

TOFAŞ

Hedef fiyatı 33 TL'ye yükseltiyor, TUT tavsiyemizi sürdürüyoruz.

1Y17'de beklentilerin üzerinde açıklanan FAVÖK rakamı, makro tahminlerdeki değişikliklerin yansıtılması ve risksiz getiri oranının 50 baz puan aşağı revize edilmesi sonrası hedef fiyatımızı 33 TL'ye (önceki 28TL) yükseltiyoruz. Tofaş 1Y17'de, FAVÖK marjındaki iyileşmeyle birlikte beklentilerin üzerinde operasyonel performans açıkladı. Şirketin maliyet kısıcı önlemleri ve yurtiçi perakende kanalında gerçekleşen marj iyileşmeleri operasyonel kârlılığı destekledi. Ancak Tofaş'da hisse fiyatında görülen artış nedeniyle düşük yükseliş potansiyeli öngörüyoruz. Tofaş, 8,9x 2017T FD/FAVÖK çarpanıyla bir yıllık ortalamasının %10 üzerinde işlem görüyor.

2Ç17 sonuçları beklentilerin üzerinde açıklandı - Tofaş 312 milyon TL net kâr açıkladı ve sonuç bizim beklentimiz 310 milyon TL'ye paralel ve konsensusun (270 milyon TL) üzerinde gerçekleşti. FAVÖK rakamı beklentimizin üzerinde açıklanmasına rağmen şirketin beklentimizin altında finansal gelir ve ertelenmiş vergi geliri elde etmesi tahminimize yakın net kâr gerçekleşmesine neden oldu. Net satışlar beklentiler dahilinde %23 yıllık 4.499 milyon TL seviyesine yükseldi. Net satışlardaki artış Türkiye'de fiyat artışları ve EUR/TL'deki güçlü seyirin katkısıyla sağlanırken, toplam hacimler 106bin adet seviyesinde korundu. FAVÖK %39 yıllık artışla 470 milyon TL seviyesine yükselirken, FAVÖK marjı 10,4% olarak gerçekleşti. Bizim beklentimiz %9,2 FAVÖK marjıydı. Şirketin maliyet kısıcı önlemleri ve yurtiçi perakende kanalında gerçekleşen marj iyileşmeleri operasyonel kârlılığı destekledi. Net kâr %31 yıllık artışla, FAVÖK'teki artışın gerisinde kaldı. Bunun ana nedeni ertelenmiş vergi gelirindeki azalıştır.

Şirket yurtiçi satış hacimlerini 5bin adet yükseltti - Yönetim, toplam satış beklentisini 5bin adet 415-455bin adet seviyesine yükseltirken, yurtiçi satış beklentisini 115-125bin adede yükseltti. Yurtiçi hafif araç pazarı tahmini ise 920-940bin adet (%4-6 yıllık aşağıda) seviyesine artırıldı. Şirket yurtiçi piyasada 2Y17'de, Egea 1,6 DS AT ve station wagon modellerin katkısıyla pazar payı kazanımının sürdürülebilir olduğunu düşünüyor. Yurtdışı satış beklentisi ise 300-330bin adette korunmaktadır. 2Y17'de ihracatta sevkiyatların artacağı beklentisi mevcuttur ve şirket yeni pazar olarak Latin Amerika ve Afrika'da yeni ülkeler ve Rusya'yı hedeflemektedir. Yönetim ayrıca FCA Group'la beraber Tipo üretiminin artırılması doğrultusunda gerçekleşecek yeni yönetim modellerine sıcak bakabileceklerini belirtti.

Tavsiye

TUT

Hedef fiyat

TL33

Getiri potansiyeli

5%

Hisse bilgileri

Hisse Kodu	TOASO TI
Hisse fiyatı (28-07-2017)	31,4
Hisse fiyat aralığı (52 haftalık)	20 / 31
Piyasa Değeri (TL mn - USD mn)	15700,0 - 4448,6
Hisse adedi (mn) & halka açıklık oranı	500 - 24%
Ortalama işlem hacmi	1 Ay 3 Ay 12 Ay
USD mn	5,0 5,6 5,3

Fiyat performansı

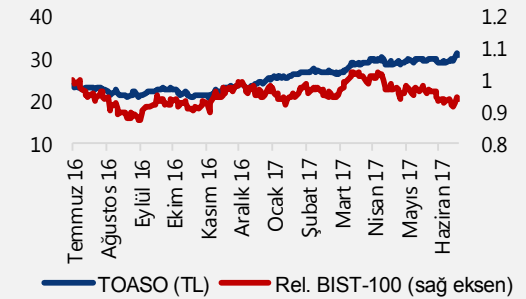
	1 Ay	3 Ay	YBB
TL	7%	6%	31%
USD	7%	7%	30%
BIST -100'e göre performans	0%	-7%	-5%

Tahminler (TL mn)

	2016	2017T	2018T
Net satışlar	14.236	19.068	20.911
FAVÖK	1.367	1.897	2.048
Net kâr	970	1.276	1.200

Değerleme

	2016	2017T	2018T
F/K	16,2x	12,3x	13,1x
F/DD	5,3x	4,1x	3,7x
FD/FAVOK	13,0x	8,9x	8,1x
FD/Net satışlar	1,2x	0,9x	0,8x
Temettü verimi	2,3%	2,2%	4,9%



Ece Mandacı, CFA

+90 212 355 2679

ece.mandaci@tacirler.com.tr

Tahminlerde revizyonlar

	Eski Tahminler			Yeni Tahminler		Tahminlerde deęişiklik	
Tofaş							
Satış hacimleri	392	438	438	436	441	0%	1%
Yurtiçi	113	112	112	119	124	7%	10%
İhracat	280	326	325	317	317	-3%	-3%
Net satışlar	14.236	18.857	20.349	19.068	20.911	1%	3%
FAVÖK	1.367	1.750	1.887	1.897	2.048	8%	9%
Net kâr	970	1.279	1.153	1.276	1.200	0%	4%
FAVÖK marjı	9,6%	9,3%	9,3%	10,0%	9,8%	0,67pp	0,52pp
Net marj	6,8%	6,8%	5,7%	6,7%	5,7%	-0,09pp	0,07pp
Makro tahminler							
EUR/TL ortalama	3,338	3,914	4,222	4,042	4,433	3%	5%
USD/TL ortalama	3,019	3,745	4,069	3,688	4,003	-2%	-2%

Source: Tacirler Yatırım Araştırma

PROJEKSİYONLAR

Bilanço	2015	2016	2017T	2018T	2019T
Nakit ve benzerleri	2.387	2.216	3.032	3.658	4.387
Ticari alacaklar	1.037	1.361	1.776	1.948	2.068
Stoklar	548	920	1.180	1.287	1.369
Diğer dönen varlıklar	146	359	239	262	278
Dönen varlıklar	5.209	6.238	7.672	8.782	9.918
Finansal yatırımlar	853	847	1.044	1.176	1.312
Maddi duran varlıklar	2.112	2.321	2.350	2.326	2.339
Maddi olmayan duran varlıklar	1.284	1.770	1.790	1.774	1.782
Diğer duran varlıklar	410	654	757	827	876
Duran varlıklar	4.658	5.592	5.940	6.103	6.309
Toplam varlıklar	9.867	11.830	13.613	14.885	16.227
Kısa vadeli borçlanmalar	1.832	2.037	2.074	2.222	2.406
Ticari borçlar	2.448	3.355	4.353	4.788	5.102
Diğer kısa vadeli yükümlülükler	247	300	300	329	349
Kısa vadeli yükümlülükler	4.527	5.692	6.727	7.339	7.857
Uzun vadeli borçlanmalar	2.554	2.979	2.886	3.092	3.347
Diğer uzun vadeli yükümlülükler	203	201	199	218	231
Uzun vadeli yükümlülükler	2.757	3.180	3.085	3.310	3.579
Özkaynaklar	2.582	2.957	3.801	4.236	4.791
Ana ortaklığa ait	2.582	2.957	3.801	4.236	4.791
Kontrol gücü olmayan paylar	0	0	0	0	0
Toplam kaynaklar	9.867	11.830	13.613	14.885	16.227
Net borç	1.920	2.632	1.927	1.656	1.366
Net işletme sermayesi	47	199	-13	7	80
Net işletme sermayesi (operasyon)	-862	-1.074	-1.397	-1.553	-1.665
Yatırılan sermaye	3.443	4.290	4.126	4.107	4.201
Oranlar					
Karlılık					
Özsermaye kârlılığı	34,4%	35,0%	37,7%	29,9%	28,3%
Net kâr	8,4%	6,8%	6,7%	5,7%	5,7%
Aktif devri	1,2x	1,3x	1,5x	1,5x	1,4x
Kaldıraç	3,5x	3,9x	3,8x	3,5x	3,4x
Aktif kârlılığı	9,8%	8,9%	10,0%	8,4%	8,2%
Yatırılan sermaye kârlılığı	18,9%	17,5%	23,3%	28,5%	29,4%
Kaldıraç					
Net borç/toplam varlıklar	44%	42%	36%	36%	35%
Net borç/özsermaye	0,74	0,89	0,51	0,39	0,29
Net borç/FAVÖK	1,80	1,93	1,02	0,81	0,65

Kaynak: Tacirler Yatırım Araştırma

* Bütün rakamlar milyon TL olarak ifade edilmiştir.

Gelir tablosu	2015	2016	2017T	2018T	2019T
Net satışlar	9.921	14.236	19.068	20.911	22.198
Brüt kâr	1.217	1.448	1.949	2.271	2.395
Faaliyet giderleri	508	604	722	807	869
Esas faaliyet kârı	709	844	1.227	1.465	1.526
FAVÖK	1.069	1.367	1.897	2.048	2.118
Net diğer gelir	-22	-43	-89	8	8
Net finansman geliri	-69	-3	32	27	60
Vergi öncesi kâr	618	798	1.170	1.500	1.594
Vergi gideri	-213	-172	-106	300	319
Net kâr	831	970	1.276	1.200	1.275

Nakit akış tablosu

Nakit akış tablosu	2015	2016	2017T	2018T	2019T
FAVÖK	1.069	1.367	1.897	2.048	2.118
Vergi gideri	142	169	245	293	305
Yatırımlar	1.262	1.300	719	544	613
İşletme sermayesi değişir	-7	152	-212	20	73
Serbest nakit akışı	-328	-255	1.145	1.191	1.127

Büyüme ve marjlar

Büyüme ve marjlar	2015	2016	2017T	2018T	2019T
Net satışlar	33,3%	43,5%	33,9%	9,7%	6,2%
FAVÖK	28,4%	27,9%	38,8%	7,9%	3,4%
Net kâr	44,7%	16,8%	31,5%	-5,9%	6,3%
Net kâr düzeltilmiş					
Brüt marj	12,3%	10,2%	10,2%	10,9%	10,8%
Esas faaliyet kâr marjı	7,1%	5,9%	6,4%	7,0%	6,9%
FAVÖK marjı	10,8%	9,6%	10,0%	9,8%	9,5%
Net marj	8,4%	6,8%	6,7%	5,7%	5,7%
Serbest nakit akışı marjı	-3,3%	-1,8%	6,0%	5,7%	5,1%

Hisse başına (TL)

Hisse başına (TL)	2015	2016	2017T	2018T	2019T
Net kâr	1,66	1,94	2,55	2,40	2,55
Özsermaye	5,16	5,91	7,60	8,47	9,58
Temettü	0,97	0,73	0,70	1,53	1,44

Değerleme

Değerleme	2015	2016	2017T	2018T	2019T
F/K	18,9x	16,2x	12,3x	13,1x	12,3x
F/DD	6,1x	5,3x	4,1x	3,7x	3,3x
FD/FAVOK	16,1x	13,0x	8,9x	8,1x	7,8x
FD/Net satışlar	1,7x	1,2x	0,9x	0,8x	0,7x
Temettü verimi	3,1%	2,3%	2,2%	4,9%	4,6%
Serbest nakit akışı verimi	-2,1%	-1,6%	7,3%	7,6%	7,2%

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 55-55-56

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. Sultan Hamam Cad.
Kavuncu İş Merkezi No: 17 Kat: 1 D: 2
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 itibarıyla 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.