

Tofaş Fabrika

07.02.2018

Şirket Güncelleme

Karlılıktan feragat etmeden pazar payında artış

2017'de yurtiçi pazardaki rekabetin önünde yer almak Yurtiçi hafif araç pazarı 2017'de TL'deki değer kaybının fiyatlara yansıtılması ve yüksek vergi etkisinin talebe olumsuz etkisi sonucunda yıllık bazda %3 düşüşle 956 bin adede geriledi. 2017'de Egea binek araç ailesinin tüm model gamının tamamlanması sayesinde, Tofaş yıllık bazda 1.8 puan artışla %12.6 pazar payı elde etti ve sıralamada bir önceki yıldaki 4. sıradan 2017'de 2. sıraya yükseldi. Şirketin pazar payı kazanımları yıllık bazda 1.6 puan artışla sadece binek araçla sınırlı kalmayıp, hafif ticari araçta da 1.4 puan olarak gerçekleşti.

2017'de ihracat beklentilerin altında kaldı Egea'nın tüm model gamının tamamlanıp tüm yıla katkısının tam olduğu 2017 yılında ihracat hacminin yıllık bazda %3 düşüşle 271 bin adede gerilemesi hayal kırıklığı yarattı. 2017'de FCA'nın stok yönetimine odaklanması ve Avrupa filo satışlarının penetrasyonun beklenenden düşük olması 2017'de şirketin ihracatı olumsuz etkiledi. Şirket, Fiat Grubu'nun yaklaşık on yıldır global pazardaki sedan model eksikliğini Egea ile yeni giderdiği göz önünde bulundurulduğu takdirde Avrupa filo pazarının ikna edilmesinin zaman alabileceğini düşünüyor.

İhracattaki artış 2018 hacim büyümesinin lokomotifi olacak Tofaş 2018 yılında yurtiçi hafif araç satışının yıllık bazda çok değişiklik göstermeyerek 930 bin – 950 bin (İş Yatırım: 950 bin) aralığında olmasını bekliyor. 2018'de 110 bin -120 bin aralığında yurtiçi satış hacmi (İş Yatırım: 120 bin) öngören şirket, yurtiçi pazar payının %11.6 ile %12.5 aralığında olmasını bekliyor. Şirket ihracat hacminin ise 2017'deki 271 bin adete kıyasla 2018'de 270 bin – 290 bin (İş Yatırım: 280 bin) aralığında hedefliyor. Tofaş 2018 yılına ilişkin beklentisinde aşağı yönlü riski ihracatta değil yurtiçi satış hacimlerinde daha yüksek olduğunu düşünüyor.

Taslak hurda teşviği Basında yer alana haberlere göre Maliye Bakanı Naci Ağbal 16 yaş üzeri araçların yenilenmesiyle satın alınan araçlarda 10 bin TL ÖTV teşviği sağlanacağına ilişkin taslak hurda teşviği çalışmaları olduğunu belirtti. Potansiyel hurda teşviğinin süresinin 2019 yıl sonuna kadar olduğu belirtiliyor. Potansiyel hurda teşviğinin 46 bin - 114 bin aralığında olan vergi öncesi satış fiyatlı binek araçlarda yaklaşık %4 ila %15 vergi sonrası fiyatlarında indirim sağlayacağını hesaplıyoruz. Potansiyel hurda teşviğinin çevreye katkısı açısından olumlu olacağını, ancak araç talebine katkısının ise sunduğu düşük vergi avantajı ve nispeten uzun uygulama süresi göz önünde bulundurulduğunda sınırlı olabileceğini düşünüyoruz.

2018'de güçlü ciro büyümesi devam edecek Tofaş'ın 2018'de %2 hacim büyümesi, yurtiçi pazarda fiyat artışları ve kurun olumlu etkisi ile yıllık bazda %17 artışla 20 milyar TL satış geliri elde edeceğini tahmin ediyoruz. Makro ekonomi takımımız 2018'de TL'nin €'ya karşı ortalama %13 değer kaybedeceğini öngörüyor

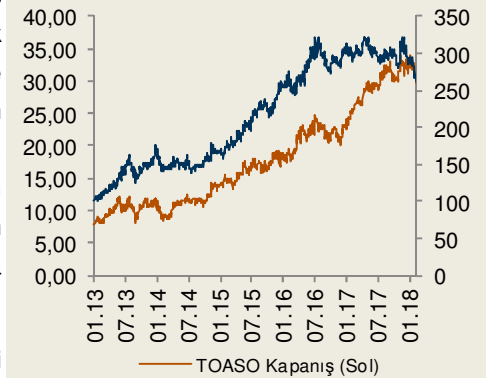
AL

Yükselme Potansiyeli* 27%

| Kodu | TOASO | TL | USD |
|--------------------------------|-------|--------|-------|
| Fiyat Bilgileri | | | |
| Kapanış 06 02 2018 | | 29,80 | 7,86 |
| 12 Aylık Hedef Fiyat TL | | 37,80 | 9,04 |
| 12 Aylık Önceki Hedef Fiyat TL | | 37,00 | 9,61 |
| Piyasa Değeri (mn) | | 14.900 | 3.936 |
| Halka Açık PD (mn) | | 3.588 | 948 |
| Ortalama İşlem Hacmi (3Ay) | | 20,9 | 5,5 |
| Hisse sayısı (mn) | | | 500 |
| Takas Saklama Oranı (%) | | | 24,08 |
| Çarpanlar | | | |
| F/K | | 10,8 | 9,2 |
| PD/DD | | 3,6 | 3,1 |
| FD/FAVÖK | | 7,7 | 7,0 |

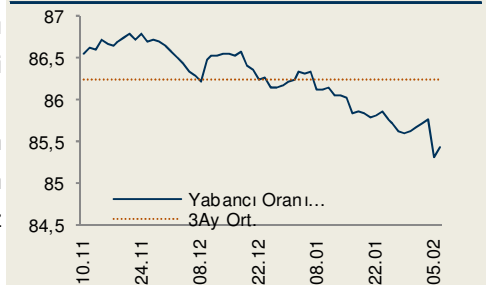
| Fiyat Performansı (%) | 1 Ay | 3 Ay | 12 Ay |
|-----------------------|------|------|-------|
| TL | -8 | -12 | 18 |
| ABD \$ | -8 | -11 | 15 |
| BIST-100 Relatif | -8 | -16 | -11 |

Fiyat / BIST-100'e Göreceli Fiyat



52 Hafta Fiyat Aralığı (TL) 28,22 34,02

Yabancı Oranı (%)



Esra Şirineli

esirineli@isyatirim.com.tr

+90 212 350 25 72

Tofaş Fabrika

Marjlarda iyileşeme Girdi maliyetlerindeki yükselişe ve TL'deki keskin değer kaybı neticesinde yurtiçi pazardaki zorlu fiyatlandırma koşullarına rağmen, Tofaş FVAÖK marjını 2016'daki %9.6'dan 2017'de %11.5'e arttırmayı başardı. İhracat gelirlerinde döviz riskinden korunma (hedge account) muhasebesinin etkisi ile kurun olumlu etkisi ve maliyet / değer optimizasyonu 2017'de marjları olumlu etkiledi. 2017 yılı marjındaki iyileşmede en büyük katkı döviz riskinden korunma muhasebesinin sayesinde olumlu kur etkisi oldu. Öyle ki, olumlu kur etkisi dışında bırakıldığında FAVÖK ve VÖK marjı 1 – 1.5 puan düşüş gösterecekti. Tofaş 2018'de de devam edecek olan maliyet / değer optimizasyonu programı ile girdi maliyetlerini ürün kalitesini bozmadan optimize etmeyi amaçlıyor. 2017'de Egea'da al ve öde karşılıkları olmazken, Doblo ihracat tarafında kaydedilen al ve öde karşılıklarının 2017'de marjlarda sınırlı olumlu etkisi oldu. 2018 yılında Tofaş'ın %11.2 FAVÖK marjı elde edeceğini varsayıyoruz.

Büyüme için fırsatlar Tofaş halihazırda bütün araç ihracatının mümkün olmadığı ancak CKD kit ihracatının izin verildiği korunan pazarlara ilişkin CKD kit ihracat projesinin üzerinde çalışıyor. Ancak, şirket şu aşamada konuyla ilgili kamu ile paylaşabileceği bir gelişme olmadığını belirtti. Diğer taraftan Doblo'nun ürün hayat döngüsünün 2021'de dolacağı düşünülürse şirketin bundan sonra üzerinde çalışacağı model geliştirme projesinin hafif ticari araç segmentinde olacağını söylemek mümkün.

Temettü politikası Şirketin 2017 karından %60 kar dağıtım oranı tahminimizle 2018 yılında 770 milyon TL temettü dağıtacağını öngörüyoruz. Temettü tahminimiz 2018 yılı için 5.2% temettü verimine işaret ediyor.

AL tavsiyemizi koruyoruz TOASO için hedef fiyatımızı, hedef fiyatımızda %75 ağırlığa sahip İNA değerlememizi 3 ay ileriye taşımamız, (değerlemede %25 ağırlığa sahip) benzer şirket çarpanlarında güncelleme, ileriye dönük tahminlerimizde şirketin açıklanan 2017 yıl sonu finansallarına göre ve 2018 yılı hedeflerine göre yaptığımız değişiklikler sonucu hisse başına 37.00 TL'den 37.80TL'ye yükseltiyoruz. Hisse 2018T 7.7x Firma Değeri/FAVÖK çarpanı ile uluslararası benzerlerinin 6.7x ortalamasına kıyasla primli, 10.8x F/K çarpanı ile ise 10.9x olan benzer şirket çarpan ortalamasına kıyasla kısmi iskontolu işlem görmektedir.

Tahminlerimizdeki değişiklikler

| TL mn | 2018T | | | 2019T | | |
|--------------------|--------|--------|------|--------|--------|------|
| | Eski | Yeni | Δ | Eski | Yeni | Δ |
| Satış Hacmi | 437K | 400K | | 424K | 403K | |
| Ciro | 21.566 | 20.450 | -5% | 22.674 | 22.352 | -1% |
| FAVÖK | 2.383 | 2.290 | -4% | 2.527 | 2.512 | -1% |
| FAVÖK Marjı | 11,1% | 11,2% | | 11,1% | 11,2% | |
| Net Kar | 1.641 | 1.380 | -16% | 1.838 | 1.613 | -12% |

Kaynak : İş Yatırım

Tofaş Fabrika

Özet Mali Tablolar (TL mn)

Gelir Tablosu (TL mn)

| | 2016G* | 2017G* | 2018T | 2019T | 2020T |
|--------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Satış Geliri | 14.605 | 17.468 | 20.450 | 22.352 | 24.734 |
| FAVÖK | 1.367 | 2.001 | 2.290 | 2.512 | 2.780 |
| Net Kar | 970 | 1.283 | 1.380 | 1.613 | 1.768 |

Nakit Akım Tablosu (TL mn)

| | | | | | |
|----------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Net Kar | 970 | 1.283 | 1.380 | 1.613 | 1.768 |
| Amortisman Giderleri | 523 | 697 | 672 | 664 | 698 |
| İşletme Sermayesi Değ. | 221 | (38) | 195 | 114 | 146 |
| Faaliyetlerden Gelen Nakit Akımı | 1.725 | 1.941 | 2.246 | 2.390 | 2.613 |
| Sabit Sermaye Yatırımları | 1.219 | 629 | 699 | 594 | 518 |
| Serbest Nakit Akımı | 507 | 1.312 | 1.546 | 1.795 | 2.095 |

Bilanço (TL mn)

| | | | | | |
|--------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Maddi Duran Varlıklar | 2.351 | 2.350 | 2.377 | 2.309 | 2.130 |
| Nakit & Nakit Benzerleri | 2.383 | 3.239 | 4.632 | 5.273 | 5.940 |
| Toplam Varlıklar | 11.848 | 13.875 | 15.625 | 16.371 | 17.059 |
| Kısa Vadeli Borçlar | 2.037 | 2.580 | 2.369 | 2.477 | 2.578 |
| Toplam Borç | 5.016 | 5.811 | 6.165 | 5.848 | 5.441 |
| Toplam Özsermaye | 2.957 | 3.583 | 4.193 | 4.771 | 5.249 |

Rasyolar

| | | | | | |
|----------------|-----|------|------|------|------|
| Net Borç/FAVÖK | 1,9 | 1,3 | 0,7 | 0,2 | -0,2 |
| FAVÖK Marjı | 9,4 | 11,5 | 11,2 | 11,2 | 11,2 |
| Net Kar Marjı | 6,6 | 7,3 | 6,7 | 7,2 | 7,1 |

Değerleme Oranları

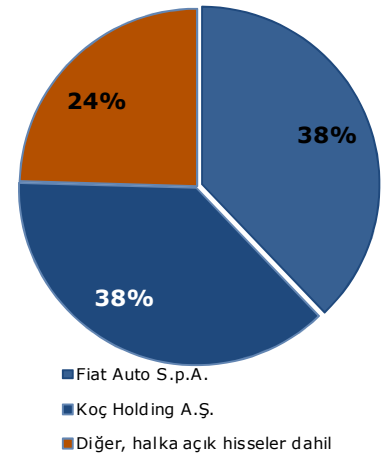
| | | | | | |
|--------------------------------|------|-------|-------|------|------|
| Firma Değeri/Satışlar | 0,8x | 1,0x | 0,9x | 0,8x | 0,7x |
| Firma Değeri/FAVÖK | 8,3x | 8,8x | 7,7x | 7,0x | 6,3x |
| Firma Değeri/Yatırım Sermayesi | 3,1x | 3,4x | 3,7x | 4,0x | 4,7x |
| Fiyat/Kazanç | 9,1x | 11,6x | 10,8x | 9,2x | 8,4x |
| Serbest Nakit Akım Verimi | 6% | 9% | 10% | 12% | 14% |
| Temettü Verimi | 3,3% | 2,6% | 5,2% | 6,9% | 8,7% |

*Yılıçi ortalama PD kullanılmıştır.

Şirket Künyesi

Motorlu araçlar, montaj ve yarı montaj ürünler, ürün grupları ile bu araçların motor, aksam, yedek parça ve aksesuarlarının imalat ve montajı.

Ortaklık Yapısı



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.