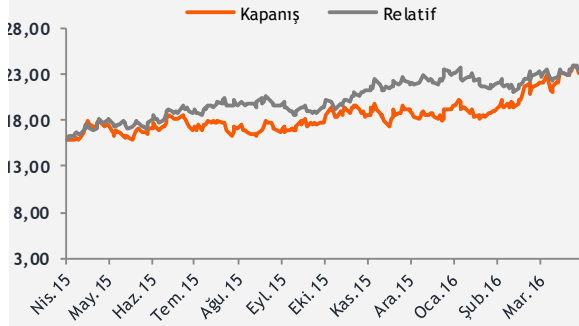


27 Nisan 2016 Çarşamba

Sektör	: Otomotiv
Şirket	: Tofaş
Hisse Kodu	: TOASO - TOASO TI, TOASO IS
Fiyat (TL)	: 23,20
Hedef Fiyatı (TL)	: 27,06
Yükselme Potansiyeli	: %16,65
Öneri / Kısa Vade	: Endeksin Üzerinde Getiri
Öneri / Uzun Vade	: AL
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 hissedarlardır. Türkiye'nin 9. büyük sanayi kuruluşu olan Tofaş'ın üretim kapasitesi bakımından 400.000 adet ile 2. büyük otomotiv şirkettir. Bursa'da 934.000 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.

Hisse Performansı



Performans	1Ay	3Ay	12Ay
Mutlak %	7,13	20,22	44,12
Rölatif %	1,63	0,67	43,78
En Yüksek (TL)	21,95	19,30	16,05
En Düşük (TL)	21,54	18,84	15,86

Yatırımcı Takvimi

1Ç16 Finansal Sonuçları 2 Mayıs 2016

HB Mayıs'16 SW, Eylül'16 döneminde satışa sunulacak

Analist : Serap KAYA
İletişim : 0212 352 35 77 - 186
: serap.kaya@vakifyatirim.com.tr

“Ezber Bozan”

Tofaş Oto'yu 27,06 TL/Hisse fiyatı, %17 yükselme potansiyeli ve AL önerisiyle hisse izleme listemize ekliyoruz. Yeni modeller ile ihracat ve otomobil satışlarının ağırlığı 2016'dan itibaren artacak olan Şirketin 2016 sonrası önemli bir yatırım harcamasının bulunmaması nedeniyle nakit yaratma kabiliyetinin yükselmesini bekliyor, “al ya da öde” anlaşmalarının da Şirketi muhtemel olumsuz piyasa koşullarına karşı koruma altında tutan ana unsur olarak görüyoruz. Şirketin girmesi muhtemel yeni pazarlar ise en önemli yatırım hikâyelerinden birini teşkil ediyor.

mn TL	Ciro	FAVÖK	Net Kar	HBT (TL)	F/K(x)	FD/FAVÖK(x)
2013	7.038	811	434	0,65	26,7 x	14,0 x
2014	7.440	832	574	0,97	20,2 x	13,7 x
2015	9.921	1.069	831	0,73	14,0 x	10,7 x
2016/T	13.400	1.350	1.004	0,95	11,6 x	8,4 x
2017/T	15.080	1.552	777	1,15	14,9 x	7,3 x
2018/T	15.764	1.667	843	1,25	13,8 x	6,8 x

- **Önemli yatırımlar tamamlanmak üzere** -- İç piyasada hem Hafif Ticari Araç (HTA) hem de Binek Araç (BA) gibi her iki segmentte üretim yapan Tofaş 2016 sonrası önemli yatırım harcamalarını (Egea serisinin Hatchback ve Station-Wagonu) tamamlayarak kapasitesini 430.000 (VKY tahmini) adede yükseltmiş olacak. Bu projelerin tamamlanması ile ürün gamını dört farklı segmentte binek otomobil ve iki farklı segmentte hafif ticari araç üretimi ile daha da fazla çeşitlendirecek Tofaş'ın şirket finansallarında önümüzdeki dönemlerde hem artan kapasitenin sağlayacağı ölçek ekonomisi, hem de biten yatırımların nakit akımları üzerindeki rahatlatıcı etkisini göreceğimizi düşünüyoruz.
- **İthal araçlar, pazar konumlanması açısından önemli katkı sağlamaktadır** - Şirket 7 farklı marka (Fiat, Peugeot, Opel, Vauxhall, Ram, Citroen, Dodge) için üretim yapmasının yanında iç pazarda 5 markanın da (Fiat, Alfa Romeo, Jeep, Maserati, Ferrari) distribütörlüğünü gerçekleştirmektedir. Bunun şirketin pazarda hemen her segmentte var olması, pazar konumlanması ve ticari riskinin yönetilmesi adına önemli katkı sağlayacağı görüşündeyiz.
- **“Al ya da öde” anlaşmaları ile güvence altındaki ihracat potansiyeli** -- Tofaş ihracatının ve aynı anda güvenceli kontrat oranının artması şirketin defansif karakterini ön plana çıkartmaktadır. Şirketin 2017'de üretim kapasitesinin (430.000) %75'i “al ya da öde” anlaşmaları ile garanti altına altındadır ki bu ihracat anlaşmaları ile şirketi maliyet, karlılık, döviz kuru ve yurt dışı pazar risklerinden önemli ölçüde korumaktadır. Diğer taraftan 2016'da üretiminin yaklaşık %70'ini ihraç edecek olan Tofaş'ı ana ihracat pazarları olan İtalya, İngiltere ve İspanya'da iyileşmesi beklenen piyasa şartlarından olumlu etkileyeceğini düşünüyoruz.
- **Girilmesi muhtemel yeni pazarlar en önemli katalizörlerden biri** -- Şirket yönetiminin daha önce yaptığı açıklamalardan yeni pazarlara girmek için çalışmalar yürüttüğünü, İran, Hindistan ve Brezilya'yı potansiyel pazarlar arasında gördüğünü biliyoruz. Kısa vadede Doblo ve Egea başta olmak üzere farklı modellerin de Amerika kıtasına ve Meksika'ya ihraç edilmesi şirket için önemli yatırım hikâyeleri arasında. Orta vadede ise İran'a yönelik ambargonun hafiflemesi ile muhtemel potansiyellerin şirket tarafından değerlendirilme ihtimalini gözden uzakta tutmamak gerektiği görüşündeyiz.
- **1Ç16 beklentilerimiz** -- Tofaş 1Ç16'da geçen yılın %11,4 altında satış adedi gerçekleşti. Bunun daha karlı segmenti olan hafif ticariden kaynaklanması olumsuz. Ancak düşük marjlı filo satışlarının %30'a gerilemesi, Egea satışlarının artışı pozitif. İhracatın yüksek artış sergilemesiyle FAVÖK artsa da “al ya da öde” anlaşmasında teslimatın yükselmesinin marjların bir miktar erimesini beraberinde getireceğini düşünüyoruz.
- **Değerleme ve Öneri** -- Tofaş için İndirgenmiş Nakit Akımlarını baz alarak yaptığımız değerlendirme sonrası şirket için 27,06 TL/hisse hedef değere ulaşmaktayız. 2016 yılına ilişkin tahminlerimiz şirketin 8,4xFD/FAVÖK ve 11,6xF/K ile işlem görmektedir ki şirketin yüksek nakit yaratma kapasitesi ve defansif yapısını dikkate aldığımızda sektör ortalamalarının üzerindeki bu çarpanların makul olduğunu düşünüyoruz.

Gelir Tablosu (TL mn)	2013	2014	2015	2016T	2017T	2018T
Satış Gelirleri (net)	7.038,0	7.440,0	9.920,7	13.399,7	15.080,0	15.764,1
FAVÖK	487,2	533,7	709,0	889,7	1.060,3	1.143,4
Amortisman Giderleri	324,3	298,6	359,5	460,5	491,6	524,1
FAVÖK	811,4	832,3	1.068,5	1.350,2	1.551,9	1.667,5
Diğer Gelir ve Giderler (Net)	52,4	59,5	76,3	80,4	93,0	101,5
Finansal Gelir/Gider (Net)	103,3	-60,8	-68,6	-68,6	-68,6	-68,6
VÖK	477,1	472,3	618,0	803,0	971,5	1.054,2
Vergiler	-42,9	102,0	212,8	200,7	-194,3	-210,8
Durdurulan Faaliyetlerden K/Z	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Azınlık Payları	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Net Dönem Karı	434,2	574,2	830,8	1.003,7	777,2	843,3
HBK		2,95	4,27	5,16	4,00	4,34

Bilanço (TL mn)	2013	2014	2015	2016T	2017T	2018T
Nakit ve Benzerleri	1.673	1.686	2.387	2.132	1.799	1.130
Kısa Vadeli Ticari Alacaklar	511	845	1.037	1.296	1.424	1.542
Tüketici Finansman Alacakları	665	727	1.091	1.326	1.580	1.839
Stoklar	379	453	548	664	778	840
Maddi Duran Varlıklar	1.261	1.621	2.112	2.821	2.883	2.944
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	623	895	1.284	1.406	1.304	1.193
Toplam Aktifler	5.928	7.124	9.867	11.236	11.386	11.007
Finansal Borçlar	2.284	2.597	4.386	4.973	4.287	3.378
Kısa Vadeli	1.003	1.286	1.832	1.989	1.929	1.520
Uzun Vadeli	1.281	1.312	2.554	2.984	2.358	1.858
Ticari Borçlar	1.370	1.830	2.448	2.591	3.125	3.384
Özsermaye	1.899	2.241	2.582	3.221	3.524	3.794
Net Borç	611	911	2.000	2.842	2.488	2.248

Nakit Akım Tablosu (mn TL)	2013	2014	2015	2016T	2017T	2018T
VÖK	477	472	618	803	972	1.054
Amortisman	324	299	360	460	492	524
Δ İşletme Sermayesi İhtiyacı	-287	-53	-330	230	-291	-79
Vergi	-43	102	213	201	-194	-211
Yatırım Harcaması	-271	-934	-1.261	-1.292	-419	-406
Temettü Ödemesi	-480	-325	-485	-365	-474	-574
Bedelli Sermaye Artırımı	0	0	0	0	0	0
Δ Borçlanma Değişimi	0	313	1.789	587	-687	-909
Diğer Nakit Giriş/Çıkış	0	139	-203	-880	269	-69
Yıl boyunca yaratılan nakit	0	-126	904	625	-602	-600
Dönemsonu Nakit	1.673	1.686	2.387	2.132	1.799	1.130

Büyüme	2013	2014	2015	2016T	2017T	2018T
Satış	%4,96	%5,71	%33,34	%35,07	%12,54	%4,54
FAVÖK	-%1,83	%2,57	%28,39	%26,36	%14,93	%7,45
Net Kar	-%1,77	%32,24	%44,68	%20,82	-%22,57	%8,51

Çarpanlar	2013	2014	2015	2016T	2017T	2018T
FD/Satışlar	1,62	1,53	1,15	0,85	0,76	0,72
FD/FAVÖK	14,04	13,69	10,66	8,44	7,34	6,83
F/K	26,71	20,20	13,96	11,56	14,92	13,75
PEG Rasyo	-15,11	0,63	0,31	0,56	-0,66	1,62
PD/DD	6,11	5,18	4,49	3,60	3,29	3,06

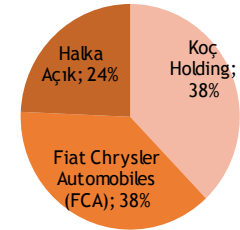
Finansal Rasyolar	2013	2014	2015	2016T	2017T	2018T
Öz Sermaye Karlılığı	%22,87	%27,74	%34,45	%34,59	%23,05	%23,05
FAVÖK Marjı	%11,53	%11,19	%10,77	%10,08	%10,29	%10,58
Net Kar Marjı	%6,17	%7,72	%8,37	%7,49	%5,15	%5,35
Net Borç/Özsermaye	0,32	0,41	0,77	0,88	0,71	0,59
Net Borç/FAVÖK	0,75	1,10	1,87	2,10	1,60	1,35
KV Borç/ UV Borç	%78,33	%98,01	%71,76	%66,67	%81,82	%81,82
Öz Sermaye/Aktif Toplamı	%32,03	%31,46	%26,17	%28,67	%30,95	%34,47
Borç/Öz Kaynak	%120,30	%115,90	%169,85	%154,40	%121,64	%89,05
Cari Oran	1,32	1,14	1,15	1,15	1,08	1,06
Nakit Temettü	1,11	0,57	0,58	0,36	0,61	0,68

Şirket	Tofaş
Hisse Kodu	TOASO - TOASO TL, TOASO IS
Vakıf Yatırım Öneri	AL
Kapanış (TL)	23,20
Hedef Fiyat (TL)	27,06
Mevcut Piyasa Değeri (mnTL)	11.600
Hedef Piyasa Değeri (mnTL)	13.531
Yükselme Potansiyeli	16,6%

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 hissedarlardır. Türkiye'nin 9. büyük sanayi kuruluşu olan Tofaş'ın üretim kapasitesi bakımından 400.000 adet ile 2. büyük otomotiv şirketi. Bursa'da 934.000 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.

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

Garantili satışlarda teslimatın artışıyla marjların zayıflaması

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
Ertelenmiş vergi nedeniyle karda yaşanacak sapmalar
Hammadde maliyetlerinin artışı
Marjlarda erime

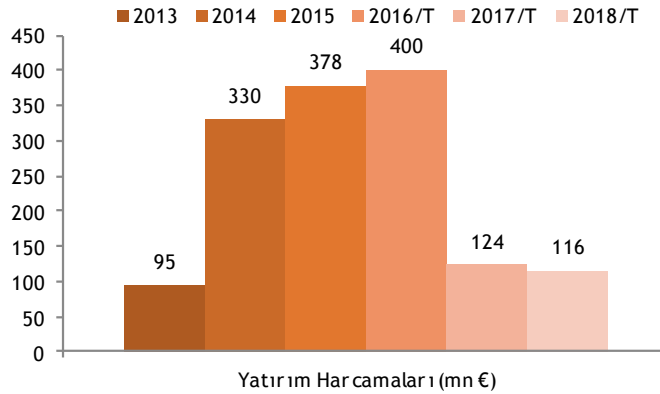
27 Nisan 2016 Çarşamba

Neden AL Önerisi Veriyoruz?

2016 sonrasında azalan yatırım harcamalarına bağlı olarak daha güçlü nakit akışları bekliyoruz...

- **Önemli yatırım harcamaları tamamlanmak üzere** -- Tofaş'ın ürün gamına eklediği yeni modelleri için devreye aldığı yatırımların tamamlanması sonrasında, 2016 yılı için planlanan Egea'nın SW ve HB versiyonunu yatırımları dışında önemli bir model yatırımı bulunmamaktadır. Dolayısıyla daha çok yenileme amaçlı yatırım harcamaları gündemde olan şirketin 2016 sonrasında nakit akımlarında bir rahatlama bekliyoruz.

Grafik 1: Yatırım Harcamaları (mn €)

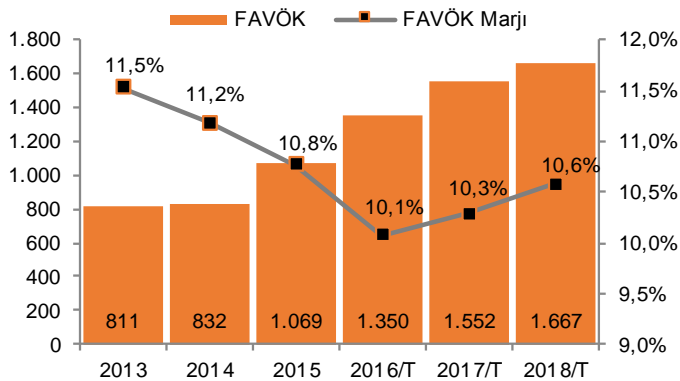


*Yatırım harcamaları tahminleri VKY Araştırma ve Strateji beklentileridir
Kaynak: VKY Araştırma ve Strateji, Tofaş

FAVÖK marjının %10-10,5 bandında sürdürülebilir olduğunu düşünüyoruz...

- **Şirketin operasyonel marjlarının normalleşmesini bekliyoruz** -- Tofaş'ın son 3 yıl rekabet koşulları ve "al ya da öde" anlaşmalarının "öde tarafının" daha çok çalışmasının FAVÖK'e desteğini gözledik. Ancak 2016 itibariyle teslimatlarına artmasını, dolayısıyla maliyeti olmayan satışların azalmasıyla önümüzdeki dönemde FAVÖK marjının bir miktar azalmasını, konsolide bazda %10,5 bandına oturmasını bekliyoruz. 2016 yılından itibaren i- hacim artışları ile FAVÖK tutarlarını yükseltmesi ii- şirketin Doblo satışlarının €/Ş seviyesi nedeniyle daha yüksek marjlarla Avrupa ve ABD'ye ihracı iii- yurtiçi binek satışlarının yaklaşık %60'ı oluşturan düşük marjlı filo satışlarının Egea'nın filo satışının olmaması nedeniyle %30'a gerilemesi gibi nedenlerle şirket operasyonel marjlarında kademeli iyileşmeler sonrası orta vadede %10-10,5 bandında bir FAVÖK marjı beklemekteyiz.

Grafik 2: FAVÖK (mn TL) ve FAVÖK Marjı Gelişimi (%)



Kaynak: VKY Araştırma ve Strateji, Tofaş

Doblo'nun yanında yeni modeller ile girilecek yeni pazarların şirket finansalları ve değerlemesine olumlu yansıtacağına inanıyoruz...

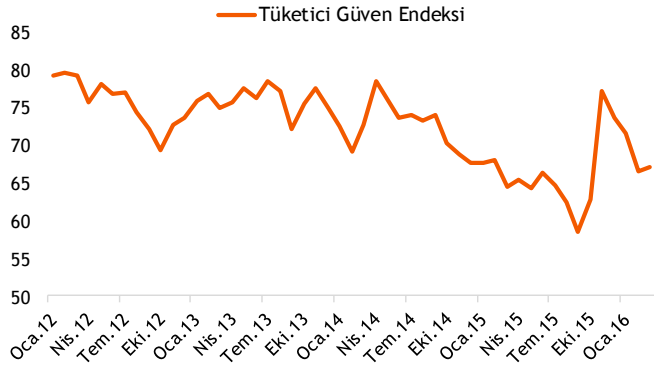
- **Yeni pazar arayışları ve ihracat potansiyelinde genişleme** -- Şirket satışlarının önemlidir kısmı "al ya da öde" anlaşmalarıyla garanti altına alınmış ihracat rakamlarından oluşmakta. Ancak Doblo ve Egea ailesi başta olmak üzere yeni modeller için yurtdışında yeni pazar arayışında. Bu bağlamda Tofaş'ın yeni pazarlara girmek için çalışmalar yürüttüğünü, İran, Hindistan ve Brezilya gibi ülkeleri potansiyel pazarlar arasında gördüğünü biliyoruz. Doblo'nun yanında şirket tarafından üretimi yapılan

27 Nisan 2016 Çarşamba

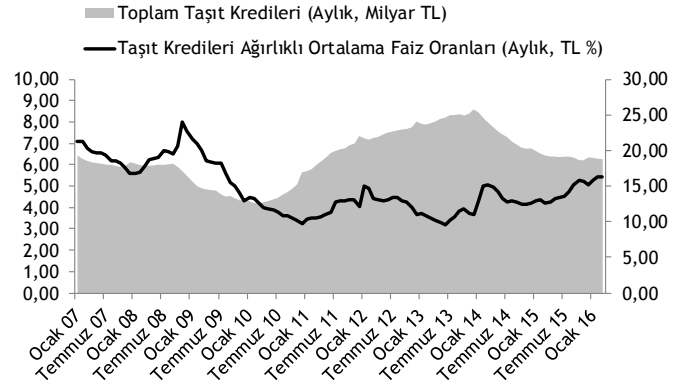
diğer bazı modellerin de Amerika kıtası ve Meksika gibi yeni pazarları ihraç edilmesinin Şirket için önümüzdeki dönemde karşımıza çıkacak önemli yatırım hikayeleri arasında olduğunu düşünüyoruz. Şirketin yeni pazarlara girişini finansallar ve değerlendirme etkisini şu aşamada göz ardı ediyoruz ancak şirket için bu yöndeki bir gelişmenin olumlu olacağı ve tahminlerimizden pozitif yönde sapma olarak değerlendirilmesi gerektiği inancındayız.

- **Faizlerdeki düşüş trendi otomotiv satışlarını destekleyebilir** -- Merkez Bakasının son faiz indirimi sonrasında, piyasada global konjonktürün de uygun olması durumunda ek bir indirimin daha gelebileceği beklentisi ağırlık kazanmış durumda. Söz konusu muhtemel gelişmelerin ikincil etkisi olarak bankacılık tarafında kredi fiyatlamalarında meydana gelecek düşüşlerin satışlarının önemli bir kısmı kredili olan otomotiv sektörüne olumlu yansıtacaktır. Bu tür bir süreçten sektörün önemli oyuncularından birisi olan Tofaş'ın da olumlu etkileneceğini düşünüyoruz.

Grafik 3: Tüketici Güveni



Grafik 4: Taşıtların Kredileri ve Faiz Oranları (%)



Kaynak: VKY Araştırma ve Strateji, TCMB

“Al ya da öde” anlaşmaları şirkete ilişkin riskleri sınırlandırırken, şirket Avrupa ülkelerindeki ekonomik toparlanmadan da olumlu etkilenecek...

- **Çeşitlendirilmiş ürün portföyü ile sektörde avantajlı konumda** -- Tofaş, son Egea yatırımı ile ürün yelpazesini iç pazarda her segmentte yer alacak şekilde genişletmiş oldu ki bu yapısı ile iç pazarda benzersiz bir piyasa konumlanmasına sahip kılmakta. Şirketin iç pazarda yakaladığı bu konumun yanında geniş ürün yelpazesinin iç piyasadaki talep kaymalarına karşı koruma ve yeni ihracat pazarlarına girmesi noktasında şirketi avantajlı konuma getireceği düşüncesindeyiz.
- **“Al ya da öde” anlaşmaları riskleri sınırlandırıyor** -- Tofaş ihracatının ve aynı anda güvenceli kontrat oranının artması şirketin defansif karakterini ön plana çıkartmaktadır. Şirketin 2017'de üretim kapasitesinin (430.000) %75'i “al ya da öde anlaşmaları” ile garanti altına altındadır ki bu ihracat anlaşmaları ile şirketi maliyet, karlılık, döviz kuru ve yurt dışı pazar risklerinden önemli ölçüde korumaktadır. Diğer taraftan 2016'da üretiminin yaklaşık %70'ini ihraç edecek olan Tofaş'ı ana ihracat pazarları olan İtalya, İngiltere ve İspanya'da iyileşmesi beklenen piyasa şartlarından olumlu etkileyeceğini düşünüyoruz.
- **İthal araçların operasyonel kaldıraç etkisini değerli buluyoruz** -- Fiat, Alfa Romeo ve Jeep markalarına hizmet veren Tofaş bayi ağında 75 adet Fiat, 14 adet Alfa Romeo-Jeep ana bayisi bulunmaktadır. Satış, servis, yedek parça olarak yapılandırılmış olan Tofaş bayi ağına tamamına yakını entegre tesis olarak hizmet vermektedir. Söz konusu araçların şirket toplam cirosuna ve karlılığa katkısı sınırlı olmakla birlikte şirkete ek olarak büyük bir yatırım yükü getirilmeden satış hacmine katkı sağlaması nedeniyle önemli bir operasyon olarak görüyoruz.

27 Nisan 2016 Çarşamba

AL önerimizdeki temel risk unsurları nelerdir?

Maliyet artışlarını fiyatlara aynı oranda yansıtamama marjlar açısından risk oluşturuyor...

■ “Al ya da öde” mekanizması maliyet artışını oransal yansıtmayı engellemekte -- Tofaş’ın yurtdışı satışlarının neredeyse tamamı “al ya da öde” şeklindedir ve fiyatlama, maliyete ek araç başı Euro prim olarak belirlenmektedir. Primlerin maliyet üzerine oran şeklinde değil nominal değer üzerinden tahsil edilmesi üretim maliyetindeki yükselişler olduğunda marjları olumsuz etkileyebilmektedir (tersi de geçerli). Dolayısıyla genel olarak şirket maliyetlerinde artış yaratabilecek (sac ve plastik fiyatlarındaki artışlar başta olmak üzere) her türlü gelişme tahminlerimizden aşağı yönde sapmalar getirebilir. Ancak primlerin gerektiğinde revize edilip marjların koruma altına alınabildiğini de belirtelim.

■ “Al ya da öde” ile güvenceli miktar 2017’den 2021’e kadar kapasitenin (VKY tahmini 430.000) %71’i düzeyinde -- Mevcut anlaşmalar dikkate alındığında 2021’e kadar şirketin “al ya da öde” anlaşmaları ile güvence altına alınan miktar şirket kapasitesinin %71’i düzeyinde olacağını tahmin ediyoruz. Her ne kadar şirketin satış hacmine olumsuz bir etki yaratmasını beklemesek de anlaşmalarının yenilenmemesinin Tofaş’ın defansif yapısını olumsuz etkileyeceğini düşünüyoruz. Değerlememizde “öde” kısmının az miktarda çalışacağını tahminlerimize yansıtmış olsak da bu konuda yenilenmesi muhtemel sözleşmeler şirketi muhafazakar kılmaya devam edecektir.

Sektöre özel riskler de yakından takip edilmeli...

■ Sektöre özel makro-mikro ekonomik riskler -- Otomotiv satışlarının faiz duyarlılığı, ülkemizde son zamanlarda yaşadığımız gibi sert kur hareketleri, ana ihracat pazarlarındaki genel makroekonomik durum ve talep koşulları, “K belgesi” ve aracın sahibi olma gerekliliğinin HTA satış hacimlerine olumsuz etkisi, sektöre gelebilecek vergisel ayarlamalar gibi pek çok etmen şirketi doğrudan ve dolaylı olarak etkilemektedir. Bu ve benzeri hususlardaki gelişmeler değerlendirme ve beklentilerimizden olumlu/olumsuz sapmalar yaratabilir.

27 Nisan 2016 Çarşamba

Değerleme ve Öneri

- Tofaş için İNA'ya göre yaptığımız değerlemeye göre 12 aylık hedef fiyatı 27,06 TL/hisse olarak belirledik. En son hisse kapanış fiyatına göre %17 yükselme potansiyeli taşıyan hisse için önerimizi AL olarak başlatıyoruz.
- Tofaş'ın değerlemesinde indirgenmiş nakit akımları (İNA) yöntemi kullanılmıştır. Piyasa çarpanları yöntemini yatırımcılara referans teşkil etmesi için raporumuzda paylaştık ancak hem şirketin yatırım hikayesini tam olarak yansıtmadığı hem de Tofaş ve Türkiye'ye özel konuların ("al ya da öde" anlaşmaları ve sektöre yönelik vergilendirme koşulları gibi) yansıtmadığı gerekçesiyle değerlememize dahil etmedik.
- 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 değerlendirme 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 101 mn TL değer atadık.
- İNA analizimizin iskonto ve sonsuz büyüme oranlarına hassasiyetini görmek adına yaptığımız "duyarlılık analizi" diğer her şey sabit iken iskonto oranlarındaki 50 bp artışın değerlemeyi %3 düşürürken, sonsuz büyüme oranında 100 bp artışın ise hedef değeri %10 artırdığına işaret etmektedir.

Tablo 1: Tofaş - İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) Analizi

Tofaş Otomobil Fab. (TOASO) - İNA (mn TL)

Ağırlıklı Sermaye Maliyeti Hesaplama

	2015	2016T	2017T	2018T	2019T	2020T	2021T	2022T	2023T	2024T	2025T	2026T (TD)
Risksiz Faiz Oranı	10,00%	10,00%	10,00%	10,00%	10,00%	10,00%	10,00%	10,00%	10,00%	10,00%	10,00%	9,00%
Risk Primi	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%
Beta	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
Özsermaye Maliyeti	15,00%	15,00%	15,00%	15,00%	15,00%	15,00%	15,00%	15,00%	15,00%	15,00%	15,00%	14,00%
Borçlanma Maliyeti	11,00%	11,00%	11,00%	11,00%	11,00%	11,00%	11,00%	11,00%	11,00%	11,00%	11,00%	10,00%
Vergi Oranı	-25,00%	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	13,75%	8,80%	8,80%	8,80%	8,80%	8,80%	8,80%	8,80%	8,80%	8,80%	8,80%	8,80%
Özsermaye Oranı	41,49%	47,16%	55,50%	60,55%	60,67%	61,47%	60,93%	63,45%	62,99%	64,46%	50,00%	
Ağırlıklı Sermaye Maliyeti	14,27%	11,72%	12,24%	12,55%	12,56%	12,61%	12,58%	12,73%	12,71%	12,80%	11,00%	

İNA Yöntemi ile değerlendirme

(mn TL)	2015	2016T	2017T	2018T	2019T	2020T	2021T	2022T	2023T	2024T	2025T	2026T (TD)
Satış Gelirleri	9.920,7	13.399,7	15.080,0	15.764,1	17.100,4	18.282,9	19.562,7	20.010,3	21.194,5	22.225,0	23.854,8	25.447,1
Büyüme		35,1%	12,5%	4,5%	8,5%	6,9%	7,0%	2,3%	5,9%	4,9%	7,3%	6,7%
FVÖK	672,9	773,0	923,3	991,9	1.070,8	1.144,4	1.220,0	1.171,5	1.214,3	1.257,2	1.339,5	1.358,2
Operasyonel Kar Marjı		5,8%	6,1%	6,3%	6,3%	6,3%	6,2%	5,9%	5,7%	5,7%	5,6%	5,3%
Vergi Oranı (%)		-25%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%
FVÖK üzerinden Vergi		193,3	-184,7	-198,4	-214,2	-228,9	-244,0	-234,3	-242,9	-251,4	-267,9	-271,6
Vergi Sonrası Net Operasyonel K/Z		966,3	738,7	793,5	856,6	915,5	976,0	937,2	971,5	1.005,7	1.071,6	1.086,6
+ Amortisman	380,3	460,5	491,6	524,1	568,9	619,4	679,0	746,4	822,5	868,0	951,0	1.045,9
FAVÖK	1.053,2	1.233,5	1.414,9	1.516,0	1.639,6	1.763,7	1.899,0	1.917,9	2.036,8	2.125,2	2.290,5	2.417,5
FAVÖK Marjı	10,6%	9,2%	9,4%	9,6%	9,6%	9,6%	9,7%	9,6%	9,6%	9,6%	9,6%	9,5%
Yatırım Harcamaları / Amortisman		-281%	-85%	-77%	-75%	-72%	-68%	-65%	-62%	-61%	-58%	103,0%
+/- Çalışma sermayesindeki değişimi		-230	291	79	66	81	80	54	50	70	85	101
Satışlardaki değişim	3.479	1.680	684	1.336	1.182	1.280	448	1.184	1.030	1.630	1.592	
Çalışma sermayesindeki değişimi/ Satışlardaki değişim		-7%	17%	12%	5%	7%	6%	12%	4%	7%	5%	6%
- Yatırım Harcamaları	-1.292	419	406	424	444	464	485	507	531	555	555	1.077
Firmaya Yönelik Serbest Nakit Akımları	-96	1.103	991	1.068	1.173	1.271	1.252	1.337	1.413	1.553	1.553	1.157

Sonsuz Büyüme Oranı												4%
Sonsuza Giden Değer												17.184
İskonto Faktörü				0,80	0,71	0,63	0,56	0,50	0,44	0,39	0,35	0,31
İskonto edilmiş Nakit Akımları - Dec 31 2015		-95,6	987,2	790,1	756,3	738,2	710,4	621,8	588,7	552,3	537,9	5.363,1
Firma Değeri - Dec 31 2015		11.550										
Azınlık Payları		0										
Operasyonel olmayan aktifler		0										
Net Borç*		420										
Diğer Düzeltmeler**		101										
Özsermaye Değeri - Dec 31 2015		11.231										

Öz Sermaye Maliyeti

12A Hedef Özsermaye Değeri

İNA hesaplaması Tofaş'ın solo tutarları üzerinden yapılmıştır.

*Net borç dağıtılan temettü ve tüketici finansmanı borçları tutarında düzeltilmiştir.

**Diğer düzeltmeler KFK'nın değerini ifade etmektedir.

Kaynak: VKY Araştırma ve Strateji

Sonsuz Büyüme (%)	Risksiz Faiz Oranı (%)					
	27,06	9,0%	9,5%	10,0%	10,5%	11,0%
1,0%	29,09	28,01	27,06	26,23	25,50	
2,0%	29,09	28,01	27,06	26,23	25,50	
3,0%	29,09	28,01	27,06	26,23	25,50	
4,0%	29,09	28,01	27,06	26,23	25,50	
5,0%	29,09	28,01	27,06	26,23	25,50	

İNA Varsayımlarımız ve Finansal Tahminler

- İNA analizimizde %10 Risksiz Faiz Oranı, %5 Hisse Senedi Risk Primi, 1,0x beta ve %4 sonsuz büyüme oranı kullanılmıştır.
- **Yatırım Harcamaları** -- Şirket yatırım harcamalarını önemli düzeyde tamamladı. 2016 yılında planlanan 400 mn € (VKY tahmini) büyüklüğündeki Egea'nın SW ve HB versiyonunu yatırımları dışında önemli bir model yatırımı bulunmamaktadır. Bu nedenle 2017 yılından itibaren ortalama 120 mn € 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.
- **Çalışma Sermayesi İhtiyacı** -- Şirketin çalışma sermayesi ihtiyacı ortalama 36 gün, alacak tahsil süresi, 22 gün stok devir süresi ve 79 gün ticari borç ödeme süreleri varsayımları ile hesaplanmıştır.
- **Vergi** -- Şirket yoğun yatırım yaptığı ve bu yatırımlar nedeniyle erteleniş vergi varlığı olduğu için %3 (son 10 yıl ortalama) gibi oldukça düşük bir efektif vergi oranı ile operasyonlarını sürdürmektedir. Biz değerlendirme sürecimizde şirketin 2016 yılında da erteleniş vergi geliri kaydedeceğini (200 mn TL ertelenmiş vergi geliri) varsaydık. Ancak 2017 yılından itibaren muhafazakâr olmak adına %20 kurumlar vergisi oranı üzerinden vergi giderini modelledik.
- **Satış gelirleri ve pazar payı** -- Tofaş'ın 400.000 olan üretim kapasitesinin 2017 yılından itibaren 430.000 tona çıkaracağı ve üretim tarafında şirketin önümüzdeki 5 yılda ortalama %85 (3 vardiya) kapasite kullanım oranıyla çalışacağını varsayıyoruz. Satış tarafında ise şirketin önümüzdeki 5 yıl için BA, HTA ve toplamda sırasıyla ortalama %5,1, %0,9, %2,7 yıllık bileşik büyüme oranı öngörüyoruz.

Tablo 2 - Satış Modeli Varsayımlarımız

Model varsayımları	2015	2016T	2017T	2018T	2019T	2020T
Otomotiv Sektörü (adet)	968.017	905.104	936.863	983.707	1.032.892	1.084.536
BA	725.596	674.804	695.048	729.801	766.291	804.605
HTA	242.421	230.300	241.815	253.906	266.601	279.931
Yurtiçi satışlar (adet)	122.939	120.548	131.453	136.666	141.712	145.266
BA	52.358	63.548	72.103	74.863	77.349	80.084
HTA	70.581	57.000	59.350	61.803	64.362	65.182
Tofaş Pazar Payı	12,7%	13,3%	14,0%	13,9%	13,7%	13,4%
BA	7,2%	9,4%	10,4%	10,3%	10,1%	10,0%
HTA	29,1%	24,8%	24,5%	24,3%	24,1%	23,3%
Yurtdışı satışlar (adet)	173.873	259.601	273.181	265.815	273.969	277.847
BA	32.055	97.635	106.244	110.026	113.554	116.448
HTA	141.818	161.966	166.937	155.789	160.416	161.399
Yurtiçi satışlar (mn TL)	4.121	4.324	4.998	5.456	5.940	6.394
Yurtdışı satışlar (mn TL)	5.729	8.943	9.933	10.152	10.991	11.708
Diğer (mn TL)	70	133	149	156	169	181
Brüt Kar Marjı	12,3%	10,5%	10,8%	11,0%	10,9%	10,9%
Faaliyet Kar Marjı	7,1%	5,8%	6,1%	6,3%	6,3%	6,3%
FAVÖK Marjı	10,8%	9,2%	9,4%	9,6%	9,6%	9,6%

Tablo 3 - "Al ya da Öde" Anlaşmaları

Al ya da öde anlaşmaları	2015	2016T	2017T	2018T	2019T	2020T	2021T	2022T	2023T
Minicargo	150.000	56.000	56.000	40.000	40.000	40.000	40.000	20.000	-
FCA	45.000	40.000	40.000	40.000	40.000	40.000	40.000	20.000	-
PSA	105.000	16.000	16.000	-	-	-	-	-	-
Yeni Doblo	150.000	150.000	150.000	150.000	150.000	150.000	150.000	-	-
FCA	85.000	85.000	85.000	85.000	85.000	85.000	85.000	-	-
GM-Opel Vauxhall	40.000	40.000	40.000	40.000	40.000	40.000	40.000	-	-
FCA-Ram promastercity	25.000	25.000	25.000	25.000	25.000	25.000	25.000	-	-
Egea		25.000	115.000	115.000	115.000	115.000	115.000	115.000	115.000
Sedan-FCA		25.000	25.000	25.000	25.000	25.000	25.000	25.000	25.000
SW/HB-FCA		-	90.000	90.000	90.000	90.000	90.000	90.000	90.000
Toplam	300.000	231.000	321.000	305.000	305.000	305.000	305.000	135.000	115.000
Kapasite	400.000	400.000	430.000	430.000	430.000	430.000	430.000	430.000	430.000
Kapasiteye oranı	75%	58%	75%	71%	71%	71%	71%	31%	27%

*Al ya da öde anlaşmaları proje ömürleri ile belirlenmiş olup, tutarlar yaklaşık miktarları yansıtmaktadır.

FCA: Fiat Chrysler Automobiles PSA: Peugeot Citroën Automobiles GM: General Motors

Kaynak: VKY Araştırma ve Strateji, Tofaş

27 Nisan 2016 Çarşamba

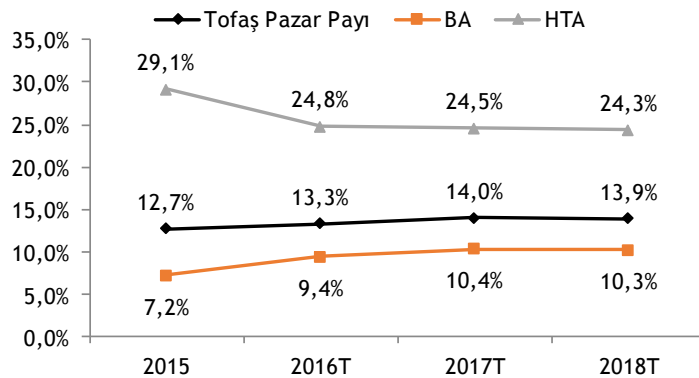
- Şirketin 2016’da “al ya da” öde anlaşmalarına 2016’da Minicargo 56.000, Doblo 150.000, Egea 25.000 adet düzeyinde konu edilmiştir. Böylece Tofaş 2016 yılında toplam kapasitesinin %51’ine tekabül eden 231,000 adet (2017 %71’i 321,000 adet) araç satışı “al ya da öde” ile güvence altında olacak.
- Minicargo için FCA tarafından yıllık yaklaşık 40.000 adet anlaşma yapıldı. 2016 ve 2017’de ise PCA için yıllık 16.000 adet “al ya da öde” garantili üretim yapmaya devam edecek. 2017’den itibaren Minicargo’nun kapasitesi Egea’ya kaydırılmış olup, Minicargo’da azalan garanti tutarından fazlasını Egea için alınmıştır.
- Şirket “Yeni Doblo” projesi kapsamında RAM için yıllık yaklaşık 25.000 adet, Fiat için 85.000 adet, GM için 40.000 adet “al ya da öde” garantili üretim yapmaktadır.
- Egea’nın Sedan versiyonu için 2016’dan itibaren yaklaşık 25.000 adet, 2017’den itibaren SW/HB versiyonları için yaklaşık 90.000 adet anlaşma yapıldı.
- Anlaşmalarda her model için farklı “öde” tutarları söz konusudur ve şirket tarafından kamuya paylaşılmamaktadır. Biz satış geliri tahminlerimizde “al ya da öde” anlaşmalarının “öde” tutarının 2016 sonrası işletilmeyeceği varsayımını kullandık.

Satışların dağılımına baktığımızda ise 2015 yılında Tofaş’ın otomobil satışları 161.183 adet, hafif ticari satışları ise 218.966 adet olarak gerçekleşti. Satış adetlerinin 2015 yılında %28’ini otomobil, %72’sini hafif ticari segmente yapan Şirketin 2016 yılından itibaren Egea ile birlikte binek araçlarda yarı yarıya yakın oranlara (VKY tahmini %42 otomobil, %58 hafif ticari) yaklaşmasını bekliyoruz.

Diğer taraftan Tofaş, yurtiçi satışlarının 2016 yılında 120-130 bin, ihracat adetlerinin 250-260 bin adet olacağını planlamaktadır. Egea serisi Hatchback modelinin 2Ç16 ve Station-Wagonun 3Ç16’da lansmanının yapılmasının planlanması ile tam etkinin 2017 yılında gözleneceğini düşünüyoruz.

- Tofaş’ın 2015’te yurtiçi otomobil pazarında payı %7,2 ile 2014’e paralel gerçekleşti. Hafif ticarideki pazar payı ise 1,7 puanlık kayıp ile %29,1’e gerilerken, toplam pazarda geçen yıla göre 0,2 puan azalış yaşayarak %12,7 oranıyla 3. sıralamada yerini aldı. Önümüzdeki 3 yıllık süreçte ise şirketin HTA ve BA tarafında sırasıyla %24,3 ve %10,3 pazar payı elde etmesini toplam otomotiv pazarında ise %13,9 pazar payına çıkmasını bekliyoruz.

Grafik 5: Yurtiçi Pazar Payı



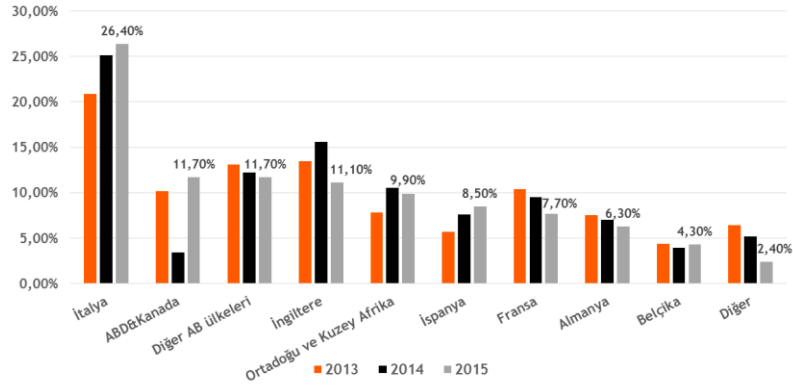
Kaynak: VKY Araştırma ve Strateji, Tofaş

- **Yurtiçi-ihracat dağılımı** - 2015 yılında şirket satış adetlerinin %41’i yurtiçine, ihracatın oranı ise %59 yurtdışına gerçekleşmiştir. 2016’dan itibaren Egea’nın da Avrupa pazarlarında yerini almasıyla ihracat ağırlığının artmasını bekliyoruz. VKY olarak tahminimiz önümüzdeki 3 yıllık dönemde ihracatın payının ortalama %67 seviyesinde olacağını öngörüyoruz.

Diğer yandan şirket Avrupa’da görülen olumlu gelişmelerin yanı sıra, ABD ve Kanada’ya yapılan ihracattaki artışla, toplam ihracat hacmini sektör ortalamasının üzerine

27 Nisan 2016 Çarşamba

çıkarakarak %22 (173,873 adet) büyüttü. ABD ve Kanada pazarlarına Doblo ile 2014 sonunda giriş yapan Tofaş'ın bu ülkelere gerçekleştirdiği satışlar, bir yıl gibi kısa bir sürede toplam ihracatının %12'sine ulaştı.

Grafik 6: İhracat Pazarları

Kaynak: VKY Araştırma ve Strateji, Tofaş

- **FAVÖK Marjı** -- Tofaş'ın son 3 yıl rekabet koşulları ve “al ya da öde” anlaşmalarının “öde tarafının” daha çok çalışmasının FAVÖK’e desteğini gözledik. Ancak 2016 itibariyle teslimatlarına artmasını, dolayısıyla maliyeti olmayan satışların azalmasıyla önümüzdeki dönemde FAVÖK marjının bir miktar azalmasını, konsolide bazda %10,5 bandına oturmasını bekliyoruz. 2016 yılından itibaren i- hacim artışları ile FAVÖK tutarlarını yükseltmesi ii- şirketin Doblo satışlarının €/Ş seviyesi nedeniyle daha yüksek marjlarla Avrupa ve ABD’ye ihracı iii- yurtiçi binek satışlarının yaklaşık %60’ı oluşturan düşük marjlı filo satışlarının Egea’nın filo satışının olmaması nedeniyle %30’a gerilemesi gibi nedenlerle şirket operasyonel marjlarında kademeli iyileşmeler sonrası orta vadede %10-10,5 bandında bir FAVÖK marjı beklemekteyiz.

“Al ya da öde” anlaşmaları FAVÖK’ü ve FAVÖK marjlarını destekliyor. Buna göre; Tofaş’ın 2015’te 75.000’i Minicargo olmak üzere 120.000 adet “öde” hacminin olduğunu hesaplıyoruz. Buna göre 2015’te %10,8 olarak gerçekleşen FAVÖK marjının “öde” kısmını ayırdığımızda şirketin konsolide FAVÖK marjının %8,6 olarak gerçekleştiğini tahmin ediyoruz. 2016’da “öde” kısmınının 16.400 adet oluşacağını varsayıyor, gerçekleşecek FAVÖK’te sınırlı katkısının olmasını bekliyoruz.

- **Devlet Teşvikleri** -- Şirketin 2015’te net karı 228 mın TL ertelenmiş vergi geliri etkisiyle 831 mın TL (y/y %45 artış) oldu. 2015 sonu itibariyle devrolmuş yatırım indirim tutarı 2,12 mlr TL düzeyindedir ki bu rakam şirketin net kar rakamlarını yaratacağı ertelenmiş vergi gelirleri nedeniyle önemli ölçüde sapsal olarak yaratılmaktadır. Biz şirket için yaptığımız projeksiyonları net kar tahminlerimizi ertelenmiş vergi geliri etkisi hariç (2016 hariç) olmak üzere oluşturduk.
- **Borçluluk** -- Tofaş’ın finansal borçları, gelir ve nakit akışları ihracat anlaşmaları ile garanti altına alınmış bulunan 263 (Yeni Doblò) ve 356 (Egea ailesi) projelerine ilişkin olup, uzun vadeli ve kur riski taşımayan banka kredilerine aittir. Proje kredilerinin dışında kalan finansal borçlar ise Koç Fiat Kredi Tüketici Finansmanı A.Ş.’ye ait finansal borçlardır.

Tofaş’ın 2015 sonu itibariyle kısa ve uzun finansal borçları 4,386 mlr TL düzeyinde bulunmaktadır. Bu borcun %44,3’ü Koç Fiat Kredi Tüketici Finansmanı’na aittir. Net borç ise 2,0 mlr TL seviyesindedir.

Tofaş’ın 2016’da 400 mın € yatırım yapacağını tahmin ediyoruz. Bu yılla birlikte yatırım harcamalarının büyük ölçüde tamamlayacak olan şirketin yüksek nakit yaratma kabiliyeti sayesinde bilançosu güçlü kalmaya devam edeceğini düşünüyoruz. Şirket 2015 yılında borç/özsermaye oranında %170 ile tarihinin en yüksek seviyesine ulaşmıştır. 2016 ve sonrası önemli düzeyde büyük bir yatırım programı olmayan şirketin borçluluk oranının azalmasını bekliyoruz.

“Al ya da öde” anlaşmaları
FAVÖK marjlarını
destekliyor...

Tablo 5 - Borçluluk düzeyi (mn TL)

Borçluluk	2015	2016T	2017T	2018T
Kısa Vadeli Finansal Borçlar	1.832	1.989	1.929	1.520
Uzun Vadeli Finansal Borçlar	2.554	2.984	2.358	1.858
Toplam Finansal Borçlar	4.386	4.973	4.287	3.378
Tüketici Finansmanı ile ilgili Borçlar %	44,3%	48,2%	64,1%	89,0%
Net Borç	2.000	2.842	2.488	2.248
Tüketici Finansmanından Düzeltilmiş Net Borç	55	442	-258	-757
Toplam Borç/Özsermaye	170%	154%	122%	89%
Toplam Borç/FAVÖK	4,10	3,68	2,76	2,03
Net Borç/Özsermaye	0,77	0,88	0,71	0,59
Net Borç/FAVÖK	1,87	2,10	1,60	1,35

Kaynak: VKY Araştırma ve Strateji, Tofaş

Kısaca Tofaş ve Sektördeki Konumu

- Tofaş, Koç Grubu ile Fiat PSA ortaklığında 1968 yılında kurulmuş, 1991 yılında halka açılmıştır.
- 31 Aralık 2015 tarihi itibarıyla Şirket'in kayıtlı sermaye tavanı 1 mlr TL, ödenmiş sermayesi ise 500 mn TL'dir. Genel Kurullarda her hisse için bir oy hakkı söz konusu olup, oy hakkında imtiyaz yoktur. Ancak, Yönetim Kurulu üyelerinin seçimine ilişkin olarak, İmtiyazlı Pay Sahipleri olarak A ve D Grubu hissedarlarınca gösterilecek adaylar arasından seçim yapılması mecburidir. A ve D grubu paylara sahip hissedarlar ayrıca birbirlerinin hisselerin satın almada öncelik haklarına sahiptir.
- **Kapasite** -- 2013 yılından beri 2 vardiya düzenine göre çalışan Tofaş'ın kapasite kullanım oranı %104,3 (Kapasite: 266.700 adet) olarak gerçekleşmiştir. Şirket 2Ç16'da yeniden 3 vardiya sistemine geçti. Tofaş'ın 3 vardiya çalışma sistemine göre hesaplanan kapasitesi 400.000 adettir. Buna göre kapasite kullanım oranı 2015'te %69,6 olarak hesaplanmaktadır. Şirketin 2016 yılında 400.000 kapasite ile 359.601 adet üretim yapıp, %89,9 kapasite kullanım oranına ulaşmasını bekliyoruz.

Şirketin teorik kapasitesi Minicargo 71.000, Yeni Doblo 180.000, Linea 8.000, Egea-Sedan 75.000, Egea-Hatchback&Stationwagon 100.000 adet olarak ayrılmıştır. 400.000 adetlik araç kapasitesinin halihazırda üzerine çıkılırken, 2016'da yaklaşık 430.000 adede yükseltileceğini tahmin ediyoruz.

- **Temettü** - Tofaş tarihsel olarak düzenli temettü ödeyen bir şirkettir. Son 5 yıllık ortalama %76 temettü ödeme oranı olan şirketin önümüzdeki dönemde %5-6 verime denk gelecek şekilde temettü ödemeye devam edeceğini düşünüyoruz. Temettü rakamları ilgili yılın karından dağıtılan rakamı ifade etmektedir.

Tablo 6 - Temettü (mn TL)

Temettü	2015	2016T	2017T	2018T
Net Kar	831	1.004	777	843
Brüt Temettü	365	474	574	623
Temettü Oranı	44%	47%	74%	74%

Kaynak: VKY Araştırma ve Strateji, Tofaş

- **Otomotiv sektörü, Tofaş için satış hacmi tahminlerimiz**

2015 yılında otomotiv sektörü satışları 2014'e göre %26,1 artarak 968.017 adet ile en yüksek satış adedi olarak kaydedildi. Otomobil satışları, bu dönemde bir önceki yılın aynı dönemine göre %23,5 artarak 725.596 adede yükselirken, hafif ticari pazarı %34,9 oranında artarak 242.421 adede ulaştı. Otomotiv Distribütörleri Derneği'ne göre 2016 yılı otomotiv sektörü toplam pazarının 900-950 bin adet aralığında olacağı tahmin edilmektedir. Tofaş ise otomotiv pazarında hafif araç talebinin 2016 yılında 920-930 bin arasında olmasını beklemektedir. Tofaş, yurtiçi satışlarının 2016 yılında 120-130 bin, ihracat adetlerinin 250-260 bin adet olacağını planlamaktadır. Vakıf Yatırım olarak bizim tahminimiz otomotiv sektörünün ODD ve Tofaş büyüme tahminlerinin hafif altında 905.100 adede ulaşacağı yönünde. Bu satışlarda, BA payının 674.800, HTA

segmentinin payını ise 230.300 olarak tahmin etmekteyiz. İlk çeyrek gerçekleştirmeleri pazar tahminimizin yukarı yönlü revize edilebileceğine işaret etse de muhafazakar tarafta kalmayı tercih ediyoruz.

Tofaş'ın 2015 yılı üretim hacmi, gerek yurt içi pazarda gerekse ihrac pazarlarında görülen hareketliliğe paralel olarak bir önceki yıla göre %24,9 oranında artmış ve 278.252 adet seviyesine ulaşmıştır. Yılın son çeyreğinde üretimine başlanan Fiat Egea, toplamda 11.237 adet üretilerek bu artışa katkı sağlamıştır. 2015 yılında Tofaş tarafından üretilen araçların %28'ini otomobil, %72'sini hafif ticari araç oluşturdu.

Üretilen Modeller ve Projeler

- **Linea...** Tofaş 2006 yılından beri yaklaşık 287,000 Linea üretimi yapıp, satışını gerçekleştirdi. Şirket yeni modellerin devreye girmesiyle birlikte Linea üretimi ve satışları duracak. Ancak 2016 ve 2017 yılında daha yüksek fiyatlı Egea satışlarına alternatif olması amacıyla yaklaşık 8,000 adet satılacağı varsayımında bulunuyoruz.
- **Yeni Doblo...** Tofaş'ın 2000 yılından bu yana ürettiği Fiat Doblo, 268 mn €'luk ek yatırımla, Kuzey Amerika ve Kanada'ya ihrac ediliyor. ABD ve Kanada'dan sonra, Karayipler, Peru, Kosta Rika gibi diğer Amerika kıtası ülkelerine de ihrac edilmeye başlandı. Dünyanın en büyük otomotiv şirketlerinden Chrysler'in RAM markası ile üretilen yeni Doblo için yatırım bütçesi 160 mn \$ idi. Tofaş'ın, 2014'ün ikinci yarısında üretimine başlayan yeni Doblo Amerika projesi kapsamında, 2014-2021 yılları arasında, minimum 175.000 aracın ihrac edilmesi öngörülüyor. Doblo Amerika projesiyle birlikte, Doblo modelinin yenileme çalışmaları da gerçekleştirildi ve bu sayede Doblo projesinin ömrü, ilk aşamada 2018'den 2021'e kadar uzatılmış olacak. Doblo'nun yatırım maliyeti yaklaşık 116 mn €.

Şirket Yeni Doblo projesi kapsamında FCA, GM Opel Vauxhall markalarına üretim yapmaktadır. Tofaş Oto RAM için yıllık yaklaşık 25.000 adet, Fiat için 85.000 adet, GM için 40.000 adet "al ya da öde" garantili üretim yapmakta.

- **Minicargo...** 2007'den beri üretimi ve satışı yapılan Minicargo'nun Fiat Fiorino, Peugeot Bipper ve Citroen Nemo markaları için üretimi yapılmaktadır. Tofaş ve FCA katılımı ile yapılması planlanan hafif ticari araç mini cargo facelift projesinin 2016 yılının ilk çeyreğinde üretimine başlanması öngörülüyor. Homologasyon harcamaları ile birlikte yaklaşık 70 mn \$ yatırım yapılması öngörülmektedir. 2016-2021 yılları arasında, büyük bir kısmı ihracat pazarlarına yönelik olmak üzere, toplam 260.000 adet araç üretimi planlanmaktadır. "Al ya da öde" garantisi FCA tarafından yıllık yaklaşık 40.000 adet için verildi. Buna ek olarak 2016 ve 2017 yıllarında PCA için yıllık 16.000 adet "al ya da öde" garantili üretim yapmaya devam edecek.
- **Egea...** Fiat markasının kompakt segmentte gerçekleştirdiği yeni otomobil ailesinin ilk modelidir. Tofaş'ın yeni sedan aracı Fiat Egea dünya prömiyeri, Mayıs 2015 İstanbul Auto Show'da gerçekleşti. 28 Eylül'de üretimine başlanan Egea satışları 2015 Kasım ayı başında başladı. Egea yurtiçi pazarın en büyük segmentinde rekabet edecek. Avrupa pazarlarında yoğun ilgi ve beğeni toplamış, Autobest jürisi tarafından 2016 yılının en iyi otomobili seçilmiştir. 2015 yılının sonundan beri Avrupa pazarlarında Fiat Tipo model adı ile satılmaya başlayan Fiat Egea, şirket'in ürün gamını daha da çeşitlendirmiş, coğrafi risklerin dağıtılması dışında ürün gamı riskini de azaltmıştır. Egea önümüzdeki ay 'Dodge' markasıyla Meksika'ya ihrac edilmeye başlanacak. Egea 2015-2023 yılları arasındaki dönemde toplam 580.000 adet araç üretimi planlanmakta olup, yatırım öngörüsü 480 mn \$'dır. Toplam adedin 1/3'ünün ihrac edilmesi planlanıyor. Ancak muhtemel talep planlananın oldukça üzerinde. Bunun da ihracat adetleri ve gelirleri açısından yukarı yönlü potansiyel oluşturduğunu belirtmemiz gerekiyor.
- **Egea Station Wagon ve Hatchback...** Tofaş sedan projesi ile aynı platformu kullanacak iki yeni binek otomobil modelinin daha yatırımı yapılıyor. Modellerden biri hatchback diğeri ise station wagon olacak. Toplam 700.000 adet olarak planlanan üretim 2016-2023 yılları arasında gerçekleşecek. Proje kapasitesinin %85'i ihracata yönelik olarak planlanıyor. Yatırım bütçesi 480 mn \$. Sedan yatırımı ile birlikte aynı platform üzerinde önümüzdeki yıllarda 1,3 mn araç üretilecek. Üretim ömürleri boyunca bu 3 yeni modelin şirket tarafından yaklaşık 10 mlr \$ ihracat geliri kazandıracağı hesaplanıyor.

27 Nisan 2016 Çarşamba

Ek 1: Tofaş -Vakıf Yatırım ve Konsensüs Karşılaştırma

mn TL	VKY	Kons. 2016T	Fark	VKY	Kons. 2017T	Fark
Net Satışlar	13.400	13.352	0,36%	15.080	15.746	-4,23%
FAVÖK	1.350,2	1.352,9	-0,20%	1.350,2	1.595,3	-15,37%
Net Kar	1.004	846	18,7%	777	942	-17,5%
FAVÖK Marjı	10,1%	10,1%	-0,1 yp	9,0%	10,13%	-1,2 yp
Net Kar Marjı	7,5%	6,3%	1,2 yp	5,2%	5,99%	-0,8 yp

*FAVÖK konsolide tahminleri ifade etmektedir.

Ek 2: 1Ç16 Tahminlerimiz

Tofaş 1Ç16'da geçen yılın %11,4 altında satış adedi gerçekleşti. Bunun daha karlı segmenti olan hafif ticariden kaynaklanması olumsuz. Ancak düşük marjlı filo satışlarının %30'a gerilemesi, Egea satışlarının artışı pozitif. İhracatın yüksek artış sergilemesiyle FAVÖK artsa da "al ya da öde" anlaşmasında teslimatın yükselmesinin marjların bir miktar erimesini beraberinde getireceğini düşünüyoruz.

Getir Tablosu - Özet	VKY					Kons.
(mn TL)	1Ç16T	4Ç15	Çeyrekse %	1Ç15	Yıllık %	1Ç16T
Net Satışlar	2.669	2.968	-10%	2.131	25%	2.659
FAVÖK	266	252	6%	261	2%	270
Net Dönem Karı	201	258	-22%	205	-2%	186
FAVÖK Marjı	10,0%	8,5%	1,5 yp	12,2%	-2,3 yp	10,2%
Net Kar Marjı	8%	9%	-1,1 yp	10%	-2,1 yp	7,0%

Kaynak: Şirket, Bloomberg, VKY Araştırma ve Strateji

Kısaltmalar: yp: yüzde puan, Ç: Çeyrek, T: Tahmin, VKY: Vakıf Yatırım, Kons: Konsensüs

adet	1Ç16	4Ç15	Çeyrekse %	1Ç15	Yıllık %
Yurtiçi	18.450	39.399	-53%	23.828	-23%
BA	9.365	16.311	-43%	9.619	-3%
HTA	9.085	23.088	-61%	14.209	-36%
pazar payı					
BA	7,3%	7,2%	0,2 yp	7,4%	-0,1 yp
HTA	22%	29%	-6,5 yp	25%	-2,2 yp
İhracat	58.307	47.263	23%	43.346	35%
BA	21.370	10.275	108%	9.244	131%
HTA	36.937	36.988	0%	34.102	8%
Toplam	76.757	86.662	-11%	67.174	14%

Ek 3: Tofaş - Benzer Şirket Karşılaştırması (Çarpan Analizi)

Tofaş Oto. Fab.: Benzer Şirketler Çarpanları

Şirket Adı	Ülke	Piyasa Değeri	Firma Değeri	PD/DD 12M	F/K			FD/FAVÖK				
					12M	2016T	2017T	2018T	12M	2016T	2017T	2018T
TOPAS	Türkiye	4.118	4.776	4,5	14,0	11,6	14,9	13,8	12,8	8,4	7,3	6,8
FORD OTO	Türkiye	4.898	5.435	4,6	16,6	14,6	13,2	10,6	10,9	9,8	8,7	7,7
Yurtiçi Benzer Şirket Ort.				4,6	16,6	14,6	13,2	10,6	10,9	9,8	8,7	7,7
KIA MOTORS CORP	Güney Kore	17.207	15.966	0,8	7,4	6,9	6,4	6,0	4,8	4,4	4,1	3,9
MARUTI SUZUKI IN	Hindistan	16.898	16.469	4,6	29,6	24,4	19,2	15,8	16,0	12,5	11,1	9,3
DAIHATSU MOTOR	Japonya	6.047	7.698	1,1	11,1	13,7	11,3	11,0	4,6			
JIANGLING MOTO-B	Çin	2.944	1.582	1,3	7,0	9,0	7,3	6,9	4,8	4,1	3,3	3,1
PEUGEOT SA	Fransa	12.718	10.278	1,1	14,4	7,6	6,4	6,1	2,0	1,7	1,7	1,6
MAZDA MOTOR	Japonya	9.995	10.940	1,1	7,3	6,9	7,9	7,2	4,1	4,0	4,4	4,1
RENAULT SA	Fransa	29.340	25.814	0,9	8,5	7,7	6,8	6,5	4,6	4,2	4,0	4,1
NISSAN MOTOR CO	Japonya	42.830	34.574	0,9	7,8	8,5	8,8	7,9	2,4	2,8	2,8	2,7
VOLKSWAGEN AG	Almanya	73.743	45.360	0,7		7,1	6,4	6,5	1,6	1,6	1,5	1,4
HONDA MOTOR CO	Japonya	51.897	96.259	0,8	11,1	10,3	10,0	8,7	8,4	6,4	6,2	5,8
TATA MOTORS LTD	Hindistan	20.117	24.812	2,4	9,6	11,0	8,8	7,3	4,9	4,5	3,9	3,4
DAIMLER AG	Almanya	75.671	52.296	1,3	8,6	7,5	7,2	7,3	2,7	2,5	2,4	2,3
AVTOVAZ PAO	Rusya	242	1.582			29,2		1,4	1,1	5,7	3,6	3,3
MAHINDRA & MAHIN	Hindistan	12.362	18.306	3,0	25,0	23,2	18,6		13,4	13,0	10,9	
GREAT WALL MOT-H	Çin	10.482	10.825	1,2	5,9	8,4	8,3	8,8		5,9	5,6	5,9
Yurtdışı Benzer Şirket Ort.				1,5	11,8	12,1	9,0	7,7	5,7	5,2	4,7	3,9
Ortalama				1,7	12,1	12,3	9,3	7,9	6,1	5,5	4,9	4,2
Medyan				1,1	9,1	8,8	8,1	7,3	4,7	4,4	4,0	3,6
Max				4,6	29,6	29,2	19,2	15,8	16,0	13,0	11,1	9,3
Min				0,7	5,9	6,9	1,4	1,1	1,6	1,6	1,5	1,4

Kaynak: Bloomberg, VKY Araştırma ve Strateji, 25.04.2015

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 sağlaması 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 ayrışacağı 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 amacıyla 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 dayanarak 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.