

Tofaş

Endeksin Üzerinde Getiri

Değişen dünyada yeniden konumlanma

Aytunç Uz

aytunc.uz@akyatirim.com.tr

Güncellenen tahminlerimizle birlikte 12 aylık hedef fiyatımızı 315 TL'den 430 TL'ye yükseltiyoruz. Tavsiyemizi "Endeksin Üzerinde Getiri" olarak koruyoruz.

Tofaş'ı beğenmemizin sebepleri (i) Stellantis Otomotiv satın alımıyla birlikte yurt içi pazar payında güçlü artış potansiyeli, (ii) yeni model lansmanları ve ana ihracat pazarlarında olası toparlanmanın destekleyeceği ihracat artışı ve (iii) 1Ç25 sonuç konferansında belirtilen yeni bir hafif araç projesidir.

İç pazarda inorganik büyüme. 2025'te, Stellantis Otomotiv satın alımıyla birlikte Tofaş'ın yurt içi hafif araç pazar payının yıllık 10,6 puan artmasını bekliyoruz. Şirket yönetimi, 2025'te Tofaş solo perakende satış hacminin 110-130 bin adet aralığında olacağını öngörmektedir. Stellantis Otomotiv'in konsolidasyonunun Mayıs 2025'te başladığını varsayarak, satın alımın 2025 Mayıs-Aralık döneminde 128 bin adetlik araç katkısı sağlamasını bekliyoruz. Hacim artışının ötesinde, satın alımın özellikle satın alma, lojistik ve operasyonel giderlerde maliyet sinerjileri yaratacağı öngörülmektedir. Yönetim, artan müşteri temas noktalarını araç yenileme ve bağımsız servis ağları işkollarına yönelerek değerlendirmeyi planlamaktadır.

Yeni modellerle artan ihracat. Tofaş, ihracat odaklı K0 modelinin üretimine 4Ç24'te başlamıştır. Ayrıca, Tofaş 3Ç26'da yine çoklu enerji platformu üzerinde üretilecek yeni bir hafif araç modelini piyasaya sürmeyi planlamaktadır. Bu iki projeye birlikte Tofaş'ın toplam ihracat üretim kapasitesinin 2027'de yıllık 200–220 bin adet seviyesine ulaşması hedeflenmektedir. AB + EFTA + Birleşik Krallık hafif ticari araç satışları 1Ç25'te yıllık %12 daraldı. Mevcut zayıf talep ortamı 2025 tahminlerimiz açısından risk teşkil etse de, uzun vadede Avrupa'daki yaşanan araç parkı, yenileme talebi ve ihracat büyümesi için olumlu bir zemin oluşturmaktadır.

FAVÖK artışının çarpan genişlemesine yol açmasını bekliyoruz. 2025'te, satış hacmindeki artışla net satışlarda reel yıllık %83 artış öngörüyoruz. 2026'da ise, ihracat satış hacmi artışıyla net satışların reel yıllık %23 büyümesini bekliyoruz. K0 modelinin üretim artış süreci ve düşen enflasyon göz önüne alındığında, 2025'in geri kalanında FAVÖK marjında iyileşme bekliyoruz. 2025'te FAVÖK marjının yıllık 2,3 puan gerileyerek %5,4 seviyesine düşmesini bekliyoruz. Artan KKO ile 2028'de FAVÖK marjının 9,0%'a ulaşmasını bekliyoruz. Temmuz 2024'te Tofaş hisse fiyatı 9,3 Euro seviyesinde zirve yapmıştı. Yeni model belirsizliklerinin büyük ölçüde ortadan kalkmasına rağmen hisse güncel durumda 4,0 Euro seviyesinden işlem görmektedir. Hedef fiyatımız olan 8,2 Euro, Euro bazında %102 getiri potansiyeline işaret etmektedir.

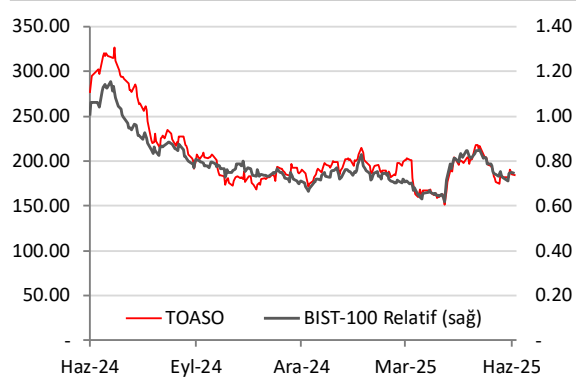
Riskler: 1) Yurt içi ve ihracat pazarlarında aktivitenin yavaşlaması, 2) kur riski, 3) iç ve dış pazarlarda artan rekabet ve 4) yeni model lansmanlarının gecikmesi ve üretim sürecinde yaşanabilecek potansiyel aksaklıklar.

Bloomberg Kodu	TOASO TI
Tavsiye	Endeks Üz. Getiri
Hedef Fiyat, TL	430.00 (önceki 315.00)
Güncel Fiyat, TL	184.40
Getiri Potansiyeli	133%
Halka Açıklık Oranı	24%
Piyasa Değeri, mn TL	92,200

Finansal Veriler	2024	2025T	2026T	2027T
Özet UFRS Finansallar				
Ciro, mn TL	120,267	285,718	427,474	564,047
FAVÖK, mn TL	9,280	15,497	26,035	46,308
Net Kâr, mn TL	5,221	8,896	15,598	25,086
Borçluluk				
Net Borç, mn TL	-8,778	11,575	6,378	-19,081
Net Borç/FAVÖK	-0.9	0.7	0.2	-0.4
Kârlılık				
FAVÖK Marjı	7.7%	5.4%	6.1%	8.2%
Net Marj	4.3%	3.1%	3.6%	4.4%
Temettü Verimi	8.1%	6.5%	6.8%	11.8%

Büyüme				
Ciro, y/y	-34.7%	137.6%	49.6%	31.9%
FAVÖK, y/y	-52.8%	67.0%	68.0%	77.9%
Net Kâr, y/y	-65.4%	70.4%	75.3%	60.8%

Değerleme Verisi	2024	2025T	2026T	2027T
F/K	23.8	10.4	5.9	3.7
FD/FAVÖK	12.4	6.7	3.8	1.6
FD/Ciro	1.0	0.4	0.2	0.1
Hisse Verileri				
	1A	3A	12A	YBG
Nominal Getiri	-15.1%	-9.4%	-37.4%	-3.6%
BİST-100 Relatif	-12.3%	5.0%	-29.8%	1.3%
AOİH, mn TL	1,092	1,774	1,297	1,678



Piyasa verileri 16 Haziran 2025 tarihlidir.

Tofaş TL Finansallar

Gelir Tablosu - TRY mn	2024	2025T	2026T	2027T
Satış Gelirleri	120,267	285,718	427,474	564,047
Brüt Kar	13,372	26,543	40,760	61,538
Operasyonel Giderler	10,291	23,295	31,824	37,791
Faaliyet Karı	3,080	3,248	8,936	23,746
FAVÖK	9,280	15,497	26,035	46,308
Operasyonel Olmayan Gelir / (Gider)	1,042	558	880	1,545
Yatırım Faaliyetlerinden Gelir / (Gider)	395	765	1,069	1,410
Özkaynak Yöntemiyle Değ. Yatırımlar	0	0	0	0
Finansal Gelir / (Gider)	373	5,534	6,741	1,406
Vergi Öncesi Kar	4,890	10,105	17,625	28,108
Vergi Geliri / (Gideri)	331	-1,209	-2,027	-3,022
Azınlık Payları	0	0	0	0
Net Kar	5,221	8,896	15,598	25,086
Hisse Başı Net Kar	10.44	17.79	31.20	50.17
Hisse Başı Temettü	12.00	12.45	21.84	35.12
Temettü Dağıtım Oranı	115%	70%	70%	70%

Bilanço - TRY mn	2024	2025E	2026E	2027E
Dönen Varlıklar	62,716	166,521	233,053	321,148
Nakit ve Nakit Benzerleri	19,716	51,042	77,784	104,297
Ticari Alacaklar	20,885	47,261	67,220	80,476
Kısa Vadeli Finans Alacakları	12,269	42,711	47,200	80,476
Stoklar	8,701	21,903	35,389	48,599
Diğer Dönen Varlıklar	1,145	3,604	5,460	7,300
Duran Varlıklar	28,944	78,361	106,524	143,901
Uzun Vadeli Finans Alacakları	4,612	15,376	16,992	28,971
Maddi Duran Varlıklar	18,685	46,356	64,295	81,158
Diğer Duran Varlıklar	5,646	16,629	25,237	33,771
Toplam Varlıklar	91,660	244,882	339,576	465,048
Kısa Vadeli Yükümlülükler	26,516	119,768	176,287	250,488
Finansal Borçlar	10,937	54,498	66,097	88,621
Ticari Borçlar	11,342	36,506	66,355	103,090
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	4,237	28,765	43,836	58,778
Uzun Vadeli Yükümlülükler	18,042	69,288	86,921	112,276
Finansal Borçlar	16,964	66,300	82,368	106,170
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	1,079	2,988	4,554	6,106
Özkaynaklar	47,102	55,825	76,367	102,284
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	47,102	55,825	76,367	102,284
Toplam Kaynaklar	91,660	244,882	339,576	465,048

Nakit Akım Tablosu - TRY mn	2024	2025E	2026E	2027E
Net Kar	5,221	8,896	15,598	25,086
Amortisman ve İtfa Payları	6,200	12,249	17,099	22,562
İşletme Sermayesindeki Değişim	-11,648	-14,414	-3,596	10,269
Finans Alacaklarındaki Değişim	-2,957	-41,206	-6,104	-45,255
Sabit Sermaye Yatırımları	-5,803	-34,358	-26,451	-29,471
Temettü Ödemeleri	-10,000	-6,000	-6,227	-10,919
Finansal Borç Değişimi	10,820	92,897	27,667	46,327
Diğer Nakit Değişimi	-7,945	13,262	8,757	7,915
Nakit ve Benzerlerindeki Değişim	-16,112	31,326	26,742	26,513

Kaynak: Şirket verisi, Ak Yatırım Araştırma

Reel Büyüme	2024	2025T	2026T	2027T
Satış Gelirleri	-34.7%	82.7%	23.2%	13.8%
Brüt Kar	-60.0%	52.7%	26.4%	30.2%
Operasyonel Giderler	-4.1%	74.1%	12.5%	2.4%
Faaliyet Karı	-86.4%	-18.9%	126.5%	129.2%
FAVÖK	-67.3%	28.5%	38.3%	53.4%
VÖK	-81.5%	59.0%	43.6%	37.5%
Net Kar	-76.0%	31.1%	44.4%	38.7%

Karlılık	2024	2025E	2026E	2027E
Brüt Kar Marjı	11.1%	9.3%	9.5%	10.9%
Operasyonel Gider Marjı	8.6%	8.2%	7.4%	6.7%
Faaliyet Kar Marjı	2.6%	1.1%	2.1%	4.2%
FAVÖK Marjı	7.7%	5.4%	6.1%	8.2%
VÖK Marjı	4.1%	3.5%	4.1%	5.0%
Net Kar Marjı	4.3%	3.1%	3.6%	4.4%
Özkaynak Karlılığı (ROE)	10.4%	17.3%	23.6%	28.1%
Yatırım Sermayesi Getirisi (ROIC)	7.7%	2.3%	5.1%	12.2%

Borçluluk	2024	2025E	2026E	2027E
Net Borç (Nakit)	-8,778	11,575	6,378	-19,081
Net Borç / FAVÖK	-0.9	0.7	0.2	-0.4
Faaliyet Karı / Net Faiz Gideri (Geliri)	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.

Satış Hacmi	2024	2025E	2026E	2027E
Yurt içi Satış Hacmi	140,178	247,986	250,275	260,186
Üretim	122,268	72,721	25,390	32,911
İthal	17,910	175,265	224,885	227,275
Toplam Satış Hacmi	173,746	327,990	414,885	472,275
Yurt içi	140,178	247,986	250,275	260,186
İhracat	33,568	80,004	164,610	212,089

YATIRIM TEMASI**Stellantis Otomotiv satın alımıyla inorganik büyüme**

Tofaş, Mart 2023'te Stellantis Otomotiv'i satın alacağını duyurdu. Satın alma işlemi Nisan 2025'te tamamlandı. 400 milyon Euro tutarındaki satın alma bedeli, net nakit ve işletme sermayesi düzeltmelerine tabidir. Ek olarak, satın alma sonrasındaki ilk 8 yıl boyunca, ilgili sözleşmede belirtilen referans seviyeleri aşan faaliyetlerden elde edilen serbest nakit akışlarının %77,5'ine denk gelen bir tutar kadar ek ödeme yapılacaktır. Deloitte'un değerlendirme raporu, bu koşullu ek ödemenin bugünkü değerinin 52,6 milyon Euro olacağını öngörmektedir.

2024 yılında Tofaş'ın yurt içi pazar payı rekabet gücünün zayıflaması, ÖTV dilimlerinin güncellenmemesi, güçlü elektrikli araç talebi, Fiorino üretiminin sona ermesi ve yaşanan ürün gamı nedenleriyle yıllık bazda 4,6 puan daraldı. 2025 yılında, satın almanın etkisiyle Tofaş'ın yurt içi hafif araç pazar payının yıllık bazda 10,6 puan artmasını bekliyoruz. 2024'te Tofaş ve Stellantis Otomotiv'in yurt içi pazar payları sırasıyla %11,6 ve %16,1 olup birleşik %27,7'ye denk gelmektedir. Haziran 2024'te Fiorino üretiminin sona ermesi nedeniyle, 2025'in ilk yarısında pazar payında yıllık bazda düşüş yaşanmasını bekliyoruz. Yönetim, 2025 yılında Tofaş solo yurt içi perakende satış hacminin 110–130 bin adet olacağını öngörmektedir. Daha önce de ifade edildiği gibi, satın alma Nisan 2025 sonunda tamamlanmıştır. Stellantis Otomotiv'in konsolidasyonunun Mayıs 2025'te başladığını varsayarak, bu satın almanın Mayıs–Aralık 2025 döneminde yurt içi hafif araç satışlarına 128 bin adetlik ek katkı sağlayacağını öngörüyoruz.

2025 yılında, satın alımın etkisiyle yurt içi satış hacminin yıllık bazda %77 artmasını bekliyoruz. Satın almanın zamanlaması, 2026'nın ilk 5 ayında inorganik büyüme katkısı yaratacaktır; ancak Egea sözleşmesinin sona erecek olması bu etkiyi dengeleyecektir. Bu nedenle, 2026 yılında yurt içi satış hacminde %1'lik sınırlı bir artış öngörüyoruz.

Stellantis Otomotiv'in Tofaş bünyesine entegre edilmesiyle özellikle satın alma süreçleri, lojistik ve faaliyet giderlerinde maliyet sinerjileri elde edilmesi beklenmektedir. Buna ek olarak yönetim, artan müşteri temas noktalarını araç yenileme ve bağımsız satış sonrası hizmetler faaliyet alanlarına açılmayı hedeflemektedir.

İhracat büyümesini destekleyen yeni modeller

Tofaş, Stellantis ile imzaladığı üretim anlaşması kapsamında, Türkiye'de çoklu enerji platformlarında yeni K0 modelinin hem hafif ticari araç hem de combi versiyonlarını üretecektir. Üretim FIAT, Opel, Citroën ve Peugeot markalarıyla yapılacaktır. Proje kapsamında 2024-2032 döneminde toplam 1 milyon adet araç üretilmesi hedeflenmektedir. Üretim 4Ç24'te başlamıştır. Yönetim, K0 modelinin ihracat odaklı olacağını açıklamıştır.

Tofaş, 3Ç26'da çoklu enerji platformlarında yıllık 150 bin adet araç kapasiteli yeni bir hafif araç modelinin üretimine başlamayı planlamaktadır. Devam eden diğer projeye birlikte toplam ihracat üretim kapasitesinin 2027'de yıllık 200–220 bin adet araç seviyesine ulaşması hedeflenmektedir.

Yeni modellerin ihracat hacminde anlamlı bir artış sağlaması bekliyoruz. Fakat, Egea üretiminin sonlanacak olması da olumsuz bir etki yaratacaktır. Tofaş, 2024 yılında 21,6 bin

adet Egea ihraç etti ve bu rakam o yılı toplam ihracat hacminin %64'üne denk gelmekteydi.

2025 yılında, K0 üretiminin artmasıyla birlikte ihracat satış hacminde yıllık bazda %138 büyümeye bekliyoruz. 2025 yılında ihracat satış hacminin 80 bin adede yükseleceğini tahmin ediyoruz. Yönetimin 2025 yılı için ihracat satış hacmi beklentisi 70–90 bin adet aralığındadır. K0 modelinin üretim artışı ve 3Ç26'da başlayacak yeni hafif araç modeliyle ihracat hacmindeki yüksek büyümenin 2028'e kadar sürmesini bekliyoruz. 2024 yılında 34 bin adet olan ihracat hacminin, 2028 yılında 218 bin adede ulaşacağını öngörüyoruz. Ancak kısa vadede bazı riskler bulunmaktadır. Avrupa Araç Üreticileri Birliği'ne (ACEA) göre, AB + EFTA + Birleşik Krallık'ta van satışları zayıf makroekonomik koşulları ve regülasyon belirsizlikleriyle 1Ç25'te yıllık bazda %12 daralmıştır. Bu zayıf talep ortamı, 2025 tahminlerimiz için aşağı yönlü bir risk oluşturmaktadır. Ancak, uzun vadede Avrupa'daki yaşlanan araç parkı, yenileme talebi ve ihracat büyümesi açısından destekleyici bir zemin oluşturmaktadır.

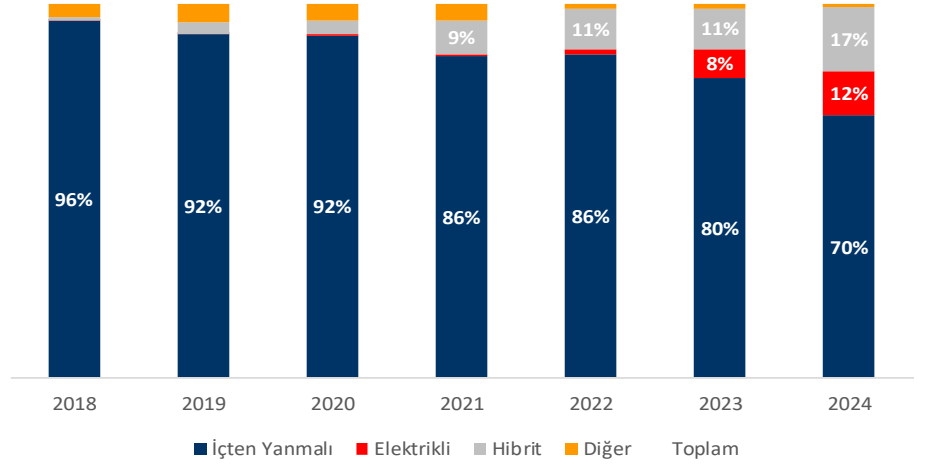
Tofaş yeni bir binek araç modeli üreteceğini açıklayabilir

1Ç25 finansal sonuçlar konferansında, yönetim yeni bir projenin daha gündemde olduğunu açıkladı; ancak proje hakkında detay paylaşılmadı. K0 hafif ticari araç segmentindedir. 3Ç26'da üretimine başlanacak yeni hafif araç modelinin de hafif ticari araç olmasını bekliyoruz. Ancak, Tofaş'ın geçmiş ürün gamı göz önüne alındığında, bu yeni projenin bir binek araç olabileceğini düşünüyoruz. Proje ile ilgili herhangi bir detay paylaşılmadığı için modelimize koymadık.

Elektrikli araç modasını yakalamak

2024 yılında Türkiye'de satılan yeni binek araçların %12'si elektrikli araçlardan (bataryalı elektrikli ve şarj edilebilir hibrit araçlar) oluşmaktadır. Tofaş, iç pazarda elektrikli binek araçları ithalat yoluyla sunmaktaydı ancak üretim tarafında elektrifikasyon trendinin gerisinde kalmıştı çünkü Egea modelinin elektrikli bir versiyonu bulunmuyordu. Aralık 2025'te sona erecek Egea sözleşmesinin yerine bir plan henüz açıklanmadı. Ancak Stellantis Otomotiv'in satın alınmasıyla Tofaş, daha geniş bir elektrikli araç yelpazesine erişim kazandı. Bu sayede şirketin, kısa vadede binek araç segmentindeki iç talebi ithalatla karşılamaya devam etmesini bekliyoruz.

Türkiye Binek Araç Kırılımı

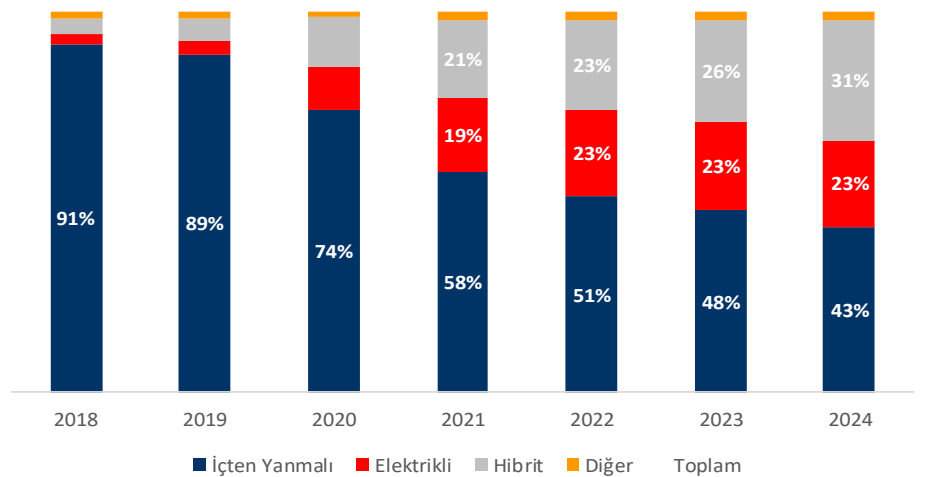


Kaynak: ODD, AK Yatırım

Türkiye’de yeni hafif ticari araç satışları ağırlıklı olarak dizel motorlu araçlardan oluşmaktadır; bu nedenle, bu segmentte Tofaş’ın elektrifikasyon modasının gerisinde kaldığını söylemek doğru olmaz. Bununla birlikte, K0 modelinin ve 3Ç26’da üretimi başlayacak yeni hafif araç modelinin (hafif ticari araç olacağını düşünüyoruz) elektrikli versiyonlarının üretilerek olması sayesinde, Tofaş bu segmentteki elektrifikasyon sürecine katılmaya hazır bir konuma gelecektir.

2024 yılında Avrupa’da (AB + EFTA + Birleşik Krallık) binek araç satışlarının %23’ü elektrikli araçlardan oluşmaktadır. Egea’nın elektrikli versiyonunun olmaması nedeniyle Tofaş, Avrupa’ya ihracatta geçmişte zorluk yaşamıştır. Ancak şirketin yeni bir binek araç üretme planı olmaması nedeniyle, Avrupa’daki elektrifikasyon trendleri mevcut üretim stratejisine doğrudan bir etki yapmamaktadır.

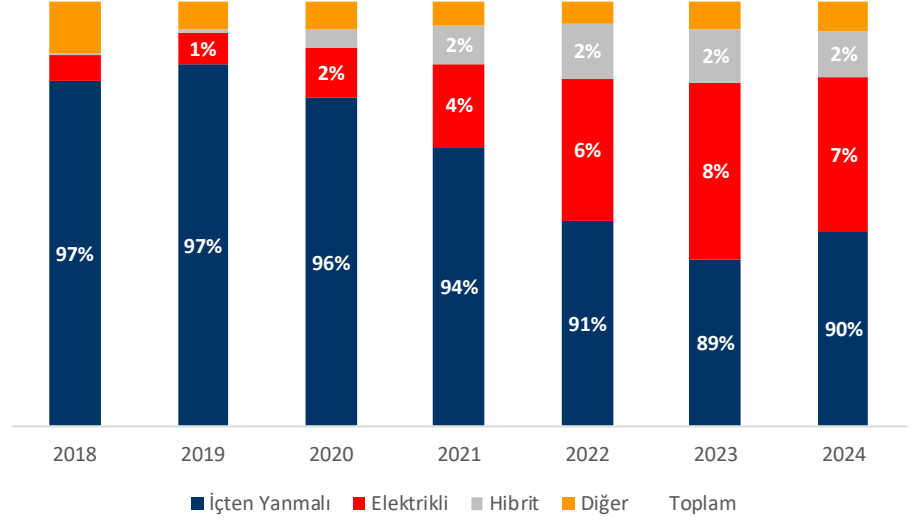
AB + EFTA + Birleşik Krallık Binek Araç Kırılımı



Kaynak: ACEA, Ak Yatırım

2024 yılında Avrupa (AB + EFTA + Birleşik Krallık) van pazarında elektrikli araçların payı %7 seviyesindeydi. K0 ve yeni hafif araç (hafif ticari araç olacağını düşünüyoruz) modelinin elektrikli versiyonlarının piyasaya sunulmasıyla birlikte Tofaş, Avrupa'daki elektrifikasyon modasına güçlü bir şekilde adapte olabilecektir.

AB + EFTA + Birleşik Krallık Van Kırılımı



Kaynak: ACEA, Ak Yatırım

Yaşlanan araç parkı uzun vadede yenileme talebini destekliyor

2024 yılında Türkiye'deki binek araçların ortalama yaşı yıllık bazda 14,1'den 14,2'ye yükseldi. Aynı dönemde hafif ticari araçlarda ise ortalama yaş 14,0'dan 14,1'e yükseldi. Araç parkı 2013 yılından bu yana istikrarlı şekilde yaşlanırken, özellikle binek araç segmentindeki yaşlanma hızının son yıllarda yavaşladığı görülmektedir; bu da yeni araçlara olan talebin güçlü kalmaya devam etmesinden kaynaklanmaktadır.

Benzer bir eğilim Avrupa'da da gözlenmektedir. Avrupa'da (AB + EFTA + Birleşik Krallık), "Vehicles in Use Europe" raporuna göre 2023 yılında binek araçların ortalama yaşı yıllık bazda 12,3'ten 12,5'e, hafif ticari araçların ortalama yaşı 12,5'ten 12,7'ye yükselmiştir.

Yüksek araç yaşı, satış sonrası hizmetlerde fırsatlar yaratırken, yenileme talebini de desteklemektedir. Ticari araç segmentlerinde yaşlanan araç filoları, bakım maliyetlerinin artmasına ve kullanım dışı kalma sürelerinin uzamasına neden olmaktadır. Aynı zamanda bu yüksek ortalama araç yaşı, elektrikli araçlara geçiş süreci için de değerlendirilmesi gereken bir fırsat oluşturmaktadır.

Ana ihracat pazarları hâlâ pandemi öncesi seviyelerine ulaşamadı

2019 yılında AB + EFTA + Birleşik Krallık pazarında 15,8 milyon adet binek araç ve 2,2 milyon adet van satıldı. 2024 yılında binek araç satışları pandemi öncesi seviyenin %82'sine denk gelen 13,0 milyon adete ulaştı. Van satışları ise 2,0 milyon adetle, pandemi öncesi seviyelerin %92'sine ulaştı. 2024 yılında binek araç satışları yıllık bazda %1, van satışları ise %7 oranında arttı.

1Ç25'te binek araç satışları yıllık bazda yatay kalarak 3,4 milyon adet seviyesinde gerçekleşti; buna karşılık van satışları %12 düşüşle 450 bin adede geriledi. 2023-2024 dönemindeki toparlanma, araç bulunabilirliğindeki iyileşme ve filo yenileme eğilimleriyle desteklendi. 1Ç25'teki hafif araç satışlarındaki düşüş ise Avrupa'da zayıf ekonomik büyüme ve karışık regülasyon ortamının şirketler açısından belirsizlik yaratmasından kaynaklandı.

AB + EFTA + Birleşik Krallık pazarında hafif araç satışları hâlâ pandemi öncesi seviyelerin altında bulunmaktadır. Bu durum, önümüzdeki dönem için büyüme potansiyeli oluşturmaktadır. Ancak 1Ç25'teki zayıf performans, kısa vadeli görünüm üzerinde baskı oluşturmaktadır.

Temettü hikayesi

Tofaş, düzenli temettü ödeyen bir şirkettir. 2012–2022 döneminde ortalama temettü dağıtım oranı %70 seviyesindedir. Enflasyon muhasebesinin net kar üzerindeki etkisi sebebiyle 2023-2024 yıllarındaki temettü dağıtım oranı geçmişle karşılaştırılabilir değildir. Şirket, Nisan 2025'te hisse başına brüt 12,0 TL temettü ödemiştir. Şirketin 2026 yılında temettü verimi %7'ye tekabül eden hisse başına brüt 12,5 TL temettü ödemesini bekliyoruz. Uzun vadede temettü dağıtım oranının %70 seviyesinde kalacağını varsayıyoruz.

RİSKLER

Türkiye ve Avrupa’da ekonomik faaliyetlerin yavaşlaması

Türkiye ve ana ihracat pazarlarındaki ekonomik yavaşlama, dayanıklı tüketim mallarına olan talebi olumsuz etkileyerek Tofaş’ın satış ve kârlılığı üzerinde baskı oluşturabilir.

Türkiye ve ana ihracat pazarlarında artan rekabet

Çin’in hafif araç ihracatı 2024 yılında yıllık bazda %19 artarak 5,9 milyon adetle rekor seviyeye ulaştı. Binek araç ihracatı %20 artışla 5,0 milyon adede, hafif ticari araç ihracatı ise %18 artışla 900 bin adede yükseldi. Öne çıkan ihracatçılar arasında 1,1 milyon adetle Chery, 929 bin adetle SAIC ve 536 bin adetle Changan yer aldı. Çin, 2024 yılında üst üste ikinci kez Japonya’yı geride bırakarak dünyanın en büyük hafif araç ihracatçısı konumunu korudu.

Türkiye’de Mart 2023’te Çin menşeli bataryalı elektrikli araçlara %40 ek gümrük vergisi getirildi. Bu, hâlihazırda uygulanan %10’luk tarife üzerine eklendi. Temmuz 2024’te ise Çin’den ithal edilen tüm yakıt türlerindeki binek araçlara ilave %40 gümrük vergisi uygulanmaya başlandı. Böylece, Çin menşeli tüm binek araçlar için toplam gümrük vergisi %50’ye ulaştı.

31 Aralık 2024’te içten yanmalı motor ve hibrit araçlara uygulanan ek gümrük vergisi %40’tan %50’ye çıkarıldı. Bataryalı elektrikli ve şarj edilebilir hibrit araçlara yönelik %40’lık ek tarife ise sabit tutuldu. Son durumda, Çin’den ithal edilen içten yanmalı ve hibrit araçlar toplamda %60, bataryalı elektrikli ve şarj edilebilir hibrit araçlar ise %50 gümrük vergisine tabi hale geldi. Ancak Çin’den ithal edilen araç markaları teşvik kapsamındaysa, bu ek gümrük vergileri uygulanmamaktadır. Türkiye’deki bu düzenlemeler yerli üreticiler için kısa vadede koruma sağlasa da, uzun vadede yerli üreticilerin rekabet güçlerini artırmaları gerekecektir.

Yeni modellerin lansmanında gecikme ve üretim problemleri

Tofaş, K0 modelinin üretimine 4Ç24’te başladı. 1Ç25’te iç pazarda 2,7 bin, ihracat pazarlarında 5,4 bin adet olmak üzere toplam 8,2 bin adet K0 satışı gerçekleştirdi. K0 modelinin üretim artırımı (ramp-up) süreci hâlen devam etmektedir. Tofaş 3Ç26’da yeni bir hafif araç modelinin üretimine başlamayı planlamaktadır. Tofaş’ın önümüzdeki yıllar için yeni model takvimi göz önüne alındığında, olası gecikmeler veya üretim problemleri satış hacmi tahminlerimiz açısından aşağı yönlü bir risk oluşturmaktadır.

Döviz kuru

2024 yılında EUR/TRY kuru %12, TÜFE %44 arttı. Bu durum Türk Lirası’nın reel değer kazanmasına neden oldu ve ihracat gelirlerini yerel para cinsinden olumsuz etkiledi, ayrıca iç pazardaki kârlılığı da baskıladı. İhracat kârlılığı büyük ölçüde maliyet artı modeliyle korunsa da, iç pazar kârlılığı kur dinamiklerine karşı hassastır. Özellikle ham madde girdilerinin büyük oranda USD bazlı olması, EUR/USD paritesindeki zayıflamanın iç pazar marjlarını düşürebilir.

DEĞERLEME

Tofaş'ı Euro cinsinden İNA modeliyle değerlendiriyoruz. Şirket için 12 aylık hedef fiyatımız 430 TL seviyesindedir.

İndirgenmiş Nakit Akımı - EUR mn	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	2032T	2033T	2034T
Net Satışlar	5,888	7,585	8,829	9,374	9,836	10,325	10,844	11,395	11,980	12,600
<i>büyüme</i>	79.9%	28.8%	16.4%	6.2%	4.9%	5.0%	5.0%	5.1%	5.1%	5.2%
FAVÖK	319	462	725	839	881	925	971	1,020	1,073	1,128
<i>marj</i>	5.4%	6.1%	8.2%	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%
Vergi	-7	-16	-37	-46	-49	-51	-54	-56	-59	-62
<i>vergi oranı</i>	-10.0%	-10.0%	-10.0%	-10.0%	-10.0%	-10.0%	-10.0%	-10.0%	-10.0%	-10.0%
İşletme Sermayesi Değ.	-182	42	240	288	-5	-6	-6	-6	-7	-7
Yatırım Harcamaları	-708	-469	-461	-422	-443	-465	-488	-513	-539	-567
Serbest Nakit Akışı	-577	19	467	659	384	403	423	445	468	492
İndirgeme Oranı	1.04	1.22	1.37	1.55	1.75	1.97	2.22	2.49	2.81	3.16
SNA Bugünkü Değeri (2025-2034)	1,196									
Sonsuz Değer	2,074									
Firma Değeri	3,271									
Net Borç	-368									
UV Finansal Varlık	0									
Gayrimenkul	6									
İştirakler	0									
Azınlık Payları	0									
Stellantis Otomotiv Koşullu Ödeme	69									
Değer	3,576									
Hedef Değer	4,087									
Hisse Sayısı	500.0									
Hedef Fiyat - EUR	8.2									
EUR/TRY 2Ç26T	52.6									
Hedef Fiyat - TRY	430.0									

Net Satışlar

2025 yılında yurt içi hafif araç satışlarının %11 daralarak 1,1 milyon adede gerilemesini bekliyoruz. Avrupa'daki talep yavaşlaması, Çin'de pazar payı kaybı ve ABD'deki gümrük vergisi belirsizlikleri nedeniyle, Avrupa menşeli otomotiv üreticilerinin Türkiye'ye daha fazla araç göndermek isteyeceğini düşünüyoruz. Kredi koşullarının gevşemesini, araç bulunabilirliğinin artmasını ve fiyat rekabetinin yükselmesini beklememize rağmen, 2025 yılında yurt içi pazarda daralma öngörüyoruz. Daralma beklentimizin temel nedenleri: (1) bireysel tüketicilerin enflasyon beklentilerinin gerilemesiyle birlikte araç talebinin normalleşmesi, (2) 2025 yılında seçimlerin ve GSR (Genel Güvenlik Yönetmeliği) değişikliğinin olmaması ve (3) 2025 yılı başında yayımlanan ÖTV muafiyetli araçlara yönelik kısıtlamalardır.

2024 yılında rekor yılın üzerine güçlü performans. Yurt içi hafif araç satışları 2024 yılında yıllık bazda %0,5 artarak 1,24 milyon adede ulaştı; bu rakam, son 10 yılın ortalaması olan 830 bin adedin %49 üzerindedir. 2023 yılı da 1,23 milyon adet araç satışıyla rekor seviyeydi. 2024 başında yıl sonu tahminleri 850-900 bin adet aralığındaydı ve Ak Yatırım tahmini 900 bin adetti. Kredi koşullarının sıkı ve faiz oranlarının yüksek olmasına rağmen 2024 yılında güçlü performans: (1) filo yenileme ve ÖTV muafiyetli araçların cazip fiyatlarıyla 1Ç24'teki güçlü performans, (2) Genel Güvenlik Yönetmeliği (GSR) değişikliği öncesi düzenlenen kampanyaların 2Ç24'teki etkisi, (3) Çinli markaların rekabetçi fiyatlaması ve destekleyici döviz kuru sayesinde içten yanmalı araçlardaki cazip fiyatlama, (4) ÖTV düzenlemelerinin elektrikli araç fiyatlarını uygun hale getirmesi ve (5) yüksek enflasyon beklentisi nedeniyle öne çekilen bireysel araç talebinden kaynaklanmıştır. 5A25'te hafif araç satışları yıllık bazda %4 artarak 489 bin adede ulaştı. Bu artış, Mart 2025 sonunda EUR/TRY kurunda yaşanan sıçrama sonrası fiyatların artacağı beklentisiyle öne çekilmiş talepten kaynaklandı. Ancak yılın ilk 2 ayında satışlar yıllık bazda %14 geriledi.

Satın alma kaynaklı büyüme. Yönetim, 2025 yılı için Tofaş'ın solo yurt içi perakende satış hacmini 110–130 bin adet olarak öngörmektedir. Tofaş, Stellantis Otomotiv satın alımını 2025 yılı Nisan ayının sonunda tamamladı. Konsolidasyonun Mayıs 2025'te başladığını varsaydık. Bu satın alımın, Mayıs–Aralık 2025 döneminde yurt içi hafif araç satışlarına 128 bin adetlik katkı sağlayacağını öngörüyoruz.

Model varsayımları. (1) K0 modelinde üretim artışı: Tofaş, Stellantis ile yaptığı üretim anlaşması kapsamında, Türkiye'de çoklu enerji platformlarında yeni K0 modelinin hem hafif ticari araç hem de combi versiyonlarını Stellantis markaları (FIAT, Opel, Citroën ve Peugeot) için üretecektir. Proje kapsamında 2024–2032 yılları arasında toplam 1 milyon adet üretim hedeflenmektedir. Üretim 4Ç24'te başlamıştır. **(2) Yeni hafif araç:** Tofaş, 3Ç26'dan itibaren Stellantis markaları (FIAT, Opel, Citroën ve Peugeot) için çoklu enerji platformlarında, yıllık 150 bin adet üretim kapasiteli yeni bir hafif araç modeli üretecektir. Bu yeni model ve diğer projelerle birlikte Tofaş'ın toplam ihracat üretim kapasitesinin 2027 itibarıyla yıllık 200–220 bin adet seviyesine ulaşması beklenmektedir. Bu modelin de bir hafif ticari araç olacağını varsaydık. K0 modelinin ihracat odaklı olması ve şirketin ihracat kapasitesine yönelik verdiği 200–220 bin adet/yıl öngörüsü dikkate alındığında, yeni modelin yurt içi ve ihracat dağılımının daha dengeli olacağını düşünüyoruz. **(3) Egea sözleşmesi:** Egea sözleşmesi Aralık 2025'te sona erecek. Yeni hafif araç modelinin üretiminin 3Ç26'da başlayacak olması nedeniyle, Tofaş'ın üretim kapasitesini daha verimli

kullanabilmesi adına Egea sözleşmesinin bir yıl daha uzatılabileceğini düşünüyoruz. Ancak şirketin Egea'nın uzatılmasına ilişkin resmi bir yönlendirmesi bulunmamaktadır. Biz modelimize Egea uzatmasını dahil etmedik. **(4) Yeni proje:** 1Ç25 finansal sonuçlar konferansında yönetim yeni bir projenin gündemde olduğunu belirtmiş olsa da, detay vermemiştir. Bu proje için modelimize herhangi bir varsayım dahil etmedik. Yeni modellerle birlikte kapasite kullanım oranının 2024'teki %35 seviyesinden kademeli olarak artarak 2028'de %75'e ulaşmasını bekliyoruz.

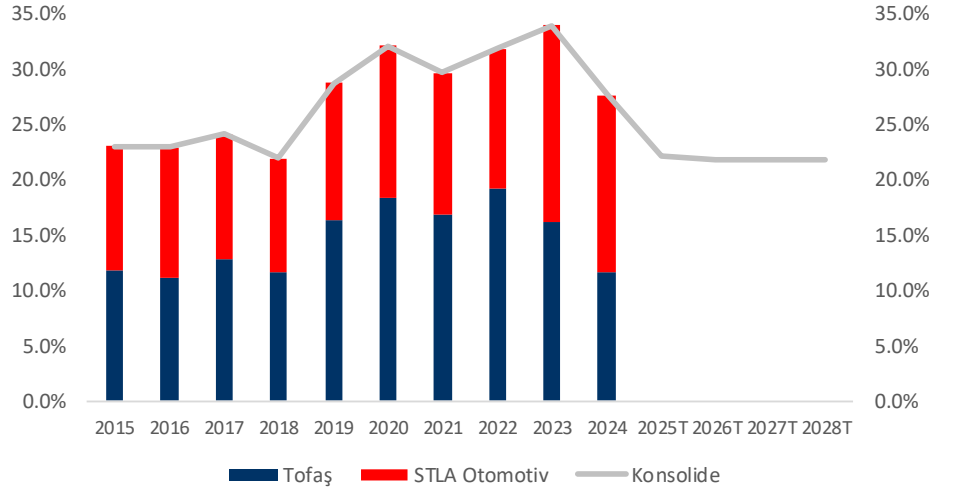
2028'e kadar yüksek hacim büyümesi. 2025 yılında yurt içi satış hacminde yıllık bazda %77 artış bekliyoruz. Stellantis Otomotiv satın alımının zamanlaması nedeniyle, 2026'nın ilk 5 ayında da inorganik büyüme katkısı devam edecek. Ancak Egea sözleşmesinin sona erecek olması bu etkiyi dengeleyecektir. Bu nedenle 2026 yılında yurt içi satış hacminde sadece %1'lik bir artış öngörüyoruz. 1Ç25'te ihracat satış hacmi Fiorino sözleşmesinin Haziran 2024'te sona ermiş olması ve K0 modelinin halen üretim artırımı (ramp-up) sürecinde olması nedeniyle %61 daralmıştır. 2025 yılında K0 üretiminin artması ve yeni model lansmanlarıyla birlikte ihracat satış hacminin %138 artarak 80 bin adede yükselmesini bekliyoruz. Yönetimin 2025 yılı ihracat hacmi öngörüsü 70–90 bin adet aralığındadır. K0 modelinin üretiminin artması ve 3Ç26'da yeni hafif araç modelinin devreye alınmasıyla birlikte, ihracat satış hacminin 2028'e kadar yüksek büyüme hızını korumasını bekliyoruz. 2024 yılında 34 bin adet olan ihracat satış hacminin, 2028 yılında 218 bin adede ulaşmasını bekliyoruz. ACEA verilerine göre, AB + EFTA + Birleşik Krallık pazarında van satışları 2025 yılının ilk çeyreğinde yıllık bazda %12 oranında gerilemiştir. Bu düşüş, Avrupa'daki zayıf ekonomik büyüme ve karmaşık düzenleyici ortamın iş dünyası için belirsizlik yaratmasından kaynaklanmaktadır. Ana ihracat pazarlarındaki zayıf talep, 2025 yılına ilişkin ihracat hacmi tahminlerimiz için aşağı yönlü risk oluşturmaktadır. Bununla birlikte, Avrupa'da yaşanan araç parkı, yenileme odaklı talep açısından uzun vadeli olumlu bir görünüm sunmaktadır.

Egea sözleşmesinin bitmesiyle 2026'da iç pazarda pay kaybı. 2015–2018 döneminde Tofaş ve Stellantis Otomotiv'in birleşik yurt içi hafif araç pazar payı ortalama %23 seviyesindeydi. Bu oran, Egea modelinin güçlü performansı sayesinde 2019 yılında %29'a yükseldi. Pandemi sonrası dönemde ise birleşik pazar payı %30'un üzerine çıktı ve 2023 yılında başarılı yeni model lansmanlarının etkisiyle %34'e ulaştı. 2025'in ilk 5 ayında (5A25), Tofaş ve Stellantis Otomotiv'in birleşik pazar payı %26,4 seviyesinde gerçekleşti. Stellantis Otomotiv'in satın alımının zamanlaması nedeniyle, Tofaş'ın yurt içi pazar payının 2025 yılında %11,6'dan %22,2'ye yükseleceğini öngörüyoruz. Satın alımın zamanlaması, 2026'nın ilk 5 ayında da inorganik olarak pazar payını artıracaktır. Ancak Egea sözleşmesinin 2025 sonunda sona erecek olması nedeniyle, 2026 yılında pazar payının hafifçe gerileyerek %21,9 seviyesine düşmesini bekliyoruz. Uzun vadede, ihracat odaklı yeni modellerin devreye alınacak olması ve Egea yerine yeni bir model açıklanmamış olması nedeniyle, Tofaş'ın konsolide pazar payının bu seviyelerde dengeleneceğini düşünüyoruz.

2022 yılında Doblo sözleşmesinin sona ermesinin ardından, Tofaş yeni Doblo modelini ithal ederek yurt içi satışlarına devam etti—bu strateji Egea için de benzer şekilde uygulanabilir. Böyle bir strateji, 2026 yılından itibaren yurt içi hafif araç pazar payı tahminlerimiz açısından yukarı yönlü bir risk oluşturmaktadır. Ayrıca, yeni hafif araç

modelinin üretiminin 3Ç26'da başlaması planlandığından, fabrikanın verimli kullanımı açısından Egea sözleşmesinin 2026 yılına kadar uzatılması da mümkündür. Böyle bir uzatma, pazar payı tahminlerimiz üzerinde yukarı yönlü bir risk yaratmaktadır.

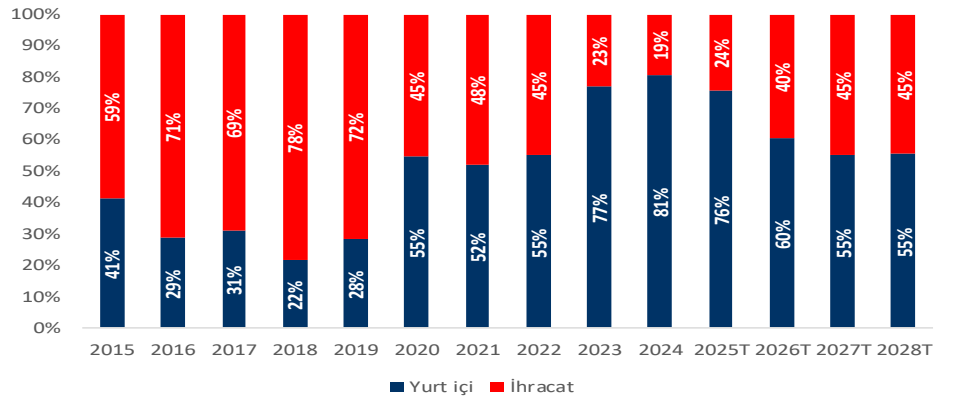
Tofaş ve Stellantis Otomotiv Yurt İçi Hafif Araç Pazar Payı %



Kaynak: ODD, AK Yatırım

Satış dağılımında daha dengeli bir portföye geçiş. Tofaş, 2018–2019 döneminde yurt içi pazardaki zorlu koşullar nedeniyle pandemi öncesinde ağırlıklı olarak ihracat odaklı bir üretici olarak faaliyet göstermekteydi. Pandemi yıllarında ise şirket, iç ve dış pazarlar arasında dengeli bir satış dağılımını tercih etti. 2023–2024 döneminde ise güçlü yurt içi talep ve ihracat odaklı modellerin kademeli olarak üretimden çıkması nedeniyle satış dağılımı iç pazar lehine kaydı. K0 ve yeni hafif araç modelinin toplam satış hacminin ihracat odaklı planlanması dikkate alındığında, ihracatın satışlar içindeki payının 2023–2024 seviyelerine göre artmasını bekliyoruz. Ancak, Stellantis Otomotiv'in satın alınmasının etkisiyle, yurt içi satışların pandemi öncesi döneme göre daha yüksek bir orana sahip olacağını öngörüyoruz. Özetle, satış dağılımının zaman içinde yurt içine ağırlık veren ama daha dengeli bir yapıya kavuşmasını bekliyoruz.

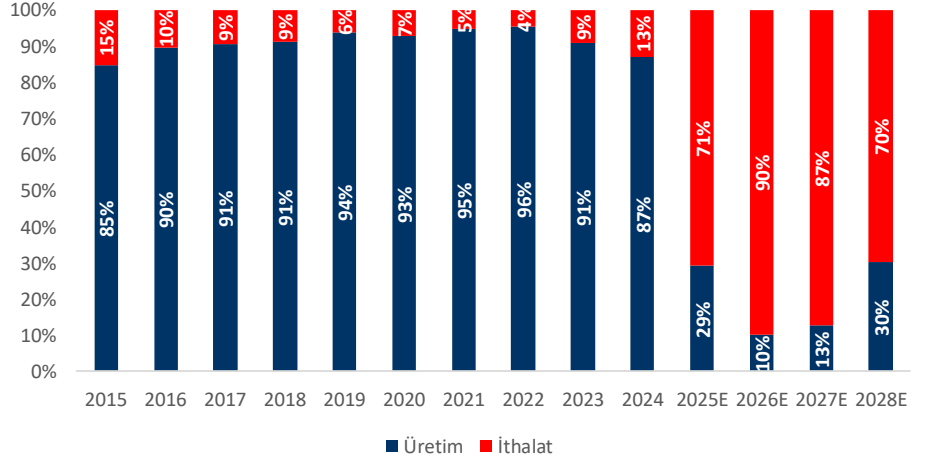
Tofaş Satış Hacmi Kırılımı %



Kaynak: Şirket verisi, AK Yatırım

Stellantis Otomotiv'in satın alımının ardından ithal araçlar yurt içi satış karmasına hakim olacak. Tofaş'ın 2016 yılında Egea üretimine başlamasıyla birlikte ithal araçların yurt içi karmadaki payı azalmıştır. Egea'nın başarılı yeni lansmanları ile ithal araçların payı 2022 yılına kadar düşmeye devam etmiştir. 2023-2024 döneminde ithal araçların payı, Egea için olumsuz ÖTV rejimi, elektrikli araç talebi ve Egea'nın yaşlanması nedeniyle artmıştır. İthal araçların yurt içi satış karmasındaki payının 1) Stellantis Otomotiv'in satın alınması, 2) yeni modellerin ihracata yönelik olması ve 3) Egea'nın Aralık 2025'te üretimden kalkacak olması nedeniyle artmasını bekliyoruz.

Tofaş Yurt İçi Satış Kırılımı %



Kaynak: Şirket verisi, AK Yatırım

Hacim tahminlerimize yönelik yukarı yönlü riskler. (1) Tofaş'ın düşük kapasite kullanım oranı göz önüne alındığında, KO ve yeni hafif araç modelinde üretim artış (ramp-up) süreci beklentilerimizden daha kısa sürede tamamlanabilir. (2) Stellantis Otomotiv'in satın alınmasıyla birlikte Tofaş, artan müşteri verisi sayesinde pazar koşullarını daha iyi analiz edebilir. Ayrıca satış ve pazarlama alanında oluşabilecek sinerjiler göz önüne alındığında, geçmişe kıyasla daha düşük maliyetle iç pazardaki hafif araç pazar payını artırabilir.

Hacim tahminlerimize yönelik aşağı yönlü riskler. (1) Üretim artış süreci beklentilerimizden daha uzun sürebilir. (2) Modelimizde Tofaş'ın binek araç üretmeyeceğini varsaydık. Lojistik maliyetler dikkate alındığında, ithal binek araçlar özellikle Çinli markaların artan rekabeti nedeniyle iç pazarda dezavantajlı konumdadır. (3) Çinli markaların agresif fiyatlandırması, ihracat pazarlarındaki satış hacmi tahminlerimiz için de aşağı yönlü risk oluşturmaktadır. Ancak bu rekabet, hafif ticari araç segmentinde görece daha düşüktür. (4) 2025 yılının ilk çeyreğinde Avrupa van satışları yıllık bazda %12 düşerek 450 bin adede gerilemiştir. Avrupa pazarındaki bu zayıflığın beklenenden uzun sürmesi, ihracat tahminlerimiz için aşağı yönlü risk oluşturmaktadır.

2025 tüketicilerin güçlü olduğu bir yıl. Talebin zayıflayacağı beklentimiz ve araç bulunabilirliğinin artması nedeniyle, 2025 yılında araç başına ortalama net satışlarda reel olarak %3 yıllık düşüş varsaydık. Araç başına ortalama net satışlar 2024 yılında da reel bazda yıllık %3 daralmıştı.

FAVÖK

2022 ve 2023 yıllarında başarılı yeni model lansmanları, stoklar kazançları, maliyet optimizasyonları, “al ya da öde” sözleşmeleri ve satış karışımında yurt içi hacmin artması sayesinde yüksek FAVÖK marjları elde edilmiştir. 2024 yılında ise, enflasyon muhasebesi, fiyatlama gücünün zayıflaması ve Fiorino üretiminin sona ermesiyle kapasite kullanım oranındaki düşüş nedeniyle FAVÖK marjı yıllık bazda 7,7 puan gerilemiştir. 2025 yılının ilk çeyreğinde de benzer nedenlerle FAVÖK marjı yıllık bazda 10,5 puan düşmüştür. K0 modelinin üretim artışı (ramp-up süreci), yılın geri kalanındaki yeni model lansmanları ve enflasyonun daha düşük seviyelere gerilemesiyle birlikte, 2025’in kalanında FAVÖK marjında iyileşme bekliyoruz. Buna rağmen, 2025 yılı genelinde FAVÖK marjının yıllık bazda 2,3 puan düşerek %5,4 seviyesine gerileyeceğini öngörüyoruz.

Stellantis Otomotiv satın alımının Tofaş’ın FAVÖK marjı üzerindeki etkisini tahmin edebilmek için, Bloomberg üzerinden Stellantis Otomotiv’in benzer şirketlerine ait verileri derledik. Karşılaştırma grubu olarak otomotiv üreticileri (OEM’ler) hariç tutularak yalnızca araç ithalatçıları, perakendecileri ve distribütörleri seçtik. Sektör medyanı incelendiğinde, 2015’ten 2023’e kadar FAVÖK marjlarında istikrarlı bir artış gözlemlenmektedir. Pandemi öncesi dönemde 5 yıllık medyan FAVÖK marjı yaklaşık %5 seviyesindeyken, pandemi sonrası bu oran yaklaşık %6 seviyesine çıkmıştır. Temkinli kalmak için Stellantis Otomotiv için normalize FAVÖK marjını %5 varsaydık. Tofaş’ın 2015–2019 dönemindeki ortalama FAVÖK marjı ise yaklaşık %12 seviyesindeydi. Bu iki referans değeri esas alarak, uzun vadeli normalize konsolide FAVÖK marjını %9,0 olarak belirledik. Daha önce de belirttiğimiz gibi, Tofaş’ın optimal kapasite kullanım oranına 2028 yılında ulaşacağını varsayıyoruz. Bu doğrultuda FAVÖK marj tahminlerimizi 2028’den itibaren %9,0 seviyesinde normalize ettik.

EBITDA Marjı %	Sembol	Piyasa Değeri (milyar USD)	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Penske Automotive Group	PAG US	10,816	3.3%	3.3%	3.3%	3.4%	4.2%	5.1%	6.7%	6.7%	5.9%	5.7%
Lithia Motors	LAD US	8,332	4.4%	4.5%	4.6%	4.4%	4.9%	6.3%	8.1%	7.8%	6.5%	5.5%
AutoNation	AN US	6,988	4.8%	4.8%	4.7%	4.4%	5.0%	4.0%	8.3%	8.4%	7.2%	6.0%
Group 1 Automotive	GPI US	5,555	3.1%	3.6%	3.6%	3.5%	4.0%	5.7%	7.4%	7.5%	6.2%	5.3%
Asbury Automotive Group	ABG US	4,594	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.3%	6.1%	8.8%	8.9%	7.1%	5.5%
Zhongsheng Group Holdings	881 HK	3,686	4.7%	6.7%	7.9%	7.0%	7.6%	7.3%	8.5%	7.1%	5.6%	4.9%
Eagers Automotive	APE AU	2,977	4.3%	4.2%	4.0%	5.2%	6.1%	7.1%	7.5%	7.6%	7.0%	6.1%
Sonic Automotive	SAH US	2,411	3.0%	3.2%	3.1%	2.7%	4.3%	1.8%	5.5%	3.4%	3.9%	4.2%
Ali Alghanim Sons Automotive	ALG KK	1,326	--	--	--	--	15.1%	13.2%	14.9%	16.2%	15.8%	16.1%
Dogus Otomotiv	DOAS TI	982	4.4%	3.4%	4.0%	5.5%	6.0%	8.6%	9.8%	15.4%	16.5%	8.9%
NEXTAGE	3186 JT	950	2.9%	3.3%	3.7%	3.7%	4.0%	4.2%	6.0%	5.4%	4.4%	3.4%
Motus Holdings	MTH SJ	945	--	6.9%	7.5%	6.4%	6.0%	5.3%	6.1%	7.4%	7.6%	7.3%
Pan German Universal Motors	2247 TT	783	4.9%	5.2%	5.0%	4.6%	5.9%	6.1%	6.3%	6.5%	6.2%	5.8%
Carasso Motors	CRSM IT	773	15.6%	16.4%	13.5%	11.8%	16.6%	21.7%	21.7%	28.0%	20.4%	18.4%
Delek Automotive Systems	DLEA IT	745	17.0%	14.1%	13.2%	9.5%	15.9%	17.6%	19.6%	25.9%	16.7%	15.9%
China Yongda Automobiles	3669 HK	543	4.5%	4.8%	5.9%	5.4%	5.8%	5.5%	6.2%	4.8%	3.0%	2.5%
VT Holdings	7593 JT	408	--	8.4%	7.8%	6.2%	5.7%	6.7%	8.3%	8.3%	8.8%	7.8%
AutoCanada	ACQ CN	377	3.4%	2.1%	4.5%	-0.6%	2.5%	3.4%	6.7%	5.1%	4.9%	4.4%
China MeiDong Auto Holdings	1268 HK	376	4.9%	4.8%	6.2%	5.7%	6.3%	7.2%	8.4%	5.6%	3.9%	-8.8%
Ku Holdings	9856 JP	342	--	7.5%	7.7%	8.3%	7.7%	7.4%	7.4%	8.2%	7.9%	7.8%
Guan Chao Holdings	1872 HK	292	--	5.5%	5.9%	6.7%	5.4%	5.7%	7.1%	6.5%	9.3%	2.6%
Autosports Group	ASG AU	274	--	6.4%	3.7%	4.3%	6.2%	-0.6%	7.5%	8.8%	9.3%	9.9%
Bermaz Auto	BAUTO MK	272	15.9%	13.0%	10.2%	9.4%	11.7%	7.4%	7.8%	10.0%	11.7%	12.1%
Nissan Tokyo Sales Holdings	8291 JT	224	5.1%	5.6%	5.4%	5.3%	5.3%	5.0%	5.5%	6.6%	7.8%	7.4%
Landmark Cars	LANDMARK IN	217	--	--	--	--	2.9%	1.3%	5.6%	5.9%	7.0%	6.6%
Auto Nejma Maroc	NEJ MC	217	12.8%	12.9%	11.9%	10.0%	12.3%	9.6%	11.9%	15.8%	13.7%	13.8%
China ZhengTong Auto	1728 HK	189	6.1%	5.7%	7.4%	9.9%	8.2%	-51.9%	-1.2%	8.9%	4.4%	1.4%
Peter Warren Automotive	PWR AU	169	--	--	--	2.9%	3.9%	4.8%	6.3%	7.2%	6.8%	5.3%
The Colonial Motor Company	CMO NZ	133	4.4%	4.3%	4.7%	4.9%	5.0%	5.0%	5.6%	6.2%	6.3%	5.2%
China Harmony Auto Holding	3836 HK	117	8.5%	1.6%	14.9%	9.7%	7.3%	6.5%	7.2%	-6.9%	1.5%	1.3%
Ennakl Automobiles	NAKL TU	109	13.4%	11.0%	8.5%	8.5%	9.5%	10.8%	7.8%	10.9%	9.8%	--
Deutsch Motors	067990 KS	103	1.3%	0.4%	1.7%	5.4%	8.5%	5.2%	4.8%	4.6%	3.4%	3.0%
PT Putra Mandiri Jembar	PMJS IJ	101	--	2.5%	2.6%	3.7%	3.3%	2.3%	3.5%	4.4%	4.0%	2.9%
Kamux	KAMUX FH	92	--	4.1%	3.8%	3.8%	5.1%	5.6%	4.3%	3.0%	2.9%	2.2%
PT IPBD	CARS IJ	81	5.9%	6.6%	6.6%	6.6%	1.3%	-15.4%	-1.5%	8.1%	6.3%	6.9%
WILLPLUS Holdings	3538 JP	74	5.9%	6.4%	7.3%	7.4%	6.7%	6.6%	8.5%	9.0%	7.2%	6.6%
Hang Xanh Motors Service JSC	HAX VN	63	0.4%	1.1%	1.5%	2.4%	1.5%	3.6%	4.1%	4.5%	2.9%	4.7%
ICDA Holdings	3184 JT	50	--	5.3%	5.0%	6.2%	6.6%	6.7%	8.1%	8.0%	7.2%	7.9%
BetterLife Holding	6909 HK	38	--	--	--	8.7%	7.0%	7.5%	9.2%	5.8%	4.0%	2.9%
Wetteri	WETTERI FH	37	3.6%	-1.8%	6.6%	4.6%	9.2%	3.2%	5.0%	3.2%	3.8%	2.3%
Vin's Holdings	VINS SP	30	--	--	--	--	--	--	6.5%	6.5%	6.8%	6.2%
Pasquarelli Auto	PSQ IM	26	2.4%	2.8%	3.5%	3.0%	2.5%	2.8%	3.8%	4.8%	3.8%	2.6%
Sunfonda Group Holdings	1771 HK	24	3.8%	3.8%	5.3%	5.9%	4.2%	4.4%	6.4%	4.0%	2.9%	1.2%
EuroSports Global	EURO SP	23	--	-1.7%	-6.9%	0.3%	4.1%	12.3%	0.3%	2.9%	-0.5%	-21.3%
Centenary United Holdings	1959 HK	22	--	2.5%	3.4%	3.9%	4.3%	3.7%	2.3%	2.1%	0.8%	-2.4%
Caffyns	CFYN LN	17	6.5%	2.2%	1.9%	1.6%	1.1%	1.8%	3.0%	3.4%	2.8%	1.6%
Trans-China Automotive	TCAH SP	17	--	--	--	3.5%	4.2%	5.7%	5.7%	3.0%	0.7%	0.4%
Autocorp Holding	ACG TB	13	--	--	--	3.7%	4.1%	5.5%	5.6%	5.6%	6.2%	7.8%
Sathosa Motors	SMOT SL	10	--	13.2%	8.0%	9.3%	6.4%	8.7%	7.5%	9.1%	16.1%	26.6%
Medyan		217	4.7%	4.8%	5.0%	5.3%	5.6%	5.7%	6.7%	6.6%	6.3%	5.4%

Kaynak: Bloomberg, Ak Yatırım

İşletme Sermayesi

2015–2019 döneminde Tofaş, ortalama -26 gün nakit döngüsü ile faaliyet göstermiştir. Deloitte’un Stellantis Otomotiv Değerleme Özeti raporunda Stellantis Otomotiv’in nakit döngüsünün 37 gün olacağı öngörülmektedir. Bu iki değeri referans alarak, uzun vadeli normalize edilmiş nakit döngüsü süresini 0 gün olarak belirledik. 2024 yılında 54 gün olan tahmini nakit döngüsünü, 2028 yılına kadar kademeli olarak 0 güne düşeceğini varsaydık. Aşağıda Stellantis Otomotiv’in benzer şirketlerine ait nakit döngüsü verilerini paylaşıyoruz. Bu şirketlerin medyan nakit döngüsü süresinin 45–60 gün aralığında olduğu göz önüne alındığında, Stellantis Otomotiv için kullandığımız 37 günlük varsayımın risk taşıdığını not etmek isteriz.

Nakit Döngüsü - Gün	Sembol	Piyasa Değeri (milyar USD)	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Penske Automotive Group	PAG US	10,816	74	78	78	79	80	83	55	51	58	65
Lithia Motors	LAD US	8,332	85	92	87	79	79	80	46	44	56	62
AutoNation	AN US	6,988	64	68	66	67	67	60	34	29	39	50
Group 1 Automotive	GPI US	5,555	64	58	55	56	54	53	30	23	32	41
Asbury Automotive Group	ABG US	4,594	66	72	70	72	69	59	38	25	42	49
Zhongsheng Group Holdings	881 HK	3,686	48	36	33	34	33	25	22	28	34	42
Eagers Automotive	APE AU	2,977	--	66	77	80	88	67	54	57	63	69
Sonic Automotive	SAH US	2,411	73	80	78	77	72	70	51	46	50	62
Ali Alghanim Sons Automotive	ALG KK	1,326	--	--	--	--	--	39	15	46	53	83
Dogus Otomotiv	DOAS TI	982	49	62	60	66	46	33	29	19	26	38
NEXTAGE	3186 JT	950	59	52	50	52	60	63	58	64	67	56
Motus Holdings	MTH SJ	945	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
Pan German Universal Motors	2247 TT	783	31	33	35	40	43	38	30	28	33	41
Carasso Motors	CRSM IT	773	79	112	129	118	118	154	89	87	131	163
Delek Automotive Systems	DLEA IT	745	62	75	76	79	100	135	84	80	105	140
China Yongda Automobiles	3669 HK	543	46	41	44	45	44	43	28	24	24	27
VT Holdings	7593 JT	408	30	39	48	46	48	55	49	61	70	58
AutoCanada	ACQ CN	377	92	96	95	105	104	103	69	64	89	90
China MeiDong Auto Holdings	1268 HK	376	45	30	30	2	-27	-30	-33	-28	-25	-42
Ku Holdings	9856 JP	342	45	50	56	55	61	52	51	57	64	61
Guan Chao Holdings	1872 HK	292	--	--	44	54	56	73	63	107	103	94
Autosports Group	ASG AU	274	--	--	104	82	97	94	67	50	52	65
Bermaz Auto	BAUTO MK	272	61	51	68	51	43	111	70	31	35	57
Nissan Tokyo Sales Holdings	8291 JT	224	--	-4	1	2	3	9	12	10	14	17
Landmark Cars	LANDMARK IN	217	--	--	--	--	--	53	46	34	42	66
Auto Nejma Maroc	NEJ MC	217	139	114	114	111	136	142	65	93	161	164
China ZhengTong Auto	1728 HK	189	51	50	66	79	93	107	40	62	70	76
Peter Warren Automotive	PWR AU	169	--	--	--	--	96	98	69	73	72	80
The Colonial Motor Company	CMO NZ	133	67	73	73	84	92	99	77	67	75	100
China Harmony Auto Holding	3836 HK	117	50	41	43	45	38	32	25	33	37	43
Ennakl Automobiles	NAKL TU	109	-24	-34	-4	18	2	10	8	38	21	--
Deutsch Motors	067990 KS	103	21	38	34	37	30	18	15	14	16	23
PT Putra Mandiri Jembar	PMJS IJ	101	--	--	25	18	37	44	18	26	38	30
Kamux	KAMUX FH	92	--	--	48	50	46	48	50	52	48	51
PT IPBD	CARS IJ	81	260	237	272	300	285	312	121	80	59	57
WILLPLUS Holdings	3538 JP	74	46	56	63	77	81	74	51	38	51	72
Hang Xanh Motors Service JSC	HAX VN	63	32	41	64	74	67	50	44	51	90	51
ICDA Holdings	3184 JT	50	--	17	22	23	17	15	20	28	31	45
BetterLife Holding	6909 HK	38	--	--	--	--	36	23	19	23	19	28
Wetteri	WETTERI FH	37	--	--	--	--	--	--	--	68	81	72
Vin's Holdings	VINS SP	30	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
Pasquarelli Auto	PSQ IM	26	--	--	--	--	--	--	--	30	40	38
Sunfonda Group Holdings	1771 HK	24	44	32	35	35	41	36	32	42	43	45
EuroSports Global	EURO SP	23	281	307	186	75	68	92	71	56	136	73
Centenary United Holdings	1959 HK	22	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
Caffyns	CFYN LN	17	44	43	47	43	45	60	71	39	35	39
Trans-China Automotive	TCAH SP	17	--	--	--	--	35	27	22	36	40	33
Autocorp Holding	ACG TB	13	--	--	--	--	41	56	31	22	24	23
Sathosa Motors	SMOT SL	10	127	--	--	107	102	309	137	121	289	284
Medyan		217	59	52	60	61	58	58	46	43	49	57

Kaynak: Bloomberg, Ak Yatırım

Yatırım Harcamaları

Yönetim, K0 üretimi için toplam 232 milyon Euro tutarında yatırım harcaması öngörmektedir. 1Ç25 itibarıyla bu tutarın 148 milyon Euro'luk kısmı tamamlanmıştır. Kalan 84 milyon Euro'luk yatırımın, 2025'in kalan çeyreklerinde yapılacağını varsaydık. Yönetim, üretimi 3Ç26'da başlayacak olan yeni hafif araç modeli için toplam 256 milyon Euro yatırım harcaması öngörmektedir. Bu yatırımın yıllara yayılacağını varsayarak; 2025'te 64 milyon Euro, 2026'da 128 milyon Euro ve 2027'de 64 milyon Euro olmak üzere üç yıla bölünmüş şekilde gerçekleşeceğini tahmin ediyoruz.

Tofaş, Mart 2023'te, Stellantis Otomotiv'i 400 milyon Euro nakit ve 52,6 milyon Euro performansa dayalı ödeme karşılığında satın alacağını duyurdu. Satın alma işlemi iki yıl sonra, Nisan 2025'te tamamlandı. Anlaşma, nakit ve net işletme sermayesi kapanış düzeltmelerine tabidir. Açıklanan tutarları, %14,3 özsermaye maliyeti varsayımıyla iki yıl ileri çektik. Bu doğrultuda, Tofaş'ın Stellantis Otomotiv'i satın almak için 2Ç25'te 522 milyon Euro nakit ödeme yapacağını, performansa dayalı ödemenin ise 52,6 milyon Euro'dan 68,7 milyon Euro'ya yükseleceğini varsaydık. Bu yatırım harcamalarına ek olarak, uzun vadede sürdürülebilir yatırım harcamalarının net satışlara oranının %4,5 seviyesinde olacağını varsaydık.

Sermaye Maliyeti

Euro cinsinden risksiz getiri oranını %8,5 olarak varsayıyoruz. 1,05 beta katsayısı ve %5,5 hisse risk primi (ERP) ile özsermaye maliyetini Euro bazında %14,3 varsayıyoruz. Borçlanma için %2 risk primi kullanıyoruz. Sonsuz dönemde risksiz getiri oranını 2,5 puan düşürerek, beta katsayısını ise 1,00 seviyesine indiriyoruz. Tahmin döneminde ortalama özsermaye ağırlığının %61 olduğunu dikkate aldığımızda, projeksiyon dönemi için ortalama Euro bazlı ağırlıklı sermaye maliyetini (WACC) %12,4 olarak hesaplıyoruz.

Diğer Önemli Varsayımlar

Stellantis Otomotiv için 2Ç25'te 522 milyon Euro tutarında nakit ödeme varsaydığımızdan, bu etkinin iki kez hesaplanmaması adına değerlememizde 1Ç25 Net Borç verisini kullandık. Ayrıca, performansa dayalı ödeme mekanizmasına ilişkin herhangi bir tahminde bulunmadığımız için, şirketin serbest nakit akımı projeksiyonlarında bu unsur yer almamaktadır. Bu nedenle, 68,7 milyon Euro tutarındaki koşullu ödemeyi değerlememizden ayrıca düşerek dikkate aldık.

BENZER ŞİRKET ÇARPANLARI

Emsal şirketler 2025 konsensüs tahminlerine göre 3,4x FD/FAVÖK ve 7,4x F/K ile işlem görmektedir. Ülke risk primlerindeki farklılıklar ve Tofaş'ın önemli yatırımları göz önüne alındığında, değerlememizde uluslararası emsalleri kullanmaktan kaçındık.

Çarpanlar		FD/FAVÖK		F/K	
Şirket	Sembol	1Y	2Y	1Y	2Y
Bayerische Motoren Werke	BMW GR Equity	2.0	1.8	7.0	6.2
Mercedes-Benz Group	DAI EU Equity	0.7	0.6	7.1	6.2
Dongfeng Motor Group	489 HK Equity	3.9	3.3	58.3	33.7
Ford Motor	F US Equity	2.9	2.6	8.9	7.4
Geely Automobile Holdings	175 HK Equity	5.2	4.4	10.2	8.3
Honda Motor	7267 JP Equity	8.5	7.9	7.7	6.6
Hyundai Motor	005380 KS Equity	8.4	7.0	4.0	4.0
Kia Corporation	000270 KS Equity	1.2	1.2	3.9	3.8
Mahindra & Mahindra	MM IN Equity	14.4	15.5	21.3	19.2
Maruti Suzuki India	MSIL IN Equity	20.9	15.4	24.1	21.4
Mazda Motor	7261 JP Equity	0.4	0.3	13.6	7.0
Nissan Motor	7201 JP Equity	0.7	0.5	162.7	8.7
Astra International Tbk	ASII IJ Equity	5.4	5.4	5.9	5.7
Renault SA	RNO EU Equity	1.0	1.0	5.0	4.3
Toyota Motor	7203 JP Equity	10.8	10.1	9.6	8.8
Volkswagen	VOW GR Equity	2.2	2.2	4.3	3.4
Ford Otosan	FROTO TI Equity	5.0	5.1	0.5	0.4
Doğuş Otomotiv	DOAS TI Equity	2.4	2.0	2.6	2.3
Medyan		3.4	3.0	7.4	6.4
Tofaş*		6.7	3.8	10.4	5.9
Prim/(İskonto)		94.8%	27.8%	41.3%	-7.7%

Kaynak: Bloomberg, Ak Yatırım Araştırma

*Tofaş'nın çarpanları tahminlerimize göre hesaplanmıştır.

AKYatırım

Bu rapor, Ak Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından, güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan elde edilen bilgi ve veriler kullanılarak hazırlanmıştır. Raporda yer alan ifadeler, hiçbir şekilde veya suretle alış veya satış teklifi olarak değerlendirilmemelidir. Ak Yatırım, bu bilgilerin doğru, eksiksiz ve değişmez olduğunu garanti etmemektedir. Bu sebeple, okuyucuların, bu raporlardan elde edilen bilgilere dayanarak hareket etmeden önce, bilgilerin doğruluğunu teyit ettirmeleri önerilir ve bu bilgilere dayanılarak aldıkları kararlarda sorumluluk kendilerine aittir. Bilgilerin eksikliği ve yanlışlığından Ak Yatırım hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. Ayrıca, Ak Yatırım'ın ve Akbank'ın tüm çalışanları ve danışmanlarının, herhangi bir şekilde bilgiler dolayısıyla ortaya çıkabilecek, doğrudan veya dolaylı zararlarla ilgili herhangi bir sorumluluğu yoktur. Burada yer alan bilgiler, bir yatırım tavsiyesi, yatırım aracının alım-satım önerisi ya da getiri vaadi değildir ve Yatırım Danışmanlığı kapsamında yer almamaktadır. Yatırım Danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak Yatırım Danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde sunulmaktadır. Bunlara ilaveten, Ak Yatırım, raporların Internet üzerinden e-mail yoluyla alınması durumunda virüs, hatalı gönderim veya diğer herhangi bir teknik sebepten dolayı alıcının donanımına veya yazılımına gelebilecek herhangi bir zarardan dolayı sorumlu tutulamaz.

© Ak Yatırım Menkul Değerler A.Ş. 2023