Otomotiv / Şirket Raporu

24 Eylül 2019

Tofaş

Aşağı yönlü riskler fazlasıyla fiyatlandı

Endeksin Üzerinde Getiri

Hisse Fiyatı: 18.55TL
12 Aylık Hedef: 24.40TL

Selim Kunter
selim.kunter@akyatirim.com.tr

Hedef fiyatımızı 24.40TL olarak güncellerken, tavsiyemizi Endeksin Üzerinde Getiri olarak yukarı revize ediyoruz (önceki 20.60TL, Nötr).

Hedef fiyat değişikliğimizde, yılın ilk yarısında beklentimizin üzerinde gerçekleşen nakit akışı, kullandığımız iskonto oranındaki 1 puanlık düşüş (%17'den %16'ya) ve yeni üretim ve satış rakamları etkili olmuştur. Hisse üzerinde uzun zamandır hakim olan baskı unsurlarının yavaş yavaş devreden çıktığını görüyoruz. Bu sayede, son iki yıllık dönemde benzerlerinin %30 gerisinde kalan Tofaş'ın aradaki farkı kapatabileceğini düşünüyoruz. Hisse 2020 tahminlerimize göre 4.1x FD/FAVÖK ve 6.1x F/K ile işlem görüyor. Global benzerlerinin sırasıyla ortalama 5.7x ve 9.1x olan çarpanlarına göre iskontosunu da göz önünde bulundurarak, Tofaş için görüşümüzü olumluya .

Doblo belirsizliğinin ortadan kalkması yakın vadeli katalizör olabilir.

Hisse üzerindeki en büyük baskı unsurlarından bir tanesi, 2021 sonunda sona erecek olan Doblo kontratının akibeti ile ilgili belirsizlikti. Tahminlerimize göre yeni kontratın şartları ve yatırım kararı, Renault ile Fiat Chrysler Automobiles (FCA) arasındaki birleşme görüşmelerinin sonuçlanmasını bekliyordu. Bu karar aynı zamanda, diğer modellerin de geleceğini belirleyebilirdi. Ancak, yakın zamanda Renault CEO'su Thierry Bollore'nin yorumlarına göre görüşmeler devam etmiyor. Bu nedenle, yeni model yatırımlarının yapılması için kısalan süreyi de göz önünde bulundurduğumuzda, FCA'in Doblo kontratı ile ilgili kararını yıl sonuna kadar vermesini bekliyoruz.

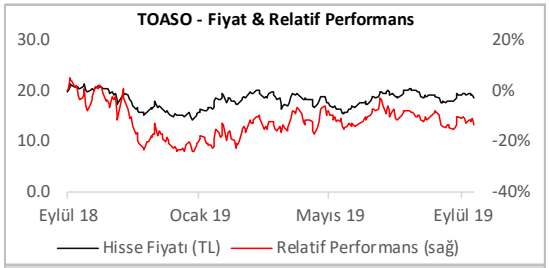
İhracat hacimlerindeki toparlama algıyı destekleyecektir.

Son dönemde yurt içi pazardaki performansının aksine, Tofaş'ın ihracat satışları beklentileri karşılamayadı. Yılın ilk yarısında %27 düşüş kaydeden ihracat hacminin yılın ikinci yarısında geçtiğimiz yılın aynı dönemine göre %2 artış göstermesini öngörüyoruz (Temmuz ayında %11 artış olmuştu). İhracat satışlarında yıllık bazda artışlar ve düşen faiz ortamıyla beraber toparlayan iç pazarın Tofaş hisse performansını olumlu etkiyebileceğini düşünüyoruz.

Yatırım döneminde temettü görünümünde normalleşme olabilir.

Tofaş'ın yeni model ve model güncellemeleri için 2019-22 döneminde 1 milyar $ yatırım yapacağını önögüroyuruz. Bu nedenle, son iki yılda net karının %60-65'ını temettü olarak dağıtan Şirket'in bu oranı Yatırım döneminde %45 seviyesine indirebileceğini düşünüyoruz. Buna rağmen önümüzdeki 3 yılın ortalama temettü verimini %7.8 olarak hesaplıyoruz. Eğer, Şirket 2019 net karından önceki yıllardaki seviyede kar payı dağıtmaya karar verir ise, temettü verimliliği %10 seviyesinde gerçekleşecektir.

Hisse Bilgisi	
Hisse Kodu (Reuters, Bloomberg)	TOASO:IS / TOASO TI
Hisse Fiyatı (TL)	18.55
Piyasa Değeri (mn TL)	9,275
Hisse Adedi (bin)	500
Halka Açıklık	24%
Ortalama Günlük Hacim (mn TL)	18.2
Net Borç (2Ç19)	3,047
BIST-100 Endeksi (TL)	100,237
Hisse verileri 20 Eylül 2019 itibariyledir	



Hisse Performansı	1Hafta	1Ay	3Ay	1Yıl
TL	-3%	1%	1%	-12%
Endeks Relatif*	0%	-4%	-5%	-16%
**BIST100'e karşı*				

Beklentiler (mn TL)	2018	2019T	2020T	2021T
Satışlar	18,706	19,264	22,675	27,814
FAVÖK	2,533	2,362	2,730	3,299
FAVÖK Marjı	%14	%12	%12	%12
Net Kar	1,330	1,383	1,515	1,940
FD/Satışlar	0.7	0.5	0.5	0.4
FD/FAVÖK	5.5	4.4	4.1	3.4
F/K	7.0	6.7	6.1	4.8
Temettü Verimi	9%	7%	7%	9%

Ortaklık Yapısı	
FCA Italy	%38
Koç Holding	%38
Diğer	%25

AKYatırım

Bu rapor, Ak Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından, güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan elde edilen bilgi ve veriler kullanılarak hazırlanmıştır. Raporda yer alan ifadeler, hiçbir şekilde veya suretle alış veya satış teklifi olarak değerlendirilmemelidir. Ak Yatırım, bu bilgilerin doğru, eksiksiz ve değişmez olduğunu garanti etmemektedir. Bu sebeple, okuyucuların, bu raporlardan elde edilen bilgilere dayanarak hareket etmeden önce, bilgilerin doğruluğunu teyit ettirmeleri önerilir ve bu bilgilere dayanılarak aldıkları kararlarda sorumluluk kendilerine aittir. Bilgilerin eksikliği ve yanlışlığından Ak Yatırım hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. Ayrıca, Ak Yatırım'ın ve Akbank'ın tüm çalışanları ve danışmanlarının, herhangi bir şekilde bilgiler dolayısıyla ortaya çıkabilecek, doğrudan veya dolaylı zararlarla ilgili herhangi bir sorumluluğu yoktur. Burada yer alan bilgiler, bir yatırım tavsiyesi, yatırım aracının alım-satım önerisi ya da getiri vaadi değildir ve Yatırım Danışmanlığı kapsamında yer almamaktadır. Yatırım Danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak Yatırım Danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde sunulmaktadır. Bunlara ilaveten, Ak Yatırım, raporların Internet üzerinden e-mail yoluyla alınması durumunda virüs, hatalı gönderim veya diğer herhangi bir teknik sebepten dolayı alıcının donanımına veya yazılımına gelebilecek herhangi bir zarardan dolayı sorumlu tutulamaz.
© Ak Yatırım Menkul Değerler A.Ş. 2019