

Tofaş Oto

Yeni Tofaşlar yollarda

• **Tofaş Oto'yu "Endeksin Üzerinde" performans beklentisiyle yeniden araştırma kapsamımıza alıyoruz.** Hisse için 12 aylık hedef fiyatımız olan 19,9TL seviyesi %20 yukarı potansiyele işaret ediyor. 3 yeni binek otomobil modelinin üretim portföyüne eklenmesiyle şirketin operasyonlarının güçleneceğini düşünüyoruz. Buna ek olarak, ABD piyasasına Doblo ile yapılan giriş, MiniCargo'da planlanan değişiklikler ve Al-yada-Öde türü sözleşme boyutunun tahminimize göre 2017'de 325 bine (kapasitenin %80'i) ulaşacak olması şirketi cazip kılan ana unsurlar olarak belirtilebilir. Bu gelişmelerle şirketin defansif operasyon yapısı ve yüksek öngörülebilirliğini önümüzdeki on yılda da koruyacağını düşünüyoruz. Geçtiğimiz günlerde yaşanan yönetim-işçi anlaşmazlığını ana risk unsuru olarak görüyoruz. Hisse bu sebeple geçtiğimiz 1 ayda endekse göre yatay seyretti. Bunun öncesinde ise Tofaş, 3 aylık süreçte endeksin %14 üzerinde getiri sağlamıştı. Bu aşamada hissede göreceğimiz zayıflamaların alım fırsatı olacağını inanıyoruz.

• **Uluslararası benzer şirketlerde FD/VAFÖK çarpanı medyan değeri 10,8 ve Ford Otosan'ın FD/VAFÖK çarpanı 10,5 seviyesinde bulunurken, Tofaş Oto 8,1 FD/VAFÖK çarpanı ile işlem görüyor.** Şirketin ileriye dönük FD/VAFÖK çarpan ortalaması son iki yıllık dönemde ortalama 7,5 seviyesindeydi. Yeni binek otomobil modellerine bağlı olarak artan iyimserlik, Al-yada-Öde sözleşmelerine ilişkin belirsizliğin (Mini Cargo kontratının bitmesi) azalması ve 2015 yılındaki hacim iyileşmesini şirketteki yeniden değerlemenin ana sebepleri olarak görüyoruz.

• **Yeni binek otomobiller.** Tofaş şu anda 3 yeni PC modelini üretim portföyüne ekleme sürecinin ortasında – Dünya tanıtımı yeni yapılan "Aegea" isimli sedan modelinin ticari lansmanının 4Ç15'te olması bekleniyor. Diğer hatchback ve bir station vagon model ise 2016 yılının ikinci yarısında piyasada yerlerini alacak. Tofaş 2023'e kadar bu modellerden, tahminlerimize göre %65'i Al-yada-Öde garantisi altında olmak üzere, 1,3 milyon adet üretmeyi planlıyor.

• **Tofaş'a yeni bir ivme kazandıracak.** Yeni modeller Tofaş'ın hafif ticari araç ağırlıklı üretimini çeşitlendirecek ve şirketin Avrupa'nın en geniş binek otomobil segmentine dahil olmasını sağlayacak. Yeni binek otomobil modellerindeki Al-yada-Öde kontratlarının, Minicargo kontratlarındaki düşüşün (2015'te 105bine, 2016-17'de 16bine) büyük kısmını karşılamasıyla şirketin defansif yapısının güçlenmesini bekliyoruz.

Yeni binek otomobillerin müşteri trafiğini artırmasını bekliyoruz. Son olarak, binek otomobil lisans haklarının Tofaş'ın elinde bulunmasıyla, yeni piyasalara Fiat-Chrysler tarafından bir giriş yapılması halinde lisanslama ücretleri üzerinden ekstra potansiyel gelir elde edilebileceğini tahmin ediyoruz.

• **Finansallar.** 2014-2017 arasında Tofaş'ın ortalama %19 ciro büyümesi gerçekleştirmesini ve 2014 sonunda %10,9 olan VAFÖK marjının 2015'te %11,4'e ulaşmasını bekliyoruz. 2016 VAFÖK marjının ise, Al-yada-Öde sözleşmelerinin başlangıç döneminde bir miktar baskı altında kalacağını öngörüyoruz. Şirket için 2014-2017 döneminde ortalama %20 VAFÖK marjı tahmin ederken, net karın 2015'te %27 artıştan sonra 2016'da düşüş göstereceğini tahmin ediyoruz.

Endeksin Üzerinde

Hisse Fiyatı: 16,60 TL
12 Aylık Hedef: 19,90 TL

Ömer Ömerbaş

omer.omerbas@akyatirim.com.tr

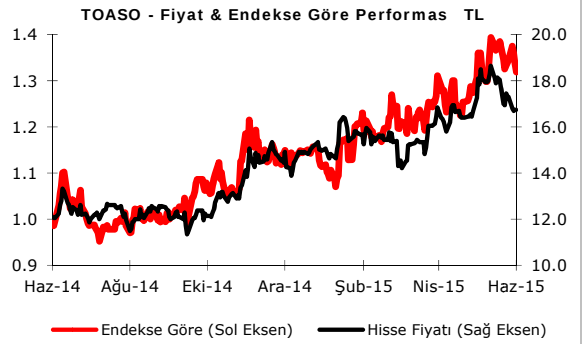
Göksel Şişmanlar

goksel.sismanlar@akyatirim.com.tr

Hisse Verileri

Hisse Kodu (Reuters, B.berg)	TOASO IS, TOASO TI
Piyasa Değ. (milyon TL)	8300
Hisse Adedi (milyon)	500
Halka Açıklık Oranı	%24
İşlem Hacmi (3 aylık ort., mln.TL)	23,6
Net Borç (2015/03, milyon TL)	-185
BIST-100 Endeksi (TL)	80.533

Hisse verileri 12 Haziran 2015 itibarıyla.



Hisse Performansı

	1 Hafta	1 Ay	3 Ay	1 Yıl
TL	-%4,0	-%7,0	%16,8	%37,7
Göreceli*	-%2,4	-%0,2	%11,1	%36,6

* BIST Getiri Endeksi'ne göre

Tahminler (milyon TL)

	2013	2014	2015T	2016T
Net Satış	7.216	7.621	9.073	9.967
VAFÖK	811	832	1.036	1.088
VAFÖK marjı	%11,2	%10,9	%11,4	%10,9
Net Kâr	434	574	731	680
FD/Satışlar	1,1	1,0	0,9	0,8
FD/VAFÖK	9,4	9,4	8,1	7,7
F/K	19,1	14,5	11,4	12,2

Ortaklık Yapısı

Koç Holding & Koç Ailesi	%37,86
Fiat	%37,86
Halka açık	%24,28

AKYatırım

Bu rapor, Ak Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından, güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan elde edilen bilgi ve veriler kullanılarak hazırlanmıştır. Raporda yer alan ifadeler, hiçbir şekilde veya suretle alış veya satış teklifi olarak değerlendirilmemelidir. Ak Yatırım, bu bilgilerin doğru, eksiksiz ve değişmez olduğunu garanti etmemektedir. Bu sebeple, okuyucuların, bu raporlardan elde edilen bilgilere dayanarak hareket etmeden önce, bilgilerin doğruluğunu teyit ettirmeleri önerilir ve bu bilgilere dayanarak aldıkları kararlarda sorumluluk kendilerine aittir. Bilgilerin eksikliği ve yanlışlığından Ak Yatırım hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. Ayrıca, Ak Yatırım'ın ve Akbank'ın tüm çalışanları ve danışmanlarının, herhangi bir şekilde bilgiler dolayısıyla ortaya çıkabilecek, doğrudan veya dolaylı zararlarla ilgili herhangi bir sorumluluğu yoktur. Burada yer alan bilgiler, bir yatırım tavsiyesi, yatırım aracının alım-satım önerisi ya da getiri vaadi değildir ve Yatırım Danışmanlığı kapsamında yer almamaktadır. Yatırım Danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak Yatırım Danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde sunulmaktadır. Bunlara ilaveten, Ak Yatırım, raporların Internet üzerinden e-mail yoluyla alınması durumunda virüs, hatalı gönderim veya diğer herhangi bir teknik sebepten dolayı alıcının donanımına veya yazılımına gelebilecek herhangi bir zarardan dolayı sorumlu tutulamaz.