

Tofaş Fabrika

16/02/2026

Şirket Güncelleme

AL

Yükselme Potansiyeli 48%

TOASO için İNA bazlı hisse başına hedef fiyatımızı, İNA değerlememizin 3 ay ileriye taşınması, makro varsayımlarımızda yapılan revizyon, şirketin 2026 yılına ilişkin beklentilerinin yansıtılması ve açıklanan 2025 mali sonuçlarına göre tahminlerimizin güncellenmesi nedeniyle önceki 485 TL'den 500 TL'ye yükseltiyoruz. Hedef fiyatımızın cazip bir yükseliş potansiyeli sunması nedeniyle TOASO hisseleri için AL tavsiyemizi yineliyoruz. Tofaş Fabrika'nın, Stellantis'in Türkiye operasyonlarının satın alınmasının ardından iç pazardaki güçlü konumu, satın almanın yaratacağı potansiyel gelir ve maliyet sinerjilerinin olumlu etkisi, yeni model yatırımlarıyla üretim ve satış hacmi artışı sayesinde KKO'da beklenen iyileşme ve artan ölçek ekonomisi nedeniyle karlılıktaki iyileşme ile bir dönüm noktasında olduğuna inanıyoruz. Mevcut Agea binek otomobil modelinin (üretim ömrü altı aylık bir uzatmanın ardından 1Y26'da sona eriyor) yerine geçecek potansiyel yeni bir binek otomobil modeli yatırımına ilişkin haberlerin, hissenin performansı için bir katalizör olacağına inanıyoruz.

Hem yurtiçi hem de Avrupa'daki otomotiv talebindeki zayıflık ve Asya'daki rakiplerden gelen artan rekabet nedeniyle beklenenden düşük karlılık, başlıca risk faktörleridir.

2026'da yurtiçi otomotiv pazarının 1,4 milyon adedin üzerinde öngörüyoruz. 2025 yılının başındaki tüm temkinli beklentilere rağmen, Türkiye otomotiv pazarı (ağır ticari araçlar dahil) yıllık bazda %10 büyüyerek 2025 yılında 1,41 milyon adede ulaştı. Altın fiyatlarındaki keskin artışın yarattığı servet etkisi, araç bulunabilirliğindeki artış, yoğun rekabetin tetiklediği satış indirimleri ve kampanyaları ile geçen Kasım ayındaki artıştan sonra bile hala daha düşük ÖTV'ye sahip olan elektrikli araçlara yönelik devam eden talep, 2025'teki güçlü pazar büyümesinin başlıca nedenleriydi. 2026 yılında da, elektrikli araçlara adaptasyonun, güçlü TL'nin ve daha yüksek ithal araç bulunabilirliğinin otomotiv talebinin ana itici güçleri olmasını bekliyoruz. Çinli markalardan yoğun rekabetle karşı karşıya kalan Avrupalı otomobil üreticilerinin 2025'te olduğu gibi 2026'da da Türkiye'ye araç tahsislerini arttırmaları etmesi bekleniyor. 2026 yılında toplam yurtiçi otomotiv pazarının yıllık bazda sadece %4'lük bir artışla 1,45 milyon adede ulaşacağını öngörüyoruz; ancak yüksek araç arzı ve agresif rekabet nedeniyle sektör kar marjlarının baskı altında kalacağını tahmin ediyoruz.

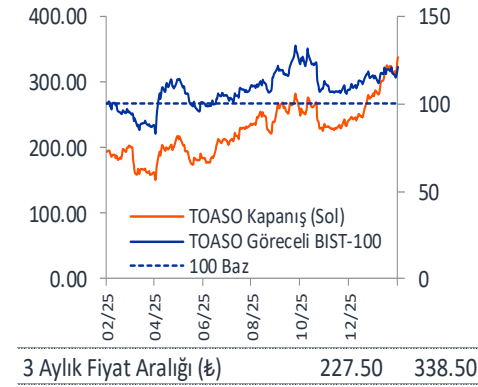
Stellantis Türkiye birleşmesinin ardından gelen pazar liderliği. Stellantis Türkiye operasyonlarının Nisan 2025 sonunda konsolide edilmesinin ardından, Tofaş Fabrika, Fiat Grubu markalarına ek olarak Peugeot, Citroen, Opel ve DS markalarının da satış distribütörü oldu. Stellantis'in tüm markalarının yurtiçi hafif araç pazar payı, yerli üretim Agea modelinin eskimesi sonucu binek otomobil segmentinde yaşanan 2,4' yüzde puanlık pazar payı kaybı nedeniyle 2024'teki %27,7'den 2026'da %26,3'e geriledi. Şirket, 11 yeni model (9 binek otomobil ve 2 yerli üretim hafif ticari araç modeli) lansmanı sayesinde, iç pazarda hafif araç pazar payını 2025'teki %26,3'ten 2026'da %26,4 - %26,9'a çıkarmayı hedefliyor. K0 modelinin yeni versiyonu 1Ç26 iç pazarda olacakken, yepyeni hafif ticari araç modeli "K9" ise 4Ç26'de Fiat, Peugeot, Citroen ve Opel markaları için piyasaya sürülecek. Şirket, 2026 yılında iç pazarda 350 bin-370 bin adet (İş Yatırım: 370 bin adet) perakende satış hacmi öngörüyoruz; bu rakam 2025'te 360 bin adetti (Mayıs-Aralık 2025'te yaklaşık 285 bin adet).

Fiyat Bilgileri	TL
Kapanış	338.50
12 Aylık Hedef Fiyat*	500.00
12 Aylık Önc.Hedef Fiyat	485.00
Piyasa Değeri (mn)	169,250
Halka Açık PD (mn)	40,789
Ort. İşlem Hacmi (3Ay)	1419.8
Hisse sayısı (Adet mn)	500
Takas Saklama Oranı (%)	24
Yabancı Oranı (%)	30

Fiyat Perf. (%)	1 Ay	Yılıçi	12 Ay
TL	17.6	37.0	76.2
ABD \$	16.4	34.8	45.9
BIST-100 Relatif	5.1	8.8	23.2

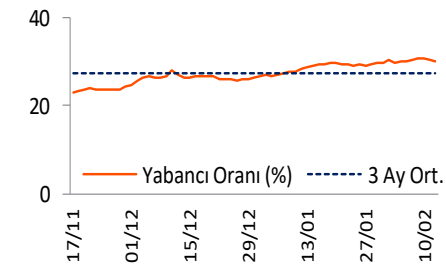
Çarpanlar (\$)	2025	2026	2027
F/K	18.8	11.0	5.7
PD/DD	2.6	2.4	1.9
FD/FAVÖK	18.9	10.7	6.0

Fiyat / BIST-100'e Göreceli Fiyat



3 Aylık Fiyat Aralığı (₺) 227.50 338.50

Yabancı Oranı (%) Cari (%) : 30.20



Esra Şirinel

esirinel@isyatirim.com.tr

+90 212 350 25 72

Ortaklık Yapısı (%)		Faaliyet Konusu
Stellantis Europe Spa	37.86	Motorlu araçlar, montaj ve yarı montaj ürünler, ürün grupları ile bu araçların motor, aksam, yedek parça ve aksesuarlarının imalat ve montajı.
Koç Holding Anonim Şirketi	37.62	
Diğer	24.52	

Source: Is Investment

*Rasyo Analizleri aksi belirtilmedikçe dolar (USD) değerine göre ifade edilmiştir.

K0 modelinin üretiminin artırılmasıyla 2026'da ihracatta toparlanma bekleniyor. 2025 yılında Avrupa'da binek otomobil satışları yıllık bazda %2'lik mütevazı bir artış gösterirken, elektrikli araçların payı da yıllık bazda 3,8 yüzde puan artarak %17,4'e yükseldi. Öte yandan, İspanya (+%11,7) hariç tüm ana pazarlardaki zayıf talep nedeniyle Avrupa'da hafif ticari araç satışları 2025 yılında yaklaşık %9 oranında daraldı. Avrupa hafif ticari araç pazarı 2026'da çok umut vaat etmese de, Tofaş Fabrika'nın 2026 yılında sadece "K0" modelinden oluşan ihracatı, "K0" modelinin yeni varyantları ve Kuzey Amerika ihracatının başlatılması sayesinde 2025'teki 47 bin adede kıyasla 65 bin-75 bin adet (İş Yatırım: 70 bin adet) olarak hedefleniyor. Yeni hafif ticari araç modeli "K9"un ihracat lansmanı 2026 için planlanmıyor.

2026'da KKO'da mütevazı bir iyileşme. Tofaş Fabrika, 2025'teki 132 bin adetlik toplam üretim hacmine kıyasla 2026'da 140 bin-150 bin adetlik toplam üretim hacmi öngörüyor; bu da 2025'teki %33'lük KKO'a kıyasla 2026'da mütevazı bir iyileşmeyle KKO'nını %35 - %38'e getiriyor. Tofaş Yönetimi, önümüzdeki aylarda detaylarını duymayı beklediğimiz Agea'nın yerini alacak yeni bir binek otomobil modelinin katkısıyla, 2028'de yaklaşık 600 bin adetlik toplam satış hacmini ulaşılarak tam üretim kapasitesine ulaşmayı hedefliyor. Tofaş Fabrika'nın kapasite kullanım oranının 2027'de %63 ve 2028'de %90 artacağını öngörüyoruz.

2026'da güçlü FAVÖK büyümesi. Stellantis Türkiye operasyonlarının tam konsolidasyonu ve ihracattaki toparlanma sayesinde toplam toptan satış hacmindeki %28'lik büyümenin etkisiyle, Tofaş Fabrika'nın 2026 yılında reel olarak yıllık bazda %32 artışla 523 milyar TL net satış geliri elde edeceğini öngörüyoruz. KKO'daki iyileşme, toplam satışlarda yerli üretim araçların payındaki artış ve Stellantis Türkiye operasyonlarının birleşmesiyle ilgili satın alma, lojistik ve genel yönetim giderleri gibi maliyet sinerjileri ile ikinci el satışlar gibi ek gelir yaratımları sayesinde 2026 yılında FAVÖK marjında yıllık bazda 1,1 yüzde puanlık bir artış öngörüyoruz. Şirket, Stellantis-Türkiye'nin satın alınmasından maliyet ve gelir sinerjilerinden +25 milyon Euro'luk ek kazanç ve ilk yılda pozitif nakit akışı bekliyor. 2026 yılında reel olarak yıllık %76'lık FAVÖK büyümesi öngörüyoruz. 2026 yılı için %3,6'lık vergi öncesi kar (VÖK) tahminimiz 2025'teki %2,8'e kıyasla artışa işaret ederken, şirketin 2026 için %3 - %4'lük VÖK marj beklentisiyle uyumludur. Şirket, 2028 yılı için %5 - %7'lik VÖK beklentisini koruyor.

2026 yılı için %4,1'lik temettü verimi öngörüyoruz. Net borç pozisyonu 2024'teki 10,7 milyar TL'den 2025 itibarıyla 33,7 milyar TL'ye yükseldi. Finansal tüketici faaliyetleri hariç tutulduğunda, şirketin sanayi faaliyetleri net nakit pozisyonu 2024'te 11 milyar TL'den 2025 yılında 3,5 milyar TL'ye geriledi. Şirket, 2025'de esas olarak Stellantis Türkiye operasyonlarının satın alınmasıyla ilgili işlem ödemesi nedeniyle 17 milyar TL'lik negatif serbest nakit akışı elde etti. Satın almaya rağmen, serbest nakit akışı marjı, faaliyet performnasındaki iyileşme sayesinde 2024'teki negatif %12'den 2025'te negatif %5'e geriledi. Tofaş Fabrika, 2025'teki 154 milyon Euro'luk rakama kıyasla 2026'da ağırlıklı olarak K0 ve K9 projeleriyle ilgili 250 milyon Euro'luk yatırım harcaması öngörüyor. Net Borç/FAVÖK oranının 2025'teki 3,4x'ten 2026'da güçlü FAVÖK büyümesiyle 2,8x'e gerilemesini bekliyoruz. Şirketin 2026 yılında nominal olarak 7,0 milyar TL temettü dağıtacağını öngörüyoruz (%4,1'lik bir temettü verimi)

"Avrupa'da Üretilmiştir" olası etkileri. AB, Türkiye otomotiv endüstrisi ihracatının neredeyse %70'ini oluşturmaktadır. AB otomotiv endüstrisinin 4. en büyük ihracat pazarı olan Türkiye, AB otomotiv endüstrisi ihracatında %8'lik bir paya sahiptir. Türkiye'nin Gümrük Birliği statüsü ve yerleşik tedarikçi ilişkileri, Avrupa'nın dünyada artan rekabet ve ticaret savaşlarına karşı alacağı potansiyel korumacılık politikalarında önem arz edecektir. Türkiye'nin AB otomotiv sanayiine derin entegrasyonu, esnek rekabet gücü ve AB ile öngörülebilir iş ortaklığı göz önüne alındığında, Türkiye otomotiv sanayinin önde gelen temsilcileri, 'AB'de Üretilmiştir' yaklaşımının Türkiye'nin otomotiv sanayisini olumsuz etkilemesini beklemeseler de bunu bir risk unsuru olduğunu da vurguluyorlar.

4Ç25 Finansalları Analizi

Beklentilerin üzerinde 4Ç25 sonuçları. Tofaş Fabrika, 4Ç24'deki 159 milyon TL'lik net zarara kıyasla 4Ç25'de beklentilerin %75 üzerinde 5,3 milyar TL net kar rakamı açıkladı. Açıklana 4Ç25 net kar rakamı 2025 yılı toplam net karını yıllık bazda %22 artırarak 8,35 milyar TL'ye yükseltti. 4Ç25'deki dikkat çekici net kar artışı, esas olarak Stellantis Türkiye operasyonlarının katkısına, K0 modelinin üretiminin artırılmasıyla ihracat ve üretim hacimlerindeki toparlanmaya ve enflasyondaki düşüşe bağlanabilir. Beklentilerin üzerinde faaliyet marjları, net kar tahminimizdeki sapmanın temel nedenini oluşturuyor.

Stellantis Türkiye konsolidasyonu ile güçlü ciro büyümesi. Tahminlerle genel olarak uyumlu, net satış gelirleri 4Ç25'de %228'lik satış hacmi artışı sayesinde üç kattan fazla artarak 121,7 milyar TL'ye ulaştı ve 2025 yılı toplam ciro rakamını yıllık %103 artışla 319,4 milyar TL'ye taşıdı. Toplam ciroda %87 paya sahip yurtiçi satış gelirleri, 4Ç25'de üç kattan fazla artarak 106 milyar TL'ye ulaştı. Benzer şekilde, K0 üretiminin artırılmasıyla ihracat hacmindeki 4 katlık büyüme sayesinde ihracat gelirleri de 4Ç25'de 3 kattan fazla arttı. Tofaş Fabrikas, 2025 yılında toplam satış hacmini ikiye katlayarak 345 bin adede yükseltti (Yurtiçi: 298 bin adet +%113; İhracat: 47 bin adet +%41). Stellantis'in iç pazardaki hafif araç pazar payı, eskiyen Agea nedeniyle 2024'teki %27,7'den 2025'te %26,3'e geriledi.

Marjlarda kuvvetli iyileşme. Beklentilerin %41 üzerinde gerçekleşen FAVÖK, 4Ç25'de 16 kattan fazla artarak 4,6 milyar TL'ye ulaştı. FAVÖK marjı 4Ç24'deki %0,8'den 4Ç25'de %3,8'e yükseldi. 2025 tüm yıl FAVÖK rakamı ise yıllık %18 düşüşle yaklaşık 10 milyar TL'ye gerilerken ve FAVÖK marjı yıllık 4.6 yüzde puan düşüşle %3,1'e geriledi. Vergi öncesi kar (VÖK) marjı 4Ç25'de yıllık 5.6 yüzde puanlık iyileşme ile %4,6'a ulaştı. 2025 yılında ise VÖK marjı şirketin %2 üzeri beklentisiyle uyumlu %2,8 olarak gerçekleşti ve yıllık bazda 1,3 yüzde puanlık bir düşüş gösterdi.

Net nakit pozisyonu, 2024'teki 11 milyar TL'den 2025 sonu itibarıyla 3,5 milyar TL'ye geriledi. Şirket, esas olarak Stellantis Türkiye operasyonlarının satın alınmasıyla ilgili işlem ödemeleri nedeniyle 17 milyar TL negatif serbest nakit akışı elde etti. Satın almaya rağmen, işletme sermayesindeki iyileşme sayesinde SNA marjı, 2024'teki negatif %12'den 2025'te negatif %5'e geriledi.

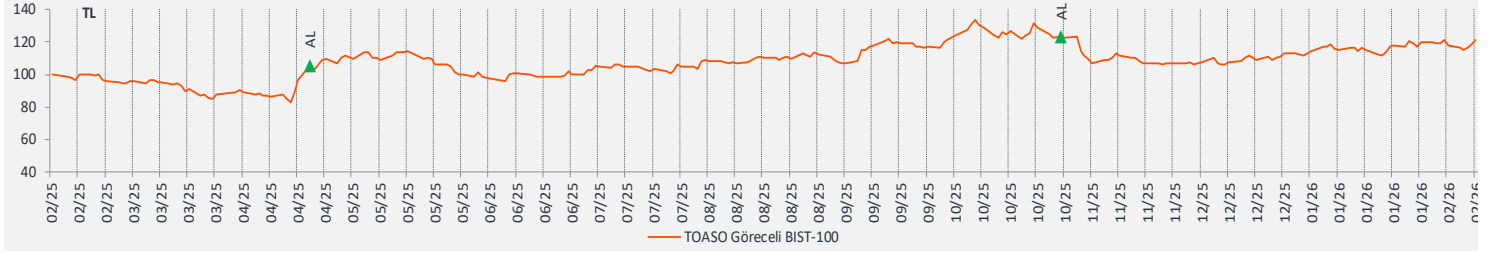
Finansal Özet

3Ç25 FİNANSALLARI AÇIKLANDI!

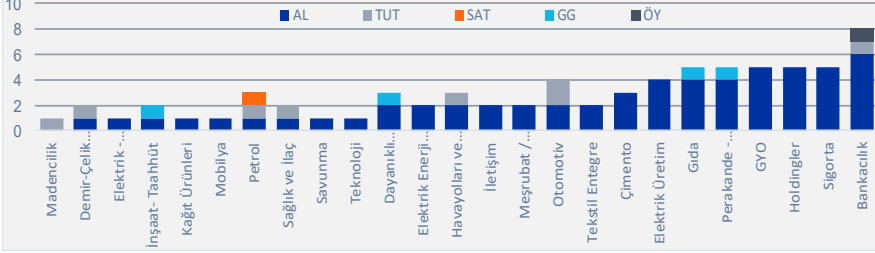
UMS-29										
TL mn	Çeyrekssel								Piyasa	İş Yat.
	2025	2024	Y/Y Δ	4Ç25	4Ç25	Y/Y Δ	3Ç25	Ç/Ç Δ	4Ç25T	4Ç25T
Ciro	319,414	157,420	103%	121,695	36,291	235%	91,027	34%	122,431	117,048
Brüt Kar	20,627	17,503	18%	8,725	2,156	305%	4,421	97%		
Brüt Kar Marjı	6.5%	11.1%	-4.7ppt	7.2%	5.9%	1.2ppt	4.9%	0.5ppt		
Faaliyet Giderleri	-18,111	-13,471	34%	-5,612	-3,536	59%	-4,594	22%		
Faaliyet Gideri/Ciro	-5.7%	-8.6%	2.9ppt	-4.6%	-9.7%	5.1ppt	-5.0%	-0.1ppt		
Faaliyet Karı	2,517	4,032	-38%	3,112	-1,381	-325%	-173	-1897%		
Amortisman	7,481	8,115	-8%	1,477	1,661	-11%	2,313	-36%		
FAVÖK*	9,998	12,147	-18%	4,589	281	1535%	2,140	114%	3,266	3,262
FAVÖK Marjı	3.1%	7.7%	-4.6ppt	3.8%	0.8%	3.0ppt	2.4%	0.6ppt	3.2%	3.3%
Finansman Gelir (Gider), net	4,248	6,793	-37%	607	1,089	-44%	384	58%		
Parasal Kazanç (Kayıp)	-53	-6,306	-99%	278	-795	-135%	1,085	-74%		
VÖK	8,838	6,401	38%	5,596	-380	-1574%	1,823	207%		
VÖK Marjı	2.8%	4.1%	-1.3ppt	4.6%	-1.0%	5.6ppt	2.0%	1.3ppt		
Vergi Gelir/ Gider	-484	434	-212%	-301	221	-236%	-562	-47%		
Net Kar	8,354	6,834	22%	5,295	-159	-3439%	1,261	320%	3,019	3,298
Net Kar Marjı	2.6%	4.3%	-1.7ppt	4.4%	-0.4%	4.8ppt	1.4%	2.1ppt	1.8%	2.5%

Tofaş Fabrika

Göreceli Getiri / Öneriler



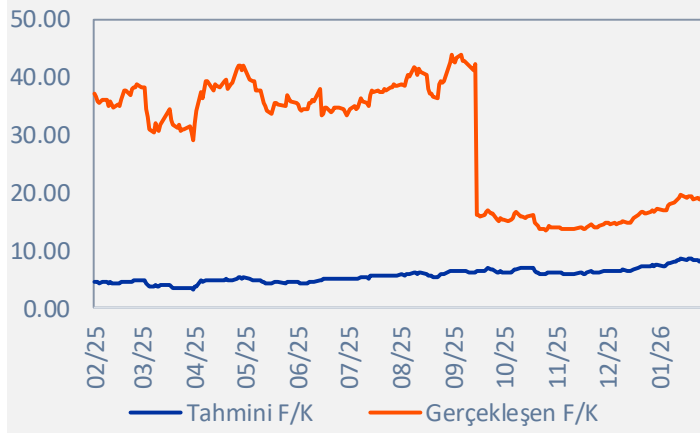
Şirket Sayısı



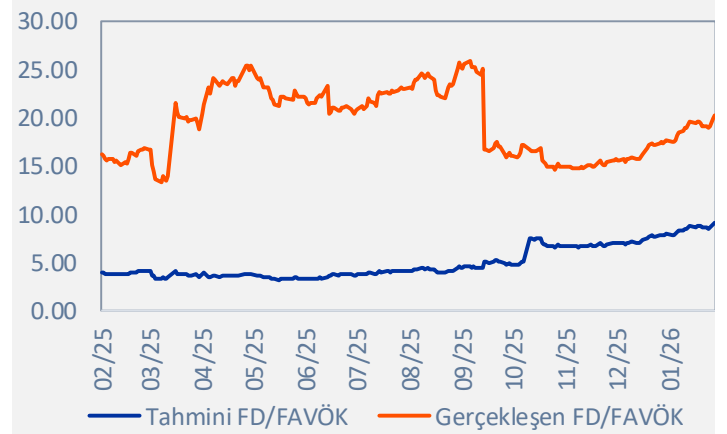
Yatırımların Dağılımı



Tahmini F/K & Gerçekleşen F/K



Tahmini FD/FAVÖK & Gerçekleşen FD/FAVÖK



Burada yer alan bilgiler İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından bilgilendirme amacı ile hazırlanmıştır. Yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Herhangi bir yatırım aracının alım-satım önerisi ya da getiri vaadi olarak yorumlanmamalıdır. Bu görüşler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

Burada yer alan fiyatlar, veriler ve bilgilerin tam ve doğru olduğu garanti edilemez; içerik, haber verilmeksizin değiştirilebilir. Tüm veriler, İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan alınmıştır. Bu kaynakların kullanılması nedeni ile ortaya çıkabilecek hatalardan İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş. sorumlu değildir.

Bu içeriğe ilişkin tüm telif hakları İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'ye aittir. Bu içerik, açık iznimiz olmaksızın başkaları tarafından herhangi bir amaçla, kısmen veya tamamen çoğaltılamaz, dağıtılamaz, yayımlanamaz veya değiştirilemez.