

13 Temmuz 2017 Perşembe

Sektör	Sektör Görüşü	Rapor Türü	İlgili Hisseler
Otomotiv	Nötr	Güncelleme	DOAS, FROTO, TOASO

2016 yılında binek araç satışlarında rekor kıran otomotiv sektöründe 2017 yılı, kurlardaki oynaklık ve Kasım 2016'da binek araçlarda gerçekleşen Özel Tüketim Vergisi (ÖTV) artışları nedeniyle zorlu geçiyor. Öte yandan ticari yük taşımacılığında kullanılan araçların yenilenmesinde ÖTV muafiyeti teşvikinin, ekonomik aktivitedeki yavaşlık ve 3 yıllık bir döneme yayılması nedeniyle etkisinin sınırlı kalmaya devam etmesini bekliyor, böylece hafif araçlar piyasasında %8,0 daralma ile 905.000 adet (önceki beklentimiz: 950.000) araç satılacağını tahmin ediyoruz. Otomotiv sektöründe beklemediğimiz talep daralmasıyla birlikte, yerli üretim yapan ihracatçı şirketlerin daha avantajlı olacağını düşünmekteyiz. Bununla birlikte Ford Otosan'ın ve Tofaş Oto'nun getiri potansiyelini sınırlı buluyor, Doğu Otomotiv hissesinin hedefe göre iskontosu bulunmasına rağmen ÖTV artışından en olumsuz etkilenen şirket olması, pazar payı koruma çabaları ve kur oynaklığının fiyatlamaya zorluğu yaratması nedeniyle hissenin kısa vadede baskı altında kalmaya devam edeceğini tahmin ediyoruz.

ÖTV oranlarının belirlenmesinde motor silindir hacminin yanı sıra aracın ÖTV'ye konu matrahı da belirleyici durumda. Bu nedenle 2017 yılında fiyatı yüksek ithal üst-orta sınıf araçlardaki daralmanın daha derin gerçekleşeceğini, B ve C sınıfı araçlardaki düşüşün nispeten sınırlı olacağını, dahası söz konusu değişikliklerin segmentler arasında bir talep kayması yaratabileceğini ve bu segmente olan talebi olumlu etkileyebileceğini öngörüyoruz. Otomotiv pazarında araçlara olan talebin Ocak-Haziran dönemi satışlardaki dağılımın sonuçlarına göre, yılın geri kalanındaki sonuçlara ilişkin öngörümüzü doğrulamakta olduğunu görüyoruz.

ÖTV artışı ve kurlardaki oynaklık ile birlikte araç kiralama ve ikinci el pazarında hareketlilik yaşanacağını tahmin ediyoruz. Araç kiralama sektöründe beklenen büyümenin otomotiv sektöründe filolarla satışın artmasıyla yeni araç talebini desteklemesini bekliyoruz. Böylece pazarda daha yüksek seviyelerde daralmanın önlenebileceğini düşünmekteyiz.

Hükümetin ekonomiyi canlandırmak amacıyla çeşitli sektörlerde teşvikleri artırması ve vergi indirimine gitmesi kiralama sektöründe ticari araç yasağının kaldırılmasını gündeme getirdi. Basında, yeni Karayolu Taşıma Yönetmeliği ile ticari araçların yeniden kiralanmasının önünün açılacağı haberleri yer alıyor. Haziran 2009'da yayımlanan Karayolu Taşıma Yönetmeliği'nde ticari araç kullanımı, aracın öz malı olma şartına bağlanmış ve böylece ticari araçların kiralanmasının önü kapatılmıştı. Ekonomik yavaşlamadan en çok etkilenen KOBİ'lere yönelik teşvikler göz önüne alındığında, KOBİ'lerin üzerindeki yükü kaldıracak, ticareti canlandıracak bir adım olması nedeniyle kiralama sektöründe ticari araç yasağının kaldırılmasını önümüzdeki dönemde atılabilecek adımlar arasında görüyoruz. Bununla birlikte düzenlemenin operasyonel kiralamanın önünü açacak şekilde yapılmasının ticari segmentteki büyümeyi daha olumlu destekleyeceğini düşünüyoruz.

Doğu Otomotiv (DOAS) [Hedef Fiyat: 11,52 TL, Yükselme Potansiyeli: %22,3] - Şirket 2017 yılında pazar payının yanında karlılığını korumayı öncelik olarak belirlerken; €/TL'deki oynaklıklar, ÖTV düzenlemelerinin fiyatlar ve talep üzerindeki etkileri nedeniyle şirket açısından zor bir yıl olmaktadır. Doğu Otomotiv için hedef fiyatımızı 14,11 TL'den 11,52 TL'ye düşürüyor ve uzun vadeli önerimizi "AL" olarak koruyoruz. Hisse için kısa vadeli önerimizi ise "Endeks Paralel Getiri" (daha önce Endeks Üzeri Getiri) olarak güncelliyoruz.

Ford Otosan (FROTO) [Hedef Fiyat: 46,80 TL, Yükselme Potansiyeli: %11,8] - Ford Motor'un 2016'daki sıkı stok politikası sonrası önümüzdeki dönemde rekabetçi pozisyonun yükseleceğini, Ford Otosan'ın ise bu durumdan fayda sağlayacağını öngörüyoruz. İngiltere pazarındaki daralmaya rağmen, Ford markasının pazar payı kazanmasını Ford Otosan ihracatı açısından olumlu buluyoruz. Ford Otosan için hedef fiyatımızı 44,90 TL'den 46,80 TL'ye yükseltiyor ve uzun vadeli önerimizi "AL"dan "TUT"a çekiyoruz. Hisse için kısa vadeli önerimizi ise "Endeks Üzeri Getiri" olarak koruyoruz.

Tofaş Oto (TOASO) [Hedef Fiyat: 32,22 TL, Yükselme Potansiyeli: %9,2] - 2016 yılını Egea'nın etkisiyle üretim, satış ve ihracat rekoruyla tamamlayan Tofaş kapasitesini 2017 ilk çeyrekte 450.000 adede yükseltti. Tofaş'ın gelirlerinin %73'ünü ihracat pazarlarından elde edeceği beklentisiyle, yurt içi pazarda öngörülen daralmaya karşı koyabileceğini düşünmekteyiz. Tofaş Oto için hedef fiyatımızı 27,06 TL'den 32,22 TL'ye yükseltiyoruz. Uzun vadeli önerimizi "AL"dan "TUT"a çekiyor, kısa vadeli önerimizi ise "Endeks Üzeri Getiri" olarak koruyoruz.

Net Satışlar (mn TL)	2016	2017T	2018T
DOAS	11.925	12.369	13.230
FROTO	18.289	22.495	23.785
TOASO	14.236	17.893	19.416

FAVÖK (mn TL)	2016	2017T	2018T
DOAS	408	415	447
FROTO	1.485	1.791	1.922
TOASO	1.367	1.714	1.856

Net Kar (mn TL)	2016	2017T	2018T
DOAS	238	148	195
FROTO	955	1.062	1.148
TOASO	970	951	1.046

FAVÖK Marjı (%)	2016	2017T	2018T
DOAS	3,4%	3,4%	3,4%
FROTO	8,1%	8,0%	8,1%
TOASO	9,6%	9,6%	9,6%

BIST100'e rölatif performans (%)	1A	3A	12A
DOAS	4,2	0,3	-36,7
FROTO	-3,3	1,2	4,8
TOASO	-3,7	-7,2	-5,0

F/K	2016	2017T	2018T
DOAS	7,8	12,6	9,5
FROTO	15,4	13,8	12,8
TOASO	15,2	15,5	14,1

FD/FAVÖK	2016	2017T	2018T
DOAS	10,4	10,2	9,5
FROTO	9,6	7,9	7,4
TOASO	11,5	9,2	8,5

Temettü Verimi (%)	2016	2017T	2018T
DOAS	%0,0	%4,0	%5,2
FROTO	%6,0	%5,4	%5,9
TOASO	%2,4	%3,5	%3,9

Öneri Değişikliği Özeti	Kısa Vadeli Öneri		Uzun Vadeli Öneri		Hedef Fiyat		Mevcut Fiyat	Yükselme Potansiyeli
	Önceki	Güncel	Önceki	Güncel	Önceki	Güncel		
Doğu Otomotiv	EÜG	EPG	AL	AL	14,11	11,52	9,42	%22,3
Ford Otosan	EÜG	EÜG	AL	TUT	44,90	46,80	41,86	%11,8
Tofaş Oto	EÜG	EÜG	AL	TUT	27,06	32,22	29,50	%9,2

*EÜG: Endeks Üzeri Getiri, *EPG: Endekse Paralel Getiri, *EAG: Endeks Altı Getiri

Analist: Serap Kaya
İletişim: (0212) 403 4132
serap.kaya@vakifyatirim.com.tr

13 Temmuz 2017 Perşembe

Binek Araç ÖTV Oranlarında Değişikliğe Gidildi

2016 yılı hafif ticari araç satışları %6,5 azalarak 226.782 adede gerilemesine karşın, %4,3 artarak 756.938 adede ulaşan binek araç satışlarının etkisiyle toplam satışlar 983.720 adet ile en yüksek satış gerçekleştirilen yıl oldu.

Sektörde binek araçlar payına %78 ile en yüksek 2013 yılında ulaşılırken, 2016 yılında %77 seviyesinde gerçekleşti. 2013 yılındaki rekor seviyenin ardından artırılan ÖTV oranlarının, 2016 yılındaki yükseliş sonrası tekrar devreye alındığını gözlemliyoruz.

Tablo 1: Binek Araçlarda ÖTV oranlarının tarihsel değişimi

Tarih	Ağu.02	Eki.03	Kas.04	Mar.09	Haz.09	Eki.09	Eki.11	Eyl.12	Oca.14	Kas.16
Motor Hacmi	KDV									
<1600 cc	%18	%27	%30	%37	%18	%27	%37	%40	%45	%45-%50-%60
1601-2000 cc	%18	%46	%52	%60	%54	%60	%80	%80	%90	%100-%110
>2000 cc	%18	%50	%75	%84	%80	%84	%84	%130	%145	%160

Kaynak: Vakıf Yatırım Araştırma ve Strateji

25 Kasım 2016'dan itibaren devreye giren yeni düzenlemeye göre ÖTV oranlarının belirlenmesinde motor silindir hacminin yanı sıra aracın ÖTV'ye konu matrahı da belirleyici durumda. Buna göre;

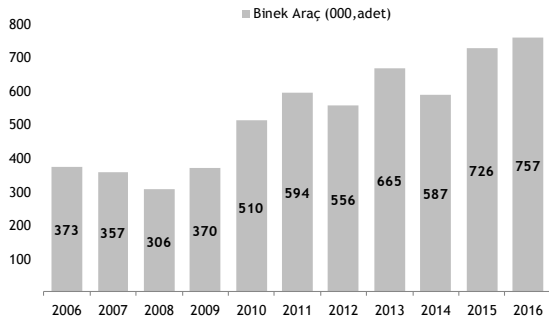
- Motor silindir hacmi 1.600cc'yi geçmeyip, değeri 40 bin TL'yi aşmayanlar için %45, 40 bin TL ve 70 bin TL arasındakilere ise %50
- Motor silindir hacmi 1.600-2000cc arası olan, değeri ise 100 bin TL'yi aşmayan araçların %100, motor silindir hacmi 2.000cc'yi geçen otomobillerde ise %110
- 2.000cc'yi geçen diğer otomobillerde %160 ÖTV uygulanacak.

Tablo 2: Kasım 2016'da ÖTV oranlarında yapılan değişiklikler

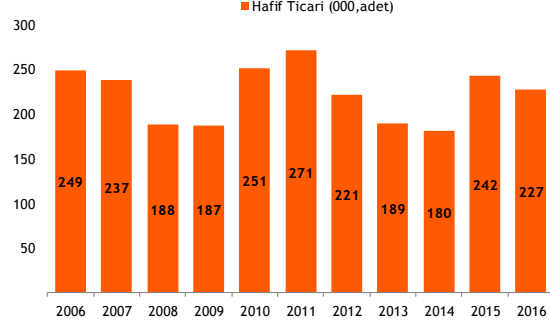
ÖTV Rejimi	Önceki	Güncel				
		ÖTV Matrahı				
		baz fiyat < 40.000	40.000 < baz fiyat < 70.000	70.000 < baz fiyat	baz fiyat < 100.000	100.000 < baz fiyat
Pazardaki Payı		%40	%39	%17	%1	%2
<1600 cc	%45	%45	%50	%60		
1601-2000 cc	%90				%100	%110
>2000 cc	%145			%160		

Kaynak: Vakıf Yatırım Araştırma ve Strateji

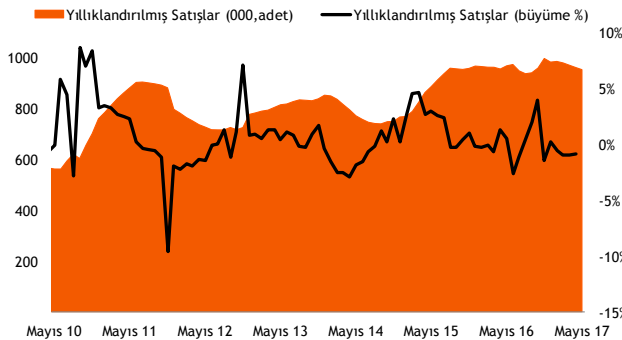
Grafik 1: Binek Araç (BA) Pazarı



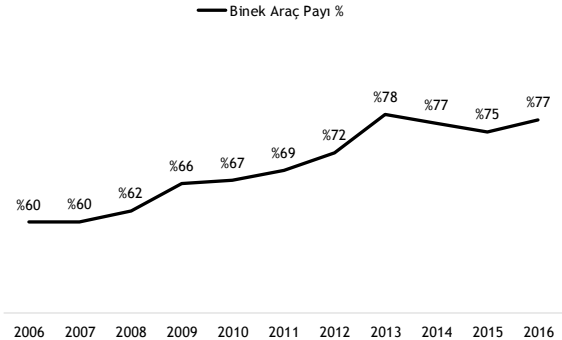
Grafik 2: Hafif Ticari Araç (HTA) Pazarı



Grafik 3: Yıllıklandırılmış Toplam Hafif Araçlar Pazarı ve Büyüme Oranı (%)



Grafik 4: Toplam Pazarda Binek Araç Payı (%)



Kaynak: Vakıf Yatırım Araştırma ve Strateji, Otomotiv Distribütörleri Derneği (ODD)

13 Temmuz 2017 Perşembe

2017'de ÖTV Artışlarının Etkisiyle Otomotiv Sektöründe %8 Daralma Öngörüyoruz

ÖTV oranlarında motor silindir hacminin yanı sıra aracın ÖTV'ye konu matrahı da belirleyici durumda. Bu nedenle 2017 yılında fiyatı yüksek ithal üst-orta sınıf araçlardaki daralmanın daha derin gerçekleşeceğini, B ve C sınıfı araçlardaki düşüşün nispeten sınırlı olacağını, dahası söz konusu değişikliklerin segmentler arasında bir talep kayması yaratabileceğini ve bu segmente olan talebi olumlu etkileyebileceğini öngörüyoruz.

Otomotiv sektöründe Ocak-Haziran 2017 döneminde gerileme geçen yıla göre %8,6 düzeyinde gerçekleşti. Gözlenen daralmanın beklenenin altında olmasında, şirketlerin elindeki 2016 model yıllık araç stoklarının kampanyalı fiyatlarla satılması ve fiyatlara kurdaki artışların tam olarak yansıtılmaması da etkili oldu.

2017 yılı Haziran sonu itibarı ile 1.600cc altındaki otomobil satışlarında %9,6, 1.600-2.000cc aralığındaki satışlarda %11,7 ve 2.000cc üstü otomobillerde %49,8 azalış izlendi. Bu dönemde binek araç pazarının %84,1'ini (2016: %81,9) vergi oranları düşük olan A, B ve C segmentlerinde yer alan araçlar oluşturdu. Segmentlere göre değerlendirildiğinde, en yüksek satış adedine %52,2 pay alan C (159.657 adet) segmenti ulaştı. B segmenti araçları %31,6 pay (2016: %31,6) ile 96.615 adet olarak gerçekleşti. 2016'da %14,5 payı olan üst orta sınıf araçların yer aldığı D segmenti ise binek pazarda %12,3 ile yer aldı.

Yılın geri kalanına ilişkin öngörülerimizi ÖTV matrahında artışın daha yüksek gerçekleştiği lüks segmentin Ocak-Haziran döneminde payının azalması ve bu segmentte derin daralma yaşanması doğrulamaktadır.

Tablo 3: Segmentlere göre satış adetleri ve dağılımı

	2012	2013	2014	2015	2016	2017/06	2017T
Segmentlere Göre Satış Adetleri							
Giriş	186.659	232.506	186.786	223.395	242.042	97.737	221.646
Alt Orta Sınıf	285.816	339.034	307.020	378.141	377.549	159.657	359.286
Üst Orta Sınıf	66.868	71.974	69.711	95.359	109.748	37.599	84.414
Üst Sınıf	14.758	18.529	20.194	23.464	22.558	9.172	20.459
Lüks	2.179	2.612	3.620	5.237	5.041	1.759	4.196
Toplam	556.280	664.655	587.331	725.596	756.938	305.924	690.000
Segmentlere Göre Satış Dağılımı							
Giriş	33,6%	35,0%	31,8%	30,8%	32,0%	31,9%	32,1%
Alt Orta Sınıf	51,4%	51,0%	52,3%	52,1%	49,9%	52,2%	52,1%
Üst Orta Sınıf	12,0%	10,8%	11,9%	13,1%	14,5%	12,3%	12,2%
Üst Sınıf	2,7%	2,8%	3,4%	3,2%	3,0%	3,0%	3,0%
Lüks	0,4%	0,4%	0,6%	0,7%	0,7%	0,6%	0,6%

Kaynak: Vakıf Yatırım Araştırma ve Strateji, ODD

ÖTV Artışının Yapıldığı Binek Segmentin Şirketlerin Gelirleri İçerisindeki Payı

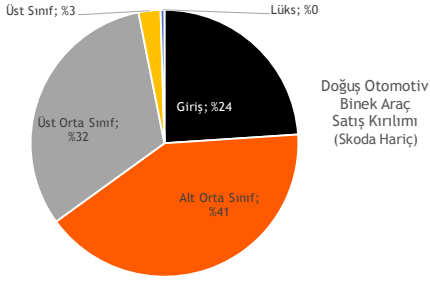
Doğuş Otomotiv - Şirketin solo satışlarının (Skoda hariç) %81'i binek araçlardan oluşurken, ÖTV artışından etkilenen araçlarının binek araçlar içerisindeki payının %40'ını oluşturduğunu görüyoruz. Doğuş Otomotiv'in binek araç satışlarının %36'sı üst segment araçlardan oluşmaktadır. Her segmentte var olmasıyla geniş ürün gamının avantajlarını yaşayan Şirketin 2017'de daralmasını beklediğimiz otomotiv pazarından negatif etkilenmesini bekliyoruz. 2017 yılında Şirketin pazar payını korumayı hedef olarak belirlese de tahminlerimizde 1,7 puan kayıp yaşayacağını öngörmekteyiz.

Ford Otosan - Ford Otosan'ın ise 2017 tahminlerimiz ışığında satışlarının %28,6'sını yurtiçiye yapılacağını bunun da %31,1'inin binek araçlardan oluşacağını dolayısıyla toplam satışlarının %9,3'ünün binek araçların satışından elde edileceğini hesaplıyoruz. ÖTV artışından etkilenen binek araçlar segmentinde, Şirketin satışını gerçekleştirdiği düşük marjlı binek araçların ithal edilmesi nedeniyle şirket finansallarına etkisinin sınırlı olacağını düşünmekteyiz. Nitekim son yılların en düşük seviyesinde gerçekleşen binek pazar payının, bu segmentte "giriş" ve "orta sınıf" araçlara olan talebin yükselmesiyle artış göstereceğini tahmin etmekteyiz.

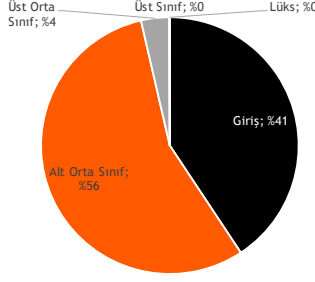
Tofaş Oto - 2017 yılı satış tahminlerimize Tofaş'ın satış adetlerinin %27,3'ünü yurt içi pazarda gerçekleştirilebilecek iken, bunun sadece %52,8'inin binek otomobillerden oluşacağını, dolayısıyla toplam satışlarının %14,4'ünün binek araçların satışından elde edileceğini hesaplıyoruz. Bununla birlikte üst sınıf araç satışlarında yaşanacak daralma, Egea'nın bulunduğu segmentte talep kaymasıyla Tofaş'ı olumlu etkileyebilir. Tofaş'ın binek satışlarının tamamına yakını "giriş" ve "orta sınıf" segmentte yer almaktadır.

13 Temmuz 2017 Perşembe

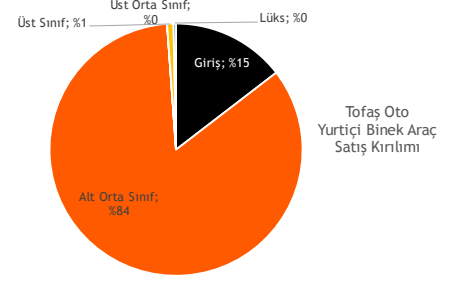
Grafik 5: Doğu Otomotiv Satış Dağılımı



Grafik 6: Ford Otosan Satış Dağılımı



Grafik 7: Tofaş Oto Satış Dağılımı



Kaynak: Vakıf Yatırım Araştırma ve Strateji, ODD
*Satış ve dağılım verileri 2016 yılına aittir.

Ticari Yük Taşımacılığı'ndaki Teşvikin Etkisinin Yıllara Yayılacağını Düşünüyoruz

Eylül 2016'da devreye giren düzenleme ile; ticari yük taşımacılığı faaliyetinde (araç kiralama, özel yolcu transferi ve benzeri hizmet ifası faaliyetleri hariç) kullanılan şehir içi taksi, dolmuş, servis, minibüs, midibüs ve otobüslerin yenilenmesinde 30 Haziran 2019 tarihine kadar ÖTV'den muaf olmasına karar verilmişti. Yenilemeye konu edilen taşıtın, istisnadan yararlanılan tarihten itibaren 2 tam yıl içerisinde satılması, devredilmesi veya işletme kayıtlarından çıkarılması şart aranmaktadır.

Düzenlemenin 3 yıllık bir döneme yayılması, 2016 son çeyrek satışlarında beklenen etkiyi yaratmamıştı. Üstelik Ağustos 2016'dan konuşulmaya başlanan tasarının detayların netleşmesi Ekim 2016'yı bulmuş, talebin ötelenmesinin negatif etkisi gözlenmişti. Teşvikin sektörü pozitif etkileceğini düşüsek de 3 yıllık bir döneme yayılması ve ekonomik aktivitedeki yavaşlığın da etkisiyle 2017 yılına etkisinin sınırlı kalacağını düşünüyoruz.

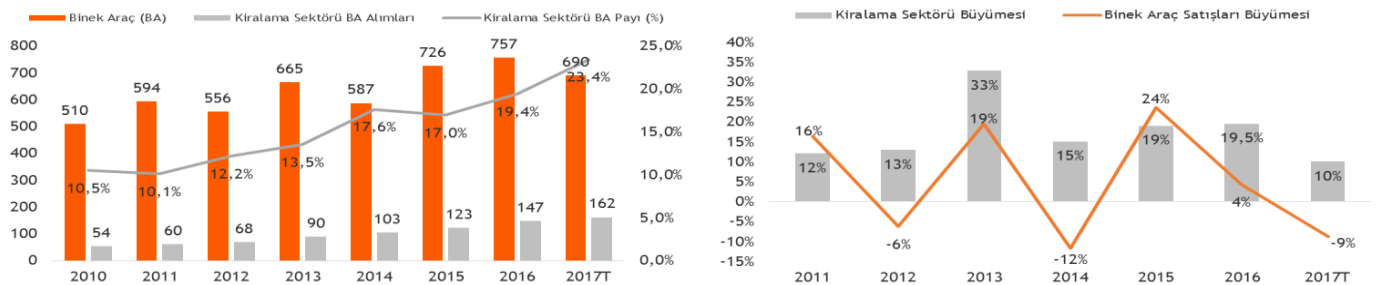
Araç Kiralama ve 2. El Araç Pazarında Artış Bekliyoruz

ÖTV ve kurlardaki oynaklık ile birlikte araç kiralama ve ikinci el pazarlarında hareketlilik yaşanacağını tahmin ediyoruz. Araç kiralama sektöründe beklenen büyümenin otomotiv sektöründe filolarla satışın artmasıyla yeni araç talebini desteklemesini bekliyoruz. Böylece pazarda daha yüksek seviyelerde daralmanın önlenilebileceğini düşünüyoruz.

Operasyonel kiralama firmalarına yapılan binek araç pazarında satışlarının payının her yıl giderek büyüdüğü görülüyor. Yeni otomobil satışlarının %4,32 arttığı 2016 yılında, operasyonel kiralama sektörü %19,5 büyürken, toplam binek araç pazarındaki satışların %19,4'ini karşılamıştır. Araç fiyatları ile faiz maliyetlerinin artmaya başladığı pazarın daraldığı önceki dönemlerde olduğu gibi, 2017'de de operasyonel kiralamaya olan talebin artacağını tahmin ediyoruz. Kiralama sektörünün binek araç satışları içindeki payının %24'lere ulaşacağını öngörüyor, pazardaki daha yüksek seviyelerde oluşabilecek daralmaları önleyebileceğini düşünüyoruz.

Öte yandan hükümetin ekonomiyi canlandırmak amacıyla çeşitli sektörlerde teşvikleri artırması ve vergi indirimine gitmesi kiralama sektöründe ticari araç yasağının kaldırılması konusunu gündeme getirdi. Basında, yeni Karayolu Taşıma Yönetmeliği ile ticari araçların yeniden kiralanmasının önünün açılacağı haberleri yer alıyor. Haziran 2009'da yayımlanan Karayolu Taşıma Yönetmeliği'nde ticari araç kullanımı, aracın öz malı olma şartına bağlanmış ve böylece ticari araçların kiralanmasının önü kapatılmıştı. Ekonomik yavaşlamadan en çok etkilenen KOBİ'lere yönelik teşvikler göz önüne alındığında, KOBİ'lerin üzerindeki yükü kaldıracak, ticareti canlandıracak bir adım olması nedeniyle kiralama sektöründe ticari araç yasağının kaldırılmasını için önümüzdeki dönemde adımlar atılabileceğini düşünüyoruz. Bununla birlikte düzenlemenin operasyonel kiralamanın önünü açacak şekilde yapılmasının ticari segmentteki büyümeyi daha olumlu destekleyeceğini tahmin ediyoruz. Muhtemel düzenleme, yerli ticari araç üretimi yapan Ford Otosan ve Tofaş Oto'yu ithalatçı pozisyonunda olan Doğu Otomotiv'i pozitif etkileyecektir.

Grafik 8: BA Satışları, Kiralama Sektörü BA Alımları (000 adet) ve Payı (%) Grafik 9: Kiralama ve BA Sektörü Büyümesi (%)

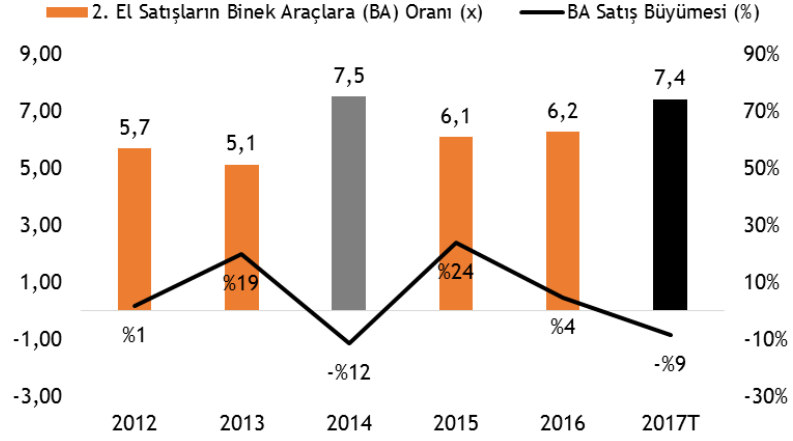


Kaynak: Vakıf Yatırım Araştırma, ODD, TOKKDER

13 Temmuz 2017 Perşembe

2016'da 2. el pazarında önceki yıla göre %5,8 artışla 6,7 milyon araç satıldı. Bunun 4,7 mn adedi önceki yıla göre satışları %7,5 artan otomobillerden oluşmuştu. 2017 Ocak-Mayıs döneminde 2. elde otomobil satışlarının %6,4, toplam satışların %7,4 artış gösterdiğini gözlemliyoruz. 2017 yılında 2. el pazarında sektör yetkililerinin beklentilerine paralel %10 büyümeyle 7,4-7,8 milyon aralığında aracın el değiştirebileceğini öngörüyoruz.

Grafik 10: 2. El Araç Satışlarının BA Satışlarına Oranı (x) ve BA Satış Büyümesi (%)



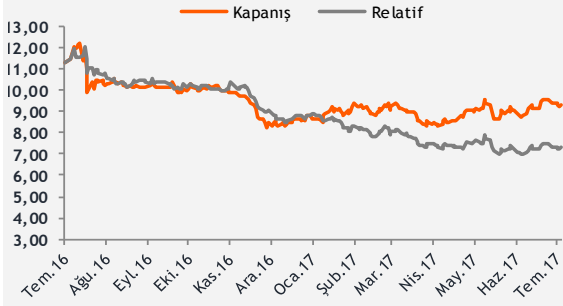
Kaynak: Vakıf Yatırım Araştırma, ODD, TÜİK

13 Temmuz 2017 Perşembe

Sektör	: Otomotiv
Şirket	: Doğu Otomotiv
Hisse Kodu	: DOAS - DOAS TI, DOAS IS
Fiyat (TL)	: 9,42
Hedef Fiyatı (TL)	: 11,52
Yükselme Potansiyeli	: %22,28
Öneri / Kısa Vade	: Endekse Paralel Getiri
Öneri / Uzun Vade	: AL
Hisse Adedi (mn)	: 220,0
HAO (%)	: 15%

Doğu Otomotiv, Volkswagen Grup markalarının Türkiye temsilcisidir. Doğu Otomotiv binek araç, hafif ticari araç ve ağır vasıta segmentlerinde 12 markanın (Volkswagen Binek, Volkswagen Ticari, Audi, Porsche, Bentley, Lamborghini, Bugatti, SEAT, Skoda, Scania, Scania Endüstriyel ve Deniz Motorları, Thermo King) 80'e yakın modelini Türkiye otomotiv pazarına sunmaktadır. Doğu Otomotiv distribütörlük faaliyetinin yanı sıra, otomotiv finansmanı, yedek parça ticareti, lojistik hizmetleri, ikinci el araç ticareti, filo kiralama ve sigorta gibi tamamlayıcı hizmet alanlarında da faaliyet göstermektedir.

Hisse Performansı



Performans	1Ay	3Ay	12Ay
Mutlak %	6,52	12,03	-17,46
Rölatif %	3,90	-0,94	-35,36
En Yüksek (TL)	9,79	9,79	12,30
En Düşük (TL)	8,74	8,31	8,03

Analist : Serap KAYA
İletişim : 0212 403 4132
serap.kaya@vakifyatirim.com.tr

Doğu Otomotiv - Her Anlamda Zorlu Bir Yıl Olacak

Şirket 2017 yılında pazar payının yanında karlılığını korumayı öncelik olarak belirlerken; Euro/TL'deki oynaklıklar, ÖTV düzenlemelerinin fiyatlar ve talep üzerindeki etkileri nedeniyle zor bir dönemden geçmektedir. Doğu Otomotiv için hedef fiyatımızı; makro tahminlerimizdeki değişiklikler, sektöre ve şirkete ilişkin satış projeksiyonlarımızdaki güncellemeler, operasyonel marjlarda şirketin hedefleri doğrultusunda revizyonlar, TÜVTÜRK işkolunda araç parkında sektördeki gelişmelere paralel yaptığımız aşağı yönlü güncellemeler, muayene oranındaki değişikliklerimiz ve daha önceki raporumuza göre artan net borcu yansıtılması sebebiyle 14,11 TL'den 11,52 TL'ye düşürüyor ve uzun vadeli önerimizi "AL" olarak koruyoruz. Hisse için kısa vadeli önerimizi ise "Endekse Paralel Getiri" (daha önce Endeks Üzeri Getiri'den) olarak güncelliyoruz.

mn TL	Ciro	FAVÖK	Net Kar	HBT (TL)	F/K(x)	FD/FAVÖK(x)
2014	7.693	357	252	0,68	8,2 x	11,9 x
2015	10.889	484	303	1,36	6,8 x	8,8 x
2016	11.925	408	238	0,00	8,7 x	10,4 x
2017/T	12.369	415	148	0,34	14,0 x	10,2 x
2018/T	13.230	447	195	0,44	10,6 x	9,5 x
2019/T	14.138	489	256	0,58	8,1 x	8,7 x

- 2017'de pazar payında 1,70 puanlık azalış öngörüyoruz -- 2017 yılı için %8,0 azalarak 905.000 (ağır ticari dahil 924.500) bin adet gerçekleşeceğini öngördüğümüz yurtiçi otomotiv pazarında Doğu Otomotiv'in pazar payının %21,0'den %19,4'e gerileyeceğini tahmin ediyoruz. Doğu Otomotiv'in toplam satışlarını (Skoda dahil) %19 azalarak 177 bin adet (Skoda hariç 153 bin adet) olarak öngörüyoruz. (Şirket beklentileri ise satışların 2017'de Skoda hariç 140-150 bin adet (Skoda dahil 170-180 bin adet) olması yönünde.
- Son yılların düşük seviyesindeki marjların 2017'de 2016'ya paralel seyretmesini bekliyoruz -- Şirket 2017'de brüt kar marjında 2016'daki %9,7 seviyesinin korunacağını öngörüyoruz. Daha önce şirket tahminleri doğrultusunda "%10-11 aralığı"nda olmasını beklediğimiz brüt kar marjını değerlendirme döneminde maksimum %10,5 (şirket beklentileri %9,5-10,5) olarak güncelliyoruz. €/TL'de yaşanan oynaklıkların maliyetinin fiyatlara aynı oranda yansıtılmayacağı, Şirketin distribütörlüğünü yaptığı markalara olan talebin fiyatlamaya zorluğu yaratacağı öngörümüz marjları aşağı yönlü revize etmemize sebep oldu. 2017'de Şirketin brüt marjının %10,0 olacağını tahmin ediyoruz.

Doğu Otomotiv'in pazarlama giderlerini kısma kabiliyetine sahip olmasına rağmen, personel giderleri nedeniyle faaliyet giderleri kontrolünün 2017'de sınırlı düzeyde gerçekleşeceğini düşünüyoruz. 2017'de faaliyet giderlerinin satışlara oranını %7,2 düzeyinde gerçekleşeceğini öngörüyoruz.

- Yatırım harcamaları 2017 nakit akışında zayıflamaya neden olacak -- Şirket operasyonlarının doğası gereği yatırım harcamaları ihtiyacı düşük düzeydedir. Ancak olağanın aksine 2017'de Esenyurt showroomu ve Kartal'da devam etmekte olan Ofis Kule inşaatı ağırlıklı olmak üzere, toplam 325-340 mn TL yatırım harcaması öngörülmektedir. Şirket 30 Ocak'ta bu çerçevede Doğu Holding'den Esenyurt'taki showroomu 186,5 mn TL'ye satın aldığı açıklamıştı. 2017 projeksiyonlarımızdaki düşüşe ek olarak yüksek gerçekleşecek yatırım harcamalarının, nakit akışında zayıflamaya neden olmasını bekliyoruz.

- Yüksek borçluluk nedeniyle finansal giderlerin artmasını ve net karın gerilemesini bekliyoruz -- Şirketin toplam finansal borcu 2016'da 817 mn TL yükselerek 2,7 mlr TL'ye ulaşmış olup, 2017'de yaklaşık 50 mn TL azalabileceğini öngörüyoruz. FAVÖK'ün 6,5 katı borç taşıyacağını hesapladığımız Şirketin net karının, artan faizlerden finansman giderlerindeki yükseliş yoluyla olumsuz etkileneceğini ve geçen yıla göre %37,6 azalacağını tahmin ediyoruz.

- Temettü ödememe kararı 2018'de de devam edebilir -- Şirket 2016'da gerçekleştirilen hisse geri alımları ve 2017 yatırım programının yanı sıra, otomotiv sektöründe faaliyetlerini etkileyebilecek belirsizliklerin yaşanma ihtimalini de göz önüne alarak temettü ödenmemesine karar vermişti. Önceki raporumuzda sektördeki gelişmelerin, çalışma sermayesini fonlamak amacıyla yapılan borçlanmaların karlılığa ve temettü akışına olumsuz etkileri konusundaki çekincemizi belirtmiştik. 2017 karından temettü ödeme ihtimalinin ise dönem performansıyla ilintili olduğunu düşünüyor olmakla birlikte net karının %50'1 oranında dağıtım yapabileceğini öngörüyoruz.

13 Temmuz 2017 Perşembe

Gelir Tablosu (TL mn)	2014	2015	2016	2017T	2018T	2019T
Satış Gelirleri (net)	7.693	10.889	11.925	12.369	13.230	14.138
FVÖK	319	435	343	344	364	407
Amortisman Giderleri	38	50	66	71	83	82
FAVÖK	357	484	408	415	447	489
Diğer Gelir ve Giderler (Net)	8	12	83	50	53	57
Finansal Gelir/Gider (Net)	-123	-171	-273	-317	-323	-323
VÖK	296	365	275	186	244	320
Vergiler	-43	-63	-37	-37	-49	-64
Net Dönem Karı	253	302	238	148	195	256
HBK		1,6	1,2	0,8	1,0	1,3

Bilanço (TL mn)	2014	2015	2016	2017T	2018T	2019T
Nakit ve Benzerleri	41	72	89	14	18	19
Kısa Vadeli Ticari Alacaklar	744	1.096	1.214	1.181	1.244	1.330
Stoklar	569	1.214	1.651	1.460	1.535	1.640
Finansal Yatırımlar	531	512	550	586	592	598
Özkaynak Yöntemi Yatırımları	252	239	306	301	305	310
Maddi Duran Varlıklar	542	664	781	1.056	1.077	1.092
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	16	21	26	35	36	37
Diğerleri	133	163	234	209	191	178

Toplam Aktifler	2.827	3.980	4.852	4.844	4.999	5.205
Finansal Borçlar	1.076	1.941	2.758	2.708	2.708	2.708
Kısa Vadeli	1.029	1.645	2.730	2.680	2.680	2.680
Uzun Vadeli	47	296	28	28	28	28
Ticari Borçlar	357	509	771	641	676	722
Özsermaye	1.236	1.363	1.119	1.290	1.411	1.570
Net Borç	1.035	1.869	2.669	2.694	2.691	2.689

Nakit Akım Tablosu (mn TL)	2014	2015	2016	2017T	2018T	2019T
VÖK	296	365	275	186	244	320
Amortisman	38	50	66	71	83	82
Δ İşletme Sermayesi İhtiyacı	214	140	845	294	-110	86
Vergi	-43	-63	-37	-37	-49	-64
Yatırım Harcaması	-34	-90	-151	-158	-350	-93
Temettü Ödemesi	-220	-150	-300	0	-74	-98
Bedelli Sermaye Artırımı	0	0	0	0	0	0
Δ Borçlanma Değişimi	0	865	817	-50	0	0
Diğer Nakit Giriş/Çıkış	0	-1.016	-1.568	-380	260	-232
Yıl boyunca yaratılan nakit	0	1.117	1.515	305	-256	234
Dönemsonu Nakit	41	142	89	14	18	19

Büyüme	2014	2015	2016	2017T	2018T	2019T
Satış	%16,5	%41,6	%9,5	%3,7	%7,0	%6,9
FAVÖK	%16,5	%35,6	-%15,7	%1,5	%7,8	%9,5
Net Kar	%12,6	%19,5	-%21,3	-%37,6	%31,7	%31,1

Çarpanlar	2014	2015	2016	2017T	2018T	2019T
FD/Satışlar	0,6	0,4	0,4	0,3	0,3	0,3
FD/FAVÖK	11,9	8,8	10,4	10,2	9,5	8,7
F/K	8,2	6,9	8,7	14,0	10,6	8,1
PEG Rasyo	0,6	0,4	0,4	0,4	0,3	0,3
PD/DD	1,7	1,5	1,9	1,6	1,5	1,3

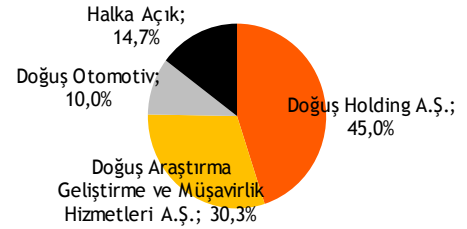
Finansal Rasyolar	2014	2015	2016	2017T	2018T	2019T
Öz Sermaye Karlılığı	%20	%23	%19	%12	%14	%17
FAVÖK Marjı	%5	%4	%3	%3	%3	%3
Net Kar Marjı	%3	%3	%2	%1	%1	%2
Net Borç/Özsermaye	%84	%137	%239	%209	%191	%171
Net Borç/FAVÖK	%290	%386	%654	%650	%602	%550
KV Borç/ UV Borç	%2209	%555	%9691	%9514	%9514	%9514
Öz Sermaye/Aktif Toplamı	%44	%34	%23	%27	%28	%30
Borç/Öz Kaynak	%87	%142	%247	%210	%192	%173
Carı Oran	%119	%94	%108	%85	%81	%83
Nakit Temettü	%100	%136	%0	%34	%44	%58

Şirket	Doğuş Otomotiv
Hisse Kodu	DOAS - DOAS TI, DOAS IS
Vakıf Yatırım Öneri	AL
Kapanış (TL)	9,42
Hedef Fiyat (TL)	11,52
Mevcut Piyasa Değeri (mn TL)	1.865
Hedef Piyasa Değeri (mn TL)	2.281
Yükselme Potansiyeli	22,3%

Doğuş Otomotiv Hakkında

Doğuş Otomotiv, Volkswagen Grup markalarının Türkiye temsilcisidir. Doğuş Otomotiv binek araç, hafif ticari araç ve ağır vasıta segmentlerinde 12 markanın (Volkswagen Binek, Volkswagen Ticari, Audi, Porsche, Bentley, Lamborghini, Bugatti, SEAT, Skoda, Scania, Scania Endüstriyel ve Deniz Motorları, Thermo King) 80'e yakın modelini Türkiye otomotiv pazarına sunmaktadır. Doğuş Otomotiv distribütörlük faaliyetinin yanı sıra, otomotiv finansmanı, yedek parça ticareti, lojistik hizmetleri, ikinci el araç ticareti, filo kiralama ve sigorta gibi tamamlayıcı hizmet alanlarında da faaliyet göstermektedir.

Ortaklık Yapısı



SWOT Analiz

Güçlü Yönler

Güçlü dağıtım ağı (520'yi aşkın satış noktası)
2016 itibarıyla %21,0 toplam pazar payı ile sektörde lider
VW AG ile stratejik işbirliği
Düşük yatırım harcamaları ihtiyacı
Döviz açık pozisyonu olmaması

Zayıf Yönler

Satışların ithal ediyor olması nedeniyle kur hassasiyeti
Çalışma sermayesi ihtiyacının borçlanma yoluyla fonlanması

Fırsatlar

Bölgesel istikrarın sağlanmasıyla Irak'ta faaliyetlerin başlaması
Düşük faiz ortamının finansman giderlerini azaltması
Yurtiçi pazarda olası hurda teşviki
Doğuş Holding'in muhtemel halka arzı

Tehditler

Yurtiçi pazarda vergi oranlarının artması
Kurdaki dalgalanmaların marjlarda erimeye neden olması
Rekabetçi pozisyonunun zayıflaması
Makroekonomik bozulmalar yaşanma ihtimali

13 Temmuz 2017 Perşembe

Değerleme ve Öneri

- Doğu Otomotiv için “Parçaların Toplamı” yöntemine göre yaptığımız değerlemede 12 aylık hedef fiyatı 11,52 TL/hisse olarak belirledik. En son kapanış fiyatına göre %22,3 yükselme potansiyeli taşıyan hisse için uzun vadeli önerimizi “AL” olarak koruyor, kısa vadeli önerimizi ise “Endekse Paralel Getiri” (Endeks Üzeri Getiri) olarak güncelliyoruz.
- Doğu Otomotiv’in değerlemesinde Parçaların Toplamı yöntemi kullanılmıştır. Buna göre Şirketin ana işkolu olan distribütörlük ve TÜVTÜRK faaliyetleri İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi (İNA) ile; iştirakleri olan Yüce Oto, VDF, Doğu Teknoloji, Doğu Sigorta, VDF Servis Holding, finansal yatırım olarak bilançoda yer alan Doğu Holding Defter Değeri ile değerlendirilmiştir.

Tablo 4: Doğu Otomotiv - Parçaların Toplamı Yöntemi (milyon TL)

Değerleme Özeti	İş Kolu	Değerleme Yöntemi	DOAS Payı	Hedef Değer	NAD (DOAS'a katkısı)	NAD payı
Ana iş kolu	Perakende Otomotiv	İNA	96,2%	568	546	31%
Müşterekeken kontrol edilen ortaklıklar						
TUVTURK Kuzey-Güney	Araç Muayene	İNA	33,3%	1.831	610	34%
İştirakler						
Yüce Oto	Skoda araçların Distribütörlüğü	DD	50,0%	44	22	1%
VDF	Tüketici Finansmanı	DD	48,0%	262	126	7%
Doğu Teknoloji	Bilgi Teknolojileri Servisi	DD	46,0%	13	6	0%
Doğu Sigorta	Otomotiv Sigortacılığı	DD	42,0%	84	35	2%
VDF Servis Holding	Tüketici Finansmanı	DD	38,2%	124	48	3%
Finansal yatırımlar						
Doğu Holding		DD	3,75%	14.676	550	
%30 Holding iskontosuz				10.273	385	22%
Özsermaye Değeri - 31 Mart 2017					1.779	
Öz Sermaye Maliyeti					17,0%	
12A Hedef Özsermaye Değeri					2.281	
Düzeltilmiş Sermaye*					198	
Hedef Fiyat					11,52	
Cari fiyat					9,42	
Yükselme potansiyeli					22,3%	

İNA: İndirgenmiş Nakit Akımları, DD: Defter Değeri

*Düzeltilmiş sermaye Doğu Otomotiv'in geri alımını yaptığı 22 milyon TL nominal değerli paylar düşülerek hesaplanmıştır.

Kaynak: VKY Araştırma ve Strateji, Doğu Otomotiv

13 Temmuz 2017 Perşembe

Tablo 5: Doğu Otomotiv Perakende Otomotiv Faaliyetleri - İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi (İNA)

Doğu Otomotiv (DOAS) - Perakende Otomotiv İNA (mn TL)

Ağırlıklı Sermaye Maliyeti Hesaplama

	2017T	2018T	2019T	2020T	2021T	2022T	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T (TD)
Risksiz Faiz Oranı	11,00%	11,00%	11,00%	11,00%	11,00%	11,00%	11,00%	11,00%	11,00%	11,00%	10,50%
Risk Primi	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%
Beta	1,20	1,20	1,20	1,20	1,20	1,20	1,20	1,20	1,20	1,20	1,00
Özsermaye Maliyeti	17,00%	17,00%	17,00%	17,00%	17,00%	17,00%	17,00%	17,00%	17,00%	17,00%	15,50%
Borçlanma Maliyeti	14,00%	14,00%	14,00%	14,00%	14,00%	14,00%	14,00%	14,00%	14,00%	14,00%	13,50%
Vergi Oranı	20,00%	20,00%	20,00%	20,00%	20,00%	20,00%	20,00%	20,00%	20,00%	20,00%	20,00%
Vergi Sonrası Borçlanma Maliyeti	11,20%	11,20%	11,20%	11,20%	11,20%	11,20%	11,20%	11,20%	11,20%	11,20%	10,80%
Özsermaye Oranı	26,64%	28,23%	30,16%	32,09%	34,31%	36,34%	38,46%	40,56%	42,66%	44,71%	46,71%
Ağırlıklı Sermaye Maliyeti	12,74%	12,84%	12,95%	13,06%	13,19%	13,31%	13,43%	13,55%	13,67%	13,79%	13,00%

İNA Yöntemi ile değerlendirme

(mn TL)	2017T	2018T	2019T	2020T	2021T	2022T	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T (TD)
Satış Gelirleri	12.369	13.230	14.138	15.100	16.121	17.204	18.353	19.570	20.862	22.232	23.122
Büyüme	3,7%	7,0%	6,9%	6,8%	6,8%	6,7%	6,7%	6,6%	6,6%	6,6%	4,0%
FVÖK	344	364	407	451	518	548	595	638	686	735	765
Operasyonel Kar Marjı	2,8%	2,8%	2,9%	3,0%	3,2%	3,2%	3,2%	3,3%	3,3%	3,3%	3,3%
Vergi Oranı (%)	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%
Vergi	-17	-21	-30	-40	-54	-61	-72	-81	-92	-104	-115
Vergi Sonrası Net Operasyonel K/Z	327	343	377	411	464	486	523	557	594	631	650
+ Amortisman	71	83	82	82	82	82	83	84	85	87	90
FAVÖK	415	447	489	533	600	630	677	722	771	822	855
FAVÖK Marjı	3,4%	3,4%	3,5%	3,5%	3,7%	3,7%	3,7%	3,7%	3,7%	3,7%	3,7%
Yatırım Harcamaları / Amortisman	-494%	-112%	-120%	-129%	-138%	-147%	-155%	-164%	-171%	-179%	-100,0%
+/- Çalışma sermayesindeki değişimi	110	-86	-131	-143	-153	-166	-179	-191	-203	-216	-230
Satışlardaki değişim	444	861	908	963	1.021	1.083	1.148	1.218	1.292	1.370	889
Çalışma sermayesindeki değişimi/ Satışlardaki değişim	25%	-10%	-14%	-15%	-15%	-16%	-16%	-16%	-16%	-16%	-26%
- Yatırım Harcamaları	350	93	99	106	113	120	128	137	146	156	90
Firmaya Yönelik Serbest Nakit Akımları	158	248	229	245	280	282	298	313	330	346	420

Sonsuz Büyüme Oranı											4,0%
Sonsuz Giden Değer											4.853
İskonto Faktörü	1,00	0,89	0,78	0,69	0,61	0,54	0,48	0,42	0,37	0,32	0,29
İskonto edilmiş Nakit Akımları - 31 Mart 2017	158	220	180	170	172	153	142	131	122	112	1.395
Firma Değeri - 31 Mart 2017	2.954										
Net Borç	2.386										
Özsermaye Değeri - 31 Mart 2017	568										

	10,0%	10,5%	11,0%	11,5%	12,0%
2,0%	488	363	249	144	47
3,0%	669	524	392	272	162
4,0%	896	723	568	428	301
5,0%	1.188	976	789	621	472
6,0%	1.576	1.307	1.073	868	686

Distribütörlük Faaliyetleri İNA Varsayımlarımız ve Finansal Tahminler

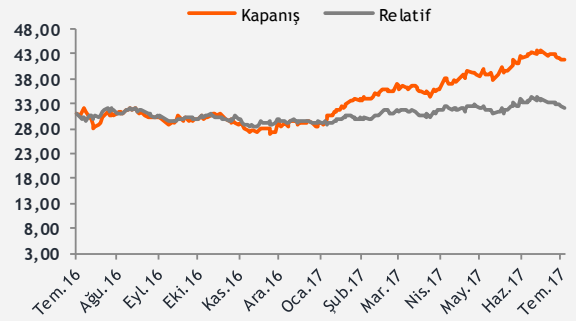
- İNA analizimizde iskonto oranı hesaplanırken %11,0 Risksiz Faiz Oranı, %5 Hisse Senedi Risk Primi, 1,2x beta (terminal yıl için 1,0x) ve %4 Sonsuz Büyüme Oranı kullanılmıştır.
- Operasyonel marjlar -- Doğu Otomotiv'in brüt kar marjınının 2017'de %10,0 değerlendirme dönemi boyunca ortalama %10,3 olacağını öngörüyoruz. Şirketin faaliyet giderlerinin net satışlara oranı 2017'de ve değerlendirme dönemi boyunca ortalama %7,2 düzeyinde gerçekleşmesini bekliyoruz.
- Yatırım harcamaları -- Şirket operasyonlarının doğası gereği yatırım harcamaları ihtiyacı düşük düzeydedir. Ancak olağanın aksine 2017'de Esenyurt showroomu ve Kartal'da devam etmekte olan Ofis Kule inşaatı ile ağırlıklı olarak üzere, toplam 325-340 mn TL yatırım harcaması öngörülmektedir. Şirket 30 Ocak'ta bu çerçevede Doğu Holding'den Esenyurt'taki showroomu 186,5 mn TL'ye satın aldığı açıklamıştı. 2019-2027 yılları arasında ise satışların %0,7'si düzeyinde yatırım harcaması yapılacağı, terminal yıl için sadece yenileme yatırımları yapacağı öngörülmüştür.
- Çalışma sermayesi ihtiyacı -- Şirketin çalışma sermayesi ihtiyacı ortalama 35 gün alacak tahsil süresi, 48 gün stok devir süresi ve 19 gün ticari borç ödeme süreleri varsayımları ile hesaplanmıştır.
- Vergi -- Değerleme sürecinde şirket için hesaplanan vergi öncesi kar üzerinden %20'lik kurumlar vergisi uygulanarak vergi hesaplaması yapılmıştır.
- Değerlememize ilişkin yukarı yönlü potansiyeller -- Şirket değerlemesini i) sektöre yönelik vergi indirimleri, ii) hurda teşviki, iii) beklentimizden yüksek otomotiv talebi, iv) tahminlerimizden üzerinde pazar payı, v) FAVÖK marjının varsayımlarımızın üzerinde gerçekleşmesi olumlu etkileyecektir.
- Değerlememize ilişkin aşağı yönlü riskler -- Şirket değerlemesini i) beklenenden düşük satış hacmi ve satış gelirleri, ii) varsayımlarımızdan yüksek yatırım harcamaları iii) faiz vb ortamın talebi olumsuz etkilemesi, iv) sektöre yönelik ek vergiler v) sektördeki rekabet koşullarında şirket aleyhine kötüleşmesi, vi) €/TL kurunda gerçekleşebilecek yüksek oynaklığın marjları zayıflatması olumsuz etkileyecektir.

13 Temmuz 2017 Perşembe

Sektör	: Otomotiv
Şirket	: Ford Otosan
Hisse Kodu	: FROTO - FROTO TL, FROTO IS
Fiyat (TL)	: 41,86
Hedef Fiyatı (TL)	: 46,80
Yükselme Potansiyeli	: %11,80
Öneri / Kısa Vade	: Endeks Üzeri Getiri
Öneri / Uzun Vade	: TUT
Hisse Adedi (mn)	: 350,9
HAO (%)	: 18%

Ford Otosan özellikle ticari sınıf araçların imalatı, ithalatı, montajı, satışı ve yedek parçalarının üretimi ve satışını yapmaktadır. Şirket 1959'da kurulmuş olup Ford Motor Company ve Koç Grubu şirketleri ortaklığı olarak faaliyetine devam etmektedir. Kocaeli'de Transit ve Transit Custom'ı ürettiği Gölcük Fabrikası ve Transit Courier'i ürettiği Yeniköy Fabrikası, Eskişehir İnönü'de ise Cargo Kamyon Fabrikası ile kamyon ve Transit araçlarına üretim yapan Motor ve Aktarma Organları Fabrikası bulunmaktadır.

Hisse Performansı



Performans	1Ay	3Ay	12Ay
Mutlak %	-1,18	12,09	35,78
Rölatif %	-3,29	1,16	4,79
En Yüksek (TL)	43,94	43,94	43,94
En Düşük (TL)	40,36	34,46	26,54

Analist : Serap KAYA
İletişim : 0212 403 4132
serap.kaya@vakifyatirim.com.tr

Ford Otosan - İhraç Pazarlarındaki Seyir Takip Edilecek

Ford Motor'un 2016'daki sıkı stok politikası sonrası önümüzdeki dönemde rekabetçi pozisyonun yükseleceğini, Ford Otosan'ın ise bu durumdan fayda sağlayacağını öngörüyoruz. İngiltere pazarındaki daralmaya rağmen, Ford markasının pazar payı kazanmasını Ford Otosan ihracatı açısından olumlu buluyoruz. Şirketin kamyon satışları yurtiçi pazardaki zayıflama nedeniyle ivme kaybı yaşasa da, ihracatının önümüzdeki dönem için potansiyel teşkil etmeye devam ettiğini düşünüyoruz. Ford Otosan için hedef fiyatımızı; makro tahminlerimizdeki değişiklikler, sektöre ve şirkete ilişkin satış projeksiyonlarımızdaki güncellemeler, operasyonel birjelerde revizyonlarımız sebebiyle 44,90 TL'den 46,80 TL'ye yükseltiyor ve uzun vadeli önerimizi "AL"dan "TUT"a çekiyoruz. Hisse için kısa vadeli önerimizi ise "Endeks Üzeri Getiri" olarak koruyoruz.

mn TL	Ciro	FAVÖK	Net Kar	HBT (TL)	F/K(x)	FD/FAVÖK(x)
2014	11.925	831	595	0,50	24,7 x	17,1 x
2015	16.746	1.386	842	1,14	17,4 x	10,2 x
2016	18.289	1.485	955	1,89	15,4 x	9,6 x
2017/T	22.495	1.791	1.062	2,12	13,8 x	7,9 x
2018/T	23.785	1.922	1.148	2,45	12,8 x	7,4 x
2019/T	25.680	2.089	1.242	2,65	11,8 x	6,8 x

■ **Avrupa pazarlarındaki iyileşmeden 2017'de fayda sağlayacağını düşünüyoruz** -- Avrupa'da satılan Transit araç gamının %81'ini üreten Ford Otosan'ın bu pazarlardaki büyümeden faydalanmaya devam edeceğini öngörüyoruz. Ancak Avrupa pazarlarındaki trendin Ford Otosan'a yansımaya geleneği 2016 yılında sınırlı düzeyde gerçekleşmiştir. Ford Motor'un Brexit sürecinde İngiltere pazarındaki temkinli yaklaşımı 2016'daki sıkı stok yönetiminde etkili olmuştur. Avrupa'da hafif ticari araç pazarı 2016'da %11,9 büyürken, Ford Otosan ihracatı yıllık %1,4 yükselişle 257.246 adet olarak gerçekleşmiştir. 2017'de Ford Motor'un 2016'daki parlak finansal performansı sonrası; pazarlama faaliyetlerine ağırlık vermesi, karlılığı yüksek olması sebebiyle ticari segmentte etkili olması bekleniyor.

Ford Otosan 2016 yılında ihracatının %95'ini Avrupa pazarlarına gerçekleştirirken, satışları içerisinde en büyük payı %31 (2015: %35) ile İngiltere oluşturmaktadır. İngiltere'yi Almanya (%18) ve İtalya (%7) takip etmektedir. Haziran itibarıyla yılbaşından bu yana İngiltere'de 3,5 ton altı Van satışları geçen yıla göre %3,7 daralırken, Ford markasının satışları %0,5 artmış, bu dönemde 1,3 puan pazar payı kazanmıştır. Ford Otosan'ın İngiltere dahil ihracatının tümünü Euro bazlı yaptığını, dolayısıyla sterlin kaynaklı riske maruz kalmadığını hatırlatmak isteriz. 2017 Mayıs sonu itibarıyla 3,5 ton altı Van satışları Almanya'da %5,2 İtalya'da ise %5,1 yükselmiştir. Dolayısıyla Ford markasının Avrupa pazarlarındaki performansının, Ford Otosan'ın satışlarını destekleyeceğini düşünüyoruz. Ford Otosan ilk çeyrek sonuçlarıyla birlikte ihracat beklentisini 270-280 bin adet aralığından 280-290 bin adet aralığına yükseltti. Şirket için 2017'de ihracat beklentimiz yönetim öngörülerinin üst bandına yakın 288 bin adet olmasının yönünde. İhraç pazarlarındaki seyre paralel şirketin 2017 ihracatında 290 bine revize ettiği üst bandının da yukarıda gerçekleşmeler olabileceğini bunun da değerlendirmemizde yukarı yönlü potansiyel teşkil ettiğini düşünüyoruz.

■ **Yurtiçi pazardaki yüksek daralma beklentimize rağmen Şirket satışlarının yatay seyredeceğini öngörüyoruz** -- 2017'de yurtiçi otomotiv sektöründe öngördüğümüz daralmaya rağmen şirketin binek pazar payında yatay seyir öngörüyoruz. Hafif ticari segmentinde performansın, pazar tahminlerimize paralel gerçekleşmesini bekliyor Ford Otosan'ın toplam yurtiçi satışlarının 115 bin adet olacağını tahmin ediyoruz. Şirket beklentisi 105-115 bin adet aralığında olması yönünde.

■ **Ağır ticarideki beklentilerimizi aşağı yönlü güncelledik** -- 2016'da yurtiçi kamyon pazarı, emisyon değişikliği ve yüksek baz etkisine bağlı olarak %45 daralması ve 18.482 adet (Ford Otosan: 5.199, pazar payı %28,1) olarak gerçekleşmiştir. Şirketin kamyon ihracatı beklentilerimize paralel gerçekleşse de, tahminlerimizi önümüzdeki yıllarda Ortadoğu pazarlarındaki zayıf seyir nedeniyle aşağı yönlü güncelledik.

■ **Nakit akımlarında artış ve temettü beklentisi** -- Büyük yatırımların tamamlanması sonrası Şirket nakit akımlarında artışın devam edeceği beklentisini sürdürüyoruz. Şirketin 2021 yılına kadar daha çok yapısal harcamalar yapacağını, ürün yenileme yatırımları dönemine 2021-2023 yılları arasında gireceğini öngörüyoruz. Şirket büyük yatırım dönemlerinde dağıttığı temettü miktarını azaltsa dahi, düzenli temettü ödemeye devam etmektedir. Ford Otosan geleneksel olarak 2 seferde dağıttığı temettüsünün ilk kısmını 3 Nisan 2017'de (hisse başı 1,14 TL, temettü verimi %2,7) gerçekleştirdi. İkinci temettünün hisse başı 0,98 TL olmak üzere toplam dağıtacağı temettünün 2,12 TL ile %6,0 temettü verimine tekabül edeceğini hesaplıyoruz.

13 Temmuz 2017 Perşembe

Gelir Tablosu (TL mn)	2014	2015	2016	2017T	2018T	2019T
Satış Gelirleri (net)	11.925	16.746	18.289	22.495	23.785	25.680
FVÖK	527	981	1.029	1.337	1.451	1.577
Amortisman Giderleri	305	405	456	454	471	511
FAVÖK	831	1.386	1.485	1.791	1.922	2.089
Diğer ve Finansal Gelir/Gider (Net)	-133	-113	-53	-108	-114	-124
VÖK	390	866	970	1.229	1.336	1.454
Vergiler	204	-24	-15	-167	-188	-212
Net Dönem Karı	595	842	955	1.062	1.148	1.242
HBK		4,3	4,9	5,5	5,9	6,4

Bilanço (TL mn)	2014	2015	2016	2017T	2018T	2019T
Nakit ve Benzerleri	577	980	1.189	1.544	1.676	1.855
Kısa Vadeli Ticari Alacaklar	1.606	1.784	2.158	2.209	2.507	2.679
Stoklar	585	1.000	1.054	1.157	1.313	1.400
Maddi Duran Varlıklar	3.128	3.251	3.303	3.521	3.940	4.357
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	520	540	553	589	659	729
Diğerleri	818	874	1.030	1.038	1.047	1.056

Toplam Aktifler	7.235	8.428	9.286	10.059	11.142	12.077
Finansal Borçlar	2.350	2.561	2.852	3.150	3.508	3.844
Kısa Vadeli	990	1.260	1.348	1.448	1.528	1.582
Uzun Vadeli	1.360	1.301	1.504	1.701	1.980	2.262
Ticari Borçlar	1.796	2.314	2.617	2.776	3.150	3.366
Özsermaye	2.754	3.060	3.164	3.480	3.832	4.213
Net Borç	1.773	1.580	1.663	1.605	1.831	1.989

Nakit Akım Tablosu (mn TL)	2014	2015	2016	2017T	2018T	2019T
VÖK	390	866	970	1.229	1.336	1.454
Amortisman	305	405	456	454	471	511
Δ İşletme Sermayesi İhtiyacı	-439	76	125	-63	88	52
Vergi	204	-24	-15	-167	-188	-212
Yatırım Harcaması	-1.189	-507	-516	-711	-943	-958
Temettü Ödemesi	-175	-400	-663	-745	-796	-861
Bedelli Sermaye Artırımı	0	0	0	0	0	0
Δ Borçlanma Değişimi	0	211	291	298	358	336
Diğer Nakit Giriş/Çıkış	0	-224	-440	61	-193	-144
Yıl boyunca yaratılan nakit	0	627	649	294	325	323
Dönemsonu Nakit	577	980	1.189	1.544	1.676	1.855

Büyüme	2014	2015	2016	2017T	2018T	2019T
Satış	%4,6	%40,4	%9,2	%23,0	%5,7	%8,0
FAVÖK	%11,7	%66,7	%7,2	%20,6	%7,3	%8,7
Net Kar	-%7,3	%41,5	%13,5	%11,2	%8,1	%8,2

Çarpanlar	2014	2015	2016	2017T	2018T	2019T
FD/Satışlar	1,2	0,8	0,8	0,6	0,6	0,6
FD/FAVÖK	17,1	10,2	9,6	7,9	7,4	6,8
F/K	24,7	17,4	15,4	13,8	12,8	11,8
PEG Rasyo	3,4	0,4	1,1	1,2	1,6	1,4
PD/DD	5,3	4,8	4,6	4,2	3,8	3,5

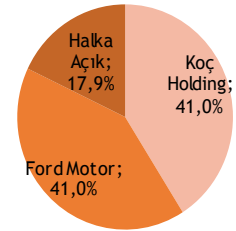
Finansal Rasyolar	2014	2015	2016	2017T	2018T	2019T
Öz Sermaye Karlılığı	%22	%28	%30	%31	%30	%29
FAVÖK Marjı	%7	%8	%8	%8	%8	%8
Net Kar Marjı	%5	%5	%5	%5	%5	%5
Net Borç/Özsermaye	%64	%52	%53	%46	%48	%47
Net Borç/FAVÖK	%213	%114	%112	%90	%95	%95
KV Borç/UV Borç	%73	%97	%90	%85	%77	%70
Öz Sermaye/Aktif Toplamı	%38	%36	%34	%35	%34	%35
Borç/Öz Kaynak	%85	%84	%90	%90	%92	%91
Cari Oran	%100	%105	%109	%114	%115	%118
Nakit Temettü	%114	%189	%212	%227	%245	%265

Şirket	Ford Otosan
Hisse Kodu	FROTO - FROTO T1, FROTO IS
Vakıf Yatırım Öneri	TUT
Kapanış (TL)	41,86
Hedef Fiyat (TL)	46,80
Mevcut Piyasa Değeri (mn TL)	14.689
Hedef Piyasa Değeri (mn TL)	16.422
Yükselme Potansiyeli	11,8%

Ford Otosan Hakkında

Ford Otosan özellikle ticari sınıf araçların imalatı, ithalatı, montajı, satışı ve yedek parçalarının üretimi ve satışını yapmaktadır. Şirket 1959'da kurulmuş olup Ford Motor Company ve Koç Grubu şirketleri ortaklığı olarak faaliyetine devam etmektedir. Kocaeli'de Transit ve Transit Custom ürettiği Gölcük Fabrikası ve Transit Courier'i ürettiği Yeniköy Fabrikası, Eskişehir İnönü'de ise Cargo Kamyon Fabrikası ile kamyon ve Transit araçlarına üretim yapan Motor ve Aktarma Organları Fabrikası bulunmaktadır.

Ortaklık Yapısı



SWOT Analizi

Güçlü Yönler

Güçlü dağıtım ağı (192 yurtiçi, 50 ülkede 58 bayi)
%30 pazar payı ile lider orta ticari araç üreticisi
Düşük maliyetli ve esnek üretim
Ford Motor Company ile ortaklık
Yüksek ihracat oranıyla iç piyasaya bağımlılığın az olması

Zayıf Yönler

Yurtiçi satılan araçların %35'inin ithal binek olması
Son 3 yılda gerileyen pazar payı ve operasyonel marjlar
İhracatın %95'inin Avrupa'ya yapıyor olması

Fırsatlar

Avrupa'ya bağımlılığı azaltmak için alternatif pazarlara giriş
Düşük faiz ortamının destekleyeceği otomotiv talebi
Yurtiçi pazarda olası hurda teşviki
Yüksek marjlı kamyon ihracatında artış

Tehditler

Yurtiçi pazarda vergi oranlarının artması
Hammadde maliyetlerinin artışı
Kurdaki dalgalanmaların marjlarda erimeye neden olması
Ford Motor'un üretim merkezini farklı ülkelere taşıma kararı

13 Temmuz 2017 Perşembe

Değerleme ve Öneri

- Ford Otosan için İNA'ya göre yaptığımız değerlemeye göre 12 aylık hedef fiyatı 46,80 TL/hisse olarak belirledik. En son hisse kapanış fiyatına göre %11,8 yükselme potansiyeli taşıyan hisse için uzun vadeli önerimizi "AL"dan "TUT"a çekiyor, kısa vadeli önerimizi ise "Endeks Üzeri Getiri" olarak koruyoruz.
- Ford Otosan'ın değerlemesinde indirgenmiş nakit akımları (İNA) yöntemi kullanılmıştır.

Tablo 6: Ford Otosan - İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) Analizi

Ford Otosan (FROTO) - İNA (milyon TL)
Ağırlıklı Sermaye Maliyeti Hesaplama

	2016	2017T	2018T	2019T	2020T	2021T	2022T	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T (TD)
Risksiz Faiz Oranı		11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	10,5%
Risk Primi		5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Beta		1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,0
Özsermaye Maliyeti		16,5%	16,5%	16,5%	16,5%	16,5%	16,5%	16,5%	16,5%	16,5%	16,5%	15,5%
Borçlanma Maliyeti		12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	11,5%
Vergi Oranı		13,6%	14,1%	14,6%	15,1%	15,6%	15,8%	16,2%	16,4%	16,4%	16,6%	20,0%
Vergi Sonrası Borçlanma Maliyeti		10,4%	10,3%	10,3%	10,2%	10,1%	10,1%	10,1%	10,0%	10,0%	10,0%	9,2%
Özsermaye Oranı		34,1%	34,6%	34,4%	34,9%	35,4%	35,2%	35,0%	35,0%	35,2%	35,4%	35,9%
Ağırlıklı Sermaye Maliyeti		12,5%	12,5%	12,4%	12,4%	12,4%	12,4%	12,3%	12,3%	12,3%	12,3%	11,5%

İNA Yöntemi ile değerlendirme

(milyon TL)	2016	2017T	2018T	2019T	2020T	2021T	2022T	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T (TD)
Satış Gelirleri	18.289	22.495	23.785	25.680	28.092	30.304	32.683	35.842	38.648	39.900	42.866	44.580
Büyüme		23,0%	5,7%	8,0%	9,4%	7,9%	7,8%	9,7%	7,8%	3,2%	7,4%	4,0%
FVÖK	1.029	1.337	1.451	1.577	1.763	1.939	2.050	2.253	2.397	2.372	2.542	2.612
Operasyonel Kar Marjı	5,6%	5,9%	6,1%	6,1%	6,3%	6,4%	6,3%	6,3%	6,2%	5,9%	5,9%	5,9%
Vergi Oranı (%)		14%	14%	15%	15%	16%	16%	16%	16%	16%	17%	20%
Vergi		-167	-188	-212	-246	-280	-299	-337	-363	-357	-388	-522
Vergi Sonrası Net Operasyonel K/Z		1.170	1.262	1.366	1.516	1.659	1.751	1.916	2.034	2.015	2.154	2.090
+ Amortisman	456	454	471	511	553	599	727	863	1.006	1.105	1.233	1.314
FAVÖK	1.485	1.791	1.922	2.089	2.316	2.538	2.777	3.116	3.403	3.477	3.775	3.926
FAVÖK Marjı	8,1%	8,0%	8,1%	8,1%	8,2%	8,4%	8,5%	8,7%	8,8%	8,7%	8,8%	8,8%
Yatırım Harcamaları / Amortisman		-157%	-200%	-187%	-180%	-304%	-261%	-229%	-122%	-116%	-108%	-103,0%
+/- Çalışma sermayesindeki değişim		-125	63	-88	-52	-70	-74	-76	-91	-98	-72	-74
Satışlardaki değişim		4.205	1.290	1.895	2.412	2.213	2.378	3.159	2.806	1.252	2.966	1.715
Çalışma sermayesindeki değişimi/ Satışlardaki değişim		-3%	5%	-5%	-2%	-3%	-3%	-2%	-3%	-8%	-2%	-4%
- Yatırım Harcamaları		711	943	958	998	1.823	1.896	1.972	1.231	1.280	1.331	1.354
Firmaya Yönelik Serbest Nakit Akımları		788	854	831	1.020	365	508	731	1.718	1.743	1.984	1.976

Sonsuz Büyüme Oranı												4,0%
Sonsuza Giden Değer												27.550
İskonto Faktörü		1,00	0,89	0,79	0,70	0,63	0,56	0,50	0,44	0,39	0,35	0,31
İskonto edilmiş Nakit Akımları - 31 Aralık 2016		788	759	658	718	229	283	363	759	686	695	8.663
Firma Değeri - 31 Aralık 2016		14.601										
Net Borç		1.706										
Özsermaye Değeri - 31 Aralık 2016		12.895										
Öz Sermaye Maliyeti		17%					10,0%	10,5%	11,0%	11,5%	12,0%	
12A Hedef Özsermaye Değeri		16.422					43,66	41,18	38,93	36,89	35,04	
							48,13	45,10	42,40	39,97	37,78	
							53,96	50,15	46,80	43,83	41,18	
							61,89	56,89	52,58	48,82	45,53	
							73,30	66,32	60,48	55,52	51,26	

İNA Varsayımlarımız ve Finansal Tahminler

- İNA analizimizde iskonto oranı hesaplanırken %11 Risksiz Faiz Oranı, %5 Hisse Senedi Risk Primi, 1,1x beta ve %4 Sonsuz Büyüme Oranı kullanılmıştır.
- Yatırım Harcamaları - Şirketin 2017'de 180 milyon €, 2018-2020 yılları arasında ortalama 230 milyon € 2024-2026 yılları arasında ortalama 240 milyon € yapısal yatırım harcaması yapacağını, 2021-2023 yılları arasında ise 400 milyon € ürün yenileme yatırımı harcaması yapacağını öngördük. Terminal yıl için ise Şirketin yenileme yatırımlarına ek olarak ortalama her yıl %1-2 kapasite artırımı yatırımı yapması varsayımıyla bir yatırım harcaması öngörülmüştür.
- Çalışma Sermayesi İhtiyacı -- Şirketin alacak tahsil süresi 39 gün, stok devir süresi 23 gün ve ticari borç ödeme süresi 49 gün varsayımları ile olmak üzere çalışma sermayesi ihtiyacı ortalama 12 gün olarak hesaplanmıştır.
- Vergi -- Şirket yoğun yatırım yaptığı ve bu yatırımlar nedeniyle bilançosunda ertelenmiş vergi varlığı (1Ç17 itibarıyla 567,8 milyon TL) taşıdığı için %1 (son 10 yıl ortalama) gibi oldukça düşük bir efektif vergi oranı ile operasyonlarını sürdürmektedir. Değerleme sürecinde Şirketin efektif vergi oranını ortalama %15,4 olarak modele yansıtırken, terminal yıl için %20 kurumlar vergisi oranı üzerinden vergi gideri varsaydık.

13 Temmuz 2017 Perşembe

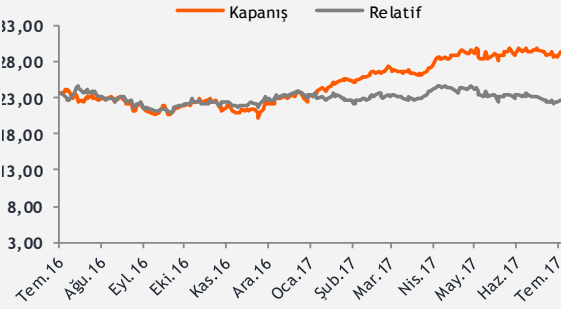
- **Değerlememize ilişkin yukarı yönlü potansiyeller** -- Şirket değerlemesini i) hurda teşviki, ii) ticari araçların kiralamaya konu olabilmesi iii) beklentimizden yüksek otomotiv talebi, iv) varsayımlarımızın üzerinde yurtiçi ve yurtdışı satış adetleri v) tahminlerimizden üzerinde pazar payı, vi) FAVÖK marjının öngörülerimizin üzerinde gerçekleşmesi olumlu etkileyecektir.
- **Değerlememize ilişkin aşağı yönlü riskler** -- i) beklenenden düşük satış hacmi ve satış gelirleri, ii) varsayımlarımızdan yüksek yatırım harcamaları iii) kurlarda yaşanacak oynaklık ve yüksek faiz ortamının talebi olumsuz etkilemesi, iv) HTA'lar başta olmak üzere sektöre yönelik ek vergiler v) sektördeki rekabet koşullarında kötüleşme, vi) hammadde fiyatlarında tahminlerimizin üzerinde artışın marjları olumsuz etkilemesi (Şirketin mutlak anlamda yarattığı operasyonel kar maliyet değişimlerinden etkilenmemekle birlikte, ulaşılan ciroya göre yaratılan operasyonel kar marjı maliyet artış dönemlerinde daralma gösterebilir.)

13 Temmuz 2017 Perşembe

Sektör	: Otomotiv
Şirket	: Tofaş
Hisse Kodu	: TOASO - TOASO TI, TOASO IS
Fiyat (TL)	: 29,50
Hedef Fiyatı (TL)	: 32,22
Yükselme Potansiyeli	: %9,23
Öneri / Kısa Vade	: Endeks Üzeri Getiri
Öneri / Uzun Vade	: TUT
Hisse Adedi (mn)	: 500,0
HAO (%)	: 24%

1968 yılında kurulan Tofaş Oto, Türkiye'nin hem binek hem de hafif ticari araç üreten tek otomotiv şirkettir. Tofaş sermayesinde Fiat Chrysler Automobiles (FCA) eşit hissedarlar. Türkiye'nin 5. büyük sanayi kuruluşu olan Tofaş'ın üretim kapasitesi bakımından 450.000 adet ile en büyük otomotiv şirketi. Bursa'da 933.832 m² alan üzerinde kurulu fabrikasında üretim yapan şirket, FCA'nın dünyadaki üç stratejik üretim merkezinden biri olup, Avrupa'daki 2. büyük Ar-Ge merkezi konumunda bulunmaktadır. Lüksemburg ve İstanbul borsalarında hisselerin %24,2'si halka açık ve %87'si yabancı sermayeye aittir.

Hisse Performansı



Performans	1Ay	3Ay	12Ay
Mutlak %	-1,61	2,81	23,15
Rölatif %	-3,71	-7,22	-4,96
En Yüksek (TL)	29,94	29,98	29,98
En Düşük (TL)	28,50	26,36	19,70

Analist : Serap KAYA
İletişim : 0212 403 4132
 : serap.kaya@vakifyatirim.com.tr

Tofaş Oto - Güçlü Görünüm 2017'de de devam edecek

2016 yılını Egea'nın etkisiyle üretim, satış ve ihracat rekoruyla tamamlayan Tofaş kapasitesini 2017 ilk çeyrekte 450.000 adede yükseltti. Tofaş'ın gelirlerinin %73'ünü ihraç pazarlarından elde edeceği beklentisiyle, yurt içi pazarda öngörülen daralmaya karşı koyabileceğini düşünmekteyiz. Tofaş Oto için hedef fiyatımızı; makro tahminlerimizdeki değişiklikler, sektöre ve şirkete ilişkin satış projeksiyonlarımızdaki güncellemeler, operasyonel marjlarda öngörülerimiz doğrultusunda revizyonlar nedeniyle 27,06 TL'den 32,22 TL'ye yükseltiyoruz. Uzun vadeli önerimizi "AL"dan "TUT"a çekiyor, kısa vadeli önerimizi ise "Endeks Üzeri Getiri" olarak koruyoruz.

mn TL	Ciro	FAVÖK	Net Kar	HBT (TL)	F/K(x)	FD/FAVÖK(x)
2014	7.440	832	574	0,97	25,7 x	19,0 x
2015	9.921	1.069	831	0,73	17,8 x	14,8 x
2016	14.236	1.367	970	0,70	15,2 x	11,5 x
2017/T	17.893	1.714	951	1,02	15,5 x	9,2 x
2018/T	19.416	1.856	1.046	1,14	14,1 x	8,5 x
2019/T	21.047	2.001	1.149	1,27	12,8 x	7,9 x

■ **2017'de Tofaş'ın ihracatındaki güçlü seyrin devam etmesini bekliyoruz** -- Egea sayesinde ihracatını 2016'da %61 artırarak 280 bin adede çıkaran Tofaş, bu dönemde ihracatının %84'ünü Avrupa pazarlarına gerçekleştirdi. Satışları içerisindeki en büyük payı %37,8 ile İtalya oluşturdu. İtalya'yı İspanya (%8,4), Almanya (%8,3) ve Fransa (%7,9) takip etti. Daha önce girilmesini muhtemel gördüğümüz Meksika pazarı ise 2016'da satışları içerisinde %1,8 pay aldı.

2017 Nisan itibarıyla bu pazarlardan İtalya'da %8,0, Almanya'da %4,7, Fransa'da %4,0, İspanya'da ise %8,6 yükseliş gerçekleşmiş bulunmaktadır. Dolayısıyla Avrupa pazarlarında devam eden iyileşmeyi 2017 ihracat beklentilerimizi destekleyen unsur olarak görüyoruz. Ayrıca Dodge markası çatısı altında Neon model ismiyle Meksika'ya yapılan ihracat 2016 yılında 5.120 adet olup, bu rakamın 2017 yılında artış göstereceğini düşünüyoruz, bununla birlikte Polonya pazarında kısa zamanda kaydedilen başarıyı pazar çeşitlendirilmesi açısından olumlu buluyoruz. Tüm bunlar ışığında şirketin 2017 ihracat hacminin %13 büyüyerek 316 bin adet olmasını bekliyoruz. Tofaş yönetimi ise ilk çeyrek sonuçlarıyla 2017 ihracat beklentisini 330-340 bin adetten, 300-330 bin adet aralığına revize etti.

■ **Yurt içi pazardaki daralmanın aksine satışlarını önceki yıla göre artıracaklarını öngörüyoruz** -- Tofaş'ın yurtiçi pazardaki ürün gamının büyük bölümü ÖTV'nin keskin artış kaydettiği matrahın altında kaldığını gözliyoruz. Üstelik daralmasını beklediğimiz üst sınıf binek segmentinden orta segmente kayacak talep ile şirketin pazar payı kazanabileceğini öngörüyoruz. Egea'ya dizel ve otomatik vites seçeneklerinin eklenmiş olmasının satış rakamlarını destekleyeceğini düşünüyoruz. Tofaş'ın binek araç segmentinde yapılan ÖTV artışından Egea sayesinde, daha az etkilenmesini beklesek de, hafif ticari segment satışlarının pazara paralel gerileyeceğini düşünüyoruz. Şirketin 2017'de yurt içinde 119 bin adet araç satışı gerçekleştireceğini tahmin etmekteyiz. Tofaş yönetimi ise ilk çeyrek sonuçlarıyla birlikte, yurtiçi otomotiv pazarı öngörüsünü 870-880 bin adetten 880-900 bin adete buna bağlı kendi yurtiçi satış adedini 110-115 bin adetten 110-120 bin adete revize etti.

■ **İhracat anlaşmaları kapasite ve üretim artışını beraberinde getiriyor** -- 2016 yılında kapasite kullanım oranı %96'ya kadar çıkan Tofaş'ın, 2017 ilk çeyreğinde tamamlanan kapasite artışını dikkate alarak kapasite kullanım oranının %94'e ulaşmasını bekliyoruz. 2017'de geçen yıla göre %12 artışla 425 bin adet üretim gerçekleştireceğini öngörüyoruz. Şirket 2017 üretim öngörüsünü 430-440 bin adetten 400-440 bin adet olarak güncelledi.

■ **Yurtdışı yatırım ile Tipo üretimi söz konusu olabilir** -- Mülkiyet hakkının Tofaş'ın sahip olduğu Tipo modelinin başarısı ve Tofaş'ın kapasite sınırı nedeniyle, FCA'nın Tipo üretimi için yurtdışında ortaklık arayışı içinde olabileceğini düşünüyoruz. Yurtdışında kurulabilecek girişimde Tofaş'ın da ortak olması ya da telif hakkı elde ederek yer alacağı bir yatırımın hisse için önemli bir katalizör olabileceğini düşünüyoruz.

■ **Temettü verimi** -- Şirket 2016 yılı karından hisse başına brüt 0,7 TL nakit kar payının dağıtımını 3 Nisan'da gerçekleştirdi. Önemli yatırımları tamamlanan şirketin önümüzdeki dönemde ortalama %5,4 verim ile temettü ödemeye devam edeceğini düşünüyoruz.

13 Temmuz 2017 Perşembe

Gelir Tablosu (TL mn)	2014	2015	2016	2017T	2018T	2019T
Satış Gelirleri (net)	7.440	9.921	14.236	17.893	19.416	21.047
FVÖK	534	709	844	1.134	1.262	1.402
Amortisman Giderleri	299	360	523	580	593	600
FAVÖK	832	1.069	1.367	1.714	1.856	2.001
Diğer ve Finansal Gelir/Gider (Net)	-61	-91	-46	-111	-120	-131
VÖK	472	618	798	1.023	1.142	1.271
Vergiler	102	213	172	-72	-96	-122
Net Dönem Karı	574	831	970	951	1.046	1.149
HBK		4,3	5,0	4,9	5,4	5,9

Bilanço (TL mn)	2014	2015	2016	2017T	2018T	2019T
Nakit ve Benzerleri	1.686	2.387	2.216	2.785	3.699	3.949
Kısa Vadeli Ticari Alacaklar	845	1.037	1.361	1.353	1.571	1.704
Tüketici Finansman Alacakları	727	1.091	1.382	1.532	1.687	1.833
Stoklar	453	548	920	829	962	1.041
Maddi Duran Varlıklar	1.621	2.112	2.321	2.478	2.563	2.878
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	895	1.284	1.770	1.890	1.955	2.195

Toplam Aktifler	7.124	9.867	11.830	12.857	14.757	16.175
Finansal Borçlar	2.597	4.386	5.016	5.674	6.535	7.069
Kısa Vadeli	1.286	1.832	2.037	2.553	2.941	3.181
Uzun Vadeli	1.312	2.554	2.979	3.121	3.594	3.888
Ticari Borçlar	1.830	2.448	3.355	3.124	3.627	3.934
Özsermaye	2.241	2.582	2.957	3.558	4.093	4.671
Net Borç	911	2.000	2.800	2.889	2.836	3.120

Nakit Akım Tablosu (mn TL)	2014	2015	2016	2017T	2018T	2019T
VÖK	472	618	798	1.023	1.142	1.271
Amortisman	299	360	523	580	593	600
Δ İşletme Sermayesi İhtiyacı	-53	-330	-211	132	-152	-94
Vergi	102	213	172	-72	-96	-122
Yatırım Harcaması	-932	-1.203	-1.242	-801	-729	-1.148
Temettü Ödemesi	-325	-485	-365	-350	-511	-571
Bedelli Sermaye Artırımı	0	0	0	0	0	0
Δ Borçlanma Değişimi	0	1.789	630	658	861	534
Diğer Nakit Giriş/Çıkış	0	-261	-475	-601	-194	-220
Yıl boyunca yaratılan nakit	0	962	304	1.171	1.108	469
Dönemsonu Nakit	1.686	2.387	2.216	2.785	3.699	3.949

Büyüme	2014	2015	2016	2017T	2018T	2019T
Satış	%5,7	%33,3	%43,5	%25,7	%8,5	%8,4
FAVÖK	%2,6	%28,4	%27,9	%25,4	%8,3	%7,8
Net Kar	%32,2	%44,7	%16,8	-%2,0	%10,0	%9,9

Çarpanlar	2014	2015	2016	2017T	2018T	2019T
FD/Satışlar	2,12	1,59	1,11	0,88	0,81	0,75
FD/FAVÖK	18,96	14,77	11,55	9,21	8,50	7,89
F/K	25,69	17,75	15,20	15,52	14,10	12,83
PEG Rasyo	0,80	0,40	0,91	- 7,69	1,41	1,30
PD/DD	6,58	5,71	4,99	4,15	3,60	3,16

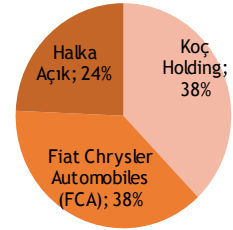
Finansal Rasyolar	2014	2015	2016	2017T	2018T	2019T
Öz Sermaye Karlılığı	%25,6	%34,4	%35,0	%29,2	%27,3	%26,2
FAVÖK Marjı	%11,2	%10,8	%9,6	%9,6	%9,6	%9,5
Net Kar Marjı	%7,7	%8,4	%6,8	%5,3	%5,4	%5,5
Net Borç/Özsermaye	%40,7	%77,4	%94,7	%81,2	%69,3	%66,8
Net Borç/FAVÖK	%109,5	%187,1	%204,9	%168,6	%152,8	%155,9
KV Borç/UV Borç	%98,0	%71,8	%68,4	%81,8	%81,8	%81,8
Öz Sermaye/Aktif Toplamı	%31,5	%26,2	%25,0	%27,7	%27,7	%28,9
Borç/Öz Kaynak	%115,9	%169,9	%169,6	%159,5	%159,7	%151,3
Cari Oran	%113,5	%115,0	%109,5	%115,8	%122,8	%123,6
Nakit Temettü	%96,9	%73,0	%70,0	%102,3	%114,2	%127,1

Şirket	Tofaş
Hisse Kodu	TOASO - TOASO TL, TOASO IS
Vakıf Yatırım Öneri	TUT
Kapanış (TL)	29,50
Hedef Fiyat (TL)	32,22
Mevcut Piyasa Değeri (mnTL)	14.750
Hedef Piyasa Değeri (mnTL)	16.112
Yükselme Potansiyeli	9,2%

Tofaş Hakkında

1968 yılında kurulan Tofaş Oto, Türkiye'nin hem binek hem de hafif ticari araç üreten tek otomotiv şirkettir. Tofaş sermayesinde Fiat Chrysler Automobiles (FCA) eşit hissedardır. Türkiye'nin 5. büyük sanayi kuruluşu olan Tofaş'ın üretim kapasitesi bakımından en büyük otomotiv şirketi. Bursa'da 933.832 m² alan üzerinde kurulu fabrikasında üretim yapan şirket, FCA'nın dünyadaki üç stratejik üretim merkezinden biri olup, Avrupa'daki 2. büyük Ar-Ge merkezi konumunda bulunmaktadır. Lüksemburg ve İstanbul borsalarında hisselerin %24,2'si halka açık ve %87'si yabancı sermayeye aittir.

Ortaklık Yapısı



SWOT Analiz

Güçlü Yönler

Her iki segmentte üretim yapması
Al yada öde garantili anlaşmaları
FCA'nın stratejik üretim merkezi olması
Gelir-Maliyet yapısının doğal hedge oluşturması

Zayıf Yönler

İhracatın %84'ünün Avrupa'ya yapıyor olması

Fırsatlar

Yeni ihracat pazarlarında pay oranının artması
Alternatif pazarlara giriş
Yurtiçi pazarda olası hurda teşviki
Yatırımların tamamlanmasıyla nakit yaratma kabiliyeti artışı

Tehditler

Yurtiçi pazarda vergi oranlarının artması
Hammadde maliyetlerinin artışı
Marjlarda erime

13 Temmuz 2017 Perşembe

Değerleme ve Öneri

- Tofaş için İNA'ya göre yaptığımız değerlemeye göre 12 aylık hedef fiyatı 32,22 TL/hisse olarak belirledik. En son hisse kapanış fiyatına göre %9,2 yükselme potansiyeli taşıyan hisse için önerimizi "AL"dan "TUT" çekiyor, kısa vadeli önerimizi ise "Endeks Üzeri Getiri" olarak koruyoruz.
- Tofaş'ın değerlemesinde indirgenmiş nakit akımları (İNA) yöntemi kullanılmıştır. Bilindiği gibi Tofaş Koç Fiat Kredi Tüketici Finansmanı A.Ş.'yi (KFK) tam konsolidasyona tabi tutmaktadır. Değerleme sürecinde İNA modelimizi oluştururken KFK etkisi ayrıştırılmış solo finansallar üzerinden projeksiyon yapılmış KFK'nın değerleme etkisi ise Tofaş hedef değerine düzeltme olarak eklenmiştir.
- KFK için ise şirketin bir finans şirketi olması nedeniyle PD/DD çarpanı üzerinden bir değer atadık. Buna göre şirket için 0,9 hedef PD/DD çarpanı varsayımıyla 114 mın TL piyasa değerine ulaştık.

Tablo 7: Tofaş Oto - İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) Analizi

Tofaş Otomobil Fab. (TOASO) - İNA (mın TL)
Ağırlıklı Sermaye Maliyeti Hesaplama

	2016	2017T	2018T	2019T	2020T	2021T	2022T	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T (TD)
Risksiz Faiz Oranı		11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	10,5%
Risk Primi		5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Beta		0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	1,0
Özsermaye Maliyeti		15,5%	15,5%	15,5%	15,5%	15,5%	15,5%	15,5%	15,5%	15,5%	15,5%	15,5%
Borçlanma Maliyeti		12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	11,5%
Vergi Oranı		7,0%	8,4%	9,6%	10,3%	11,3%	12,1%	12,8%	13,2%	13,6%	13,8%	20,0%
Vergi Sonrası Borçlanma Maliyeti		11,2%	11,0%	10,9%	10,8%	10,6%	10,6%	10,5%	10,4%	10,4%	10,3%	9,2%
Özsermaye Oranı		33,8%	37,4%	38,0%	39,7%	41,7%	44,4%	47,5%	50,8%	54,0%	57,4%	50,0%
Ağırlıklı Sermaye Maliyeti		12,6%	12,7%	12,6%	12,6%	12,7%	12,7%	12,9%	13,0%	13,1%	13,3%	12,4%

İNA Yöntemi ile Değerleme

(mın TL)	2016	2017T	2018T	2019T	2020T	2021T	2022T	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T (TD)
Satış Gelirleri	14.236	17.893	19.416	21.047	22.740	24.573	26.557	28.704	31.029	33.547	36.273	37.724
Büyüme		25,7%	8,5%	8,4%	8,0%	8,1%	8,1%	8,1%	8,1%	8,1%	8,1%	4,0%
FVÖK	766	946	1.064	1.192	1.283	1.432	1.590	1.761	1.855	1.978	2.050	2.084
Operasyonel Kar Marjı	5,4%	5,3%	5,5%	5,7%	5,6%	5,8%	6,0%	6,1%	6,0%	5,9%	5,7%	5,5%
Vergi Oranı (%)		7%	8%	10%	10%	11%	12%	13%	13%	14%	14%	20%
Vergi		-72	-96	-122	-140	-170	-202	-237	-255	-280	-294	-417
Vergi Sonrası Net Operasyonel K/Z		874	968	1.070	1.143	1.262	1.388	1.525	1.599	1.698	1.756	1.667
+ Amortisman	523	580	593	600	648	648	651	657	753	833	981	1.069
FAVÖK	1.288	1.526	1.657	1.791	1.931	2.080	2.241	2.419	2.608	2.811	3.032	3.153
FAVÖK Marjı	9,1%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,4%	8,4%	8,4%	8,4%	8,4%	8,4%
Yatırım Harcamaları / Amortisman		-138%	-123%	-191%	-103%	-108%	-113%	-230%	-106%	-178%	-89%	-103,0%
+/- Çalışma sermayesindeki değişimi		-132	152	94	98	104	114	123	130	139	149	161
Satışlardaki değişim		3.657	1.523	1.631	1.693	1.833	1.984	2.148	2.325	2.518	2.726	1.451
Çalışma sermayesindeki değişimi/ Satışlardaki değişim		-4%	10%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	5%	11%
- Yatırım Harcamaları		801	729	1.148	669	700	732	1.509	802	1.482	878	1.101
Firmaya Yönelik Serbest Nakit Akımları		521	984	616	1.219	1.314	1.421	796	1.681	1.189	2.008	1.796

Sonsuz Büyüme Oranı												4%
Sonsuza Giden Değer												22.364
İskonto Faktörü		1,00	0,89	0,79	0,70	0,62	0,55	0,49	0,43	0,38	0,34	0,30
İskonto edilmiş Nakit Akımları - 31 Aralık 2016		521,0	873,3	485,5	853,0	815,9	782,5	388,6	725,9	453,7	676,5	6.705,3
Firma Değeri - 31 Aralık 2016		13.281										
Net Borç*		571										
Diğer Düzeltmeler**		114										
Özsermaye Değeri - 31 Aralık 2016		12.825										
Öz Sermaye Maliyeti		16%										
12A Hedef Özsermaye Değeri		16.112										

İNA hesaplaması Tofaş'ın solo finansalları üzerinden yapılmıştır.

*Net borç tüketici finansmanı borçları tutarında düzeltilmiştir.

**Diğer düzeltmeler KFK'nın değerini ifade etmektedir.

Sonsuz Büyüme (%)	Risksiz Faiz Oranı (%)					
	32,22	10,0%	10,5%	11,0%	11,5%	12,0%
2,0%	36,02	34,01	32,22	30,63	29,19	29,19
3,0%	36,02	34,01	32,22	30,63	29,19	29,19
4,0%	36,02	34,01	32,22	30,63	29,19	29,19
5,0%	36,02	34,01	32,22	30,63	29,19	29,19
6,0%	36,02	34,01	32,22	30,63	29,19	29,19

İNA Varsayımlarımız ve Finansal Tahminler

- İNA analizimizde %11 Risksiz Faiz Oranı, %5 Hisse Senedi Risk Primi, 0,9x beta ve %4 sonsuz büyüme oranı kullanılmıştır.
- Yatırım Harcamaları -- Şirket yatırım harcamalarını önemli düzeyde tamamladı. 2017 yılında 205 mın €, 2018-2027 yılları arasında 200 mın € yenileme yatırımı öngördük. Terminal yıl için ise şirketin yenileme yatırımlarına ek olarak ortalama her yıl %1-2 kapasite artırımı yatırımı yapması varsayımıyla bir yatırım harcaması öngörülmüştür.

13 Temmuz 2017 Perşembe

- **Çalışma Sermayesi İhtiyacı** -- Şirketin alacak tahsil süresi 30 gün, stok devir süresi 21 gün ve ticari borç ödeme süresi 70 gün varsayımları ile olmak üzere çalışma sermayesi ihtiyacı ortalama 8 gün olarak hesaplanmıştır.
- **Vergi** -- Değerleme sürecinde Şirketin efektif vergi oranını ortalama %12,2 olarak modele yansıtırken, terminal yıl için %20 kurumlar vergisi oranı üzerinden vergi gideri varsaydık.
- **Değerlememize ilişkin yukarı yönlü potansiyeller** -- Şirket değerlemesini i) Sektöre yönelik vergi indirimleri, ii) Hurda teşviki, iii) Ticari araçların kiralamaya konu olabilmesi iv) Beklentimizden yüksek otomotiv talebi, v) Tahminlerimizden üzerinde pazar payı, vi) FAVÖK marjının varsayımlarımızın üzerinde gerçekleşmesi olumlu etkileyecektir.
- **Değerlememize ilişkin aşağı yönlü riskler** -- Şirket değerlemesini i) Beklenenden düşük satış hacmi ve satış gelirleri, ii) Varsayımlarımızdan yüksek yatırım harcamaları iii) Kurlarda yaşanacak oynaklık ve yüksek faiz ortamının talebi olumsuz etkilemesi, iv) Sektöre yönelik ek vergiler v) Sektördeki rekabet koşullarında Şirket aleyhine kötüleşmesi, vi) İthalat maliyetlerinde tahminlerimizin üzerinde artışın marjları zayıflatması olumsuz etkileyecektir.

Vakıf Yatırım Menkul Değerler A.Ş. Öneri Metodolojisi

Hisse Senedi Öneri Metodolojisi

Vakıf Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("Vakıf Yatırım") araştırma raporlarında izleme listesinde yer alan şirketler için "Gelecek 12 aya yönelik" ve "Kısa Vadeli Öneri" olmak üzere ikili bir öneri sistemi uygulamaktadır.

1. **Gelecek 12 aya yönelik öneri:** Şirket ile ilgili yapılan detay analiz ve değerlendirme çalışması sonrası ulaşılan getiri potansiyeli dikkate alınarak ve hissenin 12 aya kadar elde tutulması durumunda sağlanması beklenen getiri oranları çerçevesinde verilmektedir.

Burada AL, TUT, SAT olmak üzere üç temel öneri veriyoruz.

Bu önerilerin hangi yüzdesel yükseliş beklentileri doğrultusunda verileceği konusunda ise dinamik bir modelleme öngörüyoruz. Buna göre;

- **TUT (T)** - Hedef Değerin, hissenin en son kapanış fiyatına göre "Risksiz Faiz Oranı + Hisse Senedi Risk Primi" kadar (en yakın %5'lik dilime yuvarlanmış olarak) yükseliş veya düşüş potansiyeli içermesi.
- **AL (A)** - Hedef Değerin, hissenin en son kapanış fiyatına göre "Risksiz Faiz Oranı + Hisse Senedi Risk Primi" den fazla (en yakın %5'lik dilime yuvarlanmış olarak) yükseliş potansiyeli içermesi
- **SAT (S)** - Hedef Değerin, hissenin en son kapanış fiyatına göre "Risksiz Faiz Oranı + Hisse Senedi Risk Primi" den fazla (en yakın %5'lik dilime yuvarlanmış olarak) düşüş potansiyeli içermesi.

Yukarıdaki tabloda belirlenen sınırlar, piyasanın doğası gereği geçici sürelerle ihlal edilebilir. Örneğin değerlemelerde dikkate alınmayan olumlu bir gelişmenin fiyatlanmasıyla AL önerimiz olan hisse senedi, hedef değerinin üstüne çıkabilir veya tersi bir durum söz konusu olabilir. Bu tür ihlallerin 3 aydan fazla sürmesi durumunda hedef değer ve öneri güncellemesi yayınlanması gereklidir.

Gelecek 12 aya yönelik öneri değişikliği şirket değerlemesini etkileyecek her türlü gelişme ve piyasa fiyatındaki hareketler dikkate alınarak ve şirket ile ilgili bir güncelleme raporu yayınlanarak yapılır.

Eğer değerlendirme değişimine sebep olan etken şirkete özel bir gerekçe ile değil, değerlendirme parametrelerinin (kur, faiz, büyüme, iskonto oranları vs) değişimi sonucu oluyorsa hedef değer güncellemesi tek tek şirketler için rapor yazılmaksızın topluca ve herhangi bir zamanlama kısıtlaması olmaksızın yapılabilir.

2. **Kısa Vadeli Öneri:** Hisse senedinin çeşitli gerekçelerle kısa vade için (3 ay) gelecek 12 aya yönelik öneri paralelinde hareket edeceği veya ayrıyacağı düşünülüyorsa bu görüşümüzü kısa vadeli öneriler vurgulanacaktır. Bu öneri sistemimiz ise aşağıdaki gibi üç şekildedir.

- **Endekse Paralel Getiri (EPG)** : Kısa vadede endekse veya sektör endeksine paralel getiri beklentisi
- **Endeksin Üzerinde Getiri (EAG)**: Kısa vadede endeksin veya sektör endeksinin üzerinde getiri beklentisi
- **Endeksin Altında Getiri (EAG)** : Kısa vadede endeksin veya sektör endeksinin altında getiri beklentisi

Endeksin üzerinde ve altında getiri için herhangi bir rölatif getiri sınırı bulunmamaktadır.

Araştırma ve Strateji bölümü tarafından hazırlanan çalışmalarda ilgili hisse ile ilgili kullanılacak diğer tanımlamalar ve kısaltmalar;

- **Kapsam Dışı (KD)** - Herhangi bir hedef değer ve önerimiz olmayan hisse senetlerini ifade eder.
- **Öneri Yok (OY)** - Herhangi bir hedef değer ve önerimiz olmayan ancak izleme listemizde olan hisse senetlerini ifade eder.
- **Revize Ediliyor (RE)** - Öneri Listemizde olan ancak çeşitli gerekçelerle öneri ve hedef değerimizi güncelleme gereği duyulan şirketlerin bu geçiş periyodunda olduğunu ifade etmek için kullanılır.

Sektör Öneri Metodolojisi

Araştırma ve Strateji bölümü tarafından hazırlanan sektör raporlarında;

- **İYİMSER** - 12 aylık dönemde sektördeki koşullarının olumlu gelişmesi
- **KÖTÜMSER**- 12 aylık dönemde sektördeki fiyatlama ve rekabet koşullarının olumsuz gelişmesi
- **NÖTR** - 12 aylık dönemde sektörde önemli bir değişiklik yaşanmaması

Piyasa Öneri Metodolojisi

Araştırma ve Strateji bölümü tarafından hazırlanan piyasaya yönelik strateji raporlarında;

- **AĞIRLIĞI ARTIR** - 12 aylık dönemde Piyasaya yönelik olumlu beklentiler nedeniyle hisse senedi pozisyonlarının portföy içindeki ağırlığının artırılmasını ifade eder
- **AĞIRLIĞI AZALT** - 12 aylık dönemde Piyasaya yönelik olumsuz beklentiler nedeniyle hisse senedi pozisyonlarının portföy içindeki ağırlığının azaltılmasını ifade eder
- **NÖTR** - 12 aylık dönemde Mevcut durumu değiştirecek önemli bir beklentinin olmaması durumunu ifade eder.

Araştırma ve Strateji bölümü tarafından hazırlanan önerilerin işaret ettiği endeks hedef değeri ile piyasa önerisi paralel olmalıdır. Buna göre örneğin endeks için AĞIRLIĞI ARTIR şeklinde bir öneri yapılmışken Vakıf Yatırım izleme listesindeki hisselerin işaret ettiği yükselme potansiyelinin bu öneriyi teyit etmesi gerekmektedir.

Ayrıca Vakıf Yatırım izleme listesindeki şirketlerin adet olarak ve/veya halka açık piyasa değeri ağırlıklı olarak öneri dağılımının piyasa önerisine paralel olması beklenirken, daha dengeli bir izleme listesi oluşturulması maksadıyla herhangi bir dönemde AL ve SAT önerilerinin toplam öneriler içindeki ağırlığının %20'den az olmaması hedeflenmektedir.

Yukarıdaki her iki durum için dönemsel ve geçici ihlaller olabileceği kabul edilmekle birlikte 3 ayı geçen uyumsuzluklarda öneri revizyonu yapılması gerekliliği bulunmaktadır.

Yasal Çekince Bildirimi

Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, yatırım ve kalkınma bankaları ile müşteri arasında imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde ve yetkili kuruluşlar tarafından kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler ise genel niteliktedir. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler, mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanılarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Gerek bu yayındaki, gerekse bu yayında kullanılan kaynaklardaki hata ve eksikliklerden ve bu yayındaki bilgilerin kullanılması sonucunda yatırımcıların ve/veya ilgili kişilerin uğrayabilecekleri doğrudan ve/veya dolaylı zararlardan, kâr yoksunluğundan, manevi zararlardan ve her ne şekilde ve surette olursa olsun üçüncü kişilerin uğrayabileceği her türlü zararlardan dolayı Vakıf Yatırım Menkul Değerler A.Ş. sorumlu tutulamaz.



www.vakifyatirim.com.tr

Genel Müdürlük

Akat Mah. Ebulula Mardin Cad. No: 18 Park Maya Sitesi F-2/A Blok
Beşiktaş 34335 İstanbul
(0212) 352 35 77

Araştırma ve Strateji Müdürlüğü

vykarastirma@vakifyatirim.com.tr

Sezai ŞAKLAROĞLU
Selahattin AYDIN
Tuğba SAYGIN
Serap KAYA
Esra SARI

Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, yatırım ve kalkınma bankaları ile müşteri arasında imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde ve yetkili kuruluşlar tarafından kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler ise genel niteliktedir. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler, mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanılarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Gerek bu yayındaki, gerekse bu yayında kullanılan kaynaklardaki hata ve eksikliklerden ve bu yayındaki bilgilerin kullanılması sonucunda yatırımcıların ve/veya ilgili kişilerin uğrayabilecekleri doğrudan ve/veya dolaylı zararlardan, kâr yoksunluğundan, manevi zararlardan ve her ne şekilde ve surette olursa olsun üçüncü kişilerin uğrayabileceği her türlü zararlardan dolayı Vakıf Yatırım Menkul Değerler A.Ş. sorumlu tutulamaz.