

TOFAŞ

30,05 TL - ENDEKSİN ÜZERİNDE GETİRİ

%30,7 Getiri Potansiyeli...

Daralan Talep, Düşen Satışlar, Artan Ciro&Karlılık...

1 Yurtiçi pazar %20, ihracat %4 daraldı. Yurtiçi otomobil pazarı 2Ç18'de bir önceki yılın aynı dönemine göre %19 küçülerek 154 bin olurken hafif ticari araç pazarı %25 daralarak 41 bin adet oldu. İkinci çeyrekte yaşanan erken seçim, TL'nin değer kaybetmesi, faizlerin yükselmesi talepteki daralmanın ana sebepleri oldu. Bu veriler ışığında 2018 Pazar tahminimizi 930 binden 820 bin adete revize ediyoruz. Tofaş'ın yurtiçi satışları, 2Ç18'de yurtiçi pazardaki daralmadan daha fazla, %33,1 gerileyerek 21.106 adet kaydedildi. Böylelikle Tofaş'ın otomotiv pazarındaki payı 2Ç17'de %12,9 iken, 2Ç18'de %10,8'e geriledi. Binek segmentinde %8,0 pay alan şirketin hafif ticari segmentten aldığı pay ise %22,1 seviyesinde. Şirketin ihracat adetleri 2018 ikinci çeyrekte önceki seneye göre %6,2 azalarak 70.336 oldu. Hafif ticari ihracatı %1,6 artmasına rağmen binek tarafında FCA'nın stok yönetim stratejisi ve Egea/Tipo ailesinin geçen yılki yüksek baz etkisi nedeniyle %12,1 azalma görüldü. Şirket yönetimi yılın kalanında ihracat rakamlarının 2017 seviyesine döneceğini bekliyor. Biz de Şirketin 2018 yılını 111 bin yurtiçi; 258 bin yurt dışı satış adetleri ile tamamlamasını bekliyoruz.

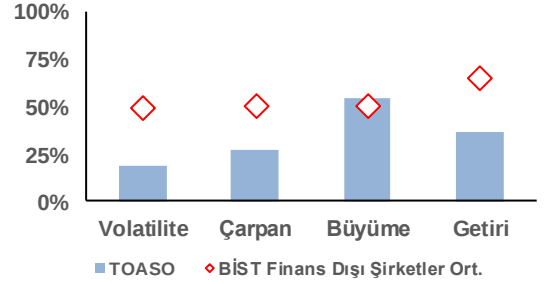
2 Yükselen Euro/TL'nin pozitif etkisi görüldü. Ortalama Euro/TL kurunun 2Ç18'de 2Ç17'ye göre %20 artması Tofaş'ın satış adetlerinin düşmesine rağmen gelir ve karının artmasını beraberinde getirmiştir. 2Ç17'de 4.498,5 milyon TL gelir elde eden şirket 2Ç18'de %12,3 artışla 5.050,4 milyon TL gelir elde ederek 4.385 milyon TL olan piyasa beklentisini aşarken BMD beklentisi olan 5.482 milyon TL'nin gerisinde kalmıştır. Şirket almış olduğu maliyet tedbirleri neticesinde brüt karını %38,4 artırarak 2Ç18'de brüt kar marjını %10,2'den %12,5'e yükseltmiştir. FAVÖK rakamı ise 2Ç18'de önceki yılın aynı dönemine göre %33,0 artışla 646,2 milyon TL ile 496 milyon TL olan piyasa beklentisinin hafif üzerinde ve 636 milyon TL olan BMD beklentisine paraleldir. 2Ç17'de %10,6 olan FAVÖK marjı 2Ç18'de 1,9 puan artarak %12,5'e yükselmiştir.

3 Düşük finansman giderleri... 2,8 milyar TL net finansal borcu bulunan şirketin tüketici finansmanından kaynaklı 2,6 milyar TL alacağı bulunmaktadır. Bu sebeple şirketin net finansman gideri 19,3 milyon TL ile finansal borcuna nazaran düşük bir rakam kaydedilmiştir. Beklentilerden iyi gelen ciro ve faaliyet karlılığı neticesinde şirketin net karı 2Ç18'de %17,8 artarak 368 milyon TL olmuş ve 281 milyon TL olan piyasa beklentisinin üzerinde yer almıştır.

4 TOASO için daralan Pazar, artan faizler ve Euro/TL sonrasında 12 aylık hedef fiyatımızı 38,58 TL'den 30,05 TL'ye çekiyor ve Endeksin Üzerinde Getiri önerisiyle Model Portföyümüzde tutmaya devam ediyoruz. Baz etkisiyle düşen ihracat ve daralan yurtiçi pazara rağmen Euro'nun TL karşısında değer kazanması, işletme sermayesinden nakit üretme kabiliyeti, ciro-FAVÖK-net karda ilk yarıdaki büyüme performansının 2018 yılının tamamında süreceği beklentisi Tofaş'ı portföyümüzde tutmamızın en önemli gerekçeleridir. Son dönemde çeyreklik FAVÖK marjındaki artış ve rakiplerine göre hızlı büyüme, yüksek temettü verimi ve düşük risk profili şirketi ön plana çıkarmaktadır. Ayrıca hisselerin 2018 yılında endeksin altında bir performans göstermesi ve çarpanlarının tarihi dip seviyelerde olması da hisseyi çekici kılmaktadır.

Özet Mali Veriler	2016	2017	2018T	2019T
Net Satışlar	14.236	17.468	20.665	24.682
FAVÖK	1.367	2.001	2.503	2.729
FAVÖK Marjı	9,6%	11,5%	12,1%	11,1%
Net Kar	970	1.283	1.500	1.635

Yatırım Profili



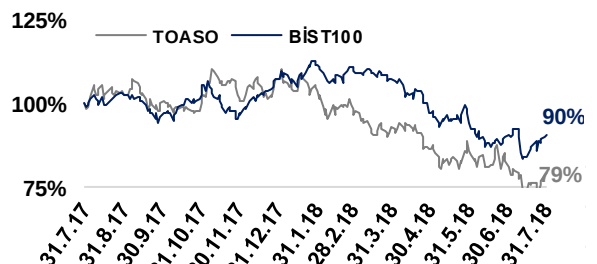
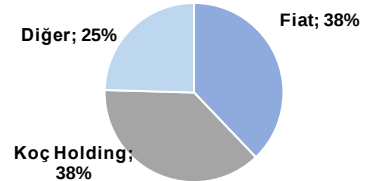
Hisse Verileri (TL) 31.7.18

Bloomberg/Reuters Kodu	TOASO.TI / TOASO.IS
Mevcut Fiyat (Kapanış)	23,00
Halka Açıklık Oranı	24,00
Hedef Fiyat	30,05
Getiri Potansiyeli	30,7%
Önceki Hedef Fiyat (15.05.18)	38,58
YBB TL Getiri	-26,2%
Temettü Verimi, 2018	7,0%
Ort. Gün. İşlem Hacmi (mn)	27,79
Piyasa Değeri (mn)	11.500
Net Borç (2018/06) (mn)	2.801
Firma Değeri (mn)	14.301
Net Döviz Pozisyonu	-2.668

Piyasa Çarpanları	2018	2018T	2019T
FD/FAVÖK	7,1	5,7	5,2
FK	11,9	9,0	7,7
FD/Satışlar	1,0	0,8	0,7

Hisse Performansı (%)	1 Ay	3 Ay	1 Yıl
TOASO Performans	-5,3%	-9,0%	-21,8%
Relatif Getiri	-2,3%	-1,1%	-12,5%

Ortaklık Yapısı

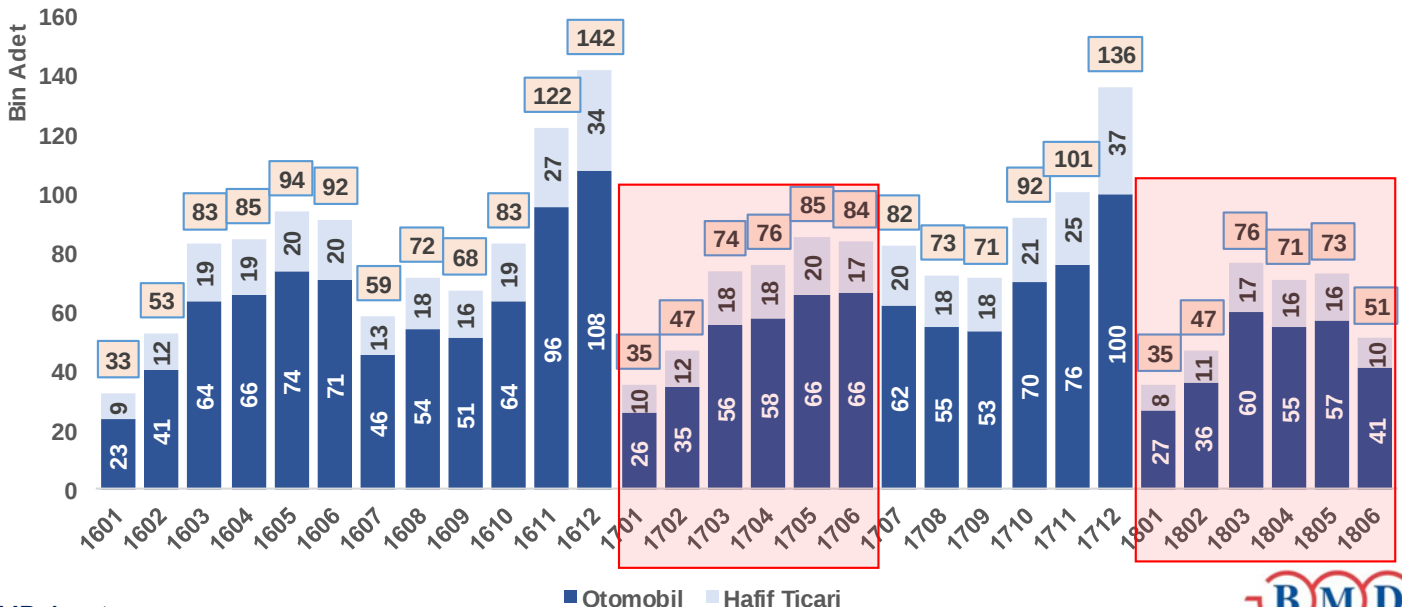


TOASO

TOASO Araç Satışları	1Ç17	2Ç17	3Ç17	4Ç17	1Ç18	2Ç18	6A17	6A18	2Ç18/2Ç17	6A18/6A17
Yurtiçi Satışlar, mTL	838.990	1.334.132	1.356.389	1.879.910	961.347	1.152.637	2.173.122	2.113.984	-13,6%	-2,7%
Binek, adet	9.034	18.694	16.508	19.333	9.323	13.280	27.728	22.603	-29,0%	-18,5%
Hafif Ticari, adet	9.452	12.835	14.657	22.294	7.996	7.826	22.287	15.822	-39,0%	-29,0%
Toplam Yurtiçi adet	18.486	31.529	31.165	41.627	17.319	21.106	50.015	38.425	-33,1%	-23,2%
Ortalama Fiyat, binTL	45,4	42,3	43,5	45,2	55,5	54,6	43,4	55,0	29,1%	26,6%
Ortalama Fiyat, bin€	11,5	10,7	10,5	10,1	11,8	10,9	11,0	11,1	1,6%	0,8%
Yurtdışı Satışlar, mTL	3.228.240	3.127.519	2.400.621	3.131.248	3.439.723	3.845.934	6.355.759	7.285.657	23,0%	14,6%
Binek	51.699	42.411	27.792	30.187	42.102	37.265	94.110	79.367	-12,1%	-15,7%
Hafif Ticari	26.863	32.543	25.465	33.800	27.869	33.071	59.406	60.940	1,6%	2,6%
Toplam Yurtdışı adet	78.562	74.954	53.257	63.987	69.971	70.336	153.516	140.307	-6,2%	-8,6%
Ortalama Fiyat, binTL	41,1	41,7	45,1	48,9	49,2	54,7	41,4	51,9	31,0%	25,4%
Ortalama Fiyat, bin€	10,4	10,6	10,9	10,9	10,5	10,9	10,5	10,5	3,2%	-0,1%

TOASO Özet Mali Veriler	1Ç17	2Ç17	3Ç17	4Ç17	1Ç18	2Ç18	6A17	6A18	2Ç18/2Ç17	6A18/6A17
(mTL)	1Ç17	2Ç17	3Ç17	4Ç17	1Ç18	2Ç18	6A17	6A18	2Ç18/2Ç17	6A18/6A17
Net Satışlar	4.098,3	4.498,5	3.803,6	5.067,4	4.441,1	5.050,4	8.596,8	9.491,6	12,3%	13,7%
Finans Sek. Hasılatı	96,6	95,4	100,0	108,9	117,5	119,9	192,0	237,4	25,6%	2,0%
Toplam Hasılat	4.194,9	4.593,9	3.903,5	5.176,3	4.558,6	5.170,3	8.788,8	9.728,9	12,5%	13,4%
Brüt Kar	420,2	467,4	439,8	698,7	491,7	647,0	887,6	1.138,7	38,4%	31,6%
Faaliyet Giderleri	-147,4	-166,3	-169,1	-238,6	-165,5	-193,1	-313,7	-358,6	16,1%	16,7%
Esas Faaliyet Karı	272,8	301,1	270,7	460,1	326,2	453,9	573,9	780,2	50,8%	39,1%
Amortisman	159,0	184,9	156,6	196,2	188,5	192,3	343,9	380,7	4,0%	2,0%
FAVÖK	431,8	486,0	427,3	656,3	514,7	646,2	917,8	1.160,9	33,0%	25,5%
Diğer Gelir/Gider	-55,3	-24,3	-43,6	-117,6	-59,5	-69,8	-79,6	-129,3	187,1%	17,4%
Finansman Gel./Gid.	13,0	11,8	45,0	95,7	54,2	-19,3	24,8	34,9	-264,1%	-135,6%
Net Kar	262,4	312,5	283,6	424,3	325,0	368,0	574,9	693,0	17,8%	13,2%
Özkaynak	2.805,3	3.068,2	3.277,7	3.583,0	2.987,6	3.218,6	3.068,2	3.218,6	4,9%	7,7%
Aktif Büyüklük	12.313,5	12.371,2	12.877,1	13.875,1	13.155,9	13.513,3	12.371,2	13.513,3	9,2%	2,7%
Yatırım	90,3	244,5	177,6	166,1	105,2	102,9	334,8	208,1	-57,9%	-2,2%
İşletme Sermayesi	-1.488,1	-1.080,8	-973,2	-1.084,3	-1.344,2	-1.132,8	-1.080,8	-1.132,8	4,8%	-15,7%
Net Borç	5.257,7	4.169,9	4.177,7	2.574,8	2.844,7	2.801,4	4.169,9	2.801,4	-32,8%	-1,5%
Rasyolar										
Brüt Marj	10,0%	10,2%	11,3%	13,5%	10,8%	12,5%	10,1%	11,7%	2,3%	1,7%
Faaliyet Gid/Ciro	3,5%	3,6%	4,3%	4,6%	3,6%	3,7%	3,6%	3,7%	0,1%	0,1%
Esas Faaliyet Kar Marjı	6,5%	6,6%	6,9%	8,9%	7,2%	8,8%	6,5%	7,1%	0,3%	-0,0%
FAVÖK Marjı	10,3%	10,6%	10,9%	12,7%	11,3%	12,5%	10,4%	11,9%	1,9%	1,2%
Net Kar Marjı	6,3%	6,8%	7,3%	8,2%	7,1%	7,1%	6,5%	7,1%	0,3%	-0,0%
Yatırım/Ciro	2,2%	5,3%	4,6%	3,2%	2,3%	2,0%	3,8%	2,1%	-3,3%	-0,3%
İşletme Sermayesi/Ciro	-9,5%	-6,6%	-5,7%	-6,2%	-7,5%	-6,2%	-6,6%	-6,2%	0,4%	1,4%
Net Borç/FAVÖK	3,47	2,51	2,34	1,29	1,36	1,25	2,51	1,25	-50,3%	-11,7%

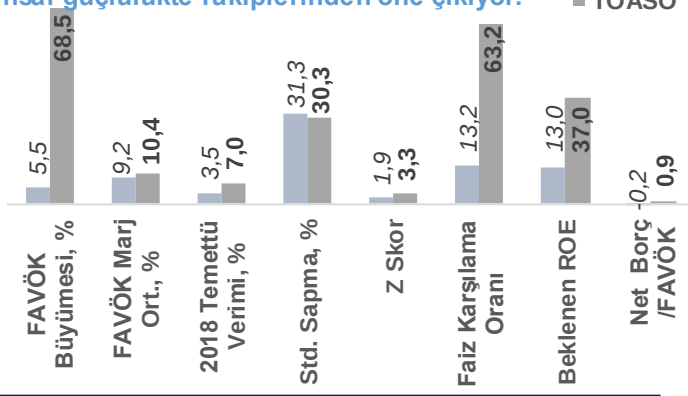
Türkiye Otomotiv & Hafif Ticari Araç Pazarı



TOASO

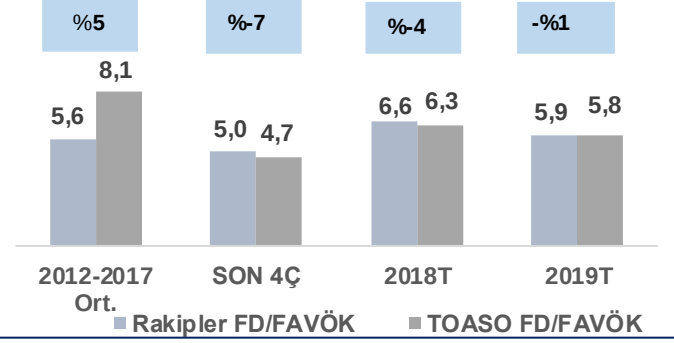
TOASO büyüme, karlılık, temettü verimi, ve finansal güçlülükte rakiplerinden öne çıkıyor.

■ Rakipler
■ TOASO



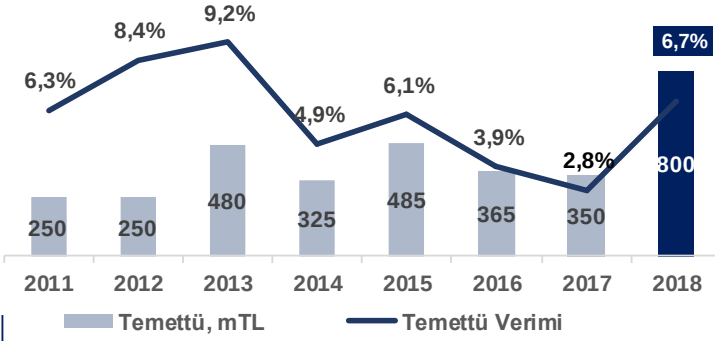
Kaynak: BMD & Bloomberg

TOASO, rakiplerine göre son 5 yılda primli çarpanlarla işlem görmesine rağmen 2018 ve 2019 çarpanları sektör ortalamasında.



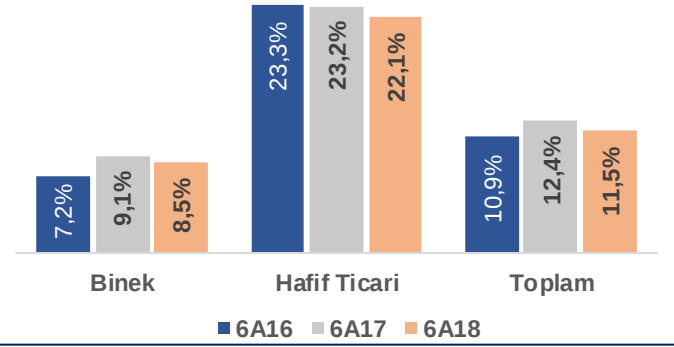
Kaynak: BMD & Bloomberg

Dalgalı seyreden temettü verimi 2017 yılında %2,8 olurken 2018 yılında dağıtılan 800 mTL temettü ile %6,7 hesaplanmaktadır.



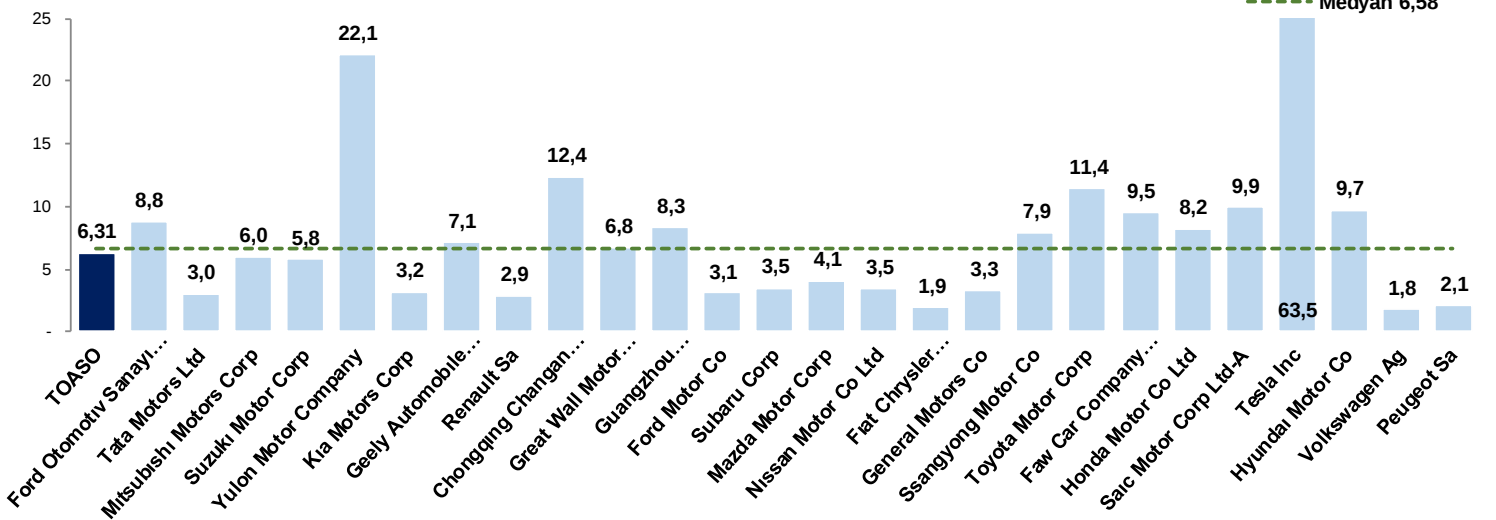
Kaynak: BMD & Finnet

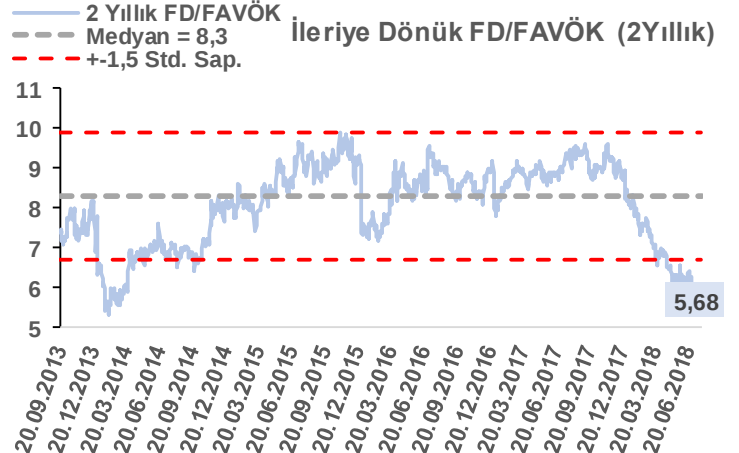
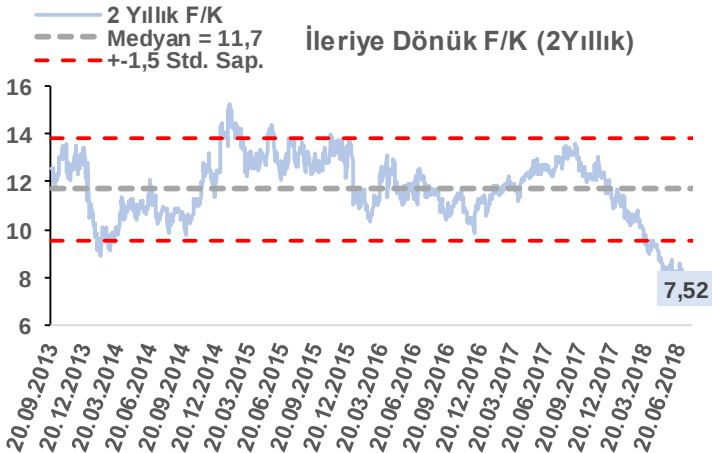
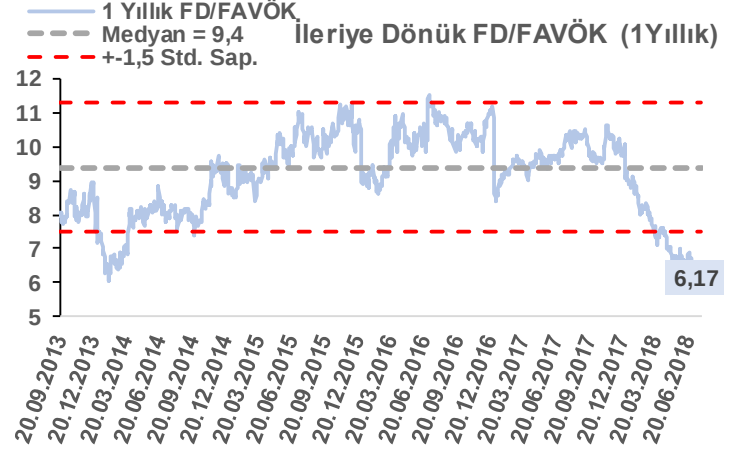
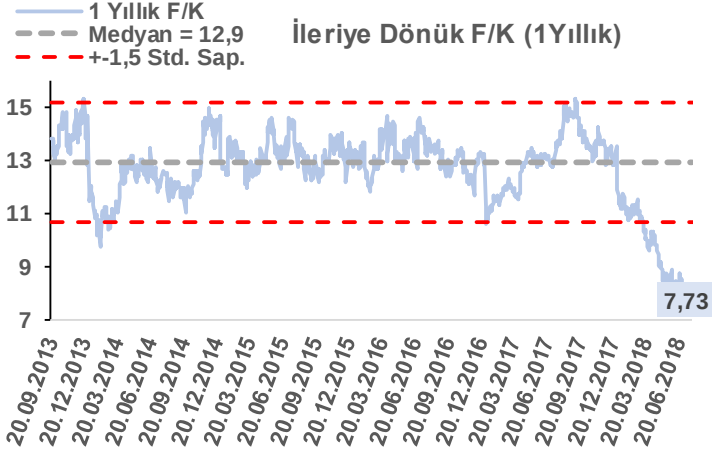
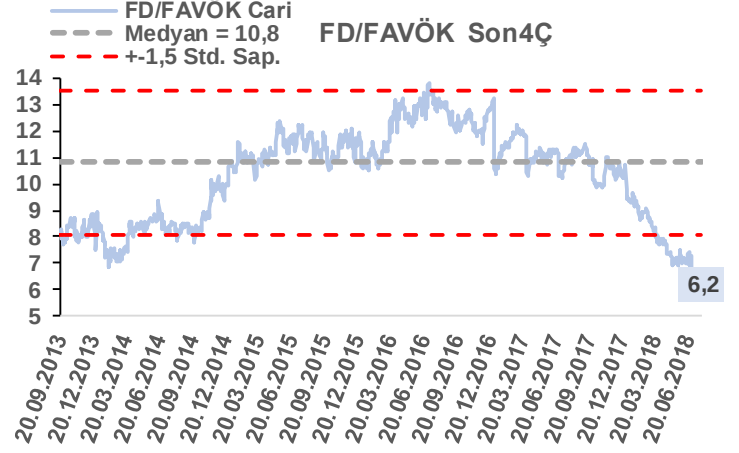
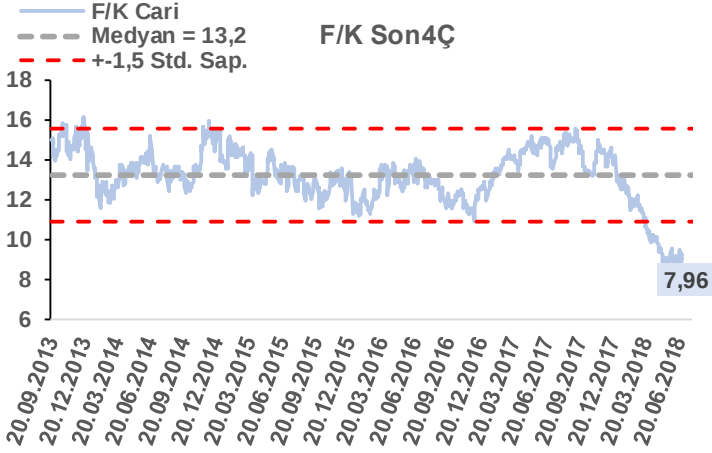
TOASO, 6A18'de binekte %8,5; hafif ticaride %22,1 ve toplamda %11,5 yurtiçi paya sahip



Kaynak: BMD & ODD

Uluslararası Şirketler İleriye Dönük 1 Yıllık FD/FAVÖK





Likidite Rasyoları	2018/06	2017/12	2017/06	Referans
Cari Oran	1,09	1,13	1,07	1,0-1,5
Likidite Oranı	0,88	0,97	0,89	0,8-1,0
Alacak Gün Süresi (Gün)	38	37	43	Sektör
Stok Gün Süresi (Gün)	32	25	27	Sektör
Ticari Borç Gün Süresi (Gün)	101	88	92	Sektör
Etkinlik Süresi (Gün)	-31	-26	-22	Sektör
İşletme Sermayesi (TL)	-1.167	-924	-732	Sektör
İşletme Sermayesi/Net Satışlar	-6,4%	-5,3%	-4,4%	Sektör

Borçluluk Oranları	2018/06	2017/12	2017/06	Referans
Toplam Borçlar/Toplam Aktifler	76,2%	74,2%	75,2%	Sektör
Kısa Vad. Fin. Borç/Özkaynak	60,7%	72,0%	62,1%	<100%
FAVÖK/Finansal Giderler	-12,8	-12,1	-38,5	>3
Net Borç/FAVÖK	1,2	1,3	2,5	<4
Net Borç/Özkaynak	0,9	0,7	1,4	Sektör
Net Borç/Piyasa Değeri	0,2	0,2	0,5	Sektör

Karlılık Oranları (Yıllıklandırılmış)	2018/06	2017/12	2017/06	Referans
Brüt Marj	11,8%	11,0%	9,6%	Sektör
Esas Faliyet Marjı	8,2%	7,5%	6,3%	Sektör
FAVÖK Marjı	12,2%	11,5%	10,1%	Sektör
Net Kar Marjı	7,6%	7,3%	6,5%	Sektör
Aktif Karlılık	10,4%	9,2%	8,6%	Sektör
Faiz Gid./Net Satış	-1,0%	-0,9%	-0,3%	<%3

Karlılık Oranları (Çeyreklik)	2018/06	2017/06	Referans
Brüt Marj	12,8%	10,4%	Sektör
FAVÖK Marjı	12,8%	10,8%	Sektör
Net Kar Marjı	7,3%	6,9%	Sektör
Satış Büyümesi	12,3%		Sektör
FAVÖK Büyümesi	33,0%		Sektör
Net Kar Büyümesi	17,8%		Sektör
Brüt Kar Büyümesi	38,4%		Sektör

Yatırım Rasyoları	2018/06	2017/12	2017/06	Referans
EVA-mTL	1.066	858	621	>0
ROIC (Yatırımın Getirisi)	110,4%	73,2%	52,1%	>AOSM
CRR	6,0%	8,2%	9,6%	Sektör

DUPONT	2018/06	2017/12	2017/06	Referans
Aktif / Özkaynak	4,20	3,87	4,03	
Net Satış/ Aktif	135,9%	125,9%	133,1%	
Net Kar / Satış	7,6%	7,3%	6,5%	
Özsermaye Karlılığı	43,5%	35,8%	34,7%	20,4%

İlker Şahin
ilker.sahin@bmd.com.tr

Bizim Menkul Değerler A.Ş.
Araştırma Bölümü
Email : arastirma@bizimmenkul.com.tr
Telefon : 0216-547-13-52

Yatırım Profili

BİST'te işlem gören holding, finans, GYO, yatırım ortaklıkları ve belirli bir hacmin altında işlem gören volatilitesi yüksek hisseler hariç sanayi ve hizmet sektöründe faaliyet gösteren 187 şirket genel örneklem olarak belirlenmiştir. **Getiri** değişkeni şirketlerin yılbaşından rapor tarihine kadarki sürede hisse getirileri olarak tanımlanmıştır. Örneklem ortalama getirisi ise şirketlerin firma değerlerine göre ağırlıklandırılmış getiridir. **Büyüme** değişkeni şirketlerin son 1 yıldaki FAVÖK büyümesi olarak tanımlanırken genel örneklem **Büyüme** değişkeni şirketlerin medyanı olarak belirlenmiştir. **Çarpan** değişkeni şirketlerin son bir yılda elde ettikleri FAVÖK rakamına göre oluşan FD/FAVÖK çarpanı olarak tanımlanırken genel ortalamanın **Çarpan** değişkeni şirketlerin medyanıdır. **Volatilite** değişkeni hisse senedinin yılbaşından rapor tarihine kadarki getirilerinin standart sapması olarak tanımlanırken genel ortalama **Volatilite** değişkeni hisselerin medyanıdır. Tüm veriler %20'lik dilimlere bölünmüş ve ortalama ve şirket verisinin yüzdelik dilimi hesaplanmıştır.

Endekse Göre Getiri Tanımlamaları

Endeksin Üzerinde Getiri	Hisse senedinin önümüzdeki 12 ay sonundaki getirisinin, BİST100* endeksinin getirisinin üzerinde olması beklenmektedir.
Endekse Paralel Getiri	Hisse senedinin önümüzdeki 12 ay sonundaki getirisinin, BİST100* endeksinin getirisine yakın olması beklenmektedir.
Endeksin Altında Getiri	Hisse senedinin önümüzdeki 12 ay sonundaki getirisinin, BİST100* endeksinin getirisinin altında olması beklenmektedir.

*BİST100 için önümüzdeki 12 aylık getiri beklentimiz mevcut finansal koşullarda %14 seviyesindedir.

Önemli Uyarı

Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti, yetkili kuruluşlar tarafından kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler ise genel niteliktedir. Bu 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.

Burada yer alan bilgiler Bizim Menkul Değerler A.Ş. (BMD) tarafından okuyucuyu bilgilendirme amacı ile BMD'nin güvenilir olduğunu düşündüğü yayımlanmış bilgilerden ve veri kaynaklarından derlenerek hazırlanmıştır. Kullanılan bilgilerin hatasızlığı ve/veya eksiksizliği konusunda BMD hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. BMD Araştırma raporları şirket içi ve dışı dağıtım kanalları aracılığıyla tüm BMD müşterilerine eşzamanlı olarak dağıtılmaktadır. Ayrıca, Burada yer alan tahmin, yorum ve tavsiyeler dokümanın yayınlandığı tarih itibarıyla geçerlidir. BMD Araştırma Bölümü daha önce hazırladığı ya da daha sonra hazırlayacağı raporlarda bu raporda sunulan görüş ve tavsiyelerden farklı ya da bu raporda sunulan görüş ve tavsiyelerle çelişen başka raporlar yayımlayabilir. Çelişen fikir ve tavsiyeler bu raporu hazırlayan kişilerden farklı zaman dilimlerine işaret ediyor, farklı analiz yöntemlerini içeriyor ya da farklı varsayımlarda bulunuyor olabilir. Böyle durumlarda, BMD'nin bu raporlardaki tavsiye ve görüşlerle çelişen diğer BMD Araştırma Bölümü raporlarını okuyucunun dikkatine sunma zorunluluğu yoktur. BMD ve ilişkili olduğu firmalar bu raporda adı geçen pay senetlerinde pozisyon sahibi olabilir ve/veya raporun yayınlanma tarihinden sonra işlem yapabilir. Ayrıca yatırımcılar bu raporda adı geçen şirketlerle BMD ve/veya diğer ilişkili firmalarının iş ilişkisi içerisinde olabileceğini kabul ederler.

Bu çalışma kesinlikle tekrar çıkarılmak, çoğaltılmak, kopyalanmak ve/veya okuyucudan başkasına dağıtılmak üzere hazırlanmamıştır ve BMD Araştırma Bölümü'nün izni olmadan kopyalanamaz ve çoğaltılıp dağıtılamaz. Okuyucuların bu raporun içeriğini oluşturan yatırım tavsiyeleri, tahmin ve hedef fiyat değerlemeleri de dahil olmak üzere tüm yorum ve çıkarımların, BMD Araştırma Bölümü'nün izni olmadan başkalarıyla paylaşmaması gerekmektedir. BMD bu araştırma raporunu yayınlamaya, müşterilerine ve gerekli yatırım profesyonellerine dağıtmaya yetkilidir. BMD Araştırma Bölümü gerekli olduğunu düşündüğünde düzenli olarak yatırım tavsiyelerini güncellemekte ve temel analize dayalı araştırma raporları hazırlamaktadır. Bununla birlikte, bu çalışma herhangi bir hisse senedinin veya finansal yatırım enstrümanlarının alımı ya da satımı için BMD ve/veya BMD tarafından direk veya dolaylı olarak kontrol edilen herhangi bir şirket tarafından gönderilmiş bir teklif ya da öneri oluşturmamaktadır. Herhangi bir alım-satım ya da herhangi bir enstrümanın halka arzına talepte bulunma kararı bu çalışmaya değil, arz edilen yatırım aracı ile ilgili kamuya duyurulmuş ve yayınlanmış izahname ve sirkülere dayanmalıdır. BMD ya da herhangi bir BMD çalışanı bu raporun içeriğindeki görüş ve tavsiyelere uyulması sebebiyle doğabilecek doğrudan ya da dolaylı herhangi bir zarar ya da kayıpla ilgili olarak sorumlu tutulamaz.