



# Tofaş

## Başarılı İş Modeli

13 Şubat 2019

**Tofaş, başarılı iş modeli ile düzenli ve güvenli nakit akışlarına sahiptir.** Şirket, FCA ile uzun süredir devam ettirmekte olduğu "al ya da öde" kontratları sayesinde satış ve finans risklerini büyük ölçüde bünyesinde barındırmamakta, bu sayede de düzenli ve güvenli nakit akışlarına sahip olmaktadır. Mevcut iş modeli, ekonomik büyüme dönemlerinde şirketin bu ortamdan fayda sağlamasına olanak verirken, daralma dönemlerinde şirkete önemli ölçüde defansif nitelik kazandırmaktadır.

**2019 finansal sonuçlarının zayıf olacağını, fakat bu durumun alım fırsatı olarak değerlendirilebileceğini düşünmekteyiz.** 2019 yılında gerek iç pazarda, gerekse şirketin ihracat pazarlarında daralma beklemekteyiz. Nitekim, şirketin satışlarının yıllık %16 gerileme ile 265,000 adet olarak gerçekleşeceğini öngörmekteyiz. Yılın ilk yarısında talebin göreceli olarak daha zayıf olacağını, ikinci yarıda ise gerek enflasyonda gerekse faizlerde bir miktar gerileme olabileceği varsayımımıza dayanarak, talepte bir miktar toparlanma olabileceğini düşünmekteyiz. Yakın vadeli zayıf faaliyet performansı beklentimize karşın şirket düzenli olarak pozitif Ekonomik Katma Değer yaratmakta, Özsermaye Karlılığı da Özsermaye Maliyetinin en az on puan üzerinde olmaktadır. Orta ve uzun vadeli beklentilerimizin pozitif olduğu şirket hisseleriyle ilgili, bilanço bazlı geri çekilmelerin alım fırsatı olarak değerlendirilebileceğini düşünmekteyiz.

**Yeni jenerasyon HTA modeliyle ilgili FCA ile yapılabilecek anlaşma hisse fiyatı üzerinde katalizör rolü oynayabilir.** Anlaşmanın bu yılın ikinci ya da üçüncü çeyreğinde imzalanabileceğini öngörmekteyiz. Zira şirket, 2019 yılında bu yeni modelle ilgili ARGE yatırımlarını bütçesine dahil etmiştir.

**Şirket düzenli olarak ve yüksek oranda nakit temettü ödemesi yapmaktadır.** Yatırım harcamalarının yüksek olduğu yıllar da dahil olmak üzere şirket düzenli ve yüksek oranda nakit temettü ödemesi yapmaktadır. Son üç yılın ortalama nakit temettü dağıtım oranı %47'dir. 2018 karı üzerinden bu oranda temettü dağıtılması halinde %6.8 temettü verimi sağlanacaktır.

**İNA analiziyle hesapladığımız hedef değer hisse başına 28,51 TL'dir, %53 getiri potansiyeli.** %15,5 risksiz faiz oranı, %5,5 risk primi, ve %16,6 AOSM varsayımları altında belirlediğimiz hedef değer hisse başına 28,51 TL'dir. %53 getiri potansiyeline işaret eden bu hedef değer, 2019T 7,2 FD/FAVÖK ve 9,7 F/K çarpanlarına denk gelmektedir. Bu çarpanlar da, global benzer firmaların çarpanları ve şirketin kendi tarihsel çarpanları ile uyum halindedir.

**Değerleme ile ilgili risk teşkil edebilecek hususlar.** 1) Faizlerde önemli artış meydana gelmesi, 2) İç pazarda beklentilerimizin de ötesinde daralma olması, 3) Başta İtalya olmak üzere şirketin ihracat pazarlarında öngörülerimizin üzerinde bir gerileme meydana gelmesi, 4) Yeni jenerasyon HTA modeliyle ilgili olarak FCA ile yapılması beklenen anlaşmada olumsuz gelişmeler yaşanması.

(TLmn)	2016	2017	2018	2019T	2020T	2021T	2022T
Net Satışlar	14.236	17.468	18.603	18.422	20.672	23.572	35.248
FAVÖK	1.367	2.001	2.533	2.293	2.618	3.020	3.974
Net Kar	970	1.283	1.330	1.475	1.608	1.800	2.643
Brüt Kar Marjı	10,2%	11,6%	13,5%	12,6%	12,3%	12,9%	12,5%
FAVÖK Marjı	9,6%	11,5%	13,6%	12,4%	12,7%	12,8%	11,3%
Net Kar Marjı	6,8%	7,3%	7,2%	8,0%	7,8%	7,6%	7,5%
F/K (x)	11,3	11,2	9,5	6,3	5,8	5,2	3,5
PD/DD (x)	3,7	4,0	3,4	2,3	2,0	1,8	1,4
FD/FAVÖK (x)	9,9	8,5	6,2	5,1	5,0	4,8	3,7
FD/Satışlar (x)	1,0	1,0	0,8	0,6	0,6	0,6	0,4
Özsermaye Karlılığı	32,8%	35,8%	35,9%	35,7%	34,8%	35,1%	40,8%
Temettü Verimi (Brüt)	3,0%	2,1%	9,5%	6,8%	7,7%	9,1%	9,6%

AL

### Hisse Bilgileri

Sektör	Otomotiv
Bloomberg / Reuters Kodu	TOASO.TI / TOASO.IS
Fiyat (TL/hisse)	18,63
Hedef Fiyat (12A, TL/hisse)	28,51
Potansiyel Getiri	53%
52 Haftalık Fiyat Aralığı (TL)	15,3-29,64
Piyasa Değeri (milyon TL)	9,315
Firma Değeri (milyon TL)	12,362
Fili Dolaşım PD (milyon TL)	2,236
Ödenmiş Sermaye (milyon TL)	500
Dolaşımdaki Paylar	%24
Yabancı Oranı (Dolaşımdaki Pay %)	
En Son	%81,8
3 Ay Önce	%81,4

İşlem Hacmi	1H	1A	3A	1Y
Ortalama İşlem Miktarı (000)	1.184,1	1.183,0	1.783,7	1.366,8
Ortalama İşlem Hacmi (000TL)	23.103,0	22.804,0	32.160,5	29.802,1
Fiyat Aralığı (TL/hisse)	18,52-20,34	17,21-21,5	15,3-21,5	15,3-29,64

Hisse Performansı	1A	3A	6A	12A
Nominal Getiri	%6	%7	%8	-%36
BIST-100'e Göre Rölatif Getiri	-%6	-%4	-%23	-%29

### Ortaklık Yapısı

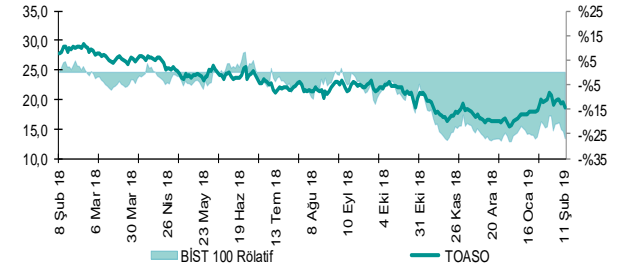
Ortaklık Yapısı	Oranı (%)
Koc Holding	%38
Fiat Group	%38
Diğer	%24

### Şirket Özeti

Koç Grubu ve Fiat ortaklığıyla 1968 yılında kurulan Tofaş Türk Otomobil Fabrikası A.Ş.'nin faaliyet konusu, Fiat Chrysler Automobiles S.p.A lisansıyla binek otomobil, otomotiv yedek parça ve hafif ticari araç üretimi, ithalatı ve satışlarıdır. Şirket, üretim faaliyetlerini Bursa'daki yaklaşık 1 milyon m<sup>2</sup>'lik tesislerinde gerçekleştirir. Şirketin yıllık 450,000 adet hafif araç üretim kapasitesi bulunmaktadır.

### Hisse Performansı

Kaynak: Gedik Yatırım



Dr. Emre Akyol, CFA

emre.akyol@gedik.com

+90 (212) 385 42 00

Lütfen raporun sonundaki yasal uyarıları göz önünde bulundurunuz.



İNA Analizi													
(TLmn)	2018	2019T	2020T	2021T	2022T	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T
<b>Net Gelirler</b>	<b>18.603</b>	<b>18.422</b>	<b>20.672</b>	<b>23.572</b>	<b>35.248</b>	<b>39.514</b>	<b>42.335</b>	<b>44.551</b>	<b>46.932</b>	<b>49.494</b>	<b>52.254</b>	<b>55.230</b>	<b>58.441</b>
Büyüme %	6,5%	-1,0%	12,2%	14,0%	49,5%	12,1%	7,1%	5,2%	5,3%	5,5%	5,6%	5,7%	5,8%
<b>FAVÖK</b>	<b>2.533</b>	<b>2.293</b>	<b>2.618</b>	<b>3.020</b>	<b>3.974</b>	<b>4.510</b>	<b>4.803</b>	<b>5.118</b>	<b>5.456</b>	<b>5.819</b>	<b>6.210</b>	<b>6.630</b>	<b>7.083</b>
Büyüme %	26,5%	-9,5%	14,2%	15,4%	31,6%	13,5%	6,5%	6,6%	6,6%	6,7%	6,7%	6,8%	6,8%
<b>FAVÖK Marjı</b>	<b>13,6%</b>	<b>12,4%</b>	<b>12,7%</b>	<b>12,8%</b>	<b>11,3%</b>	<b>11,4%</b>	<b>11,3%</b>	<b>11,5%</b>	<b>11,6%</b>	<b>11,8%</b>	<b>11,9%</b>	<b>12,0%</b>	<b>12,1%</b>
Esas Faaliyet Karı	1.758	1.551	1.711	2.076	2.982	3.129	2.908	3.186	3.642	4.102	4.570	5.051	5.550
Kaldıraçsız Vergiler (-)	439	103	102	112	111	99	99	156	178	238	268	349	389
<b>VSNİK</b>	<b>1.319</b>	<b>1.448</b>	<b>1.610</b>	<b>1.964</b>	<b>2.871</b>	<b>3.030</b>	<b>2.809</b>	<b>3.030</b>	<b>3.464</b>	<b>3.864</b>	<b>4.302</b>	<b>4.702</b>	<b>5.161</b>
VSNİK marjı	7,1%	7,9%	7,8%	8,3%	8,1%	7,7%	6,6%	6,8%	7,4%	7,8%	8,2%	8,5%	8,8%
Amortisman	775	741	907	945	992	1.381	1.895	1.931	1.814	1.717	1.640	1.579	1.533
Yatırım Harcamaları (-)	543	892	2.452	2.676	826	5.256	5.518	966	1.014	1.065	1.118	1.174	1.233
Net İşletme Sermayesinde Değişim (-)	845	-377	97	101	443	159	107	83	90	97	104	112	121
<b>Serbest Nakit Akımı</b>	<b>706</b>	<b>1.675</b>	<b>-32</b>	<b>132</b>	<b>2.594</b>	<b>-1.004</b>	<b>-921</b>	<b>3.913</b>	<b>4.173</b>	<b>4.420</b>	<b>4.720</b>	<b>4.995</b>	<b>5.340</b>
AOSM		16,6%	16,6%	16,6%	16,6%	16,6%	16,6%	16,6%	16,6%	16,6%	16,6%	16,6%	16,6%
İskonto Faktörü		0,87	0,75	0,64	0,55	0,47	0,40	0,35	0,30	0,25	0,22	0,19	0,16
<b>İNA</b>		<b>1.461</b>	<b>-24</b>	<b>85</b>	<b>1.427</b>	<b>-473</b>	<b>-373</b>	<b>1.357</b>	<b>1.241</b>	<b>1.127</b>	<b>1.032</b>	<b>936</b>	<b>858</b>
Toplam İNA		8.653											
Uç Büyüme Oranı		6,0%											
Uç Değer		53.817											
İndirgenmiş Uç Değer		8.651											
Firma Değeri		17.304											
Net Borç (nakit)		3.047											
<b>Hedef İNA Değeri</b>		<b>14.257</b>											
<b>Piyasa Değeri</b>		<b>9.315</b>											
<b>Getiri Potansiyeli</b>		<b>53%</b>											
<b>Hisse Fiyatı (TL)</b>		<b>18,63</b>											
<b>Hedef İNA Hisse Fiyatı (TL)</b>		<b>28,51</b>											

Kaynak: Gedik Yatırım



Gelir Tablosu (milyon TL)	2016	2017	2018	2019T	2020T	2021T	2022T
Net Satışlar	14.236	17.468	18.603	18.422	20.672	23.572	35.248
Satışların Maliyeti (-)	12.888	15.552	16.190	16.108	18.133	20.542	30.826
Brüt Kar	1.448	2.026	2.516	2.314	2.539	3.030	4.422
Faaliyet Giderleri (-)	604	721	759	763	828	954	1.441
Faaliyet Karı	844	1.305	1.758	1.551	1.711	2.076	2.982
FAVÖK	1.367	2.001	2.533	2.293	2.618	3.020	3.974
Diğer Faaliyet Dışı Gelirler, net	-43	-245	-577	-66	-71	-80	-79
Finansal Gelirler, net	-3	166	76	2	-19	-181	-238
Vergi Öncesi Kar	798	1.229	1.291	1.486	1.621	1.815	2.665
Vergi Gideri (-)	-172	-53	-40	12	13	15	21
Net Kar	970	1.283	1.330	1.475	1.608	1.800	2.643
Azınlık Hakları	0	0	0	0	0	0	0
Net Kar (Ana Ortaklık Payı)	970	1.283	1.330	1.475	1.608	1.800	2.643
Pay Başına Kazanç	1,94	2,57	2,66	2,95	3,22	3,60	5,29
Pay Başına Temettü	0,73	0,70	1,60	1,26	1,43	1,70	1,79

Büyüme Oranları	2016	2017	2018	2019T	2020T	2021T	2022T
Satış	43,5%	22,7%	6,5%	-1,0%	12,2%	14,0%	49,5%
FAVÖK	27,9%	46,5%	26,5%	-9,5%	14,2%	15,4%	31,6%
Net Kar	16,8%	32,2%	3,7%	10,8%	9,0%	12,0%	46,8%

Bilanço (milyon TL)	2016	2017	2018	2019T	2020T	2021T	2022T
Dönen Varlıklar	6.256	7.726	7.088	8.491	8.244	7.998	11.460
Nakit ve Benzerleri	2.383	3.239	2.385	3.704	2.879	1.876	2.307
K/V Alacaklar	2.745	3.104	3.376	3.309	3.713	4.234	6.332
K/V Stoklar	920	1.056	1.077	1.232	1.377	1.574	2.352
Duran Varlıklar	5.592	6.149	5.914	6.022	7.817	9.870	11.000
U/V Alacaklar	847	1.197	1.016	996	1.117	1.274	1.905
Maddi Duran Varlıklar, net	2.321	2.350	2.248	2.336	3.243	4.259	4.162
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	1.770	1.704	1.579	1.641	2.279	2.993	2.925
Ertelenmiş Vergiler	598	769	942	923	1.036	1.181	1.766
Toplam Varlıklar	11.848	13.875	13.002	14.513	16.061	17.868	22.460
K/V Yükümlülükler	5.711	6.845	6.098	6.827	7.558	8.486	11.305
K/V Finansal Borçlar	2.037	2.580	2.461	2.730	2.979	3.252	3.483
K/V Borçlar	3.674	4.265	3.637	4.097	4.579	5.234	7.822
U/V Yükümlülükler	3.180	3.447	3.198	3.551	3.881	4.250	4.679
U/V Finansal Borçlar	2.979	3.231	2.988	3.315	3.617	3.948	4.229
U/V Borçlar	201	216	209	236	264	301	451
Özkaynaklar	2.957	3.583	3.707	4.135	4.623	5.133	6.476
Net Borç / (Nakit)	2.627	2.566	3.064	2.341	3.717	5.323	5.404

Nakit Akış Tablosu (milyon TL)	2016	2017	2018	2019T	2020T	2021T	2022T
Vergi Öncesi Kar	798	1.229	1.291	1.486	1.621	1.815	2.665
Amortisman	523	697	775	741	907	945	992
İşletme Sermayesi Δ (-)	152	22	845	-377	97	101	443
Vergiler (-)	-172	-53	-40	12	13	15	21
Yatırım Harcamaları (-)	1.230	668	543	892	2.452	2.676	826
Temettü Ödemeleri (-)	365	350	800	631	717	849	894
Sermaye Arttırımı (-)	0	0	0	0	0	0	0
Borçlanma Δ	630	795	-362	596	551	603	511

Finansal Göstergeler	2016	2017	2018	2019T	2020T	2021T	2022T
Özsermaye Karlılığı	35,0%	39,2%	36,5%	37,6%	36,7%	36,9%	45,5%
FAVÖK Marjı	9,6%	11,5%	13,6%	12,4%	12,7%	12,8%	11,3%
Net Kar Marjı	6,8%	7,3%	7,2%	8,0%	7,8%	7,6%	7,5%
Net Borç / Özsermaye (x)	0,9	0,7	0,8	0,6	0,8	1,0	0,8
Net Borç / FAVÖK (x)	1,9	1,3	1,2	1,0	1,4	1,8	1,4
KV Borçlar / Toplam Borçlar	40,6%	44,4%	45,2%	45,2%	45,2%	45,2%	45,2%
Sermaye / Toplam Varlıklar	25,0%	25,8%	28,5%	28,5%	28,8%	28,7%	28,8%
Cari Oran (x)	1,1	1,1	1,2	1,2	1,1	0,9	1,0
Nakit Kar Payı Ödeme Oranı	36,1%	62,4%	47,5%	48,6%	52,8%	49,6%	50,4%



#### **YASAL UYARI**

Burada yer alan bilgiler Gedik Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından genel bilgilendirme amacı ile hazırlanmıştır. 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, Gedik Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan alınmıştır. Bu kaynakların kullanılması nedeni ile ortaya çıkabilecek hatalardan Gedik Yatırım Menkul Değerler A.Ş. sorumlu değildir.