

TOFAŞ (TOASO TI/TOASO.IS)

AL

Mevcut seviyeler cazip...

- Hisse için "AL" tavsiyemizi ve TL14.90 olan 12A Hedef Fiyatımızı koruyoruz. Hedef fiyatımız %22 yukarı yönlü potansiyele işaret etmektedir. Tahminlerimize göre, Ford Otosan 6.5x 2015T ŞD/FAVÖK çarpanıyla, benzerlerine göre %23 iskontolu işlem görmektedir.
- Yeni sedan modelin çıkışı ve Doblo modelinin Amerika'ya ihracatı ile birlikte şirketin FAVÖK rakamının 2013-2016 arasında %10 BYBO gerçekleşeceğini düşünüyoruz.
- 2014 net karından %6 temettü verimi ile 369mnTL net kar dağıtılmasını beklemekteyiz.

Tofas 2Y15'te yeni bir Sedan araç piyasaya çıkaracak... Yeni binek aracın 2Y15'te piyasada olması bekleniyor. 2015-2023 yılları arasında şirketin 580 bin adet üretim gerçekleştirmesi planlanmakta. Bu rakamın 1/3'ü ihracat pazarlarına sunulacak. Aracın üretileceği modüler platform sayesinde, Tofaş'ın bu modelin farklı varyasyonlarını da üretebileceğini düşünüyoruz. Ayrıca, 4Ç14'ten itibaren Doblo'nun Amerika'ya ihracatı başlayacak.

Dengeli ciro yapısı ve "Al ya da Öde" anlaşmaları riskleri sınırlandırıyor... Şirketin 2013 cirosunun %56 yurt dışı satışlardan gelmektedir. İhracatın cirodaki payının 2014 yılında %61'e çıkmasını öngörmekteyiz. Dengeli ciro yapısının yanı sıra, Fiat, PSA ve Opel ile yapılan "A-y-Ö" anlaşmaları da aşağı yönlü riskleri sınırlamaktadır.

2014 net karından %6 temettü verimi ile 369mnTL temettü dağıtılmasını beklemekteyiz... Tofaş'ın son 5 yıldaki ortalama temettü verimi %5.8 seviyesindedir. Şirketin 2014 karından 369mnTL temettü dağıtılmasını bekliyoruz. Bu rakam %5.7 temettü verimine işaret etmektedir.

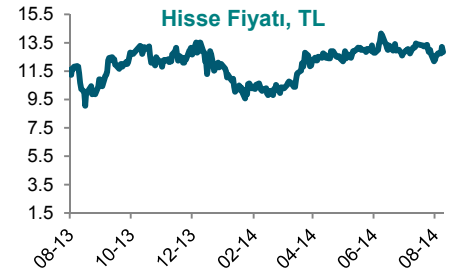
Kerimcan Uzun
kuzun@atainvest.com
+90 (212) 310 62 83

Değerleme

Hisse Fiyatı, TL	12.85
12 Aylık Hedef Hisse Fiyatı, TL	14.90
Beklenen Temettü Verimliliği	6%
Beklenen Hisse Fiyatı Artışı	16%
Toplam Yükselme Potansiyeli	22%

Hisse Veri

Piyasa Değeri, mn TL	6,425
Piyasa Değeri, mn ABD\$	2,964
Girişim Değeri, TL mn	6,962
Halka Açıklık, %	24%
Günlük Ort. Hacim, mn TL	17.8



Finansallar, mnTL	2011	2012	2013	2014T	2015T
Net Satışlar	3,945	6,894	7,216	7,591	9,030
Büyüme	45%	75%	5%	5%	19%
FAVÖK	418	827	811	908	1,065
Net Kar	251	442	434	568	648
FAVÖK Marjı	10.6%	12.0%	11.2%	12.0%	11.8%
Net Marjı	6.4%	6.4%	6.0%	7.5%	7.2%
Temettü Verimliliği	2.1%	3.9%	3.9%	5.7%	7.6%
FD/FAVÖK	16.7x	8.4x	8.6x	7.7x	6.5x
F/K	25.6x	14.5x	14.8x	11.3x	9.9x

Kaynak: Ata Yatırım Tahminleri

Hisse Perf.	1 Ay	3 Ay	1 Yıl
Mutlak Getiri	1%	3%	9%
İMKB100'e göre	5%	-2%	0%

Gelir Tablosu (mın TL)	2011	2012	2013	2014T	2015T
Satış Gelirleri	7,452	6,894	7,216	7,591	9,030
FAVÖK	789	827	811	908	1,065
Amortisman	298	347	324	349	458
Faaliyet Karı	491	480	487	559	607
Diğer Gelir ve Giderler, Net	-2	52	-113	-33	7
Finansal Gelir ve Giderler, Net	19	-35	103	13	15
Vergi Öncesi Kar	508	498	477	539	629
Sürdürülen Faaliyetler Dönem Karı	474	442	434	568	648
Azınlık Payları	0	0	0	0	0
Net Kar	474	442	434	568	648
Hisse Başına Kar	0.95	0.88	0.87	1.14	1.30

Bilanço (mın TL)	2011	2012	2013	2014T	2015T
Nakit ve Nakit Benzerleri	1,332	1,637	1,673	1,456	1,319
Ticari Alacaklar	1,165	766	511	735	990
Stoklar	380	384	379	496	566
Maddi Duran Varlıklar	2,088	1,940	1,884	2,704	3,436
Şerefiye	0	0	0	0	0
Diğer Varlıklar	1,338	1,326	1,480	1,526	1,607
Toplam Varlıklar	6,302	6,053	5,928	6,916	7,918
Finansal Borçlar	2,522	2,286	2,284	3,023	3,440
Ticari Borçlar	1,611	1,343	1,370	1,619	1,915
Diğer Borçlar	381	363	375	455	464
Azınlık Payları	0	0	0	0	0
Özsermaye	1,789	2,062	1,899	1,819	2,098
Net Borç	1,190	648	611	1,567	2,120

Özet Nakit Akımları (mın TL)	2011	2012	2013	2014T	2015T
FAVÖK	789	827	811	908	1,065
Vergi	-33	-53	-44	30	18
Çalışma Sermayesindeki Değişim	112	-127	-287	92	28
Yatırım Harcamaları	-287	-206	-271	-1,169	-1,190
Operasyonel Nakit Akışı	582	440	209	-140	-79
Temettü	-250	-250	-250	-325	-369
Borçlanmadaki Değişim	681	-236	-2	739	416
Diğer Nakit Giriş/Çıkış	-821	351	78	-492	-105
Yıl Boyunca Yaratılan Nakit	192	306	36	-217	-137
Yıl Sonunda Nakit Mevcudu	1,332	1,637	1,673	1,456	1,319

Büyüme Oranları	2011	2012	2013	2014T	2015T
Satış Gelirleri	14.8%	-7.5%	4.7%	5.2%	19.0%
FAVÖK	19.9%	4.7%	-1.8%	11.9%	17.4%
Net Kar	23.4%	-6.8%	-1.8%	30.8%	14.2%

Önemli Finansal Rasyolar	2011	2012	2013	2014T	2015T
Özsermaye Karlılığı	26.5%	21.4%	22.9%	31.2%	30.9%
FAVÖK Marjı	10.6%	12.0%	11.2%	12.0%	11.8%
Operasyonel Nakit Akışı Marjı	7.8%	6.4%	2.9%	-1.8%	-0.9%
Net Marj	6.4%	6.4%	6.0%	7.5%	7.2%
Net Borç/Özsermaye	0.66	0.31	0.32	0.86	1.01
Net Borç/FAVÖK	1.51	0.78	0.75	1.73	1.99
KV Finansal Borçlar/Toplam Borçlar	37.3%	41.2%	43.9%	49.6%	50.9%
Özsermaye/Toplam Aktif	28.4%	34.1%	32.0%	26.3%	26.5%
Finansal Borç/Toplam Aktif	40%	38%	39%	44%	43%
Faiz Karşılama Oranı	5.9	6.8	18.8	10.0	9.5
Cari Oran	1.3	1.5	1.3	1.0	0.9
Nakit Temettü Oranı	65.1%	52.7%	56.5%	74.8%	65.0%

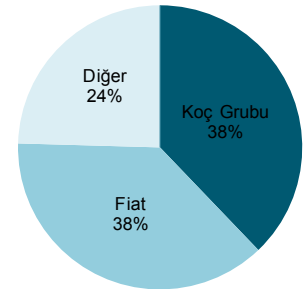
Tofaş

Sektör: Otomotiv
Bloomberg Kodu: DOAS TI
Öneri: AL

Şirket Hakkında

Tofaş Fiat lisansı altında BA ve HTA üretimi yapmaktadır. Şirket 400,000 üretim kapasitesi ile birlikte Fiat için önemli bir üretim ve ihracat merkezidir.

Ortaklık Yapısı



Yatırım Tezi: Mevcut seviyeler cazip...

Hisse için "AL" tavsiyemizi korurken 12A Hedef Fiyatımızı 14.90TL olarak koruyoruz. Hedef fiyatımız %22 yukarı yönlü potansiyele işaret etmektedir. Tofaş, 6.5x 2014T ŞD/FAVÖK çarpanıyla küresel benzerlerine göre %23 iskontolu işlem görmektedir.

Yeni Sedan 2Y15'te piyasaya çıkacak...

Tofaş yeni bine otomobil için ABD\$580mn yatırım harcaması gerçekleştirecek. Bu aracın 2Y15'te piyasada olması bekleniyor. 2015-2023 yılları arasında şirketin 580 bin adet üretim gerçekleştirmesi planlanmakta. Bu rakamın 1/3'ü ihracat pazarlarına sunulacak. Aracın üretileceği modüler platform sayesinde, Tofaş'ın bu modelin farklı varyasyonlarını da üretebileceğini düşünüyoruz.

Ayrıca, Doblo'nun Amerika'ya ihracatı da 4Ç14'te başlayacak. Şirketin bu sene içerisinde yaklaşık 5000 adet aracı ABD'ye ihrac etmesini bekliyoruz.

Dengeli ciro yapısı ve "A-yada-Öde" anlaşmaları riskleri sınırlandırıyor...

Şirketin 2013 cirosunun %56 yurt dışı satışlardan gelmektedir. İhracatın cirodaki payının 2014 yılında %61'e çıkmasını öngörmekteyiz. **Dengeli ciro yapısının yanı sıra, Fiat, PSA ve Opel ile yapılan "A-y-Ö" anlaşmaları da aşağı yönlü riskleri sınırlamaktadır. Mevcut durumda, 400 bin adetlik kapasitenin %69'u bu anlaşmalarla garanti altına alınmıştır.**

Tablo 1 - Tofaş - A-y-Ö Anlaşma hacimleri (bin adet)

Models	2013	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E
Doblo (Fiat)	85	85	85	85	85	85	85	85
Doblo (Opel)	40	40	40	40	40	40	40	40
Doblo (Chrysler)	-	-	25	25	25	25	-	-
Minicargo	150	150	150	-	-	-	-	-
Linea	15	-	-	-	-	-	-	-
New Sedan	-	-	-	25	25	25	25	25
TOTAL	290	275	300	175	175	175	150	150

Kaynak: Şirket verisi, Ata Yatırım tahminleri

2014 karından 369mn TL temettü dağıtılmasını beklemekteyiz...(%5.7 temettü verimi)

Tofaş BIST'e kote şirketler arasında güçlü temettü verimine sahip şirketlerden birisidir. Şirketin son 5 yılda ortalama temettü verimi %5.8 seviyesindedir. 2014 karından 369mnTL temettü dağıtılmasını bekliyoruz. Bu rakam %5.7 temettü verimine işaret etmektedir.

FAVÖK marjı tahminimizi %11.5'ten %12.0'a yükseltiyoruz...

Güçlü Euro, "A-y-Ö" anlaşmalarından gelen yüksek katkı ve zayıf rekabet ortamı neticesinde Tofaş, 1Y14'te %12.8 FAVÖK marjı elde etmiştir. (1Y13: %11.8) İlk yarıdaki güçlü performansı göz önüne alarak, %11.5 olan 2014 FAVÖK marjı tahminimizi %12.0 seviyesine yükseltiyoruz. Daha yüksek FAVÖK marjı tahminimiz, daha düşük Pazar payı ve daha zayıf €/TL nedeniyle FAVÖK rakamımıza çok büyük etki etmemektedir. Öte yandan amortisman hesaplamamızdaki artış nedeniyle, net kar rakamı tahminimiz %3.1 aşağı

çekiyoruz. Şirketin ikinci yarıda da üretimden satış oranının yüksek olması, HTA segmentinde rekabetin zayıf olması nedeniyle güçlü performansını devam ettireceğini düşünüyoruz.

Tablo 2 - Tofaş - Revizyonlar

	Önceki		Yeni		Önceki		Yeni	
	2014E	Revizyon	2014E		2015E	Revizyon	2015E	
Net Satışlar	7,857	-3.4%	7,591		9,437	-4.3%	9,030	
FAVÖK	902	0.6%	908		1,088	-2.1%	1,065	
FAVÖK Marjı	11.5%	47 bps	12.0%		11.5%	27 bps	11.8%	
Net Kar	586	-3.1%	568		677	-4.2%	648	
Net Kar Marjı	7.5%	2 bps	7.5%		7.2%	1 bps	7.2%	

Kaynak: Şirket Verisi, Ata Yatırım Tahminleri

Tablo 3 - Tofaş - Ata Yatırım Tahminleri ve Bloomberg Konsensusu

	Önceki		Yeni		Önceki		Yeni	
	2014E	Revizyon	2014E		2015E	Revizyon	2015E	
Net Satışlar	7,591	0.4%	7,563		9,030	-1.1%	9,129	
FAVÖK	908	2.6%	884		1,065	3.0%	1,034	
FAVÖK Marjı	12.0%	26 bps	11.7%		11.8%	47 bps	11.3%	
Net Kar	568	4.5%	544		648	4.6%	620	
Net Kar Marjı	7.5%	29 bps	7.2%		7.2%	39 bps	6.8%	

Kaynak: Ata Yatırım Tahminleri, Bloomberg

Riskler**Makroekonomik riskler...**

Tofaş'ın iş yaptığı piyasalarda yaşanacak olumsuz makro koşullar otomotiv talebini negatif etkileyebilir. Artan faiz oranları ve düşük tüketici güven endeksi şirketin operasyonel performansını düşürebilir.

Yatırım döneminde oluşan negatif nakit akımı...

Şirketin mevcut yatırımları için 2014'te TL1,169mn ve 2015'te TL1,190mn harcama yapmasını beklemekteyiz. Bu nedenle şirketin 2014 ve 2015 yıllarında negatif nakit akımı yaratmasını bekliyoruz. Bu dönemde oluşacak negative nakit akımı, yatırımcıların hisseye olan iştahını azaltabilir.

Tablo 4- Tofaş - Operasyonel Özet

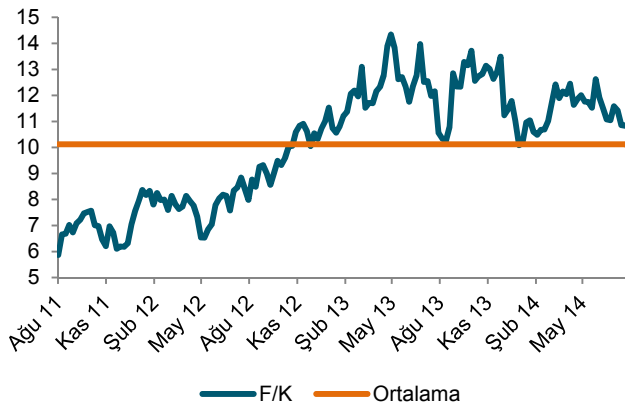
TOASO	2011	2012	2013	2014T	2015T	2016T	2017T	2018T
<i>Net Satışlar</i>								
İç Pazar	3,243	2,928	2,876	2,647	3,076	3,559	4,114	4,457
İhracat	3,964	3,667	4,069	4,630	5,584	6,680	7,260	7,671
Toplam	7,452	6,894	7,216	7,591	9,030	10,670	11,863	12,655
Yurtiçi (%)	47%	47%	44%	39%	38%	37%	39%	39%
İhracat (%)	53%	53%	56%	61%	62%	63%	61%	61%
<i>Yıllık Büyüme</i>								
İç Pazar	-9%	-10%	-2%	-8%	16%	16%	16%	8%
İhracat	-3%	-7%	11%	14%	21%	20%	9%	6%
Toplam	-3%	-7%	5%	5%	19%	18%	11%	7%
<i>Satış Hacmi</i>								
İç pazar	144,611	118,411	106,892	83,567	90,646	98,922	107,879	110,261
İhracat	180,698	154,069	160,319	152,628	182,247	218,435	228,137	231,233
Toplam	325,309	272,480	267,211	236,195	272,894	317,357	336,016	341,494
<i>Yıllık Büyüme</i>								
İç pazar	17%	-18%	-10%	-22%	8%	9%	9%	2%
İhracat	3%	-15%	4%	-5%	19%	20%	4%	1%
Toplam	9%	-16%	-2%	-12%	16%	16%	6%	2%
<i>Ortalama Fiyatlar ('000)</i>								
İç pazar (TL)	22	25	27	32	34	36	38	40
İç pazar (€)	10	11	11	11	11	12	12	13
İhracat (€)	9	10	10	10	11	11	11	11
<i>Yıllık Büyüme</i>								
İç pazar (TL)	-22%	10%	9%	18%	7%	6%	6%	6%
İç pazar (€)	-33%	11%	-1%	1%	5%	4%	4%	4%
İhracat (€)	-19%	9%	-3%	3%	2%	2%	2%	2%
<i>Operasyonel Karlılık</i>								
Brüt Kar Marjı	11.5%	12.1%	12.1%	12.7%	12.0%	10.1%	10.8%	11.4%
FAVÖK Marjı	10.6%	12.0%	11.2%	12.0%	11.8%	10.3%	10.1%	9.9%
Net Kar Marjı	6.4%	6.4%	6.0%	7.5%	7.2%	4.5%	4.9%	5.1%

Kaynak: Şirket Verisi, Ata Yatırım Tahminleri

Değerleme

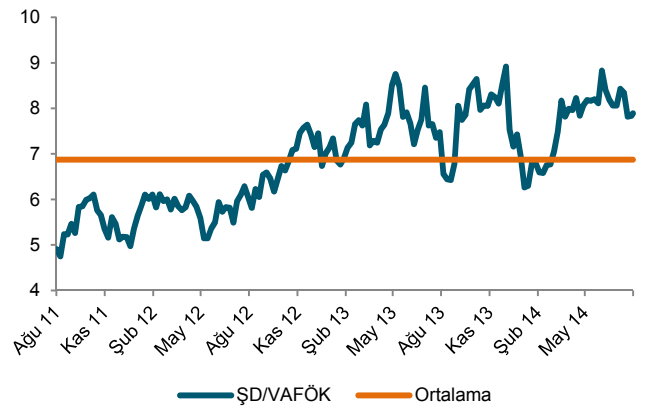
Tofaş'ı indergenmiş nakit akımları ve benzer karşılaştırması yöntemi kullanarak değerledik. Her iki yöntemde de eşit ağırlık verdik. Değerlememiz sonucunda bulduğumuz 14.90TL 12A hedef fiyatımız %22 yukarı yönlü potansiyele işaret etmektedir. Hisse senedi için "AL" tavsiyemizi koruyoruz.

Tablo 5 –Tofas- Tarihsel F/K



Kaynak: Bloomberg

Tablo 6 – Tofas - Tarihsel ŞD/FAVÖK



Kaynak: Bloomberg

Tablo 7 - Tofaş - Benzer Şirket Karşılaştırması

	F/K			ŞD/FAVÖK		
	2013	2014T	2015T	2013	2014T	2015T
Bayerische Motoren Werke Ag	10.9	9.7	9.2	10.1	9.3	8.8
Daimler Ag-Registered Shares	13.0	10.1	8.7	11.1	9.1	8.5
Daihatsu Motor Co Ltd	9.6	9.2	9.1	4.8	4.5	4.4
Dongfeng Motor Grp Co Ltd-H	9.5	8.1	7.0	5.5	70.7	52.4
Fiat Spa	41.4	17.7	7.7	2.7	2.8	2.4
Ford Motor Co	10.9	13.0	8.9	5.1	5.7	4.2
Geely Automobile Holdings Lt	8.2	8.7	7.3	4.5	4.5	3.9
Honda Motor Co Ltd	15.9	10.8	9.9	12.2	8.7	8.6
Hyundai Motor Co	-	-	-	-	-	-
Kia Motors Corporation	6.6	7.3	7.1	-	-	-
Mahindra & Mahindra Ltd	20.6	17.8	16.1	13.3	11.4	10.2
Maruti Suzuki India Ltd	40.8	27.6	22.4	22.8	14.5	12.1
Mazda Motor Corp	46.1	11.9	7.9	14.9	7.2	5.7
Nissan Motor Co Ltd	12.5	11.2	9.3	10.0	10.8	9.0
Peugeot Sa	-	-	11.7	15.2	9.1	7.3
Astra International Tbk Pt	17.0	15.0	13.2	15.5	13.0	11.8
Renault Sa	10.4	8.3	6.0	10.5	9.1	8.0
Toyota Motor Corp	20.9	10.1	9.6	16.1	10.1	9.4
Volkswagen Ag	8.4	7.9	7.0	7.6	7.2	6.5
	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Medyan	12.7	10.5	9.1	10.8	9.1	8.5
Tofaş	14.8	11.3	9.9	8.6	7.7	6.5
İskonto/Prim	16%	8%	8%	-21%	-16%	-23%

Kaynak: Ata Yatırım Tahminleri, Bloomberg

Tablo 8 - Tofaş - İNA Analizi

	2013	2014T	2015T	2016T	2017T	2018T	2019T	2020T
Net Satışlar	7,216	7,591	9,030	10,670	11,863	12,655	13,459	14,378
Büyüme%	4.7%	5.2%	19.0%	18.2%	11.2%	6.7%	6.4%	6.8%
FAVÖK	811	908	1,065	1,094	1,193	1,255	1,270	1,345
Büyüme%	-1.8%	11.9%	17.4%	2.7%	9.0%	5.2%	1.2%	6.0%
FAVÖK Marjı	11.2%	12.0%	11.8%	10.3%	10.1%	9.9%	9.4%	9.4%
Operasyonel Kar	487	559	607	510	658	775	819	921
Operasyonel Vergi	44	-30	-18	51	99	155	164	184
Efektif Vergi Oranı	9%	-5%	-3%	10%	15%	20%	20%	20%
Vergi Sonrası Op. Kar	443	589	625	459	559	620	655	736
VSOK Marjı	6.1%	7.8%	6.9%	4.3%	4.7%	4.9%	4.9%	5.1%
Yatırım Harcaması	271	1,169	1,190	334	341	349	357	364
Amortisman	324	349	458	584	535	480	451	425
İşletme Sermayesi Değişin	287	-92	-28	42	39	24	38	29
Net Nakit Akımı	783	-323	-134	752	792	775	787	826
AOSM	12.8%	12.3%	12.3%	12.8%	13.0%	13.1%	13.1%	13.1%
İNA	0	-323	-134	752	792	775	787	826
İNA Toplamı	2,123							
Büyüme Oranı	4%							
Terminal Değer	10,524							
Terminal Değer MD	4,018							
Şirket Değeri	6,141							
Net Borç	537							
İNA Değeri	5,604							

Kaynak: Ata Yatırım Tahminleri

Ata Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş.

Emirhan Cad. No: 109 Atakule Kat: 12
34349 Balmumcu /İstanbul
Tel: (212) 310 62 00
www.atayatirim.com.tr

Ata Online Menkul Kıymetler A.Ş.

Emirhan Cad. No: 109 Atakule Kat: 1 Asma Kat
34349 Balmumcu/İstanbul
Tel : 444 62 65
Fax : (212) 310 63 63
www.ataonline.com.tr

Ata Portföy Yönetimi A.Ş.

Emirhan Cad. No: 109 Atakule Kat:12
34349 Balmumcu/İstanbul
Tel : (212) 310 63 60
www.ataportfoy.com.tr

Bu bültende yer alan bilgiler Ata Yatırım tarafından bilgilendirme amacıyla hazırlanmıştır. Yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Bu görüşlere ilişkin bilgiler güvenilirliğine inanılan kaynaklardan elde edilmiş olup, Ata Yatırım bu bilgilerin doğruluğu hakkında garanti vermemektedir. Bu görüşler, mali durumunuz ile risk ve getiri tercihinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Bu durumda, ortaya çıkabilecek sonuçlardan dolayı Ata Yatırım sorumluluk kabul etmez. Ata Yatırım, hiçbir şekilde ön ihbara ve /veya ihtara gerek kalmaksızın söz konusu bilgileri, tavsiyeleri değiştirebilir, ortadan kaldırabilir. Ata Yatırım, mesajın ve bilgilerinin size, değişikliğe uğrayarak, geç ulaşmasından, bütünlük ve gizliliğinin korunamamasından, virüs içermesinden ve bilgisayar sisteminize verebileceği herhangi bir zarardan sorumlu tutulamaz. Bu e-postanın virüs içermemesi için alınması gereken tedbirler alınmıştır. İşbu e-posta ve eklerinin kullanımdan kaynaklı zarar veya kayıplardan sorumlu olmadığımız için kullanmadan önce virüs kontrol programlarınızı uygulamanızı tavsiye ederiz.