TACİRLER YATIRIM

Otomotiv Sektörü

Tofaş'ı AL'a yükseltirken, Ford Otosan ve Doğuş Otomotiv'de TUT tavsiyelerimizi sürdürüyoruz.

Türkiye hafif araç pazarı, Kasım 2016'da binek araçlara uygulanan ÖTV artışları ve TL'nin değer kaybına rağmen 2017'de beklentilerin üzerinde performans gösterdi. 2017'de hafif araç pazarının 982 bin adet seviyesinde yatay seyredeceğini düşünüyoruz. Ancak 2018'de, yüksek baz etkisi ve TL'de avroya karşı devam eden değer kaybı nedeniyle %2 seviyesinde hacim daralması ve 964 bin adet pazar büyüklüğü öngörüyoruz. İhracat pazarlarında ise Ford Otosan'ın Avrupa orta ticari araç pazarında devam eden pazar payı kazanımları ihracat büyümesini destekleyecek. Tofaş'da ise Avrupa'daki Fiat bayilerinde yeniden stoklama ve filo satışlarında Egea/Tipo modelinin payının artmasının ihracatı destekleyecek unsurlar olacağını düşünüyoruz. Tofaş için tavsiyemizi AL'a yükseltirken (önceki TUT), hedef fiyatı 33TL'den 38,5TL'ye artırıyoruz. Doğuş Otomotiv'de TL'deki değer kaybının satış hacimleri ve marjlar üzerinde baskı yaratmaya devam edeceğini düşünüyoruz. Hedef fiyatı 9,4TL'den 9TL'ye revize ederken, TUT tavsiyemizi koruyoruz. Ford Otosan hisselerinde son zamanda görülen yükselişin ardından, hedef fiyatı 48TL'den 55TL'ye yükseltmemize rağmen TUT tavsiyemizi sürdürüyoruz.

Sert kur yükselişinin 2018'de hafif araç pazarında daralmaya neden olacağını düşünüyoruz – Eylül sonundan itibaren TL'ye karşı avroda görülen %11 yükselişin ardından 2018'de özellikle binek araç fiyatlarında artış ve alım gücünde azalma öngörüyoruz. Ayrıca maddeleri yeni onaylanan torba yasada yer alan motor taşıt vergisi artışının 4. çeyrekte talebi öne çekecek olması nedeniyle yüksek baz etkisi yaratacağını düşünüyoruz. Bilindiği üzere yüksek motor kapasiteli araç ve fiyatı görece yüksek olan araçlarda 2018 Ocak'tan itibaren %37-50 aralığında MTV artışı uygulanacak. Böylelikle binek araç pazarında 2018'de %3 daralma öngörüyoruz. Hafif ticari araç pazarında ise ekonomiyi canlandırıcı önlemler bir miktar büyümeyi destekleyeceği varsayımıyla hafif büyüme öngördük. Toplam hafif araç pazarında 2018'de %2 daralma ve 964 bin adet pazar büyüklüğü öngörüyoruz.

Avrupa'da pazar payı kazanımları ve bayilerde stoklama 2018'de ihracatı büyütecek unsurlar olacak – Ford Otosan'ın orta ticari araç sınıfındaki modellerine olan yoğun talebin katkısıyla ihracatında 2018'de %8 büyüme öngörüyoruz. 10A17 itibariyle Ford Avrupa'nın hafif ticari araç pazarında satış büyümesi %5 pazar büyümesinin üzerinde %7 seviyesinde gerçekleşti. Tofaş'da ise Avrupa'daki Fiat bayilerindeki geçici stok dengelenmesi sonrası 2018'de ihracat adetlerinde %9 büyüme tahmin ediyoruz. 2018'de Tipo modeline olan güçlü talebin etkisiyle bayi stoklarındaki potansiyel artış ve Tipo modelinin Avrupa filo pazarlarında pazar payı elde etmesi büyümeyi destekleyici unsurlar olacak.

Hisse	DOAS	FROTO	TOASO
Tavsiye	**TUT**	**TUT**	**AL**
Hedef fiyat	TL9	TL55	TL38,5
Hisse fiyatı (24-11-17)	TL9,1	TL37	TL27,3
Getiri potansiyeli	%14	%1	%17

Fiyat performansı	DOAS	FROTO	TOASO
TL			
1 Ay	-%3	%11	%9
3 Ay	-%12	%15	%5
YBB	-%10	%88	%37
BIST 100'e göre performans			
1 Ay	%0	%14	%12
3 Ay	-%8	%20	%9
YBB	-%33	%40	%3

Değerleme	DOAS	FROTO	TOASO
F/K			
2017T	7,2x	13,2x	12,7x
2018T	6,7x	11,7x	10,4x
FD/FAVOK			
2017T	5,4x	9,5x	9,2x
2018T	5,3x	8,0x	7,6x
Temettü verimi			
2017T	0,0%	4,1%	2,1%
2018T	0,0%	6,5%	4,7%

Ece Mandacı, CFA
+90 212 355 2679
ece.mandaci@tacirler.com.tr

DOĞUŞ OTOMOTİV

TL'deki değer kaybı sonrası temkinli yaklaşımı sürdürüyoruz.

Doğuş Otomotiv, zayıf satışlar, TL'nin avroya karşı değer kaybı ve artan borçluluk seviyesi nedeniyle yıl başından bu yana BIST-100 endeksinin altında performans gösterdi. TL'de devam eden hızlı değer kaybının satış hacimleri ve kârlılığı baskılamayı sürdüreceğini düşünüyoruz. Tahminlerimizde değişiklikler yaparken, risksiz getiri oranını 50 baz puan artırıyor ve hedef fiyatı 9,4TL'den 9TL'ye düşürüyoruz. Kısa vadeli hisse performansını olumlu etkileyecek unsurların sınırlı olması nedeniyle TUT tavsiyemizi koruyoruz. Ayrıca 2018'de temettü ödemesi öngörmüyoruz. Doğuş Otomotiv 5,3x 2018T FD/FAVÖK rasyosuyla yabancı benzerlerine göre %18 iskontolu işlem görmektedir.

Satış performansı yıl başından bu yana beklentilerin üzerinde seyrederken, 2018'de satışlarda gerileme öngörüyoruz. – Doğuş Otomotiv, Kasım 2016'da binek araçlara uygulanan ÖTV'deki artış ve TL'deki değer kaybı sonrası liste fiyatlarına yapılan artışlara rağmen, yıl başından bu yana önceki beklentilerden daha iyi satış performansı gösterdi. 4Ç17'de, 2018'den itibaren satılmaya başlanacak binek araçlara uygulanacak motor taşıt vergisi artışı ve TL'deki değer kaybı sonrası beklenen fiyat artışları nedeniyle talepte öne çekilme öngörüyoruz. 2018 yılı için 2017'de beklediğimiz %13 satış hacmi daralması sonrası %5 daralma bekliyoruz. 2018'de ciroda beklediğimiz %11 büyüme fiyat artışlarını dahil etmektedir.

TL'nin avroya karşı değer kaybı nedeniyle marjdaki toparlanmanın kısa vadeli olduğunu düşünüyoruz – Doğuş Otomotiv'in brüt marjı 1Y17'de görülen %10,3 seviyesinin ardından 3Ç17'de %10,6'ya yükseldi. Şirketin 3Ç17'de liste fiyatlarında baz aldığı kurun çeyrek kur ortalamasından yüksek olması ve Volkswagen Grup'undan elde edilen desteğin yıllık bazda artması marj büyümesini destekledi. 3Ç17 kapanışından beri TL'de avroya karşı görülen %11 değer kaybı nedeniyle, görece muhafazakar tahminlerimizi koruyoruz. Böylelikle 2017 ve 2018 dönemlerinde %10,2 seviyesinde brüt marj ve %4,1-4,2 seviyesinde FAVÖK marjı öngörüyoruz.

2018'de temettü dağıtımı beklemiyoruz – Yüksek borçluluk oranının devam etmesi ve 180 milyon TL olarak belirlenen yatırım maliyeti planı nedeniyle 2018'de temettü ödemesi öngörmüyoruz.

Tavsiye	**TUT**
Hedef fiyat (12 Aylık)	TL9
Getiri potansiyeli	14%

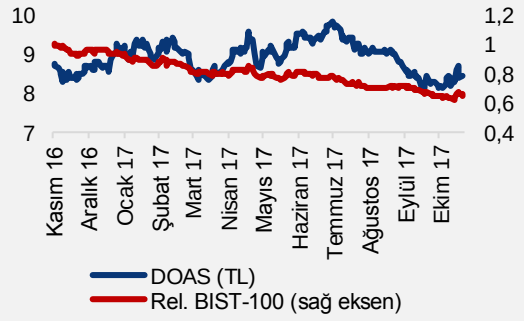
Hisse bilgileri

Hisse Kodu			**DOAS TI**
Hisse fiyatı (24-11-2017)			7,9
Hisse fiyat aralığı (52 haftalık)			08 / 10
Piyasa Değeri (TL mn - USD mn)			1735,8 - 441,0
Hisse adedi (mn) & halka açıklık oranı			220 - 15%
Ortalama işlem hacmi	**1 Ay**	**3 Ay**	**12 Ay**
USD mn	4,2	2,7	4,4

Fiyat performansı	**1 Ay**	**3 Ay**	**YBB**
TL	-3%	-12%	-10%
USD	-8%	-23%	-20%
BIST-100'e göre performans	0%	-8%	-33%

Tahminler (TL mn)	**2016**	**2017T**	**2018T**
Net satışlar	11.925	13.229	14.392
FAVÖK	408	549	591
Net kâr	238	240	259

Değerleme	**2016**	**2017T**	**2018T**
F/K	7,3x	7,2x	6,7x
F/DD	1,6x	1,3x	1,1x
FD/FAVOK	7,6x	5,4x	5,3x
FD/Net satışlar	0,3x	0,2x	0,2x
Temettü verimi	17,3%	0,0%	0,0%



Ece Mandacı, CFA
+90 212 355 2679
ece.mandaci@tacirler.com.tr

Tahminler – Doğuş Otomotiv

Bilanço	2015	2016	2017T	2018T	2019T
Nakit ve benzerleri	72	89	61	6	47
Ticari alacaklar	1.096	1.129	1.087	1.380	1.488
Stoklar	1.214	1.651	1.597	1.629	1.755
Diğer dönen varlıklar	108	272	301	328	354
Dönen varlıklar	**2.489**	**3.140**	**3.046**	**3.343**	**3.645**
Finansal yatırımlar	512	550	550	550	550
Maddi duran varlıklar	664	781	993	1.083	1.128
Maddi olmayan duran varlıklar	21	26	30	31	32
Özkaynak yöntemi yatırımları	239	306	336	390	469
Diğer duran varlıklar	55	48	53	58	63
Duran varlıklar	**1.491**	**1.711**	**1.963**	**2.113**	**2.242**
Toplam varlıklar	**3.980**	**4.852**	**5.009**	**5.456**	**5.887**
Kısa vadeli borçlanmalar	1.645	2.730	2.650	2.750	2.767
Ticari borçlar	509	771	815	885	954
Diğer kısa vadeli yükümlülükler	150	178	154	168	181
Kısa vadeli yükümlülükler	**2.304**	**3.679**	**3.619**	**3.803**	**3.902**
Uzun vadeli borçlanmalar	296	28	10	11	11
Diğer uzun vadeli yükümlülükler	17	26	29	31	34
Uzun vadeli yükümlülükler	**313**	**54**	**39**	**42**	**45**
Özkaynaklar	**1.363**	**1.119**	**1.351**	**1.611**	**1.940**
Ana ortaklığa ait	1.363	1.119	1.351	1.611	1.940
Kontrol gücü olmayan paylar	0	0	0	0	0
Toplam kaynaklar	**3.980**	**4.852**	**5.009**	**5.456**	**5.887**
Net borç	1.869	2.669	2.599	2.755	2.731
Net işletme sermayesi	1.758	2.102	2.017	2.284	2.462
Net işletme sermayesi (operasyon	1.800	2.009	1.869	2.124	2.290
Yatırılan sermaye	2.443	2.910	3.040	3.398	3.623

Gelir tablosu	2015	2016	2017T	2018T	2019T
Net satışlar	**10.889**	**11.925**	**13.229**	**14.392**	**15.519**
Brüt kâr	1.109	1.153	1.335	1.468	1.591
Faaliyet giderleri	674	810	868	966	1.041
Esas faaliyet kârı	435	343	467	502	550
FAVÖK	**484**	**408**	**549**	**591**	**643**
Net diğer gelir	59	106	52	51	54
Özkaynak yöntemi	43	99	90	82	118
Net finansman geliri	-171	-273	-331	-332	-340
Vergi öncesi kâr	365	275	278	302	382
Vergi gideri	63	37	38	43	52
Net kâr	**303**	**238**	**240**	**259**	**329**

Nakit akış tablosu					
FAVÖK	**484**	**408**	**549**	**591**	**643**
Vergi gideri	87	69	93	110	121
Yatırımlar	169	208	159	180	140
İşletme sermayesi değişin	845	209	-86	267	178
Serbest nakit akışı	**-616**	**-77**	**383**	**34**	**204**

Büyüme ve marjlar					
Net satışlar	41,6%	9,5%	10,9%	8,8%	7,8%
FAVÖK	35,6%	-15,7%	34,4%	7,7%	8,7%
Net kâr	20,4%	-21,5%	0,9%	8,1%	27,1%
Brüt marj	10,2%	9,7%	10,1%	10,2%	10,2%
Esas faaliyet kâr marjı	4,0%	2,9%	3,5%	3,5%	3,5%
FAVÖK marjı	4,4%	3,4%	4,2%	4,1%	4,1%
Net marj	2,8%	2,0%	1,8%	1,8%	2,1%
Serbest nakit akışı marjı	-5,7%	-0,6%	2,9%	0,2%	1,3%

Oranlar					
Karlılık					
Özsermaye kârlılığı	23,3%	19,2%	19,4%	17,5%	18,6%
Net kâr	2,8%	2,0%	1,8%	1,8%	2,1%
Aktif devri	3,2x	2,7x	2,7x	2,8x	2,7x
Kaldıraç	2,6x	3,6x	4,0x	3,5x	3,2x
Aktif kârlılığı	8,9%	5,4%	4,9%	5,0%	5,8%
Yatırılan sermaye kârlılığı	17,8%	10,2%	12,6%	12,5%	12,5%
Kaldıraç					
Net borç/toplam varlıklar	49%	57%	53%	51%	47%
Net borç/özsermaye	1,37	2,39	1,92	1,71	1,41
Net borç/FAVÖK	3,86	6,54	4,73	4,66	4,25

Hisse başına (TL)					
Net kâr	1,38	1,08	1,09	1,18	1,50
Özsermaye	6,19	5,09	6,14	7,32	8,82
Temettü	0,68	1,36	0,00	0,00	0,00

Değerleme					
F/K	5,7x	7,3x	7,2x	6,7x	5,3x
F/DD	1,3x	1,6x	1,3x	1,1x	0,9x
FD/FAVOK	4,7x	7,6x	5,4x	5,3x	4,8x
FD/Net satışlar	0,2x	0,3x	0,2x	0,2x	0,2x
Temettü verimi	8,6%	17,3%	0,0%	0,0%	0,0%
Serbest nakit akışı verimi	-35,5%	-4,4%	22,0%	1,9%	11,7%

Kaynak: Tacirler Yatırım Araştırma

** Bütün rakamlar milyon TL olarak ifade edilmiştir.*

Ford Otosan

Hissede son zamanda görülen yükseliş sonrası TUT tavsiyemizi sürdürüyoruz.

Ford Otosan'ın 3Ç17'de güçlü sonuçlar açıklaması hissedeki yükselişi son zamanda desteklemesine rağmen satışlar ve marjda beklenen büyümenin fiyatlandığını düşünüyoruz. Ford Otosan'ın ayrıca TL'nin avroya karşı değer kaybettiği dönemde defansif bir hisse olarak algılandığını düşünüyoruz. Beklenen %10 kapasite artışı ve Transit model satışlarındaki potansiyel yükselişin etkisiyle 2018'de çift haneli ciro büyümesinin devam edeceğini düşünüyuoruz. Ayrıca kârlılık ve temettü verimindeki iyileşmenin hisse fiyatını destekleyebileceğini düşünüyoruz. Hedef fiyatı 48TL'den 55'ye yükseltiyoruz. Yükseliş potansiyelinin sınırlı olması nedeniyle TUT tavsiyemizi sürdürüyoruz. Ford Otosan 8x 2018T FD/FAVÖK rasyosuyla beş yıllık ortalamanın hafif üzerinde işlem görmektedir.

Güçlü ihracat performansı sonrası tahminlerimizi yükseltiyoruz - Ford Otosan, yükselen ihracatın katkısıyla 9A17'de %8 yıllık hacim büyümesi ve %84 kapasite kullanım oranı açıkladı. Ford Avrupa'nın İngiltere, Fransa, İspanya ve İtalya gibi ana pazarlarda pazar payı kazanımları özelikle Transit Custom modeli satışlarında çift haneli büyümelere neden oldu. Bilindiği üzere Ford Otosan güçlü ihracat talebini karşılamak için Eylül 2018'de kadar iki fazda %10 kapasite artış kararı almıştı. Şirket yönetimi 3Ç17 analist toplantısında %6 kapasite artışının yeni tamamlandığını ve 2018'de daha yüksek ihracatın mümkün olabileceğini belirtmişti. Güncel tahminlerimize göre Ford Otosan'ın 2018'de ihracatında %8 büyüme öngörüyoruz.

FAVÖK 2Y17'de iyileşme gösteriyor – Ford Avrupa'dan tahsil edilen tutarların kurdaki volatilite nedeniyle çeyreksel ortalama avro/TL kurundan daha yüksek kurda gerçekleşmesi, yurtiçinde Transit Courier modelinde yapılan fiyat artışları ve yüksek marjlı orta ticari araçların ciro payının artması 3Ç17'deki marj iyileşmesinde etkili oldu. Benzer faktörlerin devam edeceği varsayımıyla 4Ç17'de yıllık marj iyileşmesinin devam edeceğini öngörüyoruz. Sonraki yıllar için marj tahminlerimizi koruyoruz.

2018'de daha yüksek temettü verimi öngörüyoruz – 2017'de kârlılıkta beklenen önemli artış ve yüklü yatırım döneminin sona ermesi nedeniyle temettü veriminin %6,5'e yükseleceğini öngörüyoruz.

Tavsiye	**TUT**
Hedef fiyat	TL55
Getiri potansiyeli	1%

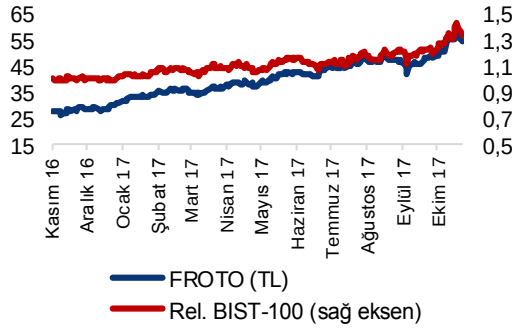
Hisse bilgileri

Hisse Kodu			**FROTO TI**
Hisse fiyatı (24-11-2017)			54,4
Hisse fiyat aralığı (52 haftalık)			26 / 58
Piyasa Değeri (TL mn - USD mn)			19072,0 - 4844,9
Hisse adedi (mn) & halka açıklık oranı			351 - 18%
Ortalama işlem hacmi	**1 Ay**	**3 Ay**	**12 Ay**
USD mn	4,7	4,3	4,1

Fiyat performansı	**1 Ay**	**3 Ay**	**YBB**
TL	11%	15%	88%
USD	5%	2%	68%
BIST-100'e göre performans	14%	20%	40%

Tahminler (TL mn)	**2016**	**2017T**	**2018T**
Net satışlar	18.289	25.095	30.209
FAVÖK	1.485	2.073	2.449
Net kâr	955	1.450	1.637

Değerleme	**2016**	**2017T**	**2018T**
F/K	20,0x	13,2x	11,7x
F/DD	6,0x	5,0x	4,5x
FD/FAVOK	13,6x	9,5x	8,0x
FD/Net satışlar	1,1x	0,8x	0,6x
Temettü verimi	3,5%	4,1%	6,5%



Ece Mandacı, CFA
+90 212 355 2679
ece.mandaci@tacirler.com.tr

Tahminler – Ford Otosan

Bilanço	2015	2016	2017T	2018T	2019T
Nakit ve benzerleri	980	1.189	1.902	2.141	2.471
Ticari alacaklar	1.784	2.158	2.613	3.145	3.450
Stoklar	1.000	1.054	1.195	1.448	1.587
Diğer dönen varlıklar	267	275	376	453	496
Dönen varlıklar	**4.031**	**4.676**	**6.086**	**7.187**	**8.004**
Finansal yatırımlar	13	19	21	23	24
Maddi duran varlıklar	3.251	3.303	3.628	3.791	3.824
Maddi olmayan duran varlıklar	540	553	553	553	553
Diğer duran varlıklar	594	736	813	862	946
Duran varlıklar	**4.397**	**4.610**	**5.014**	**5.229**	**5.347**
Toplam varlıklar	**8.428**	**9.286**	**11.100**	**12.416**	**13.351**
Kısa vadeli borçlanmalar	1.260	1.348	1.502	1.649	1.659
Ticari borçlar	2.314	2.617	3.260	3.938	4.320
Diğer kısa vadeli yükümlülükler	250	342	470	565	620
Kısa vadeli yükümlülükler	**3.824**	**4.308**	**5.232**	**6.152**	**6.599**
Uzun vadeli borçlanmalar	1.301	1.504	1.617	1.523	1.532
Diğer uzun vadeli yükümlülükler	244	311	426	513	563
Uzun vadeli yükümlülükler	**1.545**	**1.815**	**2.044**	**2.036**	**2.095**
Özkaynaklar	**3.060**	**3.164**	**3.824**	**4.228**	**4.657**
Ana ortaklığa ait	3.060	3.164	3.824	4.228	4.657
Kontrol gücü olmayan paylar	0	0	0	0	0
Toplam kaynaklar	**8.428**	**9.286**	**11.100**	**12.416**	**13.351**
Net borç	1.580	1.663	1.218	1.030	720
Net işletme sermayesi	487	527	454	543	593
Net işletme sermayesi (operasyon	470	595	547	655	716
Yatırılan sermaye	4.277	4.383	4.635	4.887	4.970

Gelir tablosu	2015	2016	2017T	2018T	2019T
Net satışlar	**16.746**	**18.289**	**25.095**	**30.209**	**33.136**
Brüt kâr	1.860	2.086	2.642	3.089	3.385
Faaliyet giderleri	879	1.057	1.071	1.335	1.431
Esas faaliyet kârı	981	1.029	1.572	1.754	1.954
FAVÖK	**1.386**	**1.485**	**2.073**	**2.449**	**2.683**
Net diğer gelir	53	76	103	69	100
Net finansman geliri	-168	-135	-193	-101	-32
Vergi öncesi kâr	866	970	1.481	1.723	2.022
Vergi gideri	24	15	31	86	202
Net kâr	**842**	**955**	**1.450**	**1.637**	**1.820**

Nakit akış tablosu					
FAVÖK	**1.386**	**1.485**	**2.073**	**2.449**	**2.683**
Vergi gideri	196	206	314	386	430
Yatırımlar	560	538	828	858	762
İşletme sermayesi değişir	88	41	-73	89	51
Serbest nakit akışı	**542**	**701**	**1.005**	**1.117**	**1.441**

Büyüme ve marjlar					
Net satışlar	40,4%	9,2%	37,2%	20,4%	9,7%
FAVÖK	66,7%	7,2%	39,6%	18,1%	9,6%
Net kâr	41,5%	13,5%	51,8%	12,9%	11,2%
Brüt marj	11,1%	11,4%	10,5%	10,2%	10,2%
Esas faaliyet kâr marjı	5,9%	5,6%	6,3%	5,8%	5,9%
FAVÖK marjı	8,3%	8,1%	8,3%	8,1%	8,1%
Net marj	5,0%	5,2%	5,8%	5,4%	5,5%
Serbest nakit akışı marjı	3,2%	3,8%	4,0%	3,7%	4,3%

Oranlar					
Karlılık					
Özsermaye kârlılığı	29,0%	30,7%	41,5%	40,7%	41,0%
Net kâr	5,0%	5,2%	5,8%	5,4%	5,5%
Aktif devri	2,1x	2,1x	2,5x	2,6x	2,6x
Kaldıraç	2,7x	2,8x	2,9x	2,9x	2,9x
Aktif kârlılığı	10,7%	10,8%	14,2%	13,9%	14,1%
Yatırılan sermaye kârlılığı	18,8%	19,0%	27,9%	29,5%	31,7%
Kaldıraç					
Net borç/toplam varlıklar	30%	31%	28%	26%	24%
Net borç/özsermaye	0,52	0,53	0,32	0,24	0,15
Net borç/FAVÖK	1,14	1,12	0,59	0,42	0,27

Hisse başına (TL)					
Net kâr	2,40	2,72	4,13	4,66	5,19
Özsermaye	8,72	9,02	10,90	12,05	13,27
Temettü	1,14	1,89	2,25	3,51	3,96

Değerleme					
F/K	22,7x	20,0x	13,2x	11,7x	10,5x
F/DD	6,2x	6,0x	5,0x	4,5x	4,1x
FD/FAVOK	14,5x	13,6x	9,5x	8,0x	7,1x
FD/Net satışlar	1,2x	1,1x	0,8x	0,6x	0,6x
Temettü verimi	2,1%	3,5%	4,1%	6,5%	7,3%
Serbest nakit akışı verimi	2,8%	3,7%	5,3%	5,9%	7,6%

Kaynak: Tacirler Yatırım Araştırma

** Bütün rakamlar milyon TL olarak ifade edilmiştir.*

Tofaş

2018'de daha güçlü ihracat performansı bekliyoruz

Tofaş yıl başından bu yana BIST-100 endeksine paralel performans gösterirken, Ford Otosan'ın oldukça altında hisse performansı gösterdi. İhracat beklentilerindeki aşağı revizyon performansta etkili olsa da yurtiçi satışlar beklentilerin üzerinde gerçekleşiyor. 2017'de önceki beklentilerin altında yapılan ihracatın geçici olduğunu düşünüyor ve 2018'de %9 ihracat büyümesi öngörüyoruz. Avrupa'daki Fiat bayilerinin tekrar stoklamaya başlaması ve filo satışlarında Tipo modelinin payının artmasının ihracatı destekleyeceğini düşünüyoruz. 3Ç17'de görülen güçlü FAVÖK marjı büyümesinin ardından da marj beklentilerini yukarı çekerken, risksiz getiri oranı tahminimizi 50 baz puan yükselttik. Böylelikle Tofaş için tavsiyemizi AL'a yükseltirken (önceki TUT), hedef fiyatı 33TL'den 38,5TL'ye artırıyoruz.

İhracat hacimlerinin 2018'de iyileşeceğini düşünüyoruz – Tofaş'ın, 2017'de şirketin beklentisi 280-300 bin adet seviyesine yakın 288 bin seviyesinde (+%3) ihracat gerçekleştireceğini düşünüyoruz. Bilindiği üzere şirket ilk beklentisi 330-340 bin adet ihracatı yıl içinde iki defa aşağı revize etti. Fiat bayilerindeki stok eritimi beklentilerdeki düşüşte etkili oldu. Tipo modellerinde Avrupa'da görülen güçlü satışların katkısıyla Fiat bayilerinin yakın dönemde tekrar stok artıracağını düşünüyoruz. Ayrıca filo satışlarında Tipo modelinin potansiyel artışı ihracatı destekleyecektir. Tipo satışlarında beklenen artışın, PSA'yla 16 bin adet araçlık kontratın sona erecek olması nedeniyle gerileyecek hafif ticari araç ihracatını dengeleyeceğini ve 2018'de toplam ihracatın %9 artışla 314 bin adede ulaşacağını öngörüyoruz.

Yurtiçi satışlar hafif ticari araç satışlarıyla desteklenecek – Tofaş'ın yılı 121 bin adet araç satışıyla %13 artışla bitirmesini bekliyoruz (şirket beklentisi 120-130 bin adet aralığındadır). 2018'de toplam satışları yatay seviyede öngörürken, beklenen fiyat artışları nedeniyle binek araç satışlarında %2 daralma öngörüyoruz. Hafif ticari araç satışında ise %2 büyüme tahmin ediyoruz.

Avrodaki güçlü seyir ve Fiat Grup bünyesindeki maliyet kısıcı önlemler marj büyümesine katkı sağlayacak – Tofaş'ın 3Ç17'de FAVÖK marjı 200 baz puanlık yıllık artış kaydetti. Maliyet düşüşüne yol açan maliyet azaltıcı önlemler ve TL'nin avroya karşı değer kaybetmesinin kısa vadeli etkisi nedeniyle marj iyileşmesi gerçekleşti. 4Ç17'de de aynı koşulların devam edeceğini varsayarak marj büyümesi öngördük. 2017'de %10,7 FAVÖK marjı beklerken, 2018 ve 2019 FAVÖK marjı tahminlerimizi 30-50 baz puan seviyesinde yükselttik.

Tavsiye	**AL**
Hedef fiyat	TL38,5
Getiri potansiyeli	17%

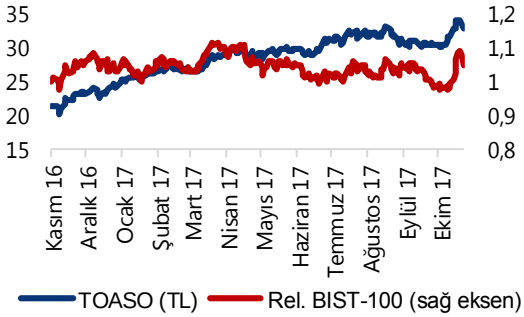
Hisse bilgileri

Hisse Kodu			**TOASO TI**
Hisse fiyatı (24-11-2017)			33,0
Hisse fiyat aralığı (52 haftalık)			20 / 34
Piyasa Değeri (TL mn - USD mn)			16500,0 - 4191,5
Hisse adedi (mn) & halka açıklık oranı			500 - 24%
Ortalama işlem hacmi	**1 Ay**	**3 Ay**	**12 Ay**
USD mn	5,7	5,5	5,4

Fiyat performansı	**1 Ay**	**3 Ay**	**YBB**
TL	9%	5%	37%
USD	3%	-8%	23%
BIST-100'e göre performans	12%	9%	3%

Tahminler (TL mn)	**2016**	**2017T**	**2018T**
Net satışlar	14.236	18.026	21.710
FAVÖK	1.367	1.930	2.225
Net kâr	970	1.298	1.588

Değerleme	**2016**	**2017T**	**2018T**
F/K	17,0x	12,7x	10,4x
F/DD	5,6x	4,4x	3,6x
FD/FAVOK	13,5x	9,2x	7,6x
FD/Net satışlar	1,3x	1,0x	0,8x
Temettü verimi	2,2%	2,1%	4,7%



Ece Mandacı, CFA
+90 212 355 2679
ece.mandaci@tacirler.com.tr

Tahminler – Tofaş

Bilanço	2015	2016	2017T	2018T	2019T
Nakit ve benzerleri	2.387	2.216	2.718	3.942	4.449
Ticari alacaklar	1.037	1.361	1.679	2.022	2.119
Stoklar	548	920	1.107	1.331	1.400
Diğer dönen varlıklar	146	359	589	699	730
Dönen varlıklar	**5.209**	**6.238**	**7.477**	**9.560**	**10.416**
Finansal yatırımlar	853	847	1.110	1.257	1.378
Maddi duran varlıklar	2.112	2.321	2.387	2.396	2.413
Maddi olmayan duran varlıklar	1.284	1.770	1.815	1.821	1.832
Diğer duran varlıklar	410	654	791	947	991
Duran varlıklar	**4.658**	**5.592**	**6.103**	**6.420**	**6.614**
Toplam varlıklar	**9.867**	**11.830**	**13.580**	**15.980**	**17.030**
Kısa vadeli borçlanmalar	1.832	2.037	2.151	2.360	2.375
Ticari borçlar	2.448	3.355	4.076	4.954	5.217
Diğer kısa vadeli yükümlülükler	247	300	400	482	505
Kısa vadeli yükümlülükler	**4.527**	**5.692**	**6.626**	**7.796**	**8.097**
Uzun vadeli borçlanmalar	2.554	2.979	3.037	3.333	3.355
Diğer uzun vadeli yükümlülükler	203	201	199	239	251
Uzun vadeli yükümlülükler	**2.757**	**3.180**	**3.236**	**3.572**	**3.606**
Özkaynaklar	**2.582**	**2.957**	**3.717**	**4.527**	**5.203**
Ana ortaklığa ait	2.582	2.957	3.717	4.527	5.203
Kontrol gücü olmayan paylar	0	0	0	0	0
Toplam kaynaklar	**9.867**	**11.830**	**13.580**	**15.895**	**16.905**
Net borç	1.920	2.632	2.071	1.282	792
Net işletme sermayesi	47	199	-116	-287	-244
Net işletme sermayesi (operasyon	-862	-1.074	-1.289	-1.601	-1.698
Yatırılan sermaye	3.443	4.290	4.086	3.930	4.002

Gelir tablosu	2015	2016	2017T	2018T	2019T
Net satışlar	**9.921**	**14.236**	**18.026**	**21.710**	**22.750**
Brüt kâr	1.217	1.448	1.962	2.435	2.494
Faaliyet giderleri	508	604	703	801	855
Esas faaliyet kârı	709	844	1.259	1.634	1.638
FAVÖK	**1.069**	**1.367**	**1.930**	**2.225**	**2.244**
Net diğer gelir	-22	-43	-123	22	24
Net finansman geliri	-69	-3	70	15	53
Vergi öncesi kâr	618	798	1.206	1.672	1.715
Vergi gideri	-213	-172	-92	84	86
Net kâr	**831**	**970**	**1.298**	**1.588**	**1.629**

Nakit akış tablosu					
FAVÖK	**1.069**	**1.367**	**1.930**	**2.225**	**2.244**
Vergi gideri	142	169	252	360	360
Yatırımlar	1.262	1.300	782	606	635
İşletme sermayesi değişir	-7	152	-315	-171	44
Serbest nakit akışı	**-328**	**-255**	**1.211**	**1.432**	**1.206**

Büyüme ve marjlar					
Net satışlar	33,3%	43,5%	26,6%	20,4%	4,8%
FAVÖK	28,4%	27,9%	41,2%	15,3%	0,9%
Net kâr	44,7%	16,8%	33,8%	22,4%	2,6%
Net kâr düzeltilmiş					
Brüt marj	12,3%	10,2%	10,9%	11,2%	11,0%
Esas faaliyet kâr marjı	7,1%	5,9%	7,0%	7,5%	7,2%
FAVÖK marjı	10,8%	9,6%	10,7%	10,2%	9,9%
Net marj	8,4%	6,8%	7,2%	7,3%	7,2%
Serbest nakit akışı marjı	-3,3%	-1,8%	6,7%	6,6%	5,3%

Oranlar					
Karlılık					
Özsermaye kârlılığı	34,4%	35,0%	38,9%	38,5%	33,5%
Net kâr	8,4%	6,8%	7,2%	7,3%	7,2%
Aktif devri	1,2x	1,3x	1,4x	1,5x	1,4x
Kaldıraç	3,5x	3,9x	3,8x	3,6x	3,4x
Aktif kârlılığı	9,8%	8,9%	10,2%	10,7%	9,9%
Yatırılan sermaye kârlılığı	18,9%	17,5%	24,1%	32,6%	33,0%
Kaldıraç					
Net borç/toplam varlıklar	44%	42%	38%	36%	34%
Net borç/özsermaye	0,74	0,89	0,56	0,28	0,15
Net borç/FAVÖK	1,80	1,93	1,07	0,58	0,35

Hisse başına (TL)					
Net kâr	1,66	1,94	2,60	3,18	3,26
Özsermaye	5,16	5,91	7,43	9,05	10,41
Temettü	0,97	0,73	0,70	1,56	1,91

Değerleme					
F/K	19,9x	17,0x	12,7x	10,4x	10,1x
F/DD	6,4x	5,6x	4,4x	3,6x	3,2x
FD/FAVOK	16,9x	13,5x	9,2x	7,6x	7,3x
FD/Net satışlar	1,8x	1,3x	1,0x	0,8x	0,7x
Temettü verimi	2,9%	2,2%	2,1%	4,7%	5,8%
Serbest nakit akışı verimi	-2,0%	-1,5%	7,3%	8,7%	7,3%

Kaynak: Tacirler Yatırım Araştırma

** Bütün rakamlar milyon TL olarak ifade edilmiştir.*

Yatırım Merkezlerimiz

Genel Müdürlük
Nispetiye Cad. B-3 Blok Kat: 7-9
Akmerkez Etiler - İSTANBUL
0 212 355 46 46

Adana
Cemal Paşa Mah. Gazipaşa Bul.
Cemal Uğurlu Apt. Kat: 1 D: 4 ADANA

(0 322) 457 77 55

Ankara
Remzi Oğuz Arık Mah. Tunalı Hilmi Cad.
Yaprak Apt. No: 94 Kat: 2 D: 9
Kavaklıdere Çankaya - ANKARA

(0 312) 435 18 36

Antalya
Şirinyalı Mah. İsmet Gökşen Cad. Özden
Apt. No:82/6 Muratpaşa - ANTALYA

(0 242) 248 45 20

Bakırköy
İstanbul Cad. Bakırköy İş Merkezi No:
6 Kat: 4 D: 14 Bakırköy - İSTANBUL

(0 212) 570 52 59

Bursa
Muradiye Mah. Çekirge Cad. Koçer Apt.
No: 49 Kat: 2 D: 4 Osmangazi - BURSA

(0 224) 225 64 10

Denizli
Saraylar Mah. 2. Ticari Yol No: 32 Kat: 5
DENİZLİ

(0 258) 265 87 85

Erenköy
Bağdat Cad. Çubukçu Apt. No: 333
Kat: 2 D: 4 Kadıköy - İSTANBUL

(0 216) 348 82 82

Gaziantep
İncilipinar Mah. Gazimuhtarpaşa Bul.
Kepkepzade Park İş Merkezi B Blok No:
18 Kat: 1 D: 5 GAZİANTEP

(0 342) 232 35 35

Girne
Şehit Necati Gürkaya Mevkii Çağdaş Apt.
Kat: 1 D: 1 Girne - KKTC

(0 392) 815 14 54-55-56

İzmir
Şair Eşref Bul. Ragıp Şanlı İş Merkezi
No: 6 Kat: 3 D: 306 Çankaya - İZMİR

(0 232) 445 01 61

İzmit
Hürriyet Cad. Kaya İşhanı No: 39/5 İzmit -
KOCAELİ

(0 262) 323 11 33

İzmit İrtibat
Ömerağa Mah. Alemdar Cad. İ. Kolaylı
Apt. No: 8 Kat: 2 İzmit KOCAELİ

(0 262) 260 01 01

Karadeniz Ereğli
Murtaza Mah. Hamamüstü Sok. İ. Esat
Taneri İş Merkezi No: 19 Kat: 2
Karadeniz Ereğli - ZONGULDAK

(0 372) 316 40 50

Kartal
Üsküdar Cad. Cevat Kayacan Apt. No:
26 Kat: 4 D: 8 Kartal - İSTANBUL

(0 216) 306 22 71 - 306 22 06

Kayseri
Cumhuriyet Mah. Turan Cad. Turan Plaza
Apt. No:8 Kat:2 D:5 Melikgazi / KAYSERİ

(0 352) 221 08 68 - 222 82 51

Mersin
Çankaya Mah. Bahri Ok İş Merkezi B
Blok No: 78 MERSİN

(0 324) 238 11 89

Uyarı Notu

Bu raporda yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmakta olup finansal bilgi ve genel yatırım tavsiyesi kapsamında hazırlanmıştır ve hiçbir şekilde 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 dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

Yatırım Danışmanlığı hizmeti talep edilmesi halinde; yatırımcının Tacirler Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ile Yatırım Danışmanlığı sözleşmesi imzalamış olması, Yerindelik Testi'ni tamamlamış ve risk grubunun belirlemiş olması zorunludur.

Bu raporda yer alan her türlü bilgi, yorum ve tavsiye uygunluk testi ile tespit edilecek risk grubunuz ve getiri beklentiniz ile uyumlu olmayabilir. Dolayısıyla, uygunluk testi neticesinde risk grubunuz tespit edilmeden sadece burada yer alan bilgilere dayanılarak yatırım kararı verilmesi amaç, bilgi ve tecrübenize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

Bu rapor herhangi bir sürede belirli bir getirinin sağlanacağına dair bir taahhüt içermemekte olup, zaman içerisinde piyasa koşullarında meydana gelen değişiklikler nedeniyle yorum ve tavsiyelerde değişiklikler söz konusu olabilir. Bu raporda bahsedilen yatırım araçlarının fiyatları ve değerleri yatırımcıların menfaatlerine aykırı olarak hareket edebilir ve netice itibariyle yatırımcılar anaparalarını kaybetme riski ile karşı karşıya kalabilirler. Bu raporda yer alan geçmiş performans verileri gelecekte elde edilecek sonuçların bir garantisi olarak kabul edilemez.

Bu raporda yer alan tüm bilgiler ve görüşler yatırımcıları bilgilendirmek amacıyla, Tacirler Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından güncel ve güvenilir kaynaklardan temin edilmiş olmakla beraber, Tacirler Yatırım Menkul Değerler A.Ş. söz konusu bilgilerin doğru ve tam olduğunu taahhüt etmemektedir. Raporlardaki yorumlardan, bilgilerin tam veya doğru olmaması ve/veya güncellenme nedeniyle doğabilecek maddi ve manevi zararlardan Tacirler Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ve çalışanları sorumlu tutulamaz.

Bu rapor, sadece gönderildiği kişilerin kullanımı içindir. Bu raporun tümü veya bir kısmı Tacirler Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin yazılı izni olmadan çoğaltılamaz, yayınlanamaz veya üçüncü kişilere gösterilemez, ticari amaçla kullanılamaz. Aksi halde, Tacirler Yatırım Menkul Değerler A.Ş. uğramış olduğu bütün zarar ve ziyanı talep etme hakkını saklı tutar.