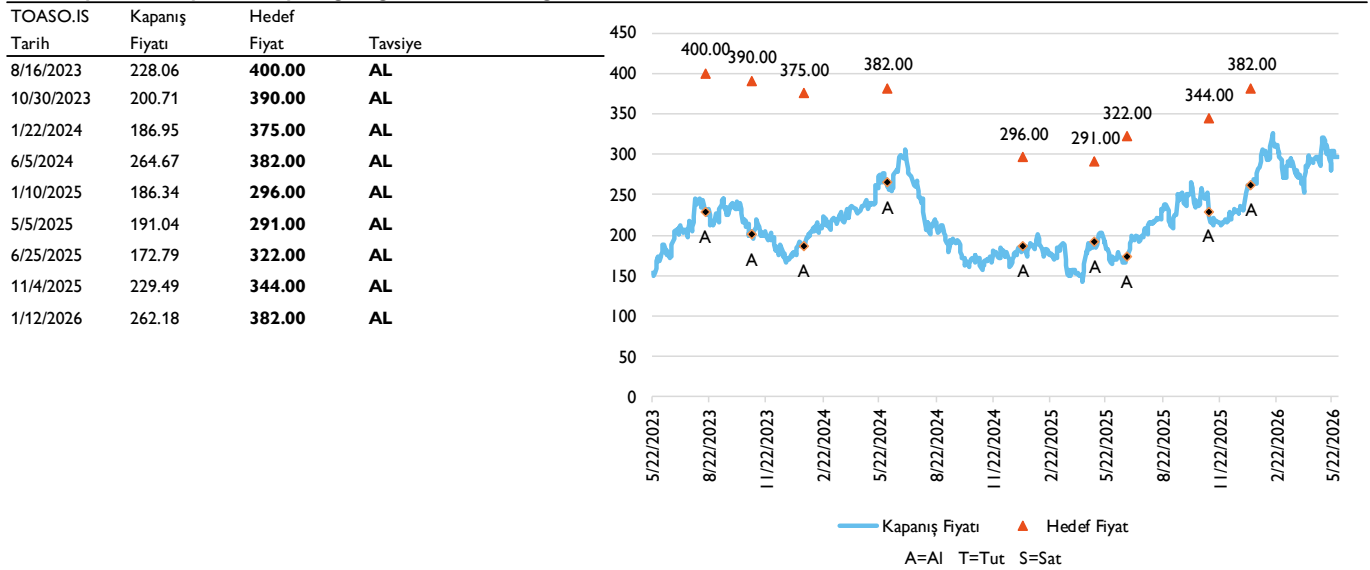
Önemli açıklamalar için, işbu raporun konusu olan şirketler ile ilgili hisse senedi fiyat grafikleri ve derecelendirme geçmişleri ile ilgili olarak, +90 212 367 3636 numaralı telefondan ÜNLÜ & Co Araştırma Departmanı ile irtibata geçmeniz rica olunur.

Değerlendirme metodolojisi ve bu araştırma raporunda atıfta bulunulan fiyat hedefleriyle ilişkili riskler konusunda, belirli bir hisse senedi konusunda değerlendirme metodolojisi ve riskler ile ilgili bir talepler için UNLUResearch@unluco.com adresine e-mail göndermeniz rica olunur.

Erol Danış işbu vesileyle analiz edilen şirketler veya menkul kıymetlerle ilgili olarak, (1) işbu raporda ifade edilen görüşlerin, söz konusu şirketler ve menkul kıymetlerin tamamı hakkındaki kişisel görüşlerini doğru şekilde yansıttığını ve (2) ücretlerinin hiçbir bölümünün, işbu raporda ifade edilen spesifik tavsiye veya görüşlerle doğrudan veya dolaylı olarak ilgili olmadığını, bulunmadığını ve olmayacağını onaylamaktadır(lar).

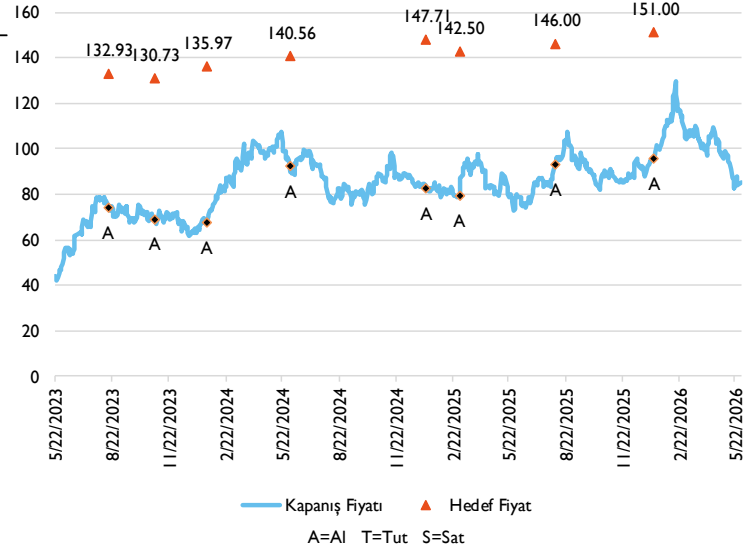
Tam şirket unvanları için Bahsi Geçen Şirketler bölümüne bakınız.

3 Yıllık Fiyat, Hedef Fiyat ve Tavsiye Değişikliği Geçmiş Seri Grafiği TOASO.IS

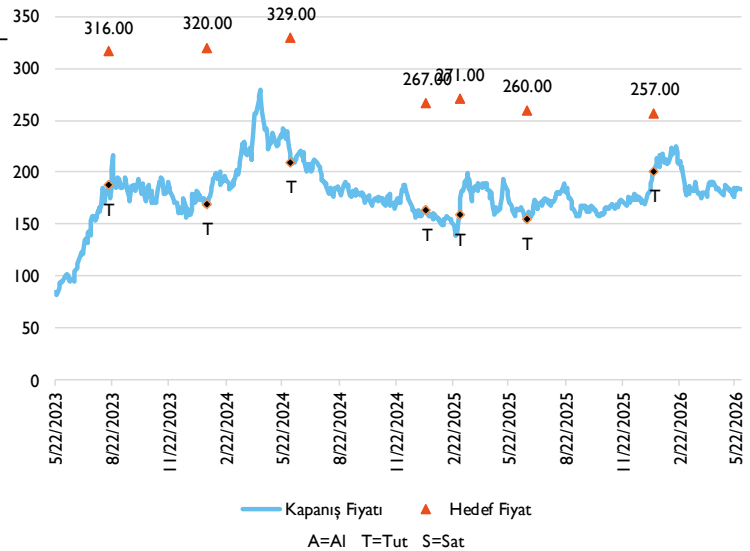


3 Yıllık Fiyat, Hedef Fiyat ve Tavsiye Değişikliği Geçmiş Seri Grafiği FROTO.IS

FROTO.IS	Kapanış Fiyatı	Hedef Fiyat	Tavsiye
8/16/2023	74.11	132.93	AL
10/30/2023	69.08	130.73	AL
1/22/2024	67.59	135.97	AL
6/5/2024	92.12	140.56	AL
1/10/2025	82.32	147.71	AL
3/4/2025	79.11	142.50	AL
8/6/2025	92.90	146.00	AL
1/12/2026	95.52	151.00	AL


3 Yıllık Fiyat, Hedef Fiyat ve Tavsiye Değişikliği Geçmiş Seri Grafiği DOAS.IS

DOAS.IS	Kapanış Fiyatı	Hedef Fiyat	Tavsiye
8/16/2023	187.99	316.00	TUT
1/22/2024	169.88	320.00	TUT
6/5/2024	209.46	329.00	TUT
1/10/2025	163.93	267.00	TUT
3/4/2025	159.36	271.00	TUT
6/20/2025	155.28	260.00	TUT
1/12/2026	201.24	257.00	TUT


ÜNLÜ Menkul hisse derecelendirmeleri dağılımı:

Yayınlanma tarihinde derecelendirme dağılımı	AL	TUT	SAT	Kısıtlı
Tüm derecelendirmeler (%)	73	25	2	0

Analistin hisse derecelendirmeleri aşağıdaki şekilde tanımlanmaktadır*:

Al (B): Hissenin toplam getirisinin*, önümüzdeki 12 aylık sürede % 20'den daha fazla (veya kabul edilen riske bağlı olarak daha fazla) olması beklenmektedir.

Tut (H): Hissenin toplam getirisinin önümüzdeki 12 aylık sürede % 10-20 aralığında olması beklenmektedir.

Sat (S): Hissenin toplam getirisinin önümüzdeki 12 aylık sürede % 10'dan daha az olması beklenmektedir.

Kapsanmamaktadır: ÜNLÜ & Co Araştırması, ihraççıyı kapsamamakta veya ihraççı veya onunla ilgili menkul kıymetler konusunda bir yatırım görüşü sunmamaktadır. ÜNLÜ & Co'nun kapsamadığı menkul kıymetler veya şirketler hakkında, Araştırma'dan gelen herhangi bir iletişim halka açık bilgi veya konsensüs tahminlerinin bir analizine dayalı olarak oluşturulan gerçeğe dayalı veya makul, maddi olmayan bir çıkarım niteliğindedir.

Hedef Fiyat: TL421 (TOASO.IS)

Metod: İNA

Riskler: Türkiye ve yurt dışında otomotiv talebinde daralma, pazar payı kayıpları

(12 aylık dö

Hedef Fiyat: TLI30 (FROTO.IS)

Metod: İNA

Riskler: Türkiye ve Avrupa'da otomotiv talebinde daralma, vergi artışları, pazar payı kayıpları

Hedef Fiyat: TL227 (DOAS.IS)

Metod: İNA

Riskler: Makro istikrarsızlık, keskin TL devalüasyonu, Türkiye'de otomotiv talebinde daralma

*Toplam getiri, hisse senedinin beklenen Sermaye Değerlendirmesi ve beklenen Temettü Getirisinin toplamı olarak hesaplanmaktadır.

*ÜNLÜ & Co Küçük ve Orta Büyüklükteki Danışman hisseleri: Hisse derecelendirmeleri Borsa İstanbul A.Ş. ("BİST") endeksine ilişkindir.

ÜNLÜ & Co'nun politikası, araştırma raporlarını, söz konusu şirket, sektör veya araştırma raporunda ifade edilen görüşler veya kanaatler üzerinde önemli bir etkiye sahip olabilecek nitelikteki pazar ile ilgili gelişmelere dayalı olarak güncellemektir.

ÜNLÜ & Co'nun politikası sadece tarafsız, bağımsız, açık, gerçekçi olan ve yanıltıcı olmayan bir yatırım araştırması yayımlamaktır. Daha fazla ayrıntı için, Çıkar Çatışmalarının Yönetimi Politikasını incelemeniz rica olunur.

Olası Çıkar Çatışmaları Sınıflandırmaları için lütfen tıklayınız.

Şirket	Sınıflandırma
Tofaş	Çıkar çatışması bulunmamaktadır.
Ford Otosan	Çıkar çatışması bulunmamaktadır.
Doğuş Otomotiv	Çıkar çatışması bulunmamaktadır.

Uyarı ve Gizlilik Notu

ÜNLÜ Menkul Değerler A.Ş. ("ÜNLÜ & Co"), Sermaye Piyasası Kurulu ("SPK") tarafından yetkilendirilmiş ve SPK düzenlemelerine tabi bir kurumdur. Bu rapor, ÜNLÜ & Co tarafından hazırlanmıştır. Burada yer alan bilgiler ve diğer kaynaklardan temin edilen bilgiler, güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan derlenmiş olup ÜNLÜ & Co tarafından denetlenmemiş veya bağımsız olarak doğrulanmamıştır. Bu raporda yer alan bilgilerin eksiksiz olduğu iddiası bulunmadığı gibi bilgilerin her zaman değişikliğe uğrayabileceği de göz önüne alınmalıdır.

Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeler, yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. SPK mevzuatı gereğince, yatırım danışmanlığı hizmeti, yetkili kuruluşlar tarafından kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel olarak sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler ise genel niteliktedir. ve yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Söz konusu görüşler herhangi bir yatırım aracının alım-satım önerisi ya da getiri vaadi olmayıp Yatırımcılar'ın mali durumu ile risk ve getiri tercihlerine de uygun olmayabilir. Bu sebeple, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı alınması, beklentilere uygun sonuçlar doğurmayabilir. Zarara uğramamak için gerekli basiret, dikkat ve özen gösterilmelidir. Bu raporun ticari amaçlı kullanımından dolayı ve burada yer alan görüşlere dayanarak Yatırımcılar'ın ve üçüncü tarafların işlem yapması durumunda uğranılacak maddi ve manevi zararlardan ÜNLÜ & Co ve ÜNLÜ & Co çalışanları sorumlu değildir ve bu konuda ÜNLÜ & Co'dan herhangi bir talepte bulunulamaz.

İşbu raporda sunulan bilgi, araç ve materyaller tarafınıza sadece bilgilendirme amaçlı olarak sunulmakta olup menkul kıymetlerin veya diğer finansal araçların satma veya satın alma veya sözü edilenler için iştirak taahhüdünde bulunulması ile ilgili bir teklif veya talep olarak kullanılmamalı veya dikkate alınmamalıdır. ÜNLÜ & Co işbu raporda belirtilen menkul kıymetlerin belirli herhangi bir yatırımcı açısından uygun olmasını temin etmek adına herhangi bir adım atmış olmayabilir. ÜNLÜ & Co bu belgenin alıcılarını, raporu almaları dolayısıyla müşterileri olarak ele almayacaktır. İşbu raporda ihtiva edilen veya belirtilen yatırım veya hizmetler tarafınız açısından uygun olmayabilir ve söz konusu yatırımlar veya yatırım hizmetleri konusunda herhangi bir şüpheniz varsa, bağımsız yatırım danışmanınıza başvurmanız tavsiye edilmektedir. İşbu rapordaki hiçbir şey, herhangi bir yatırım veya stratejinin, münferit durumlarının uygun veya uyumlu olduğuna dair herhangi şekilde yatırım, hukuk, muhasebe veya vergi konularında bir tavsiye veya bir beyan teşkil etmediği gibi bunun dışında tarafınıza yönelik kişisel bir tavsiye de teşkil etmemektedir. ÜNLÜ & Co, yatırımın vergi sonuçları konusunda bir tavsiyede bulunmamakta olup bağımsız vergi danışmanınızla irtibat kurmanız tavsiye olunmaktadır. Vergilendirme matrahi ve seviyelerinin değişiklik gösterebileceğine bilhassa dikkat ediniz.

ÜNLÜ & Co işbu raporun Beyan Ekinde bulunan bilgi ve görüşlerin doğru ve tam olduğuna inanmaktadır. Raporun diğer bölümlerinde sunulan bilgi ve görüşler, ÜNLÜ & Co'nun, güvenilir olduğunu düşündüğü kaynaklardan elde edilmiş veya alınmış olmakla birlikte ÜNLÜ & Co söz konusu bilgi ve görüşlerin doğruluğu veya tamlığı konusunda hiçbir beyanda bulunmamaktadır. İlav e bilgiler talep üzerine mevcut bulundurulmaktadır. ÜNLÜ & Co, söz konusu sorumluluk sınırlamasının, ÜNLÜ & Co'nun tabi olduğu spesifik mevzuat veya yönetmelikler altında sorumluluğun ortaya çıkması dışında, işbu raporda sunulan materyalin kullanımından kaynaklanan zararlar dolayısıyla hiçbir sorumluluk kabul etmemektedir. İşbu rapora bağımsız kararın yerine geçmek üzere güvenilmemelidir. ÜNLÜ & Co söz konusu menkul kıymet konusunda bir alım satım çağırısı yapmış olabileceği gibi gelecekte de yapabilir. İlav e olarak, ÜNLÜ & Co işbu raporda sunulan bilgilerle tutarsız veya işbu raporda sunulan bilgilerden farklı sonuçlara ulaşan başkaca raporlar çıkarmış olabileceği gibi gelecekte de çıkarabilecektir. Söz konusu raporlar,

söz konusu raporları hazırlayan analistlerin farklı varsayımları, görüşleri ile analitik yöntemlerini yansıtmakta olup ÜNLÜ & Co söz konusu raporların bu raporun herhangi bir alıcısının dikkatine getirilmesini temin etme yükümlülüğü altında bulunmamaktadır. ÜNLÜ & Co işbu raporda zikredilen şirketleri ilgilendiren birçok işe dahil olmaktadır.

Araştırmada bahsedilen herhangi bir şirket veya ihraççı veya menkul kıymetler veya pazarlar yahut da gelişmelerin açıklamalarının tam olması amaçlanmamaktadır. Araştırma, alıcılar tarafından, Araştırma konusu belirli herhangi bir alıcının belirli yatırım amaçları, finansal durumu veya belirli ihtiyaçları ile ilgili olmadığı için kendi kanaatlerinin uygulanmasının bir ikamesi olarak ele alınmamalıdır.

Geçmiş performans gelecekteki performansın bir göstergesi veya garantisi olarak kabul edilmemelidir ve gelecek performans konusunda açık veya zımnî hiçbir beyan veya garantide bulunulmamaktadır. İşbu raporun içerdiği bilgi, görüşler ve tahminler ÜNLÜ & Co tarafından yayımlandığı ilk tarihteki düşünceyi yansıtmakta olup bildirimde bulunulmaksızın değişikliğe tabidir. İşbu raporda zikredilen menkul kıymetler veya finansal araçların herhangi birinin fiyatı, değeri veya geliri artabileceği gibi düşüş de gösterebilir. Menkul kıymetlerin veya finansal araçların değerleri kurdaki dalgalanmalara tabi olup bunlar söz konusu menkul kıymetlerin veya finansal araçların fiyatı veya gelirleri üzerinde olumlu veya olumsuz etkiye sahip olabilirler. Amerikan Depo Sertifikası (“ADR”) gibi değerleri kur dalgalanmasıyla etkilenen menkul kıymetlerin yatırımcıları bu riski etkin şekilde üstlenmektedir.

ÜNLÜ & Co, kendi Araştırma Analistleri ile bilhassa Yatırım Bankacılığı işi olmak üzere, kendi bünyesindeki diğer iş birimleri ve onların hissedarlarının iş birimleri arasındaki bilgi bariyerlerini korumaktadır. ÜNLÜ & Co analistleri, strateji uzmanları ve ekonomistlerinin ücretleri ÜNLÜ & Co veya hissedarları tarafından gerçekleştirilen Yatırım Bankacılığı veya Sermaye Piyasaları işlemleriyle bağlantılı değildir. ÜNLÜ & Co araştırmasında sunulan bilgi ve görüşler yatırım bankacılığı personeli dâhil diğer ÜNLÜ & Co iş alanlarındaki profesyoneller tarafından gözden geçirilmiş olmayıp söz konusu profesyonellerce bilinen bilgileri yansıtmayabilir.

İşbu rapor, internet sitelerine bağlantı adresleri ve internet sitelerine köprüler saplayabilir. Raporun, ÜNLÜ & Co'nun internet sitesi materyaline atıfta bulunduğu durumlar hariç olmak üzere, ÜNLÜ & Co adres verilen siteyi gözden geçirmemiş olup söz konusu sitenin içeriklerden dolayı sorumluluk kabul etmemektedir. Söz konusu adres veya köprü adresleri (ÜNLÜ & Co'nun internet sitesi materyaline adresler veya köprüler dâhil olmak üzere) sadece size kolaylık ve bilgi sağlama açısından sunulmakta olup bağlantı verilen sitenin bilgileri ve içerikleri hiçbir surette işbu belgenin parçasını teşkil etmemektedir. İşbu rapor vasıtasıyla söz konusu internet sitesine erişim veya verilen söz konusu bağlantı adresini takip etmenin riski tarafınıza ait olacaktır.

İşbu belge, herhangi bir menkul kıymeti satın almaya yönelik bir teklif veya davet teşkil etmemekte veya herhangi bir menkul kıymet için iştirak taahhüdünde bulunma veya herhangi bir menkul kıymeti satın almaya yönelik bir teklif veya davet olarak yorumlanmamalıdır. Herhangi bir teklifteki menkul kıymetler için iştirak taahhüdünde bulunma veya herhangi bir teklifteki menkul kıymetleri satın alma ile ilgili herhangi bir karar, münhasıran izahnamede (ve eklerinde) veya diğer teklifle bağlantılı olarak çıkarılan diğer izahname belgesinde yer alan bilgiler temelinde yapılmalıdır.

ÜNLÜ & Co güvene dayalı bir ilişki veya bir tavsiye oluşturmamaktadır ve bu Araştırma, menkul kıymetler veya ilgili finansal araçların bir teklifi veya menkul kıymetler veya ilgili finansal araçların bir teklifinin teşviki veya yatırım faaliyetiyle ilgilenme daveti veya yönlendirmesi olarak yorumlanmamalıdır; bu Araştırmaya, belirli herhangi bir işlemin muhakkak surette belirtilen fiyattan yapılmış olabileceğinin veya gerçekleştirilebileceğinin bir beyanı olarak istinat edilmemelidir.

Lütfen, bu raporun, ÜNLÜ & Co tarafından esasen piyasa profesyonelleri ve kurumsal yatırımcı müşterilere dağıtım için hazırlanmış olduğuna dikkat ediniz. ÜNLÜ & Co'nun bu raporunun, piyasa profesyonelleri ve kurumsal yatırımcı müşteriler olmayan alıcılarının bu rapora dayalı olarak herhangi bir yatırım kararı almadan önce veya içeriklerinin gerekli açıklaması açısından kendi bağımsız finansal danışmanlarından tavsiye almaları gerekmektedir.

ÜNLÜ & Co bir BIST üyesidir.