

25 Haziran 2025

Türk Otomotiv Sektörü

Küresel belirsizlik ortamında dayanıklı yurt içi talep

- **Yurt içi talep beklentilerin üzerinde:** 2024'te rekor kıran satışların ardından, Türkiye otomotiv pazarı 2025'in ilk beş ayında da gücünü korudu; 5A25 itibarıyla yıllık büyüme %4 seviyesine ulaştı. Yüksek baz etkisi ve sıkılaşan finansal koşullara rağmen, döviz kurunun enflasyon altında artışı, araç bulunabilirliğindeki iyileşme ve %10 ÖTV oranına sahip uygun fiyatlı elektrikli araçların (içten yanmalı motorlu araçlar için en az %80) cazibesi sayesinde talep dirençli kalmayı sürdürdü. Türk otomotiv pazarının 2025 yılında %5 daralarak 1.171 bin adede gerilemesini bekliyoruz; bu tahmin, önceki %10 daralma beklentimize kıyasla daha yumuşak bir inişe işaret ediyor (önceki: 1.115 bin adet).
- **İhracat pazarları zayıf olsa da, Türk üreticiler yeni model etkisiyle ayrışıyor:** Avrupa pazarı zayıf seyrediyor; 2025'in ilk dört ayında binek araç tescilleri yıllık bazda %0.4 daralırken, IÇ25'te hafif ticari araç tescilleri %12 geriledi. Bu tablo, iş dünyası ve lojistik sektöründen gelen talepteki yavaşlamayı yansıtıyor. Ancak Türk ihracatçıları yeni model lansmanlarının etkisiyle bu trendin dışında kaldı. Ford Otosan'ın Türkiye'den yaptığı ihracat, büyük ölçüde 1 tonluk yeni VW modelinin üretiminin etkisiyle 5A25 itibarıyla %25 yükseldi. Hafif ticari segmentinde Çinli üreticilerin sınırlı varlığı da rekabet baskısını şimdilik hafifletiyor.
- **Tarife belirsizlikleri ve Çinli markalar rekabet açısından ana riskler:** Trump yönetiminin tüm ithal araçlara getirdiği %25 gümrük vergisi sektörde belirsizlik yaratıyor. Avrupalı ve Çinli üreticilerin ABD için planladıkları hacimleri Avrupa'ya yönlendirme olasılığı, kıtadaki rekabeti daha da yoğunlaştırabilir. Buna paralel olarak, Çinli markaların hem Avrupa hem Türkiye'deki pazar payını artırması önemli bir risk unsuru. Bununla birlikte, Ford Otosan ve Tofaş, stratejik olarak odaklandıkları hafif ticari segmentinde Çinli markaların henüz zayıf varlığı sayesinde bu rekabetten göreceli olarak korunuyor.
- **Ford Otosan – AL, Hedef Fiyat TL143:** Ford Otosan, üretim kapasitesinin 935 bin adede çıkması ve model portföyünün yenilenmesiyle sonuçlanan 2 milyar dolarlık yatırım döngüsünün sonuna yaklaşıyor. 2025 yılında toplam satış hacminin %15 artmasını bekliyoruz. Bu artışın, 1 tonluk yeni VW modelinin üretiminin artmasıyla ihracattaki güçlü büyümeden kaynaklanması bekleniyor; bu sayede yurtiçi ve Avrupa pazarındaki zayıflık dengelenebilir. Ford Otosan'ın ileri elektrifikasyon yetkinlikleri ve hafif ticari ağırlıklı ürün karması, Çinli rekabete karşı stratejik avantaj sağlıyor. TL143 hedef fiyatımızı koruyor, %65 yukarı potansiyelle AL tavsiyemizi yineliyoruz. Hisse, 2025B F/K 6.6x ve 2026B F/K 5.0x çarpanlarıyla işlem görüyor.
- **Tofaş – AL, Hedef Fiyat TL322:** Stellantis ile gerçekleşen birleşme sonrasında Tofaş'ın pazar payı 5A25 itibarıyla %9.0'dan %26.4'e yükseldi. Bu durum, yedek parça, araç yenileme ve ikinci el satış gibi hizmetleri de kapsayan çeşitlendirilmiş bir "otomotiv süpermarketi" modeli için zemin hazırlıyor. IÇ25'te sadece 33 bin adetlik satışla dip yapan hacimlerin toparlanması bekliyoruz ve bu da faaliyet kaldıraç etkisiyle marjlara olumlu yansiyebilir. Tofaş'ın 3Ç26'da devreye alınacak yeni bir hafif araç projesine ek olarak ek yeni bir model daha açıklaması bekleniyor. Hedef fiyatımızı TL322'ye (önceki: TL291) revize ediyor, %75 getiri potansiyeli ile AL tavsiyemizi sürdürüyoruz. Hisse, 2026B F/K 7.3x çarpanla işlem görüyor.
- **Doğuş Otomotiv – TUT, Hedef Fiyat TL260:** Araç bulunabilirliğindeki artış, Doğuş Otomotiv'in kârlılığında normalleşmeye ve daha doğrusu gerilemeye yol açtı; ki marjlar üzerindeki baskının 2025'te de devam etmesi bekleniyor. Hisse şu anda düşük çarpanlarla işlem görüyor ve cazip bir temettü verimi sunuyor olsa da, Dogus Holding'in ek hisse satış riski nedeniyle değerlendirme baskı altında kalabilir. Hedef fiyatımızı TL260/hisseye (önceki: TL271) revize ediyor, TUT tavsiyemizi koruyor. Hisse, 2025B F/K 4.7x ve FD/FAVÖK 0.9x çarpanlarından işlem görüyor.

	Tavsiye	Piy. Değ. (USDm)	Hedef Değer (TL)		Getiri Pot. (%)
			Eski	Yeni	
Ford Otosan	AL	7,684	143	143	65%
Tofaş	AL	2,322	291	322	75%
Doğuş	TUT	971	271	260	49%

	F/K		FD/FAVÖK		Tem. verimi
	25B	26B	25B	26B	
Ford Otosan	6.6	5.0	6.1	4.2	11.4%
Tofaş	19.2	7.3	8.3	5.3	3.9%
Doğuş	4.7	4.7	0.9	0.8	17.4%

Kaynak: ÜNLÜ & Co tahminleri, Rasyonet

Araştırma Analistleri

Mehmet Yiğit Yorulmaz
mehmet.yorulmaz@unluc.com
Erol Danış, PhD, CFA
erol.danis@unluc.com

Türkiye pazarı görünümü

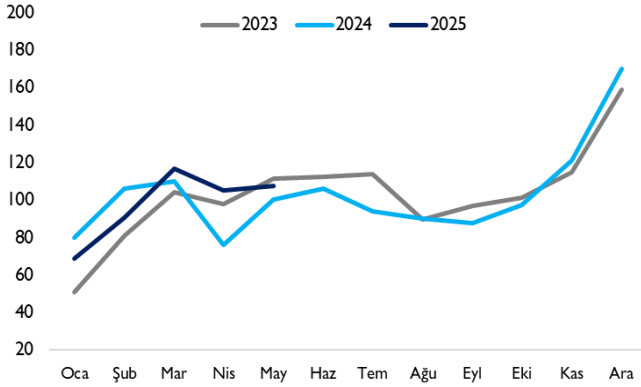
2024'teki %0.5'lik büyümenin ardından Türkiye otomotiv pazarının 2025'te %5 daralmasını bekliyoruz

Yurt içi pazar 5A25'te yıllık bazda %4 büyüdü

2024'te rekor kıran bir yılın ardından, Türkiye otomotiv pazarı 2025 yılında da gücünü korumayı sürdürdü; Mayıs ayı satış hacmi yıllık bazda %7 artarken, yıl başından bu yana kümülatif büyüme %3.7'ye ulaştı. Yüksek baz etkisi ve sıkılaşan finansal koşullara rağmen, talep dirençli kalmaya devam etti; bunda döviz kurunun enflasyon altında artışı,, araç bulunabilirliğindeki iyileşme ve %10 özel tüketim vergisine tabi olan uygun fiyatlı elektrikli araçların (içten yanmalı motorlu araçlar için oran en az %80) cazibesi etkili oldu. 5A25 döneminde hafif araç satış hacmi yıllık bazda 18 bin adet artışla 489 bin adede ulaştı; bu dönemde saf elektrik araç satışları 29 bin adet, plug-in hibrit satışları ise 19 bin adet artış gösterdi.

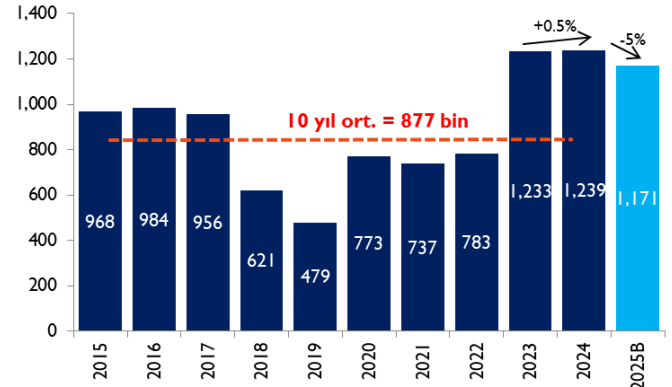
2025 yılı için Türkiye otomotiv pazarının %5 daralarak 1.171 bin adede gerilemesini öngörüyoruz; bu, daha önceki %10 daralma ve 1.115 bin adetlik beklentimize kıyasla daha yumuşak bir inişe işaret ediyor.

Tablo 1: Yurt içi pazarda aylık otomobil satışları (bin adet)



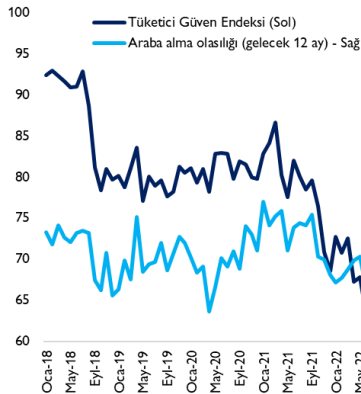
Kaynak: ODD, ÜNLÜ & Co

Tablo 2: Yurtiçi oto satışları (binek + hafif ticari) (bin adet)



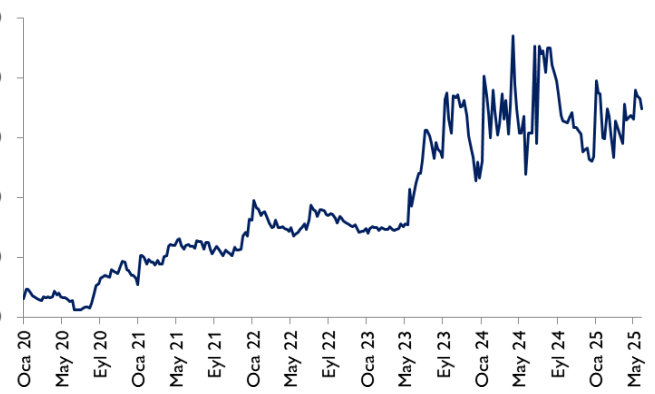
Kaynak: ODD, ÜNLÜ & Co

Tablo 3: Tüketici güveni & Araba alma olasılığı (gelecek 12 ay, %)



Kaynak: TÜİK, ÜNLÜ & Co

Tablo 4: Taşıt kredisi faiz oranları (%)



Kaynak: TCMB, ÜNLÜ & Co

Pazar payı gelişmeleri

Stellantis birleşmesi sonrası Tofaş açık ara pazar lideri konumuna geldi

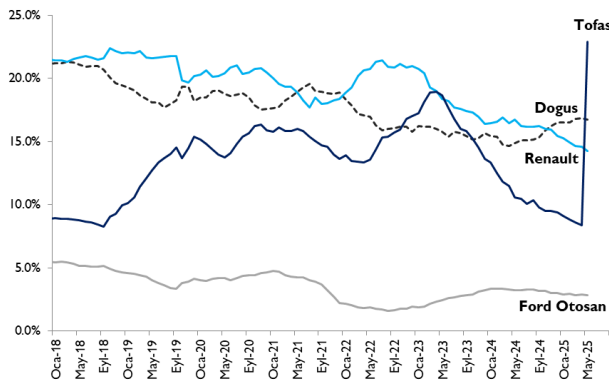
Türkiye otomotiv pazarındaki en önemli yapısal değişim, Stellantis'in yerel operasyonlarının Tofaş'a devri oldu; bu devir Nisan 2025'te Rekabet Kurulu onayı aldı. Bu gelişmeyle birlikte Tofaş, uzun süredir yürüttüğü Fiat distribütörlüğüne ek olarak, artık Peugeot, Citroën, Opel ve DS markalarının yurtiçi dağıtımından da sorumlu olacak. Binek araç segmentinde Tofaş (Stellantis dahil), 5A25 itibarıyla %21.9 pazar payıyla açık ara lider konumda. Bu konsolide oran, Tofaş'ı Doğuş (%15.5, Skoda dahil) ve Renault'nun (%13.9) önüne taşıyor. Renault, son aylarda pazar payı kaybı yaşarken; Ford'un binek araç pazarındaki payı ise yalnızca %2.8 seviyesinde ve bu da segmentteki sınırlı varlığıyla uyumlu. Hafif ticari araç segmentinde ise dinamikler farklı. Stellantis'in de eklenmesiyle Tofaş bu segmentte %45.1 ile lider. Ford %28.2 ile ikinci sırada yer alıyor. Buna karşın, Doğuş (%8.7) ve Renault (%4.0), ölçek ve model çeşitliliği açısından ilk iki oyuncunun gerisinde kalıyor. Toplam hafif araç pazarında ise Tofaş, Ford Otosan, Doğuş Otomotiv ve Renault'nun pazar payları sırasıyla %26.4, %7.8, %14.2 ve %12.0 düzeyinde.

Tablo 5: Aylık yerli motorlu taşıt satış hacmi (adet)

	Mayıs 24	Nisan 25	Mayıs 25	yıllık	aylık	5A24	5A25	yıllık
Toplam Yurtiçi Satışlar	100,305	105,352	107,730	7.4%	2%	471,743	489,366	3.7%
Binek	80,260	85,411	85,123	6.1%	0%	375,097	394,327	5.1%
Hafif Ticari	20,045	19,941	22,607	12.8%	13%	96,646	95,039	-1.7%
Hafif Ticari Toplam	20.0%	18.9%	21.0%	1.0%	2.1%	20.5%	19.4%	-1.1%
Satışların dağılımı								
Doğuş Otomotiv	16,908	15,912	16,711	-1.2%	5%	64,794	69,254	6.9%
Ford Otosan	9,050	8,065	8,175	-9.7%	1%	37,313	38,007	1.9%
Tofaş	22,183	27,790	30,053	35.5%	8%	133,313	129,168	-3.1%
Pazar payı (%)								
Doğuş Otomotiv	16.9%	15.1%	15.5%	-1.3%	0.4%	13.7%	14.2%	0.4%
Ford Otosan	9.0%	7.7%	7.6%	-1.4%	-0.1%	7.9%	7.8%	-0.1%
Tofaş	22.1%	26.4%	27.9%	5.8%	1.5%	28.3%	26.4%	-1.9%

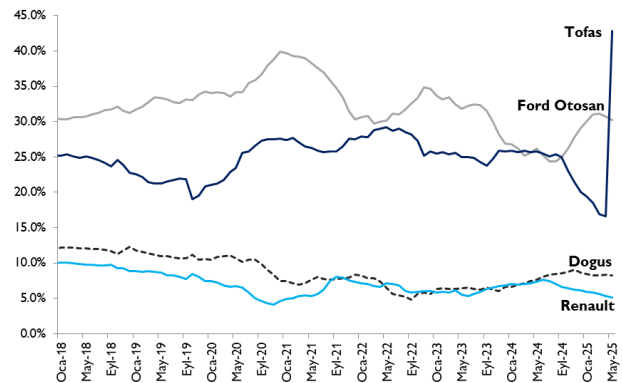
Kaynak: ODD, ÜNLÜ & Co

Tablo 6: Binek araç pazar payları (son 12 aylık)



Kaynak: ODD, ÜNLÜ & Co

Tablo 7: Hafif ticari araç pazar payları (son 12 aylık)

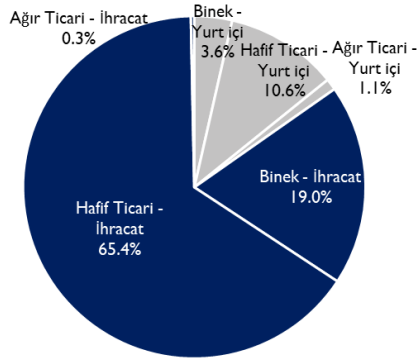


Kaynak: ODD, ÜNLÜ & Co

İhracat görünümü

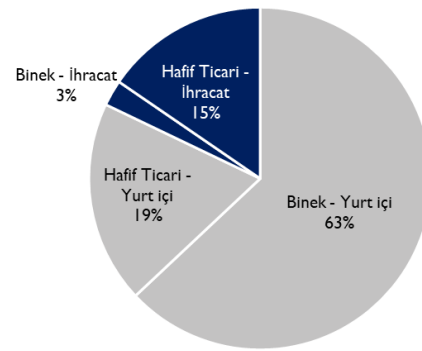
Avrupa'daki makroekonomik belirsizlikler göz önüne alındığında, Türk otomotiv üreticileri için ihracat görünümü segment bazında karmaşık bir tablo çiziyor. 2025'in ilk dört ayında Avrupa'da toplam binek araç tescilleri yıllık bazda %0.4 daralırken, 1Ç25'te hafif ticari araç tescilleri %12 oranında geriledi. Bu, iş dünyası ve lojistik operatörlerinden gelen talebin zayıflığını yansıtıyor. Hafif ticari araç pazarındaki daralma, bu segmente yüksek oranda maruz kalan Türk tedarikçileri için olumsuz bir gelişmedir. Bununla birlikte, bu segmentte Çinli rakiplerin varlığının halen sınırlı olması rekabet baskısını bir miktar azaltıyor; bu da kısa vadede kısmi bir rahatlama sağlıyor.

Tablo 8: Ford Otosan satış kırılımı (1Ç25)



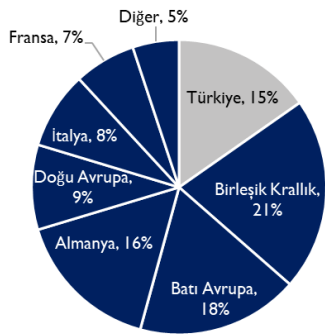
Kaynak: Şirket verileri, ÜNLÜ & Co

Tablo 9: Tofaş satış kırılımı (1Ç25)



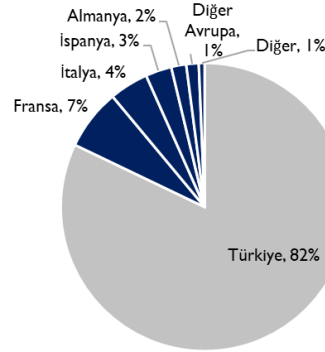
Kaynak: Şirket verileri, ÜNLÜ & Co

Tablo 10: Ford Otosan'ın satışlarının coğrafi dağılımı (1Ç25)



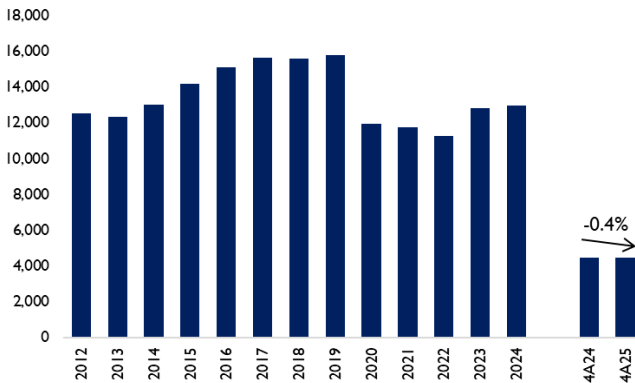
Kaynak: Şirket verileri, ÜNLÜ & Co

Tablo 11: Tofaş'ın satışlarının coğrafi dağılımı (1Ç25)



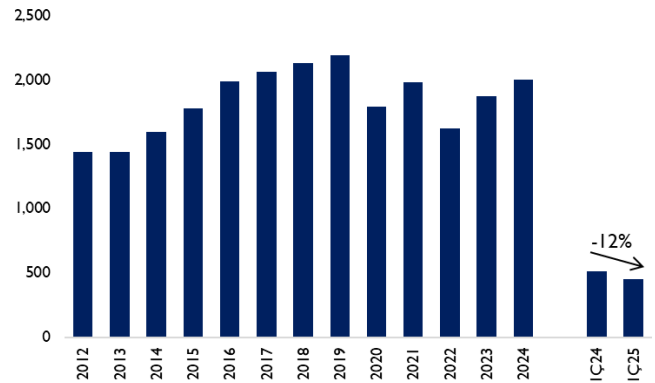
Kaynak: Şirket verileri, ÜNLÜ & Co

Tablo 12: Avrupa binek araç pazarı (bin adet)



Kaynak: ACEA, ÜNLÜ & Co

Tablo 13: Avrupa hafif ticari araç pazarı (bin adet)

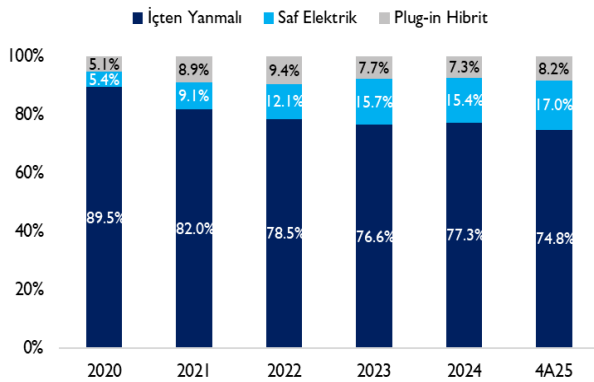


Kaynak: ACEA, ÜNLÜ & Co

Elektrikli araçlara geçiş hızlanıyor, özellikle Türkiye’de

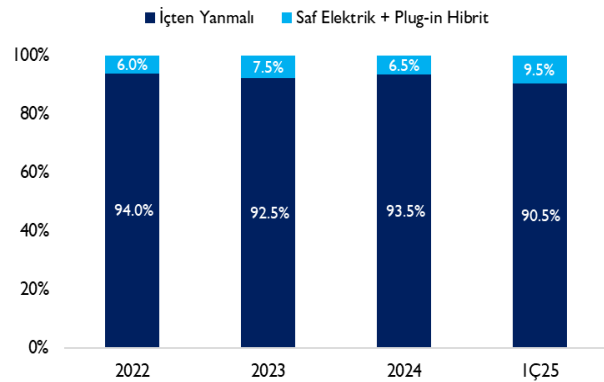
Elektrifikasyon, Türk otomotiv üreticilerinin stratejik konumlandırmasında merkezi bir tema haline geldi. Hem iç talepte hem de ihracatta artan bir ivme gözlemleniyor. ODD verilerine göre, 2025 yılının ilk 5 ayında (5A25) plug-in hibrit ve saf elektrik araçlar Türkiye’de satılan binek otomobillerin %20,5’ini oluşturdu (plug-in hibrit: %5,3; saf elektrik: %15,2); bu oran 5A24’te %8,7 seviyesindeydi. Bu eğilim; vergi avantajları, artan model çeşitliliği ve kamuoyunda yükselen farkındalık tarafından destekleniyor. Geçiş süreci Avrupa’da daha ileri bir aşamada; Nisan 2024’te %20,5 olan saf elektrik ve plug-in hibrit araçların yeni kayıtlar içindeki payı, Nisan 2025 itibarıyla %25,2’ye yükselmiş durumda. Doğu Otomotiv yönetimi, 2025 sonuna kadar elektrikli araçların Türkiye’deki toplam otomobil satışlarının %30’una kadar çıkabileceğini belirtti; bu oran mevcut seviyelere kıyasla ciddi bir hızlanmaya işaret ediyor.

Tablo 14: Avrupa binek araç satışları – motor tiplerine göre



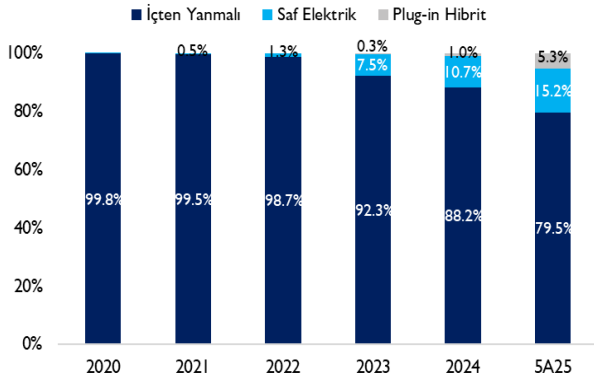
Kaynak: ACEA, ÜNLÜ & Co

Tablo 15: Avrupa hafif ticari araç satışları – motor tiplerine göre



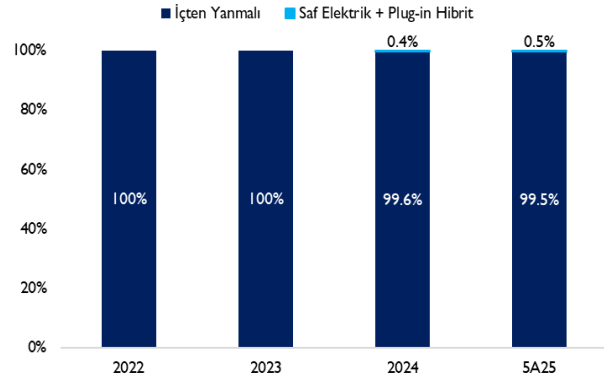
Kaynak: ACEA, ÜNLÜ & Co

Tablo 16: Türkiye binek araç satışları – motor tiplerine göre



Kaynak: ODD, ÜNLÜ & Co

Tablo 17: Türkiye hafif ticari araç satışları – motor tiplerine göre



Kaynak: ODD, ÜNLÜ & Co

Ford Otosan, Ford’un Avrupa’daki ticari araç operasyonları için kilit elektrikli araç üretim üssü konumunu koruyor. Şirket hem E-Transit hem de E-Transit Custom modellerinin tek üreticisi olarak faaliyet gösteriyor. Uzun vadeli elektrifikasyon stratejisi kapsamında elektrikli araç odaklı Ar-Ge ve batarya montaj yatırımları da devam ediyor. Tofaş’ın ise Stellantis’in geniş elektrifikasyon çabalarına Bursa’da üretilecek yeni K0 platformu aracılığıyla anlamlı bir katkı sağlaması bekleniyor. Tam elektrikli üretim henüz ölçeklenmemiş olsa da, bu model çoklu enerji konfigürasyonları (saf elektrik dahil) için tasarlanmıştı. Doğu Otomotiv, çeşitli Volkswagen Grubu markalarında elektrikli araç portföyünü genişletiyor ve elektrifikasyon trendini stratejik bir fırsat olarak değerlendirirken, kitlesel pazarda artan rekabet nedeniyle potansiyel bir zorluk olarak da görüyor.

Ayrıca, Türkiye'nin yerli elektrikli araç markası TOGG, 2023'te piyasaya sunduğu C-SUV modelinin ötesine geçerek ürün gamını genişletiyor. Hatırlanacağı üzere, 2018 yılında kamu-özel sektör girişimi olarak kurulan TOGG ("Türkiye'nin Otomobili Girişim Grubu"), ülkenin ilk yerli tasarım elektrikli aracını üretme hedefiyle yola çıktı ve bu hedefi gerçekleştirdi. Konsorsiyum, her biri %23 paya sahip olan Anadolu Grubu <AGHOL TI, Araştırma kapsamında değil>, Turkcell <TCELL TI, AL>, BMC, Zorlu Holding ile %8 paya sahip TOBB'dan oluşuyor. 2024 yılında TOGG, iç pazarda yaklaşık 30 bin adet satış gerçekleştirdi; bu, operasyonlarının ilk tam yılı için makul bir performansa işaret ediyor. Orta gelir grubuna hitap eden C-SUV modeli, TOGG'u yerli elektrikli araç pazarında görünür bir oyuncu haline getirdi. Yeni modellerin piyasaya sürülmesi, markanın hem yerel hem de zamanla ihracat pazarlarındaki varlığını genişletmesine yardımcı olabilir. İlk etapta 2025'in ilk yarısı için planlanan C-Sedan modelinin üretiminin 2025 sonuna sarkması bekleniyor. Bu modeli 2030'a kadar C-hatchback, B-SUV ve C-MPV modellerin takip etmesi hedefleniyor.

Tarife belirsizlikleri

Trump yönetiminin yakın zamanda tüm ithal araçlara karşı uygulamaya koyduğu %25'lik vergi, küresel otomotiv ticaret akışlarını yeniden şekillendiriyor. Avrupalı ve Çinli üreticilerin, ABD pazarına yönelik hacimleri Avrupa'ya kaydırması muhtemel. Bu durum, arz fazlasına, fiyat rekabetinin yoğunlaşmasına ve kâr marjları üzerinde baskıya neden olabilir. Türk ihracatçıları açısından etkinin büyüklüğü şirket ve ürün karmasına göre değişebilir. Hacminin %79'unu Avrupa'ya satan Ford Otosan için bu baskı daha belirgin olabilir; ancak hafif ticari ağırlıklı ürün karması kısmi bir koruma sağlayabilir. Binek otomobiller daha büyük risk altında; zira arz fazlası ve fiyatlama dinamiklerine karşı daha duyarlılar. Hacminin %17'sini – ağırlıklı olarak hafif ticari – Avrupa'ya ihraç eden Tofaş'ın maruz kalma düzeyi daha sınırlı olabilir.

Yurt içinde ise Tofaş (satışlarının %82'si) ve yalnızca iç pazara odaklı Doğu Otomotiv dolaylı etkilerle karşı karşıya kalabilir. ABD'ye gidemeyen Avrupa ve Çin araçları Türkiye'ye yönelebilir; özellikle binek araçlar ve elektrikli araç segmentlerinde bu risk daha büyük. Bu da rekabetin ve fiyat baskılarının artmasına yol açabilir. Doğu Otomotiv güçlü marka imajı ve satış sonrası altyapısından, Tofaş ise hafif ticari ağırlıklı ürün karmasından fayda sağlasa da, özellikle kitlesel pazar binek araç segmentinde marjlar üzerindeki baskı devam edebilir.

Çinli markalar rekabeti artırıyor

Çinli markalar, 4A25 itibarıyla Avrupa'da %5 pazar payına ulaştı

Çinli otomotiv üreticileri, 2025'te Avrupa ve Türkiye pazarlarında ivmesini artırarak sektördeki rekabet baskısını tırmadı. JATO verilerine göre, Çinli markalar 2025 Nisan ayında Avrupa'daki toplam yeni araç kayıtlarının %4,9'unu oluşturdu (2024 Nisan: %2,4). Bu artış, yıllık bazda %105 hacim artışından kaynaklandı. Genel pazarda henüz mütevazı bir paya sahip olsalar da, Çinli üreticilerin plug-in hibrit kayıtları 2025 Nisan'da %546 artarak 9.6 bin adede ulaştı ve Avrupa'daki toplam plug-in hibrit kayıtlarının yaklaşık %10'unu oluşturdu. Bu hızlı artış, Çin menşeli saf elektrik araçlara uygulanan AB tarifelerini aşmak amacıyla daha az vergilendirilen motor tiplerine yönelimi yansıtıyor.

Rekabet baskısı en çok binek araç segmentinde – özellikle kompakt elektrikli araçlarda – hissedilmekte. Hafif ticari segmenti ise hala görece olarak korunaklı. Çinli markalar binek araç pazarına girişte başarılı olurken, hafif ticari segmentine girişleri daha yavaş oldu. Bu durum; daha karmaşık homologasyon süreçleri, filo müşterilerinin daha yüksek güvenilirlik beklentileri ve güçlü satış sonrası altyapı ihtiyacı gibi operasyonel ve düzenleyici engellerden kaynaklanıyor. Bu yapı, hafif ticari ağırlıklı ihracat yapan Türk üreticiler için kısa vadede bir koruma alanı yaratıyor.

... Türkiye'de ise payları 5A25 itibarıyla %7,5

Türkiye pazarında Çinli markalar özellikle elektrikli araç kategorisinde hızlı bir şekilde büyüyor. Mevcut pazar payları sınırlı olsa da (5A25: %7,5; 5A24: %8,1), agresif fiyat politikaları ve hızlı model lansmanları fiyat hassasiyeti yüksek tüketiciler arasında karşılık buldu. Ayrıca, BYD'nin Türkiye'ye yapmayı planladığı 1 milyar dolarlık yatırım karşılığında verilen vergi teşvikleri – yıllık üretim kapasitesinin %15'ine kadar ithalatı %10 temel ve %40 ek gümrük vergisinden muaf tutan – Çinli markaların pazar payı artışını destekledi. Ancak, binek araç segmentinde sürdürülebilir büyüklüğe ulaşmak yalnızca fiyatta değil, aynı zamanda yedek parça temini, satış sonrası hizmet ağı ve uzun vadeli müşteri desteği gibi alanlarda da başarı gerektiriyor. Bu konularda Çinli üreticiler yapısal dezavantajlar yaşamaya devam ediyor.

Çinli üreticilerin Türkiye'deki yerli üretim girişimleri henüz erken aşamada. 2024 yılında BYD, Manisa'da yıllık 150 bin adet kapasiteli bir fabrika kurmak üzere 1 milyar dolarlık yatırım planını duyurdu; üretimin 2026'da başlaması planlanmaktaydı. Ancak, şu ana kadarki ilerlemeler göz önünde bulundurulduğunda yatırım gecikebilir ve zamanında tamamlanamayabilir gibi gözükmemekte. Chery'nin Samsun'da 1 milyar dolarlık bir üretim tesisi planladığı bildirildi; fakat şirket daha sonra herhangi bir anlaşmanın imzalanmadığını ve sadece yerel ortaklıkları değerlendirdiğini açıkladı. Şu ana kadar resmi bir anlaşma duyurulmadı. Çinli markaların Türkiye üzerinden AB'ye gümrüksüz erişim sağlayabilmesi için, yerli içerik oranının en az %51 olması gerekiyor. Bu da parça ve montajın önemli ölçüde yerelleştirilmesini gerektiriyor. Ancak, Çinli üreticilerin dikey entegre tedarik modelleri geleneksel olarak yerli tedarik zincirine değil, Çin merkezli yapılara dayanıyor. Bu nedenle bu gereklilikler ciddi bir zorluk oluşturabilir.

Ford Otosan, Çin rekabetinden daha az etkilenebilir

Çinli üreticiler, Türkiye pazarında özellikle saf elektrik araç segmentinin alt ucunda agresif ithalat odaklı satışlarla fiyat baskısı yaratmaya başladı. Önümüzdeki dönemde olası yerli üretim bu rekabet ortamını daha da yoğunlaştırabilir. Etki şirketlere göre farklılık gösterebilir: Ford Otosan'ın hafif ticari ağırlıklı ürün karması ve entegre hizmet altyapısı (bağlantılı servisler ve müşteri desteği dahil) daha korunaklı bir yapı sunabilirken, binek araçlara daha fazla maruz kalan Tofaş ve Doğu Otomotiv rekabeti daha çok hissedebilir.

Türkiye'nin hafif ticari segmentindeki ayak izi

Hafif ticari araç segmenti, Türk otomotiv üreticileri için hem iç pazardaki konum hem de ihracat kapasitesi açısından stratejik öneme sahip. Bu raporda kapsanan markaların altında olan ana modeller aşağıda özetlenmiştir:

Tablo 18: Ağır ticari vanlar

Ağır Ticari Vanlar	Marka	Model	Uzunluk (mm)	Yükleme Alanı (m²)
	VW	Crafter	~6,800	14.4
	Ford	Transit	~6,000	13.0
	Fiat	Ducato	~6,000	13.0

Kaynak: Ford & Fiat & Volkswagen Turkey internet siteleri, ÜNLÜ & Co

Ford Transit, Ford Otosan tarafından Gölcük fabrikasında üretiliyor ve küresel pazarlara ihraç ediliyor.

Tablo 19: Orta sınıf vanlar

Orta Sınıf Vanlar	Marka	Model	Uzunluk (mm)	Yükleme Alanı (m²)
	Ford	Custom	~5,450	6.8
	VW	Transporter	~5,450	6.8
	Fiat	Scudo	~5,330	6.3
	Peugeot	Expert	~5,330	6.3
	Citroën	Jumpy	~5,330	6.3
	Opel	Vivaro	~5,330	6.3
	VW	Multivan	~4,973	4.0

Kaynak: Ford & Fiat & Peugeot & Citroën & Opel & Volkswagen Turkey internet siteleri, ÜNLÜ & Co

Ford Otosan, Ford ve Volkswagen arasındaki stratejik üretim ortaklığı kapsamında Yeniköy fabrikasında Transit Custom ve 1 tonluk yeni VW modelini üretiyor. Tofaş, Stellantis'in K0 platformu kapsamında Bursa'da Fiat Scudo, Peugeot Expert, Citroën Jumpy ve Opel Vivaro modellerini üretiyor.

Tablo 20: Kompakt vanlar

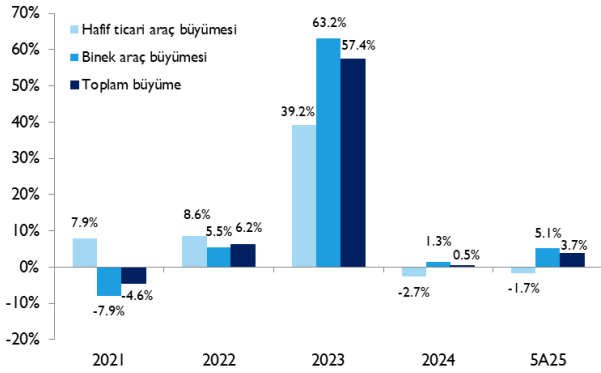
Kompakt Vanlar	Marka	Model	Uzunluk (mm)	Yükleme Alanı (m²)
	Ford	Connect	~4,800	3.6
	Fiat	Doblo	~4,400	3.4
	VW	Caddy	~4,500	3.1
	Fiat	Fiorino	~3,950	2.5
	Ford	Courier	~4,350	2.3

Kaynak: Ford & Fiat & Volkswagen Turkey internet siteleri, ÜNLÜ & Co

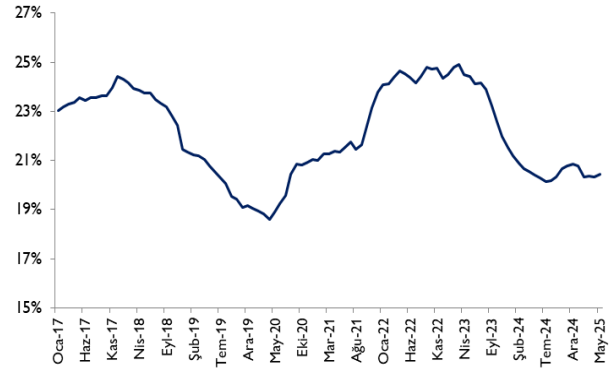
Ford Courier, Ford Otosan tarafından Romanya'daki Craiova fabrikasında üretiliyor. Fiat Doblo ve Fiorino daha önce Tofaş tarafından üretiliyordu; ancak Tofaş artık bu modellerin üretimini yapmıyor. Doblo şu anda Stellantis'in Vigo (İspanya) fabrikasında üretiliyor, Fiorino üretimi ise tamamen durduruldu.

Hafif ticari araç segmenti baskı altında: pazar payı ~%20 seviyesine geriledi

Hafif ticari araçların toplam hafif araç satışlarındaki payı düşüş trendinde; 1Ç23'teki %25'lik zirveden, Mayıs 2025 itibarıyla %20 seviyesine geriledi. Bu daralma; Doblo ve Fiorino gibi kilit modellerin üretimden kalkması ve uygun fiyatlı binek araçlardan gelen artan rekabet gibi çeşitli faktörlerin birleşiminden kaynaklanıyor. Hafif ticari payının düşmesi, araştırma kapsamımızdaki otomotiv şirketlerinin kârlılığı açısından olumsuz bir etki yaratıyor; zira hafif ticari segmenti, yapısal olarak binek araçlara kıyasla daha yüksek kârlılık sunmaktadır.

Tablo 21: Türkiye otomotiv pazarındaki büyüme (HTA, BA, toplam)


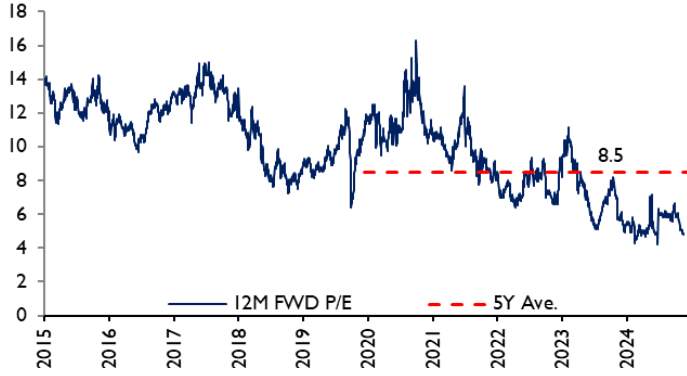
Kaynak: ODD, ÜNLÜ & Co

Tablo 22: Satışlarda hafif ticari payı (son 12 ay, hareketli ortalama)


Kaynak: ODD, ÜNLÜ & Co

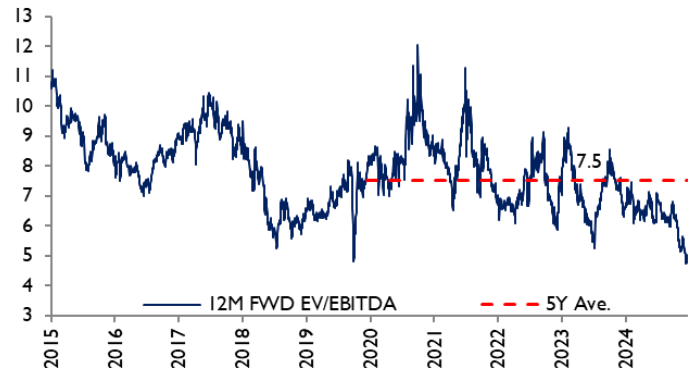
Tarihsel Değerleme Verileri

Tablo 23: Ford Otosan ileriye dönük F/K



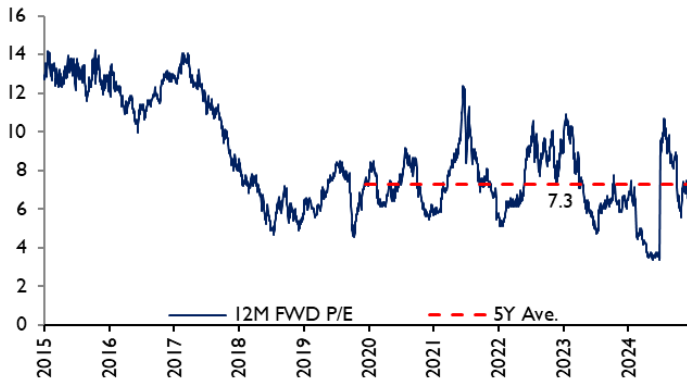
Kaynak: Bloomberg, ÜNLÜ & Co

Tablo 24: Ford Otosan ileriye dönük FD/FAVÖK



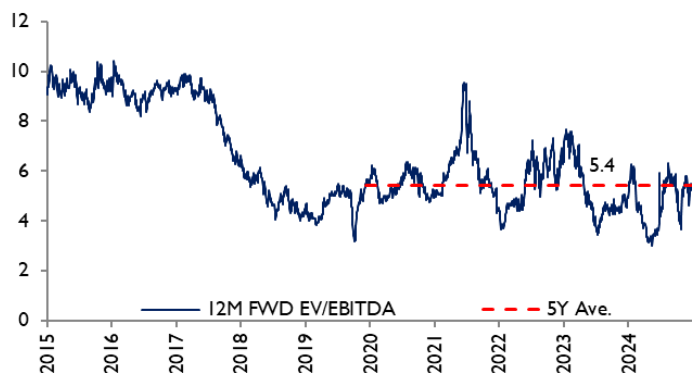
Kaynak: Bloomberg, ÜNLÜ & Co

Tablo 25: Tofaş ileriye dönük F/K



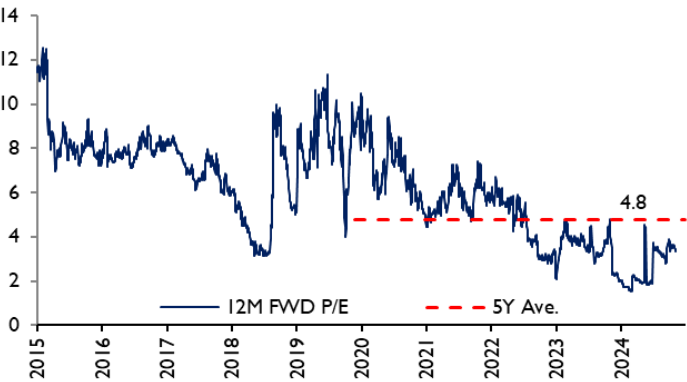
Kaynak: Bloomberg, ÜNLÜ & Co

Tablo 26: Tofaş ileriye dönük FD/FAVÖK



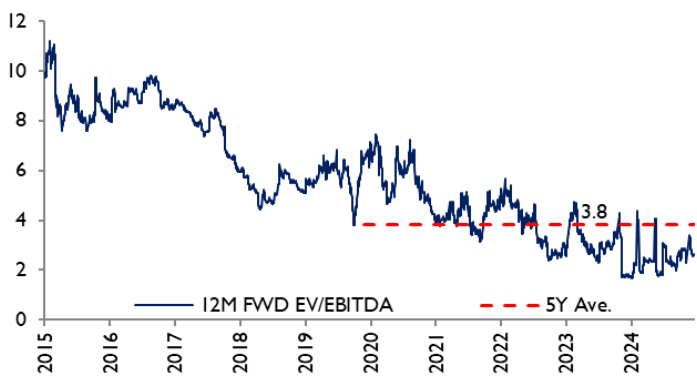
Kaynak: Bloomberg, ÜNLÜ & Co

Tablo 27: Doğu Otomotiv ileriye dönük F/K



Kaynak: Bloomberg, ÜNLÜ & Co

Tablo 28: Doğu Otomotiv ileriye dönük FD/FAVÖK



Kaynak: Bloomberg, ÜNLÜ & Co

25 Haziran 2025

Tofaş

Birleşme sonrası genişleyen iş alanları ve yeni model olasılığı

Stellantis ile gerçekleşen birleşme sonrasında Tofaş'ın pazar payı 5A25 itibarıyla %9.0'dan %26.4'e yükseldi. Bu durum, yedek parça, araç yenileme ve ikinci el araç satışı gibi hizmetleri de kapsayan çeşitlendirilmiş bir "otomotiv süpermarketi" modeli için zemin hazırlıyor. IÇ25'te sadece 33 bin adetlik satışla dip yapan hacimlerin toparlanması bekleniyor; bu da faaliyet kaldıraç etkisiyle marjlar üzerinde olumlu etki yaratabilir. Tofaş'ın 3Ç26'da devreye alınacak bir hafif araç projesine ek olarak yeni bir model daha açıklaması olası gözükmemekte. Hedef fiyatımızı TL322'ye (önceki: TL291) revize ediyor, %75 yukarı potansiyelle AL tavsiyemizi koruyoruz. Hisse 2026B F/K 7.3x çarpan ve %12.5 temettü verimiyle işlem görüyor.

- Yeni bir model duyurusu olasılığı yüksek görünüyor:** Tofaş, K0 (Scudo/Expert/Jumpy/Vivaro) üretimine Kasım 2024'te başladı ve yıllık 125 bin adetlik kapasite hedefliyor (tüm K0 versiyonlarının Eylül 2025'e kadar tam olarak devreye alınması bekleniyor). Nisan ayında şirket, 3Ç26 üretim başlangıcı hedefiyle yıllık 150 bin adet kapasiteli ve 256 milyon euroya kadar yatırım içeren yeni bir hafif araç projesi daha açıkladı; ancak detaylar henüz paylaşılmadı. Ayrıca Tofaş, üretiminin 2025 sonunda sona ermesi planlanan Egea/Tipo modelini de üretmeye devam ediyor. IÇ25 sonuçlarının açıklandığı toplantıda yönetim, 2027'ye kadar tam kapasite kullanımına ulaşma hedefini açıkladı. Tofaş'ın yaklaşık 400 bin adetlik toplam üretim kapasitesi dikkate alındığında, bu durum 4Ç25'te yeni bir üçüncü model açıklanmasının gündeme gelebileceğini gösteriyor. Böyle bir duyuru önemli bir yukarı yönlü katalizör olabilir; ancak tahminlerimize dahil değildir.
- Stellantis birleşmesi, Tofaş'ın yurt içi varlığını ve iş kollarını önemli ölçüde genişletiyor:** Stellantis'in Türkiye operasyonlarının 2025 Nisan sonunda devri, Tofaş için yapısal bir dönüm noktasına işaret ediyor. Tofaş, 5A25 itibarıyla %26.4'lük pazar payıyla (birleşme öncesi: %9.0) yurtiçi hafif araç pazarının en büyük oyuncusu konumuna geldi. Bu oran, diğer büyük oyuncularla kıyaslandığında belirgin bir üstünlük ortaya koyuyor (Doğuş: %14.2; Renault: %12.0; Ford Otosan: %7.8). Ölçek etkisi ve bayi ağındaki sinerjilerin ötesinde, şirket "otomotiv süpermarketi" vizyonu kapsamında şu alanlara odaklanıyor: 1) Stellantis ve diğer markalar için bağımsız yedek parça satışı ve mekanik servis noktaları (1.000 lokasyona ulaşma hedefi), 2) araç yenileme faaliyetleri, 3) finansal hizmetlerde genişleme ve 4) Spoticar markasıyla ikinci el araç satışlarının artırılması. Yönetim, bu yüksek marjlı ve düşük sermaye ihtiyacı olan iş kollarının gelecekte FAVÖK'ün %20'sine kadar katkı sağlayabileceğini öngörüyor.
- IÇ25'te dip yapan satış hacimleri toparlanıyor, marjlara destek sağlıyor:** Tofaş'ın satış hacmi IÇ25'te 33 bin adetle pandemi dönemindeki dip seviye olan 31 bin adede yakın gerçekleşti. Ancak Stellantis birleşmesi (Nisan 2025 sonunda) ve K0 üretiminin (tüm versiyonların Eylül'e kadar devreye alınma beklentisiyle) ivme kazanmasıyla hacimlerde kademeli toparlanma bekleniyor. Bu toparlanmanın faaliyet kaldıraç etkisiyle marjlar üzerinde olumlu katkı yapması muhtemel.
- Kârlılık 2026'ya doğru artarken çarpanlar normalleşiyor:** Bu raporla birlikte hedef fiyatımızı TL291'den TL322'ye revize ediyor ve AL tavsiyemizi sürdürüyoruz. Hisse, üretimdeki artışın kademeli oluşunun baskısıyla 2025B F/K 19.2x ve FD/FAVÖK 8.3x çarpanlarından işlem görmekte. Ancak 2026B için bu çarpanlar sırasıyla 7.3x ve 5.3x seviyelerine geriliyor; temettü verimi ise %12.5'e yükseliyor. Tofaş'ı euro bazlı indirgenmiş nakit akımı (DCF) yöntemiyle değerlendiriyoruz. Riskler: Türkiye ve Avrupa'da otomotiv talebindeki daralma, Türkiye'deki vergi artışları ve pazar payı kayıpları değerlememiz açısından aşağı yönlü risk oluşturmaktadır.

Tavsiye:

AL

Korundu

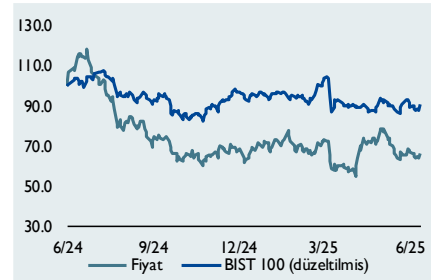
Hedef Fiyat: TL 322 (önceki: TL 291)

Hisse tavsiyeleri BIST-100 endeksine göre relatif getiriye göre belirlenmiştir. Hedef fiyat 12 aylık dönem için geçerlidir. UNLÜ&Co'nun ürünüdür.

Hisse verileri

Hisse kodu	TOASO.IS
Sektör	Otomobiller ve Parçaları
Fiyat	TL 183.70
Piyasa değeri (TLm)	91,850
Şirket değeri (TLm)	94,902
Piyasa değeri (USDm)	2,322
Şirket değeri (USDm)	2,400
Günlük ortalama işlem değeri (USDm)	43.16
Halka açıklık (%)	24

BIST 100'e göre fiyat



BIST 100'e göre geçmiş performans (%)

Performans	1A	3A	12A
Mutlak (%)	-6.0	15.2	-42.0
Endekse göre (%)	-6.9	13.3	-33.9

Kaynak: BIST 100, UNLÜ & Co

Görelî fiyat grafiği 24 Haziran 2025 tarihinde 9,449 kapanan BIST 100 endeksine karşı performansı ölçer.

Araştırma Analistleri

Mehmet Yiğit Yorulmaz

mehmet.yorulmaz@unluco.com

Erol Danış, PhD, CFA

erol.danis@unluco.com

Değerleme çarpanları	2021	2022	2023	2024	2025T	2026T
F/K (x)	28.0	10.7	6.1	17.6	19.2	7.3
FD/FAVÖK(x)	16.5	7.7	4.0	10.8	8.3	5.3
FD/satış (x)	3.1	1.3	0.6	0.8	0.4	0.3
Temettü verimi (%)	3.5	3.3	10.9	6.5	3.9	12.5

Oran analizi	2021	2022	2023	2024	2025T	2026T
Sermaye verimliliği (%)	64.3	100.4	62.6	12.4	11.1	31.2
Sermaye verimliliği (FVÖK temelli) (%)	45.4	100.4	83.5	6.2	3.4	12.7
Brüt marj (%)	19.1	18.4	17.8	10.3	8.9	11.2
FAVÖK marjı (%)	19.0	16.9	15.1	7.2	5.2	5.5
FVÖK marjı (%)	15.1	14.6	12.1	2.4	1.0	3.2
Ner kar marjı (%)	10.8	12.8	11.6	4.0	1.6	3.0
Net borç/FAVÖK (x)	0.6	-0.4	-0.7	0.9	2.8	2.2
FAVÖK/Finansman gideri (net) (x)	-0.1	0.0	0.3	0.6	-0.2	-0.2

Kar ve zarar (TLm)	2021	2022	2023	2024	2025T	2026T
Net satışlar	30,513	66,793	130,254	129,318	318,414	547,492
Büyüme oranı (yıllık)	27.2%	118.9%	95.0%	-0.7%	146.2%	71.9%
Brüt kar	5,828	12,319	23,159	13,372	28,494	61,109
FAVÖK	5,794	11,270	19,667	9,280	16,687	30,112
Büyüme oranı (yıllık)	91.5%	94.5%	74.5%	-52.8%	79.8%	80.5%
FVÖK	4,595	9,751	15,729	3,080	3,154	17,539
Büyüme oranı (yıllık)	102.7%	112.2%	61.3%	-80.4%	2.4%	456.1%
Diğer gelir/gider	-499	-821	-1,721	1,042	2,565	4,411
Finansman geliri/gideri	-584	-368	6,600	5,585	-2,785	-5,744
Vergi öncesi kar	3,512	8,562	18,327	4,890	5,446	18,255
Vergi	-231	0	-3,243	331	-272	-1,825
Efektif vergi oranı	6.6%	0.0%	17.7%	-6.8%	5.0%	10.0%
Kontrol gücü olmayan paylar	0	1	1	2	3	4
Net kar	3,281	8,562	15,083	5,221	5,174	16,429
Büyüme oranı (yıllık)	83.9%	160.9%	76.2%	-65.4%	-0.9%	217.5%
Hisselerin ağırlıklı ortalama sayısı (m)	500	500	500	500	500	500
Hisse başı net kar (TL)	6.56	17.12	30.17	10.44	10.35	32.86
Hisse başı temettü (TL)	6.40	6.00	20.00	12.00	7.24	23.00
Temettü ödeme oranı	97.5%	35.0%	66.3%	114.9%	70.0%	70.0%

Nakit akışı (TLm)	2023	2024	2025T	2026T	Bilanço (TLm)	2023	2024	2025T	2026T
FVÖK	15,729	3,080	3,154	17,539	Nakit	24,815	19,716	33,810	25,598
Amortisman ve itfa giderleri	3,938	6,200	13,533	12,573	Dönen varlıklar	60,504	62,716	140,021	207,311
İşletme sermayesindeki değişim	-5,355	-13,676	6,564	1,524	Maddi duran varlıklar	8,816	14,484	33,132	35,248
Ödenen vergiler	-3,460	-678	-694	-3,859	Maddi olmayan duran varlıklar	4,262	4,163	3,955	3,757
Toplam yatırım harcaması	-1,564	-5,106	-32,181	-14,690	Duran varlıklar	18,163	28,944	62,175	81,996
Yatırım harcaması/hasılat	-1.2%	-3.9%	-10.1%	-2.7%	Toplam Varlıklar	78,667	91,660	202,196	289,307
Serbest nakit akışı	9,288	-10,180	-9,624	13,088	Kısa vadeli yükümlülükler	35,566	26,516	76,544	145,207
Serbest nakit akış oranı verimi (%)	7.1%	-7.9%	-3.0%	2.4%	Uzun vadeli yükümlülükler	6,222	18,042	79,377	85,017
					Özkaynaklar	36,880	47,102	46,275	59,083
					Toplam Kaynaklar	78,667	91,660	202,196	289,307
Ödenen temettüler	-3,000	-10,000	-6,000	-3,622	Net işletme sermayesi	4,569	18,244	11,681	10,156
Nakit ve nakit bnz. Net değişim	12,796	-5,100	14,094	-8,212	Net nakit (borç)	12,985	-8,185	-47,521	-67,356

Kaynak: Şirket verisi, ÜNLÜ & Co tahminleri

25 Haziran 2025

Ford Otosan

Yatırım döngüsünde sona yaklaşıldı; karlılık öngörülebilirliği yüksek

Ford Otosan, üretim kapasitesini 935 bin adede çıkaran ve model portföyünü yenileyen 2 milyar dolarlık yatırım döngüsünün sonuna yaklaşmış durumda. Bu yapı, şirketi uzun vadeli büyümeye hazır hale getiriyor ve ilave büyük ölçekli yatırım ihtiyacını ortadan kaldırıyor. 2025 yılında toplam satış hacminin %15 artmasını bekliyoruz. Bu artışın, 1 tonluk yeni VW modelinin üretiminin artmasıyla ihracattaki güçlü büyümeden kaynaklanması bekleniyor; bu sayede yurtiçi ve Avrupa pazarındaki zayıflık dengelenebilir. Ayrıca Ford Otosan'ın ileri elektrifikasyon yetkinlikleri ve hafif ticari ağırlıklı ürün karması, Çinli rakiplere karşı stratejik bir avantaj sunarak şirkete esneklik sağlıyor. TL143 hedef fiyatımızı koruyor, %65 getiri potansiyeli ile AL tavsiyemizi yineliyoruz. Hisse, 2025B F/K 6.6x ve FD/FAVÖK 6.1x çarpanlarından işlem görmekte; temettü verimi ise %11.4.

- **Yatırım döngüsünde sona yaklaşıyor:** Ford Otosan, 2 milyar dolarlık büyük yatırım döngüsünün sonuna yaklaşmış durumda. Bu yatırım, 2022 yılında 722 bin adet olan toplam üretim kapasitesini 935 bin adede çıkararak %30 artış sağladı ve aynı zamanda model portföyünün yenilenmesine imkân tanıdı. Bu yatırım sürecinin artık büyük ölçüde tamamlanmasıyla, şirketin gelecekteki büyümesi daha kârlı bir segmentte güncellenmiş ürün karmasıyla desteklenmiş durumda. Ticari araçların, binek araçlara kıyasla genellikle daha uzun yaşam döngüsüne (8 – 10 yıl gibi) sahip olduğunu da not etmek gerekir; bu da Ford Otosan'ın yeni modellerinden uzun vadeli değer yaratabilmesine olanak tanıyor.
- **Yeni model lansmanı ile birlikte toplam satış hacmi %15 artabilir:** Avrupa otomotiv pazarındaki zayıf görünümüne rağmen, Ford Otosan'ın ihracat hacminin 2025'te %18 artması bekleniyor. Bu artış, 2024 sonunda devreye giren ve 1 tonluk yeni VW modelinin üretim artışıyla destekleniyor. Bu ihracat kaynaklı ivmenin, yurtiçi satışlarda beklenen zayıflığı telafi etmesi beklentisiyle, toplam satış hacminde %15 artış öngörüyoruz.
- **Elektrifikasyonda güçlü konum ve Çinli markalarla rekabete karşı görece koruma:** Ford Otosan, aynı üretim hattında içten yanmalı, plug-in hibrit ve saf elektrik modelleri üretebilen esnek üretim altyapısıyla öne çıkıyor. Bu yapı, Ford Otosan'ı Türkiye'de benzersiz kılarken, dünya genelinde de sınırlı sayıda üretici arasında konumlandırıyor. 2025 yılı sonuna kadar tüm ana modellerin elektrikli versiyonlarını piyasaya sunmayı planlayan şirket, bu geçişi devam eden Ar-Ge ve batarya montaj yatırımlarıyla destekliyor. Ayrıca, hafif ticari ağırlıklı ürün karması, Çinli markaların henüz sınırlı şekilde yer alabildiği bu segmentte şirketin rekabet gücünü artırıyor. Hafif ticari segmentine girişte karşılaşılan daha karmaşık homologasyon süreçleri, filo müşterilerinin yüksek standartları ve güçlü satış sonrası destek ihtiyacı gibi konular, Çinli üreticilerin bu alandaki rekabetini sınırılıyor.
- **Yatırım döngüsünün zirvesinde olmasına rağmen cazip değerlendirme:** Bu notla birlikte TL143 hedef fiyatımızı koruyor ve AL tavsiyemizi sürdürüyoruz. Yüksek yatırım döngüsü ve temettü ödemelerinin devamı nedeniyle, Ford Otosan'ın net borcu son yıllarda önemli ölçüde artarak 2021 sonundaki 324 milyon euro seviyesinden 1Q25 itibarıyla 2.2 milyar euroya yükseldi. Bu tür yatırım dönemlerinde, net borç ve finansman giderlerinin artması nedeniyle şirketin çarpanları geçici olarak yükselirken, FAVÖK katkısı sonraki yıllarda geliyor. Bu etkiye rağmen, Ford Otosan'ın değerlemesi hâlâ cazip. Hisse, 2025B F/K 6.6x ve FD/FAVÖK 6.1x çarpanlarından işlem görüyor; temettü verimi %11.4. Ford Otosan'ı euro bazlı indirgenmiş nakit akımı (DCF) yöntemiyle değerlendiriyoruz. Riskler: Türkiye ve Ford Otosan'ın ana ihracat pazarlarında otomotiv talebinde düşüş, vergi artışları ve gümrük tarifelerine dair belirsizlikler tahminlerimiz açısından aşağı yönlü risk oluşturuyor.

Tavsiye:

AL

Korundu

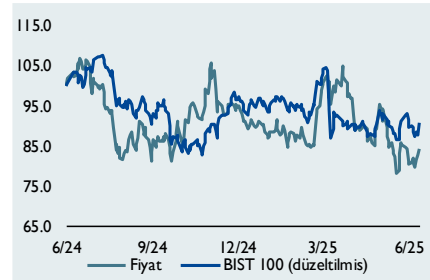
Hedef Fiyat: TL 143 (önceki: TL 143)

Hisse tavsiyeleri BIST-100 endeksine göre relatif getiriye göre belirlenmiştir. Hedef fiyat 12 aylık dönem için geçerlidir. UNLÜ&Co'nun ürünüdür.

Hisse verileri

Hisse kodu	FROTO.IS
Sektör	Otomobiller ve Parçaları
Fiyat	TL 86.60
Piyasa değeri (TLm)	303,888
Şirket değeri (TLm)	393,165
Piyasa değeri (USDm)	7,684
Şirket değeri (USDm)	9,941
Günlük ortalama işlem değeri (USDm)	28.50
Halka açıklık (%)	18

BIST 100'e göre fiyat



BIST 100'e göre geçmiş performans (%)

Performans	1A	3A	12A
Mutlak (%)	-0.3	-15.5	-17.8
Endekse göre (%)	-1.3	-16.8	-6.4

Kaynak: BIST 100, UNLÜ & Co

Görelî fiyat grafiği 24 Haziran 2025 tarihinde 9,449 kapanan BIST 100 endeksine karşı performansı ölçer.

Araştırma Analistleri

Mehmet Yiğit Yorulmaz

mehmet.yorulmaz@unluco.com

Erol Danış, PhD, CFA

erol.danis@unluco.com

Değerleme çarpanları	2021	2022	2023	2024	2025T	2026T
F/K (x)	34.5	16.3	6.2	7.8	6.6	5.0
FD/FAVÖK(x)	32.6	16.8	8.5	10.2	6.1	4.2
FD/satış (x)	4.3	1.9	0.9	0.7	0.4	0.3
Temettü verimi (%)	2.2	5.1	6.6	5.1	11.4	18.3

Oran analizi	2021	2022	2023	2024	2025T	2026T
Sermaye verimliliği (%)	102.4	118.0	103.9	41.3	37.4	46.3
Sermaye verimliliği (FVÖK temelli) (%)	61.1	44.4	32.1	13.3	16.6	22.0
Brüt marj (%)	15.7	13.9	13.4	9.2	9.3	10.2
FAVÖK marjı (%)	13.3	11.5	10.4	6.7	7.0	7.6
FVÖK marjı (%)	11.8	10.4	8.9	4.9	5.1	6.1
Ner kar marjı (%)	12.4	10.8	11.9	6.5	5.1	6.4
Net borç/FAVÖK (x)	0.5	1.4	1.4	2.5	1.6	1.0
FAVÖK/Finansman gideri (net) (x)	-0.1	-0.2	-0.3	-0.4	-0.5	-0.1

Kar ve zarar (TLm)	2021	2022	2023	2024	2025T	2026T
Net satışlar	71,101	171,797	411,906	594,995	969,083	1,248,333
Büyüme oranı (yıllık)	43.8%	141.6%	139.8%	44.4%	62.9%	28.8%
Brüt kar	11,154	23,941	55,248	54,604	90,411	126,933
FAVÖK	9,464	19,727	42,710	39,868	67,727	94,441
Büyüme oranı (yıllık)	79.1%	108.4%	116.5%	-6.7%	69.9%	39.4%
FVÖK	8,410	17,832	36,646	29,156	49,556	75,554
Büyüme oranı (yıllık)	92.6%	112.0%	105.5%	-20.4%	70.0%	52.5%
Diğer gelir/gider	1,028	1,308	7,371	-171	-279	-359
Finansman geliri/gideri	-751	-3,517	-12,147	-14,668	-30,685	-12,863
Vergi öncesi kar	8,687	15,623	47,428	37,007	52,105	83,592
Vergi	114	2,991	1,627	1,856	-2,605	-4,180
Efektif vergi oranı	-1.3%	-19.1%	-3.4%	-5.0%	5.0%	5.0%
Kontrol gücü olmayan paylar	0	0	0	0	1	2
Net kar	8,801	18,614	49,056	38,864	49,499	79,413
Büyüme oranı (yıllık)	109.8%	111.5%	163.5%	-20.8%	27.4%	60.4%
Hisselerin ağırlıklı ortalama sayısı (m)	3,509	3,509	3,509	3,509	3,509	3,509
Hisse başı net kar (TL)	2.51	5.30	13.98	11.08	14.11	22.63
Hisse başı temettü (TL)	1.87	4.40	5.76	4.43	9.87	15.84
Temettü ödeme oranı	74.6%	83.0%	41.2%	40.0%	70.0%	70.0%

Nakit akışı (TLm)	2023	2024	2025T	2026T	Bilanço (TLm)	2023	2024	2025T	2026T
FVÖK	36,646	29,156	49,556	75,554	Nakit	15,225	22,330	22,265	42,463
Amortisman ve itfa giderleri	6,065	10,712	18,170	18,887	Dönen varlıklar	102,969	153,968	228,759	305,562
İşletme sermayesindeki değişim	-12,818	-19,640	-1,643	-13,385	Maddi duran varlıklar	57,197	97,282	116,158	109,608
Ödenen vergiler	-8,062	-6,414	-10,902	-16,622	Maddi olmayan duran varlıklar	18,778	21,838	28,313	34,495
Toplam yatırım harcaması	-32,060	-40,881	-44,342	-21,048	Duran varlıklar	114,038	172,802	214,067	228,894
Yatırım harcaması/hasılat	-7.8%	-6.9%	-4.6%	-1.7%	Toplam Varlıklar	217,007	326,770	442,826	534,456
Serbest nakit akışı	-10,230	-27,067	10,838	43,386	Kısa vadeli yükümlülükler	94,134	123,401	182,994	226,605
Serbest nakit akış oranı verimi (%)	-2.5%	-4.5%	1.1%	3.5%	Uzun vadeli yükümlülükler	49,866	88,146	110,655	113,911
					Özkaynaklar	73,008	115,223	149,178	193,940
					Toplam Kaynaklar	217,007	326,770	442,826	534,456
Ödenen temettüler	-15,443	-20,195	-15,545	-34,650	Net işletme sermayesi	22,377	42,017	43,660	57,045
Nakit ve nakit bnz. Net değişim	5,110	7,106	-65	20,198	Net nakit (borç)	-60,531	-101,427	-110,924	-94,892

Kaynak: Şirket verisi, ÜNLÜ & Co tahminleri

25 Haziran 2025

Doğuş Otomotiv

Değerleme cazip görünüyor ancak cazip kalmaya devam edebilir

Araç bulunabilirliğinin artması, Doğuş Otomotiv'in kârlılığında normalleşmeye ve gerilemeye yol açtı; marjlar üzerindeki baskının 2025 boyunca da devam etmesi bekleniyor. Hisse şu anda düşük çarpanlarla işlem görüyor ve cazip bir temettü verimi sunuyor olsa da, değerlemenin baskı altında kalmaya devam etmesi olası, bunda Doğuş Holding'in ek hisse satış riski de etkili. Hedef fiyatımızı TL271'den TL260'a revize ediyor ve TUT tavsiyemizi koruyoruz. Hisse, 2025B F/K 4.7x çarpanından işlem görüyor.

- **Pazardaki normalleşme marjlar üzerinde baskı yaratıyor:** Doğuş Otomotiv'in FAVÖK marjı, 2022'de %16.8 ve 2023'te %16.5 ile zirve yaptı. Bu yüksek seviyeler, tedarik sıkıntıları ve güçlü otomotiv talebine yol açan hükümetin makro politikaların etkisiyle oluşmuştu. Ancak 2024 itibarıyla tedarik koşullarının iyileşmesiyle sektör genelinde marjlar normalleşmeye başladı. Bu eğilime paralel olarak, şirketin FAVÖK marjı 2024'te %8.9'a geriledi. 2025 için bu oranın %7.6'ya düşmesini bekliyoruz.
- **Yeni iş girişimleri çeşitlendirme potansiyeli sunuyor:** Doğuş Otomotiv, ana faaliyetlerinin ötesine geçerek yeni büyüme alanlarında aktif genişleme gösteriyor. Bu girişimler: 1) Novamarine ve Aerofoils ile yapılan anlaşmalar ve Riviera motoryatları için imzalanan niyet mektubu (LOI) aracılığıyla denizcilik hizmetlerinin geliştirilmesi; 2) Meiller'in (dorse ve damper) faaliyetlerinin yeniden başlatılması ve 2023'te Wielton (dorse) ile imzalanan distribütörlük anlaşması kapsamında Türkiye pazarına yeniden girişi; 3) 2023 yılında kurulan D-Charge iştirakinin elektrikli araç şarj pazarına güçlü girişidir (şirket şu anda Türkiye'deki 175 operatör arasında 10. sırada yer alıyor). Bu girişimler henüz erken aşamada olsa da, şirketin gelir tabanını çeşitlendirmeye ve ticari varlığını güçlendirmeye yönelik stratejik bir yönelimi açıkça yansıtıyor.
- **Yüksek temettü verimi sunuyor:** Doğuş Otomotiv son yıllarda yüksek temettüler dağıttı ve bu trendin 2026'da da sürmesini bekliyoruz. 2025 yılında, şirket hisse başı TL27.27 temettü dağıttı; bu da %15.6 temettü verimine karşılık geliyor. 2026'da, 2025 kârından yapılacak dağıtım için %75 ödeme oranı varsayıyoruz (2024'te %79'du); bu da %17.4 temettü verimine işaret ediyor.
- **Piyasaya gelebilecek satış baskısı riski:** Doğuş Holding, 2022 sonundan beri Doğuş Otomotiv'deki payını kademeli olarak azalttı; Kasım 2022'de %75.27 olan pay, bugün itibarıyla %60.5 seviyesine geriledi (Kasım 2022'de toplam payların %4.0'ı, Aralık 2022'de %5.77'si, Aralık 2024'te ise %5'i satıldı). Nisan 2024'te, toplam payların %10'u Merkezi Kayıt Kuruluşu'na satışa uygun olarak kaydedildi. Bu payların yarısı Aralık 2024'te satılırken, kalan %5'lik kısmın hâlâ kayıtlı olduğu ve herhangi bir zamanda satışa konu olabileceği not edilmelidir. Bu durum, hisse üzerinde risk oluşturmaktadır.
- **Değerleme cazip görünüyor ancak baskı altında kalabilir:** Bu raporla birlikte hedef fiyatımızı TL271'den TL260'a revize ediyor ve TUT tavsiyemizi sürdürüyoruz. Doğuş Otomotiv hissesi 2025B F/K 4.7x ve FD/FAVÖK 0.9x çarpanlarından işlem görüyor. Ancak hissede devam eden ortak satış riski nedeniyle düşük çarpanların devam etmesini bekliyoruz. Şirketi EUR bazlı indirgenmiş nakit akımı (DCF) yöntemiyle değerlendiriyoruz. Riskler: Yoğunlaşan rekabet, kitlesel pazara yönelik segmentlerde fiyat baskısı, halka açık pay satış riski ve yüksek volatilité başlıca aşağı yönlü risklerdir.

Tavsiye:

AL

Korundu

Hedef Fiyat:

TL 260

(önceki: TL 271)

Hisse tavsiyeleri BIST-100 endeksinde göre relatif getiriye göre belirlenmiştir. Hedef fiyat 12 aylık dönem için geçerlidir. ÜNLÜ&Co'nun ürünüdür.

Hisse verileri

Hisse kodu	DOAS.IS
Sektör	Otomobiller ve Parçaları
Fiyat	TL 174.50
Piyasa değeri (TLm)	38,390
Şirket değeri (TLm)	49,691
Piyasa değeri (USDm)	971
Şirket değeri (USDm)	1,256
Günlük ortalama işlem değeri (USDm)	13.01
Halka açıklık (%)	39

BIST 100'e göre fiyat



BIST 100'e göre geçmiş performans (%)

Performans	1A	3A	12A
Mutlak (%)	-5.7	-5.8	-25.1
Endekse göre (%)	-6.6	-7.3	-14.6

Kaynak: BIST 100, ÜNLÜ & Co

Görelî fiyat grafiği 24 Haziran 2025 tarihinde 9,449 kapanan BIST 100 endeksinde karşı performans ölçer.

Araştırma Analistleri

Mehmet Yiğit Yorulmaz

mehmet.yorulmaz@unluco.com

Erol Danış, PhD, CFA

erol.danis@unluco.com

Değerleme çarpanları	2021	2022	2023	2024	2025T	2026T
F/K (x)	16.5	4.9	2.0	5.1	4.7	4.7
FD/FAVÖK(x)	15.2	4.0	0.7	0.8	0.9	0.8
FD/satış (x)	1.5	0.7	0.1	0.1	0.1	0.1
Temettü verimi (%)	5.6	15.0	29.2	15.6	17.4	20.9

Oran analizi	2021	2022	2023	2024	2025T	2026T
Sermaye verimliliği (%)	70.1	97.5	73.5	15.6	15.6	17.7
Sermaye verimliliği (FVÖK temelli) (%)	43.9	93.8	71.3	22.8	18.1	18.8
Brüt marj (%)	14.5	22.5	21.5	16.0	13.5	13.3
FAVÖK marjı (%)	9.8	16.8	16.5	8.9	7.6	7.4
FVÖK marjı (%)	9.0	16.2	15.7	7.7	6.4	6.2
Ner kar marjı (%)	9.6	16.7	13.1	4.0	3.9	3.6
Net borç/FAVÖK (x)	-0.2	-0.4	0.1	0.2	0.8	1.1
FAVÖK/Finansman gideri (net) (x)	-0.3	-0.1	-0.2	-0.1	-0.2	-0.3

Kar ve zarar (TLm)	2021	2022	2023	2024	2025T	2026T
Net satışlar	24,306	46,781	149,245	188,375	228,866	299,538
Büyüme oranı (yıllık)	28.6%	92.5%	219.0%	26.2%	21.5%	30.9%
Brüt kar	3,521	10,526	32,130	30,232	30,965	39,909
FAVÖK	2,378	7,853	24,676	16,740	17,394	22,147
Büyüme oranı (yıllık)	46.1%	230.3%	214.2%	-32.2%	3.9%	27.3%
FVÖK	2,196	7,556	23,461	14,536	14,716	18,642
Büyüme oranı (yıllık)	46.7%	244.1%	210.5%	-38.0%	1.2%	26.7%
Diğer gelir/gider	897	369	3,170	1,708	2,075	2,715
Finansman geliri/gideri	-597	-680	-5,191	-1,944	-3,166	-5,641
Vergi öncesi kar	2,969	8,521	25,880	12,698	11,959	14,370
Vergi	-633	-673	-6,118	-5,055	-2,990	-3,592
Efektif vergi oranı	21.3%	7.9%	23.6%	39.8%	25.0%	25.0%
Kontrol gücü olmayan paylar	4	24	140	51	60	72
Net kar	2,332	7,824	19,622	7,592	8,910	10,706
Büyüme oranı (yıllık)	124.7%	235.6%	150.8%	-61.3%	17.4%	20.2%
Hisselerin ağırlıklı ortalama sayısı (m)	220	220	220	220	220	220
Hisse başı net kar (TL)	10.60	35.56	89.19	34.51	40.50	48.66
Hisse başı temettü (TL)	9.77	26.14	50.91	27.27	30.37	36.50
Temettü ödeme oranı	92.2%	73.5%	57.1%	79.0%	75.0%	75.0%

Nakit akışı (TLm)	2023	2024	2025T	2026T	Bilanço (TLm)	2023	2024	2025T	2026T
FVÖK	23,461	14,536	14,716	18,642	Nakit	7,644	9,414	8,964	7,641
Amortisman ve itfa giderleri	1,216	2,204	2,678	3,505	Dönen varlıklar	33,214	42,603	49,885	61,207
İşletme sermayesindeki değişim	-9,634	-2,515	-3,191	-5,674	Maddi duran varlıklar	11,723	19,946	23,215	26,299
Ödenen vergiler	-180	-99	-74	-80	Maddi olmayan duran varlıklar	519	943	1,222	1,489
Toplam yatırım harcaması	-1,889	-4,449	-5,946	-6,590	Duran varlıklar	34,652	49,606	61,668	73,148
Yatırım harcaması/hasılat	-1.3%	-2.4%	-2.6%	-2.2%	Toplam Varlıklar	67,867	92,209	111,552	134,356
Serbest nakit akışı	12,974	9,678	8,182	9,803	Kısa vadeli yükümlülükler	18,448	26,975	32,344	40,107
Serbest nakit akış oranı verimi (%)	8.7%	5.1%	3.6%	3.3%	Uzun vadeli yükümlülükler	7,573	9,495	20,560	31,577
					Özkaynaklar	41,846	55,739	58,648	62,672
					Toplam Kaynaklar	67,867	92,209	111,552	134,356
Ödenen temettüller	-5,750	-11,200	-6,000	-6,682	Net işletme sermayesi	12,695	15,210	18,401	24,075
Nakit ve nakit bnz. Net değişim	4,277	1,770	-449	-1,323	Net nakit (borç)	-1,879	-2,691	-13,140	-24,463

Kaynak: Şirket verisi, ÜNLÜ & Co tahminleri

Bahsi geçen şirketler (24 Haziran 2025) kapanış fiyatlarıyla
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.Ş. ("ÜNLÜ & Co")** tarafından hazırlanmıştır.

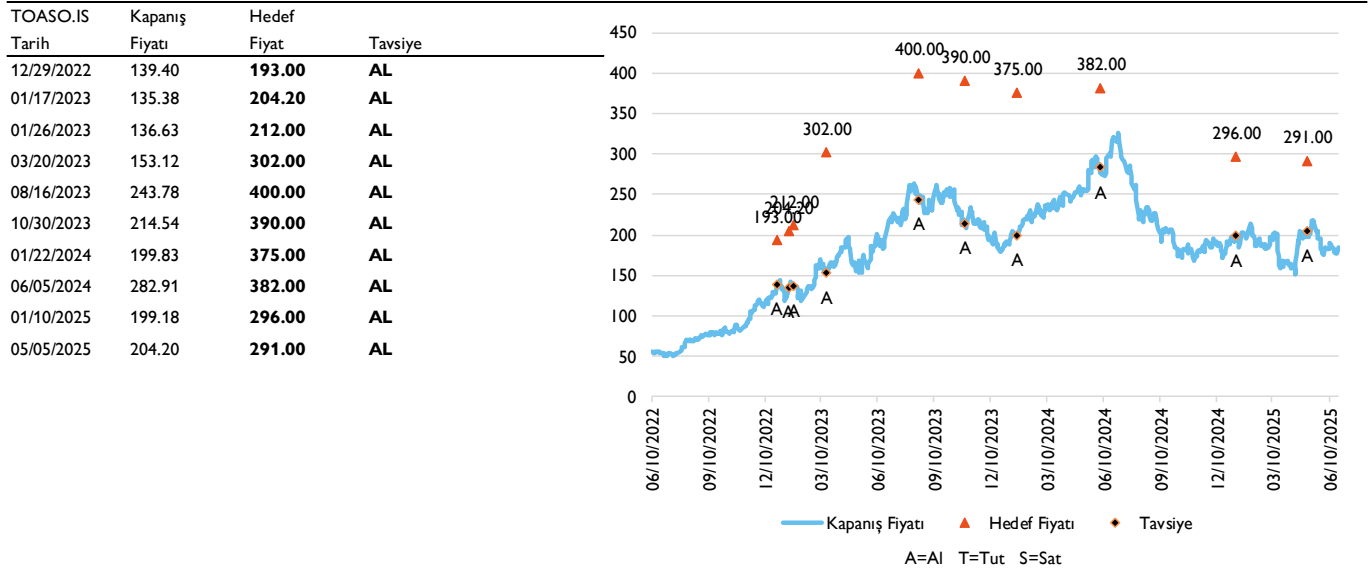
Önemli açıklamalar için, işbu raporun konusu olan şirketler ile ilgili hisse senedi fiyat grafikleri ve derecelendirme geçmişleri ile ilgili olarak, +90 212 367 3636 numaralı telefondan ÜNLÜ & Co Araştırma ve/veya Uyum Departmanı ile irtibata geçmeniz rica olunur.

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 Daniş & Mehmet Yiğit Yorulmaz 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).

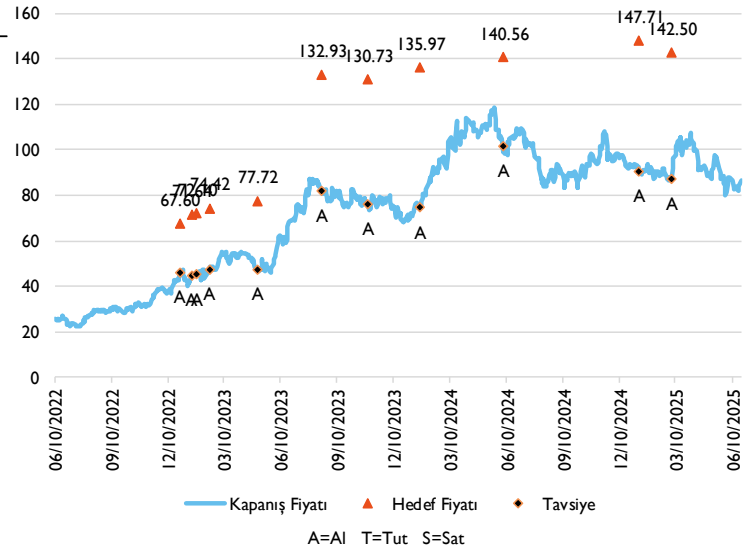
Tam şirket unvanları için Bahsi Geçen Şirketler bölümüne bakınız.

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



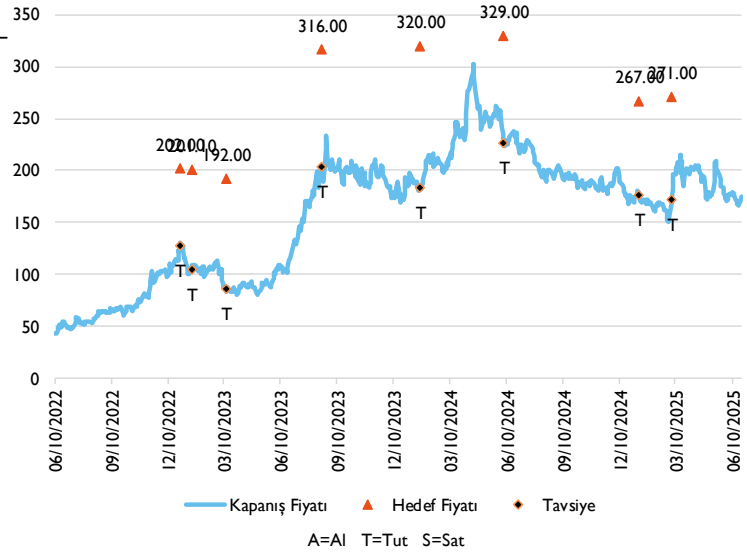
3 Yıllık Fiyat, Hedef Fiyat ve Tavsiye Değişikliği Geçmiş Seri Grafiği FROTO.IS

FROTO.IS	Kapanış	Hedef	Tavsiye
Tarih	Fiyatı	Fiyat	
12/29/2022	46.20	67.60	AL
01/17/2023	45.05	71.64	AL
01/26/2023	45.22	72.10	AL
02/15/2023	47.57	74.42	AL
05/04/2023	47.65	77.72	AL
08/16/2023	81.68	132.93	AL
10/30/2023	76.15	130.73	AL
01/22/2024	74.50	135.97	AL
06/05/2024	101.54	140.56	AL
01/10/2025	90.73	147.71	AL
03/04/2025	87.19	142.50	AL



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

DOAS.IS	Kapanış	Hedef	Tavsiye
Tarih	Fiyatı	Fiyat	
12/29/2022	127.68	202.00	TUT
01/17/2023	105.00	201.10	TUT
03/14/2023	86.12	192.00	TUT
08/16/2023	202.91	316.00	TUT
01/22/2024	183.36	320.00	TUT
06/05/2024	226.07	329.00	TUT
01/10/2025	176.94	267.00	TUT
03/04/2025	172.00	271.00	TUT



ÜNLÜ Menkul hisse derecelendirmeleri dağılımı:

Yayınlanma tarihinde derecelendirme dağılımı	Al	Tut	Sat	Kısıtlı
Tüm derecelendirmeler (%)	63	35	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: TL322 (TOASO.IS)

Metod: İNA

Riskler: Türkiye ve Avrupa’da otomotiv talebindeki daralma, Türkiye’deki vergi artışları ve pazar payı kayıpları .

Hedef Fiyat: TL143 (FROTO.IS)

Metod: İNA

Riskler: Türkiye ve Ford Otosan’ın ana ihracat pazarlarında otomotiv talebinde düşüş, vergi artışları ve gümrük tarifelerine dair belirsizlikler.

Hedef Fiyat: TL260 (DOAS.IS)

Metod: İNA

Riskler: Yoğunlaşan rekabet, kitlesel pazara yönelik segmentlerde fiyat baskısı, halka açık pay satış riski ve yüksek volatilité.

*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. ("BIST") 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 durumlarınıza 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 matrahı 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. İlave 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 çağrısı yapmış olabileceği gibi gelecekte de yapabilir. İlave 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 zımni 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 sağlaması 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.