

04 Şubat 2022 Cuma

Kısa Vadeli Öneri	Endekse Paralel Getiri	Hedef Fiyat (TL)		114,50	FD/FAVÖK (Cari)			7,7x	
Uzun Vadeli Öneri	AL	Kapanış Fiyatı (TL)		81,65	F/K (Cari)			12,4x	
UFRS Gelir Tablosu - Özet		Açıklanan		Beklenti				Sapma %	
(mn TL)	4Ç21	3Ç21	Çeyrekse %	4Ç20	Yıllık %	VKY	Kons.	VKY	Kons.
Net Satışlar	10.078	5.595	80%	9.198	9,6%	8.761	9.705	15%	4%
FAVÖK	2.732	975	180%	1.111	145,9%	1.387	1.438	97%	90%
Net Dönem Karı	1.217	581	110%	639	90,4%	915	955	33%	27%
FAVÖK Marjı	27,1%	17,4%	9,7 yp	12,1%	15 yp	15,8%	14,8%	11,3 yp	12,3 yp
Net Kar Marjı	12,1%	10,4%	1,7 yp	6,9%	5,1 yp	10,4%	9,8%	1,6 yp	2,2 yp

Kaynak: Şirket, Research Turkey, VKY Araştırma ve Strateji

Kısaltmalar: yp: yüzde puan, m.d.: mümkün değil, a.d.: anlamlı değil, Ç: Çeyrek, A: Ay, Y: Yarıyıl, VKY: Vakıf Yatırım, Kons: Konsensüs

Beklentilerin üzerinde FAVÖK ve net kar büyümesi kaydedildi (+)

Tofaş, yılın son çeyreğindeki satış performansının desteğinde, bizim ve piyasa beklentilerinin üzerinde, yıllık %90 artışla 1,22 mlr TL net kar açıkladı. Şirketin 2022 yılı pazar beklentisi ise 2021 yılına paralel, 700-750 bin adet aralığında yer aldı. Finansallar öncesinde şirket hisseleri son bir ayda endeksten %3 negatif ayrıştı. Güçlü finansallara pozitif tepki vermesini beklediğimiz şirket hisseleri için, 2022 yılı şirketin öngörülleri ve makro değişkenlerdeki revizyonlarımız ardından 114,50 TL hisse başı fiyat hedefi hesaplıyoruz. Kısa vadede "Endekse Paralel Getiri" öngördüğümüz Tofaş için, hem %40 yükselme potansiyeli hem de Stellantis'den gelmesi beklenen yeni projelerin desteğine bağlı olarak TUT önerimizi "AL" olarak revize ediyoruz.

- Son çeyrekte toplam satış hacmi yıllık %32 gerilerken, gelirler %10 büyümeye kaydetti - Tofaş, 4Ç21 dönemini, küresel çip tedariki sıkıntılarına bağlı olarak 30 bin adet ihracat (4Ç20: 40 bin adet) ve 33 bin adet iç satış (4Ç20: 52 bin adet) gerçekleştirerek toplam 63 bin adetlik (4Ç20: 92 bin adet) satış hacmine ulaşarak tamamladı. Son çeyrekte satış hacmi çeyrekse bazda %42 artış gösterse de yıllık bazda %32 gerileme kaydetti. Bununla birlikte, pazara göre son çeyrekteki güçlü satış performansının, iç piyasada fiyatlama stratejisi ve ihracat tarafında güçlü Avro/TL ile desteklenmesiyle, şirketin satış gelirleri yıllık %10 artışla 10 mlr TL'ye ulaştı. 2020 yılını 259 bin adetlik satış ve 23,6 mlr TL satış geliri ile tamamlayan şirket, 2021 yılını ise 235 bin adetlik satış ve 29,7 mlr TL satış geliri ile tamamlamış oldu. Tofaş, hafif araç pazarında 2021 yılında %16,4 pazar payı elde ederken, üçüncü yıl üst üste liderliğini korudu.
- Hem operasyonel hem de net karlılık büyümesi beklentilerin üzerinde gerçekleşti - Yılın son çeyreğinde maliyet kontrollerinin yanı sıra zayıflayan TL'ye bağlı olarak koruyucu ihracat kontratlarının desteğinde şirketin brüt kar marjı yıllık 14 puan iyileşerek %27,6 seviyelerine ulaşırken, FAVÖK, hem bizim hem de piyasa beklentilerinin üzerinde, yıllık %146 artarak 2,73 mlr TL'ye yükseldi. FAVÖK marjı ise yıllık 15 puan artışla %27,1 olarak gerçekleşti. Operasyonel taraftaki bu güçlü performansın yardımıyla şirketin net karı yıllık %90 artışla 1,22 mlr TL'ye ulaşırken, beklentimizin %33, piyasa tahminlerinin ise %27 üzerinde bir net kar performansı gördük. Son çeyrek sonuçlarının ardından Tofaş 2021 yılını %92 büyümeyle 5,8 mlr TL FAVÖK ile tamamlarken, şirketin 2021 yılında net karı yıllık %84 artarak 3,3 mlr TL seviyesine yükseldi.
- 2022 pazar beklentisi, 2021 yılına paralel 700-750 bin adet aralığında yer alıyor - 2022 yılına ilişkin beklentilerini açıklayan Tofaş, 2021 yılında 737 bin adet seviyesindeki hafif araç pazarının, 2022 yılında 700-750 bin adet aralığında gerçekleşeceğini öngörmektedir. Yurt içi satış hacmi beklentisini 125-140 bin adet aralığında açıklayan şirketin, ihracat hacmi öngörüsü de 125-140 bin adet aralığı olarak açıklandı. 2022 yılında 240-270 bin adet aralığında (2021: 229 bin adet) üretim öngören şirket, yatırım harcaması öngörüsünü ise 2021 yılına paralel, 100 mn € seviyesinde açıkladı. Şirket ayrıca, Stellantis'in 2021 yılında paylaştığı elektrifikasyon ve yazılım stratejisi kapsamında Tofaş'ın, önümüzdeki dönemde Stellantis çatısı altındaki farklı markalar için üretim ve AR-GE alanında hizmet verebilecek önemli bir merkez olarak öne çıktığını belirtti.

04 Şubat 2022 Cuma

Öngörüler	2021	2022 Tahmin
Yurt içi hafif araç pazarı	737 bin adet	700-750 bin adet
Tofaş yurt içi satış	125 bin adet	125-140 bin adet
İhracat adeti	113 bin adet	125-140 bin adet
Toplam üretim	229 bin adet	240-270 bin adet
Yatırımlar	100 mn €	100 mn €

- Değerleme ve öneri - 2022 yılına şirketin öngörülleri ve makro beklentilerimizdeki revizyonların ardından Tofaş için, 2022 yılında 48,5 mlr TL satış geliri (yıllık +%63), 7 mlr TL FAVÖK (yıllık +%21) ve 4,4 mlr TL (yıllık +%33) net kar öngörüyoruz. 2022T 6,3x FD/FAVÖK ile işlem görmekte olan Tofaş için 114,50 TL hisse başı fiyat hedefi hesaplıyoruz. Son bir ayda endeksin %3 altında performans sergileyen şirket hisselerinin açıklanan finansallara pozitif tepki vermesini beklerken, kısa vadeli “Endekse Paralel Getiri” önerimizi sürdürüyoruz. Uzun vadede ise hem %40 yükselme potansiyeli hem de Stellantis’den gelmesi beklenen yeni projelerin desteğine bağlı olarak TUT önerimizi “AL” olarak revize ediyoruz.

Gelir Tablosu (mn TL)	Açıklanan							
	4Ç21	3Ç21	Çeyrek %	4Ç20	Yıllık %	12A21	12A20	Yıllık %
Net Satışlar	10.078	5.595	80%	9.198	10%	29.684	23.557	26%
SMM	▼ -7.298	▼ -4.644	57%	▼ -7.961	-8%	▼ -23.856	▼ -20.343	17%
Brüt Kar	2.780	950	193%	1.237	125%	5.828	3.214	81%
Operasyonel Gider	-440	-271	63%	-341	29%	-1.233	-947	30%
FVÖK	2.340	680	244%	895	161%	4.595	2.267	103%
FAVÖK	2.732	975	180%	1.111	146%	5.794	3.026	92%
Op. Olmayan Gelir/Gider	▼ -935	▼ -85	1002%	▼ -251	272%	▼ -1.083	▼ -436	148%
VÖK	1.405	595	136%	644	118%	3.512	1.831	92%
Net Dönem Karı	1.217	581	110%	639	90%	3.281	1.784	84%
Brüt Kar Marjı	28%	17%	10,6 yp	13%	14,1 yp	20%	14%	6 yp
FAVÖK Marjı	27%	17%	9,7 yp	12%	15 yp	20%	13%	6,7 yp
Net Kar Marjı	12%	10%	1,7 yp	7%	5,1 yp	11%	8%	3,5 yp
Bilanço (mn TL)								
	12A21	9A21		12A20		12A21	12A20	
Dönen Varlıklar	16.170	12.447	30%	12.841	26%	16.170	12.841	26%
Hazır Değerler	4.215	3.706	14%	4.250	-1%	4.215	4.250	-1%
Menkul Kıymetler	0	0	102%	1	-76%	0	1	-76%
KV Ticari Alacaklar	7.142	4.776	50%	5.493	30%	7.142	5.493	30%
Stoklar	2.379	1.819	31%	1.524	56%	2.379	1.524	56%
Diğer Dönen Varlıklar	2.433	2.146	13%	1.574	55%	2.433	1.574	55%
Duran Varlıklar	7.304	7.252	1%	6.634	10%	7.304	6.634	10%
Aktif Toplamı	23.473	19.699	19%	19.476	21%	23.473	19.476	21%
KV Borçlar	13.758	10.396	32%	10.881	26%	13.758	10.881	26%
KV Finansal Borçlar	4.138	3.745	11%	2.827	46%	4.138	2.827	46%
KV Ticari Borçlar	8.768	5.984	47%	7.484	17%	8.768	7.484	17%
Diğer KV Borçlar	▼ 851	▼ 667	28%	▼ 570	49%	▼ 851	▼ 570	49%
UV Borçlar	3.972	4.301	-8%	4.126	-4%	3.972	4.126	-4%
UV Finansal Borçlar	3.621	4.000	-9%	3.863	-6%	3.621	3.863	-6%
UV Ticari Borçlar	0	0	a.d.	0	a.d.	0	0	a.d.
Diğer UV Borçlar	▼ 351	301	17%	264	33%	351	264	33%
Öz Sermaye	5.743	5.002	15%	4.469	29%	5.743	4.469	29%
Pasif Toplamı	23.473	19.699	19%	19.476	21%	23.473	19.476	21%
Net Borç	3.544	4.039	-12%	2.439	45%	3.544	2.439	45%

Vakıf Yatırım Araştırma ve Strateji

Selahattin AYDIN	Direktör
Tuğba SAYGIN AKCA	Müdür
Hande İrem YILDIZ	Analist
Dilara ÇAYAN	Analist

Akat Mah. Ebulula Mardin Cad. No:18 Park Maya Sitesi F-2/A Blok
Beşiktaş 34335 İSTANBUL
+90 212 352 35 77

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 olursa olsun üçüncü kişilerin uğrayabileceği her türlü zararlardan dolayı Vakıf Yatırım Menkul Değerler A.Ş. sorumlu tutulamaz.