Tofaş <TOASO> — 3Ç26 BİLANÇO ANALİZİ

Ciro geriledi, esas faaliyet karı ve net kar arttı

Tofaş'ın 3Ç26 net satışları 3Ç25'e göre %28,9 azalarak 80,50 milyar TL'ye geriledi. Brüt kar %40,6 artarak 7,73 milyar TL'ye, FAVÖK %5,0 artarak 2,43 milyar TL'ye yükseldi. Esas faaliyet karı 303 milyon TL'den 2,51 milyar TL'ye, ana ortaklık net karı %176,3 artışla 4,33 milyar TL'ye çıktı. Net satışlar 10 kurumun medyan beklentisinin %1,7 altında kalırken net kar medyanı %73,7 aştı. Net kar artışının %79,7'si esas faaliyet karından, %19,0'ı net finansman gelirindeki artıştan geldi. Sonuçlar, cirodaki daralmaya karşın esas faaliyet karı ve net kardaki artışın amortisman düşüşü ve tüketici finansmanı katkısıyla sağlandığına işaret ediyor.

Brüt marj genişledi, kaynağı amortisman düşüşü

Brüt kar marjı 3Ç25'e göre 4,7 puan artarak %9,60'a, FAVÖK marjı 1,0 puan artarak %3,02'ye yükseldi. Satışların maliyetindeki amortismanın 1,45 milyar TL azalması brüt kar artışının %64,8'ini oluşturdu ve amortisman etkisi dışlandığında ticari brüt kar %1,6 arttı. Faaliyet giderleri, garanti giderlerinin %25,1 artmasıyla %7,9 artarak 6,16 milyar TL'ye yükseldi ve ciroya oranı %5,05'ten %7,66'ya çıktı. Toplam amortismanın %65,7 azalarak 867 milyon TL'ye inmesi FAVÖK artışını %5,0 ile sınırladı. Vade farkı gelirlerinin artmasıyla esas faaliyetlerden diğer gelirlerin net katkısı 943 milyon TL'ye yükseldi ve esas faaliyet karı FAVÖK'ün üzerinde gerçekleşti.

Egea'sız ilk çeyrekte hacim düştü, ihracat arttı

Egea üretiminin Haziran sonunda sona ermesiyle üretim 3Ç25'e göre %25,7 azalarak 22.253 adede geriledi ve K0 üretimindeki %85,0'lık artış bu düşüşü sınırladı. İç piyasa satışları %37,9 azalarak 54.091 adede indi, ihracat %80,4 artarak 17.601 adede çıktı. Yurt içi satış geliri %38,0 azalırken yurt dışı satış geliri %69,5 arttı ve ihracatın cirodaki payı %9,1'den %21,7'ye yükseldi. Araç başı gelir yurt içinde reel olarak yatay kalırken ihracatta %6,0 geriledi. Perakende satışların hafif araç pazarına oranıyla hesaplanan pazar payı üçüncü çeyrekte %22,6 oldu ve ilk yarıdaki %26,3'ün altında kaldı.

Esas faaliyet karının %47,0'ı tüketici finansmanından

Tüketici finansmanı bölümünün esas faaliyet karı 3Ç25'teki 432 milyon TL'den 1,18 milyar TL'ye yükseldi ve konsolide esas faaliyet karının %47,0'ını oluşturdu. Otomotiv bölümü 129 milyon TL'lik esas faaliyet zararından 1,33 milyar TL'lik esas faaliyet karına geçti. Net finansman geliri, net faiz ve kur farkı gelirlerindeki artışla 478 milyon TL'den 1,00 milyar TL'ye çıktı. Net parasal pozisyon kazancı 1,26 milyar TL ile vergi öncesi karın %26,0'ını oluşturdu. Ertelenmiş vergi gelirinin etkisiyle efektif vergi oranı %30,8'den %10,2'ye indi ve vergi giderindeki düşüş net kar artışının %7,6'sını sağladı.

Stoklar eridi, net borç geriledi

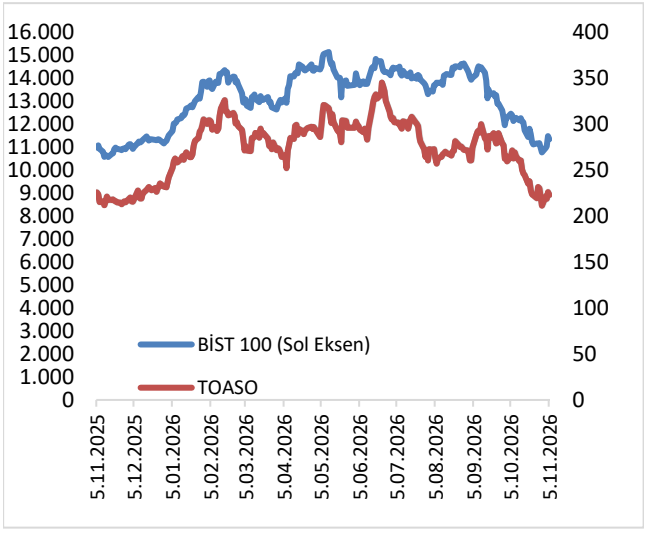
Haziran bilançosu Eylül alım gücüne taşındığında stoklar %26,8, ticari alacaklar %17,3, ticari borçlar %20,4 azaldı ve nakit %55,3 artarak 18,05 milyar TL'ye yükseldi. Net borç %17,7 azalarak 51,36 milyar TL'ye geriledi. 69,64 milyar TL'lik finansal borcun 43,05 milyar TL'si tüketici finansmanı bölümünün borçlanmalarından oluştu. Finans dışı borçların %98,5'i %2,96 faizli avro kredilerden oluşuyor. Dokuz ayda işletme faaliyetlerinden 4,62 milyar TL nakit girişi sağlanırken yatırım harcamaları 8,89 milyar TL, ödenen kar payı 11,30 milyar TL oldu.

SINIRLI POZİTİF

Kapanış, TL (05.11.2026)	222,70 TL
Bugünkü Sermaye (bin TL)	500.000
Halka Açık Sermaye (bin TL)	121.440
Halka Açıklık Oranı	24,29
Piyasa Çarpanları	
F/K	6,34
PD/DD	1,53
FD/FAVÖK	12,29

Özet Gelir Tablosu (bin TL)	3Ç26	3Ç25	Değ.(%)
Net Satışlar	80.503.548	113.157.523	-28,9
Brüt satış karı	7.727.695	5.496.032	40,6
Faaliyet Giderleri	6.163.592	5.711.341	7,9
Finansal Gelir/Gider	1.002.917	477.981	a.d.
Esas Faaliyet Karı	2.507.446	303.433	726,4
FAVÖK	2.431.545	2.315.351	5,0
Ana Ortaklık Net Kar	4.331.820	1.567.618	176,3

Oranlar	3Ç26	3Ç25	Fark
Brüt Kar Marjı (%)	9,60	4,86	4,7
Esas Faa.Kar Marjı (%)	3,11	0,27	2,8
FAVÖK Marjı (%)	3,02	2,05	1,0
Net Kar Marjı (%)	5,38	1,39	4,0



Hacim beklentileri indirildi, vergi öncesi kar marjı beklentisi yükseltildi. Şirket 3Ç26 faaliyet raporunda yurt içi satış beklentisini 300-320 bin adetten 270-290 bin adede, ihracat beklentisini 75-85 bin adetten 70-80 bin adede, üretim beklentisini 145-155 bin adetten 135-145 bin adede indirdi. Yurt içi hafif araç pazarı beklentisinin üst sınırı 1,20 milyon adetten 1,15 milyon adede çekildi. Vergi öncesi kar marjı beklentisi ise %3-4'ten yaklaşık %4'e yükseltildi. 250 milyon avroluk yatırım beklentisi ve 2028 için %5-7'lik marj hedefi korundu. Yıl başında 350-370 bin adet olan yurt içi satış beklentisi yıl içinde üçüncü kez indirildi.

Beklentiler

	9A25	9A26	Değ.	2025 Gerç.	2026 Önceki	2026 Güncel	4Ç26 Gerekli
Yurtiçi Hafif Araç Pazarı (adet)	927.647	803.465	-%13,4	1.368.400	1.100-1.200 bin	1.100-1.150 bin	296.535-346.535
Tofaş Yurtiçi Pazar Satışları Adet	178.625	202.357	+%13,3	359.723	300-320 bin	270-290 bin	67.643-87.643
İhracat adetleri	27.135	56.980	+%110,0	47.412	75-85 bin	70-80 bin	13.020-23.020
Toplam Üretim Adetleri	89.389	99.702	+%11,5	131.666	145-155 bin	135-145 bin	35.298-45.298
Yatırımlar (mn €)	-	-	-	154,2	250	250	-
Vergi Öncesi Kar Marjı (2026)	%1,64	%4,13	+2,5 puan	%2,8	%3-4	~%4	-
Vergi Öncesi Kar Marjı (2028)	-	-	-	-	%5-7	%5-7	-

Son çeyrekte hacimlerin artması gerekiyor

Güncel beklentiler 4Ç26'da 67.643-87.643 adet yurt içi satış, 13.020-23.020 adet ihracat ve 35.298-45.298 adet üretim gerektiriyor. 3Ç26'da perakende satışlar 55.438, ihracat 17.601, üretim 22.253 adet oldu. Gereken seviye yurt içi satışta 3Ç26'nın 1,2-1,6 katına, üretimde 1,6-2,0 katına karşılık geliyor. Şirket ilk yarı sunumunda K9 modelinin üretimine Ekim 2026'da başlanmasının planlandığını belirtmişti. 3Ç26 belgelerinde ise üretim başlangıç tarihi yer almıyor. 9A26 vergi öncesi kar marjı %4,13 ile yükseltilen beklentiyle uyumlu gerçekleşti. 9A25 değerleri, Stellantis Türkiye'yi yalnız Mayıs-Eylül dönemi için içeriyor. Şirket 2025 yurt içi satış beklentisini Stellantis Türkiye'nin yıllıklandırılmış satış adediyle vermişti.

Değerlendirme

Şirketin 3Ç26 sonuçlarını sınırlı pozitif değerlendiriyoruz. 3Ç25'e göre esas faaliyet karının 8,3 katına, net karın %176,3 artışla 4,33 milyar TL'ye çıkması ve net karın 10 kurumun medyan beklentisini %73,7 aşması olumlu bir tablo ortaya koyuyor. Haziran bilançosu Eylül alım gücüne taşındığında %17,7 azalan net borç ve eriyen stoklar da bilançoda rahatlamaya işaret ediyor. Buna karşılık cironun %28,9 azalması, brüt kar artışının %64,8'inin amortisman düşüşünden gelmesi, FAVÖK artışının %5,0 ile sınırlı kalması, esas faaliyet karının %47,0'ının tüketici finansmanından gelmesi ve hacim beklentilerinin yıl içinde üçüncü kez indirilmesi olumlu görünümü sınırlıyor. K9 üretiminin gecikmesi, yeni model yatırımlarıyla amortismanın yeniden artması ve yurt içi talepteki zayıflığın sürmesi yönü olumsuz etkileyebilecek başlıca unsurlar olarak öne çıkıyor. K9'un üretime girişi, son çeyrek hacimleri, amortismanın seyri, garanti giderleri ve tüketici finansmanı karlılığı temel takip noktalarımız olacak.

Sermaye Piyasası Kurulunun Seri:V, No:55 Yatırım Danışmanlığı Faaliyetine ve Bu Faaliyette Bulunacak Kurumlara İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ'i Uyarınca Yayımlanan Uyarı Notu:

Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti, yetkili kuruluşlar tarafından kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler ise genel niteliktedir. Bu tavsiyeler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanılarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

Çekince: Bu bilgiler ve görüşler önceden haber vermeksizin değiştirilebilir. İntegral Yatırım Menkul Değerler A.Ş. bilgilerin ve ifade edilen görüşlerin doğru, eksiksiz ve güncelleştirilmiş olduğuna dair (açıkça ifade edilmiş veya ima edilmiş) hiçbir beyan ve taahhütte bulunmaz. Herhangi bir yatırım konulu karar almadan önce bir uzmandan görüş alınmalıdır.

Sorumluluğun Sınırlandırılması: İntegral Yatırım Menkul Değerler A.Ş. herhangi bir sınırlandırma olmaksızın, dolaylı, direkt veya bir fiilin sonucu olarak ortaya çıkan zararlar da dahil olmak üzere her türlü kayıp ve hasarla ilgili sorumluluk kabul etmez. Bu rapor tarafımızca doğruluğu ve güvenilirliği kabul edilmiş kaynaklar kullanılarak hazırlanmış olup yatırımcılara kendi oluşturacakları yatırım kararlarında yardımcı olmayı hedeflemekte ve herhangi bir yatırım aracını alma veya satma yönünde yatırımcıların kararlarını etkilemeyi amaçlamamaktadır. Yatırımcıların verecekleri yatırım kararları ile bu raporda bulunan görüş, bilgi ve veriler arasında bir bağlantı kurulamayacağı gibi, söz konusu kararların neticesinde oluşabilecek yanlışlık veya zararlardan kurum çalışanları ile Ulukartal Holding A.Ş. ve İntegral Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin herhangi bir sorumluluğu bulunmamaktadır.

İntegral Yatırım Araştırma

Sevgül YIRTAR
Araştırma Müdürü
sevgulyirtar@integralyatirim.com.tr
+90 212 329 3289
SORUMLU OLDUĞU SEKTÖRLER
Bankacılık, Holding, Savunma

Harun Raşit DEMİRCAN
Araştırma Uzmanı
harundemircan@integralyatirim.com.tr
+90 212 329 3288
SORUMLU OLDUĞU SEKTÖRLER
Enerji-Üretim, Perakende, GYO, İnşaat, Sigorta

Sena ÇOBAN
Araştırma Uzman Yardımcısı
senacoban@integralyatirim.com.tr
0212 329 3286
SORUMLU OLDUĞU SEKTÖRLER
Enerji - Dağıtım, İlaç - Sağlık, Teknoloji, Gıda

Ertuğrul AKSOY
Araştırma Uzman Yardımcısı
ertugrulaksoy@integralyatirim.com.tr
+90 212 329 3285
DESTEK VERDİĞİ SEKTÖRLER
Demir-Çelik, Çimento

Ahmet Server DEDE
Araştırma Uzman Yardımcısı
ahmetserverdede@integralyatirim.com.tr
+90 212 329 3287
DESTEK VERDİĞİ SEKTÖRLER
Otomotiv, Petrokimya, Telekom, Havacılık

www.integralyatirim.com.tr