

Tofaş

NÖTR

Kapanış (TL)	269,00	Hedef fiyat(TL)	290,00		
Piyasa değeri (TL / US\$ mn)	134.500 / 3.204	12 aylık getiri / görece getiri (%)	60 / 23		
Endeks	BIST-30	Pazar	Yıldız		
(TL mn)	3Ç24	3Ç25	y/y Δ	Konsensüs	Gerçek / Kons.
Net satışlar	26.588	87.224	%205	89.192	%-2
FAVÖK	254	1.785	%602	2.841	%-37
FAVÖK marjı	%0,9	%2,0	-110 bp	%3,2	-120 bp
Net Kar	426	1.208	%183	1.614	%-25

3Ç25 Bilanço Değerlendirmesi

Net kâr beklentiyi karşılamadı - Tofaş, 3Ç25'te TL 1.208 milyon net kâr açıkladı. Net kâr yıllık bazda yaklaşık üç kat artmasına rağmen, piyasa beklentilerinin belirgin şekilde altında kaldı. Gelirler beklentilere paralel gerçekleşirken, FAVÖK tahminlerin gerisinde kaldı.

Gelirlerde üç kat artış - Tofaş'ın gelirleri yıllık bazda %205 artarak beklentilere paralel gerçekleşti. Yurtiçi satış hacimleri, Nisan'da gerçekleşen Stellantis dağıtım faaliyetlerinin birleşmesinin etkisiyle, 3Ç25'te yıllık bazda üç katına çıktı. Yurtiçi ortalama satış fiyatı %8 geriledi. İhracat hacmi dört kat artarken, ortalama ihracat birim fiyatı %20 yükseldi. Yurtiçi satışların toplam hacim ve gelirler içindeki payı %90-91 seviyesinde gerçekleşti.

Yönetim, 2025 hacim tahminini güncelledi: yurtiçi satış hedefi 350-370 bin adede (önceki: 300-330 bin) yükseltirken, ihracat hedefi 50-60 bin adede (önceki: 70-80 bin) düşürüldü

Düşük kârlılık - Tofaş, 3Ç25'te TL 1,8 milyar FAVÖK açıkladı. FAVÖK marjı yıllık bazda 110 baz puan artarak %2,0 seviyesine çıktı ancak beklentilerin altında kaldı. Brüt kâr marjı ise 130 baz puan gerileyerek %4,9'a indi; bu durumun düşük kârlılığa sahip distribütörlük faaliyetlerini yansıttığını düşünüyoruz. Araç başına ortalama hammadde maliyeti yıllık bazda %31 arttı. Olumlu tarafta ise, personel giderlerindeki %15'lik düşüş (ortalama çalışan sayısı: %-20 yıllık) sayesinde faaliyet giderlerinin satışlara oranı 620 baz puan iyileşerek %5,0 seviyesine geriledi. Buna paralel olarak, araç başına FAVÖK yıllık bazda %135 arttı.

Genel görüşümüz - Güçlü yurtiçi satış hacimleri ve düşük kârlılık, Stellantis entegrasyonunun en belirgin sonuçları olmaya devam ediyor. Bu doğrultuda yönetim 2025 yurtiçi satış hedefini yukarı yönlü revize ederken, ihracat hacimlerinde toparlanma görülmesine rağmen yıllık ihracat tahmini aşağı yönlü güncellendi. Şirket, 2025 vergi öncesi kâr marjı hedefini %3'ten %2'ye düşürdü (2024: %4,1; 9A25: %1,6) ancak 2028'e kadar %5-7 seviyelerine ulaşma hedefini korudu.

Tahminlerimizi güncelleyerek gelir beklentilerini artırıp FAVÖK tahminlerini aşağı revize ettik. Buna bağlı olarak, 12 aylık hedef fiyatımızı TL 270'ten TL 290'a yükseltiyor ve NÖTR tavsiyemizi koruyoruz.

Değerleme - Hisse son bir yılda %60 yükseldi ve BIST100 endeksine görece %23 daha güçlü bir performans gösterdi. 2025 tahminlerimize göre 26,8 F/K ve 21,4 FD/FAVÖK çarpanlarından işlem gören Tofaş hissesi için NÖTR görüşümüzü koruyoruz.

Araştırma

yatirimarastirma@icbcyatirim.com.tr
+90-212-276-2727