

Tofaş

Endeks Üzeri Getiri - 12A hedef fiyat: 346.8 TL

10.09.2024
09.00

Yenilik Zamanı: Yeni Modeller, Yeni Fırsatlar

- TOASO için 346.8TL hedef fiyat ve **Endeks Üzeri** (EÜ) tavsiyesi ile önerimizi başlatıyoruz. Hedef fiyatımız %59 getiri potansiyeli sunuyor. TOASO, 2025T 3.3x FD/FVAÖK ve 5.8x F/K ile işlem görmektedir.

Eski modeller oyundan sırayla çıkarken yerini yenilerine bırakmak üzere. Son sekiz yılda 680bin adet üretimi yapılan Doblo modelinde üretim 2023 itibarıyla sonlandırılırken, aynı dönemde yaklaşık 1.2mn adet üretimi yapılan Fiat Egea/Typo kontratı bir yıl daha uzatılarak kontrat bitimi 2025 yıl sonu olarak belirlendi. Ek olarak, 2024'te sözleşmesi sona erecek olan Fiorino üretimine Haziran 2024'te GSR-II-B sebebiyle son verildi. Boşalan bantlara gelecek ilk model K0 olacak. 2025'te üretimi planlanan K0'ın yaklaşık %80'i Avrupa'ya ihraç edilecek. K0'ın 2025'te 100bin adet, 2026 ve sonrasında 150bin adet üretim ile tam verime ulaşmasını bekliyoruz.

Stellantis işbirliği yeni kapılar açarken, beraberinde sinerji getiriyor. 2023'te Stellantis Otomotiv'in paylarının tamamı 400+52.6mnEUR bedelle satın alındı. Yeni distribütörlük anlaşması sonrası -RK onayına bağlı olarak- 2025 ve sonrasında 160bin adet ekstra satış modelliyoruz. Böylece tahminimize göre toplam yurtiçi satışların %55-60'ını ithal araçlar oluşturacak. 2016-2023 döneminde toplam yurtiçi satışların %7.5'ini ithal edilen araçlar oluşturmuştu.

Egea'nın boşluğunu dolduracak yeni modelin de bu sinerjiden doğması bize göre sürpriz olmaz. Bizim varsayımlarımızda bu potansiyelin bir sonucu olarak; 2026 ve sonrası için 175bin adet araç üretim kapasitesi ile her yıl 158,846 adet araç üretimi bulunuyor. Buna rağmen fabrikada hala 75bin adetlik kullanılabilir kapasite olacak. Tam verimlilik durumunda Doblo veya Fiorino'ya alternatif olabilecek yeni bir ticari model dahi bize göre mümkün. Modellememizde ihtiyatlılık gereği %77'lik kapasite kullanım oranı var.

Hacimde sıçrama, marjlarda sulanma. K0 modelinin hayata geçecek olmasının yanı sıra Stellantis Otomotiv sayesinde ithal araç satışının yüksek katkısı 2025'te üç haneli yüzdelerde büyüme sağlayacak. Kârlılıkta ise eski seviyelere dönüş artık çok zor. Çünkü ithal ağırlığının toplam içinde payının artması marjlarda sulanma etkisi yaratacak. Projeksiyon dönemi için ortalama FVAÖK marjı öngörümüz %10.5 (2017-2023: %14.2).

2024'te otomotiv piyasası: 2Ç24'te daralma başlamış olmasına rağmen 1Ç24'te binek araçlardaki güçlü satışlar sayesinde 2024 Ocak-Ağustos döneminde hafif araç pazarı satış adetleri korunmuş oldu. 2024'e ilişkin beklentimizde muhafazakar kalarak bir değişikliğe gitmiyoruz. Mevcut beklentimiz %25'lik daralma ile 924bin adet satışa işaret ediyor (Tofaş beklenti: 0.9-1.1mn). 6A24 AB ticari araç pazarında ise van segmentte %15'lik yükseliş dikkat çekti (12A23, van: +%14.6). ACEA 2024'te yeni araç satışlarında Avrupa'da yüksek baza rağmen %2.5'lük büyüme öngörüyor (12A23: %13.9).

Riskler: i) Uzun süreli sıkı para politikası, ii) Pazar payında beklenmedik kayıplar, iii) TL'de keskin volatilité, iv) hammadde fiyatlarında sert artış, v) tedarik zincirinde bozulma, vi) RK onayına ilişkin pürüzler, vii) Model geçişlerinin beklenenden daha uzun süre gecikmesi, viii) Kapasite kullanımında uzun süreli yüksek verimsizlik

Hisse Fiyatı	12A Hedef Fiyat	Artış Potansiyeli
TL217.50	TL346.8	59%
Piyasa Değeri		Firma Değeri
TL108,750mn	USD3,202mn	TL108,087mn

Hisse Senedi Bilgileri (09.09.2024)

Bloomberg/Reuters:	TOASO.TI / TOASO.IS		
Rel. Performans:	1 mth	3 mth	12mth
	-7%	-23%	-30%
12 Ay Fiyat Aralığı (TL):	191.02 / 350.5		
Ortalama günlük hacim (TLmn) 3 ay:	1,094.3		
YBB Getiri:	12%		
Beta (2yıl, haftalık)	0.98		
BIST-100 ağırlığı	1.3%		
Hisse Adedi (mn):	500.0		
Yabancı Payı :	Current	12M ago	
	34%	46%	

Kısaca Şirket

1968 yılında Türk-İtalyan ortaklığıyla kurulan Tofaş binek oto ve hafif ticari araç üretimi, ithalatı ve satışı yapmaktadır. Koç Holding A.Ş. ve Stellantis'in ortak yönetiminde ve kontrolünde olan Tofaş üretimini Bursa'daki fabrikada yapmaktadır. Stellantis Grubu ile Şirket arasında, Stellantis Otomotiv'in paylarının devralınmasına ilişkin Çerçeve Sözleşme imzalanmıştır. 2023 yılsonu itibarıyla Tofaş'ın Türkiye'nin toplam araç üretimindeki payı %16.3'tür. Ek olarak şirket, 5 markanın (Fiat, Alfa Romeo, Jeep®, Maserati, Ferrari) temsilciliğini yürütmektedir.

Ortaklık Yapısı

Koc Holding	37.9%
Stellantis Europe SPA	37.6%
Halka Açık	24.5%

Özet Finansallar*

	2022	2023	2024T	2025T
Net Satışlar (TLmn)	124,019	127,601	141,908	300,864
Yıllık Değişim	318%	3%	11%	112%
FVAÖK (TLmn)	17,171	19,001	16,011	33,056
Yıllık Değişim	196%	11%	-16%	106%
Net Kar (TLmn)	8,430	14,417	9,634	18,692
Yıllık Değişim	157%	71%	-33%	94%
FVAÖK marjı	13.8%	14.9%	11.3%	11.0%
Net Kar marjı	6.8%	11.3%	6.8%	6.2%
F/K (X)	12.9	7.5	11.3	5.8
FD/FVAÖK (x)	6.3	5.7	6.8	3.3
FD/Net Satışlar (x)	0.9	0.8	0.8	0.4
Hisse Başına Kar(TL)	16.9	28.8	19.3	37.4
Hisse Başına Temettü	6	20	13	25
Temettü Verimi	3%	9%	6%	11%
Özkaynak karlılığı	33%	31%	21%	32%

*Rakamlar 2024 satın alma paritesi tahminlerimize göre hesaplanmıştır, sonraki yıllarda ise reel değişimler kullanılmıştır.

Analist: Emin TAY

+90 (212) 384 1147

ETay@garantibbva.com.tr

ÖZET FİNANSAL TABLOLAR* (mn TL)

Gelir Tablosu	2022	2023	2024T	2025T
Net Satışlar	124,019	127,601	141,908	300,864
Brüt Kar	15,066	22,493	20,287	38,558
Operasyonel Kar	9,877	15,063	11,631	22,069
Amortisman	7,294	3,938	4,380	10,986
FVAÖK	17,171	19,001	16,011	33,056
Diğer Gelir/Gider	-1,458	-1,602	273	8
Net finansal Gelir/Gider	1,415	4,199	-1,199	-1,309
Vergi Öncesi Kar	9,834	17,660	10,704	20,769
Vergi	-1,404	-3,243	-1,070	-2,077
Net Kar	8,430	14,417	9,634	18,692
Brüt Kar Marjı	12.1%	17.6%	14.3%	12.8%
FVAÖK Marjı	13.8%	14.9%	11.3%	11.0%
VÖK Marjı	7.9%	13.8%	7.5%	6.9%
Net Kar marjı	6.8%	11.3%	6.8%	6.2%
Satış Büyümesi	318%	3%	11%	112%
FVAÖK büyümesi	196%	11%	-16%	106%
Net Kar büyümesi	157%	71%	-33%	94%
Bilanço	2022	2023	2024T	2025T
Dönen Varlıklar	55,198	75,469	103,106	191,228
Nakit ve Nakit Benzerleri	19,804	31,004	35,034	7,072
Ticari Alacaklar	24,643	22,973	27,617	67,941
Stoklar	5,554	12,114	25,221	55,302
Diğer Dönen Varlıklar	5,197	9,377	15,234	60,912
Duran Varlıklar	18,601	22,656	21,453	25,591
Toplam Varlıklar	73,799	98,125	124,609	216,870
Kısa Vadeli Yükümlülükler	43,007	44,363	68,328	146,146
Kısa Vadeli Borçlanmalar	8,510	8,405	12,019	15,024
Kısa Vadeli Ticari Borçlar	31,310	29,389	40,735	99,580
Diğer Borçlar	3,187	6,570	15,574	31,542
Uzun Vadeli Yükümlülükler	4,943	7,760	10,492	12,763
Uzun Vadeli Borçlanmalar	3,112	6,352	9,084	11,354
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	1,831	1,408	1,408	1,408
Özkaynaklar	25,849	46,002	45,789	57,961
Toplam Kaynaklar	73,799	98,125	124,609	216,870
Nakit Akım Tablosu	2022	2023	2024T	2025T
FVAÖK	17,171	19,001	16,011	33,056
İşletme Sermayesindeki değişim	8,320	-5,563	-3,522	-41,559
Faaliyetlerden elde edilen nakit akım	19,959	7,753	-5,580	-33,646
Yatırımlar	-1,494	-2,055	-5,410	-19,836
Yatırım Faaliyetlerinden kaynaklanan nakit akım	-1,493	-2,095	6,593	-12,351
Temettü	-7,438	-4,494	-10,000	-6,408
Net borçtaki değişim	-761	-1,493	-2,095	6,593
Finansman faaliyetlerinden kaynaklanan nakit akım	-9,827	1,578	12,417	20,633
Dönem Başı Nakit ve Nakit Benzerleri	4215	19804	31004	35034
Dönem Sonu Nakit ve Nakit Benzerleri	12854	27041	44434	9669
Rasyo Analizi	2022	2023	2024T	2025T
Net Borç/FVAÖK	-0.5	-0.9	-0.9	0.6
Net Borç/Sermaye	-0.3	-0.4	-0.3	0.3
Yatırımlar/Satış gelirleri	1%	2%	4%	7%
İşletme sermayesindeki değişim/Satış gelirleri	7%	-4%	-2%	-14%
ROCE	32%	28%	21%	31%
ROIC	23.7%	31.2%	14.7%	11.5%
Serbest Nakit Akımı Verimi (%)	5.7%	1.7%	0.3%	n.m

*Rakamlar 2024 satın alma paritesi tahminlerimize göre hesaplanmıştır, sonraki yıllarda ise reel değişimler kullanılmıştır.
Kaynak: Şirket Verileri, Garanti BBVA Yatırım

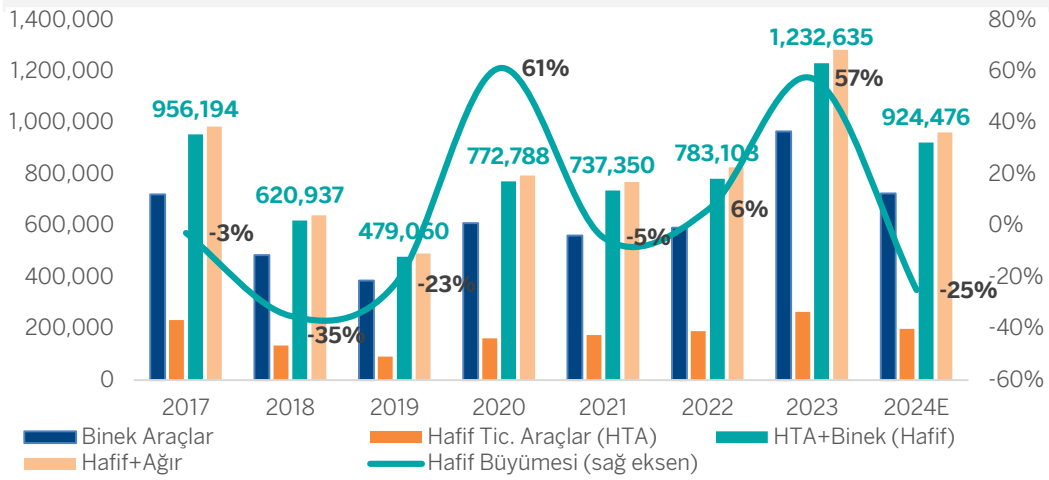
Yatırım Tezi

Türkiye Otomotiv Sektörü

2024'te Hafif Araç Pazarı Görünümü

Ağustos ayında hafif araç (HA) pazarı yıllık bazda %0.8 artarak 90,134 adet oldu (otomobil: 0.2%; Hafif ticari araç (HTA): 2.6%). Böylece 3Ç24'ün ilk iki ayında hafif araç (HA) pazarı yıllık bazda %9.5 azalarak 184,171 adet oldu. Otomobil ve HTA pazarı 10 yıllık Ağustos ayı ortalama satışlarının ise %49 üzerinde gerçekleşti (otomobil: %51; HTA: %41).

Türkiye – Segment Bazlı Büyümler



Kaynak: ODD, Garanti BBVA Yatırım

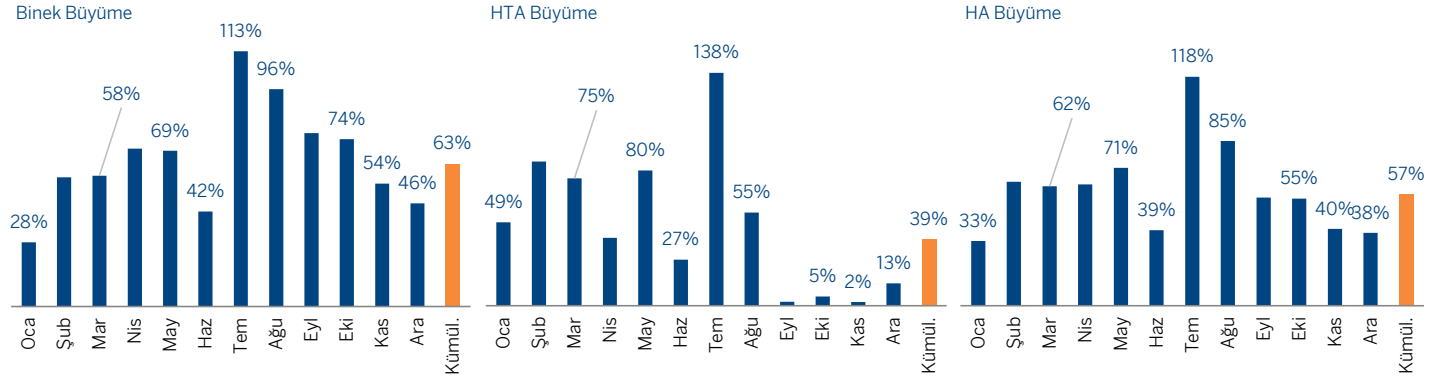
1Ç24 sonrası beklendiği gibi daralma başlamış olmasına rağmen yılın ilk çeyreğinde binek araçlardaki güçlü satışlar sayesinde 2024 yılı Ocak-Ağustos döneminde HA pazarı satış adetleri korunmuş oldu. 2024 yılı Ocak-Ağustos döneminde HA pazarı %0.2 oranında (otomobil: %3.0; HTA: -9.5%) artarak 762,152 adet olarak gerçekleşti.

İlk çeyrekte sert esen rüzgar, arkasında sessizlik bıraktı. Pazar performansında engelli vatandaşlara uygulanan ÖTV muafiyeti baz fiyatındaki artış, sıkılaştıran para politikasının devam etmesine rağmen seçim öncesi iç talebin öne çekilmesi, araç bulunabilirliğinin artması 1Ç24 otomotiv piyasasında etkili olmuştur. Ancak sonrasında seçim riskinin bertaraf olması, 2023'ün yüksek baz etkisi, tedarikçi pazarından talep pazarına dönülmesi ve tüketici tarafında araç ihtiyacının önden karşılanmış olması beklendiği gibi keskin bir düzeltme yaşanmasına sebep oluyor.

Soluklanma zamanında olduğumuzu düşünüyor ve otomotiv pazarında trend dönüşünü yakından takip ediyoruz.

Nisan ayı itibariyle yukarıda sebepleriyle beraber vurguladığımız düşüşlerin ardından yılın kalanına ilişkin tablo daha da netleşti. 2024'e ilişkin beklentimizde muhafazakar kalarak bir değişikliğe gitmiyoruz. Mevcut beklentimiz %25'lik daralma ile 924bin adet satışa işaret ediyor (2023: 1,233bin). Dolayısıyla önümüzdeki her ay ortalama 40-50 bin adet satış tahminimiz yukarı yönlü risk içermektedir.

Türkiye— 2023 Aylık Büyüme

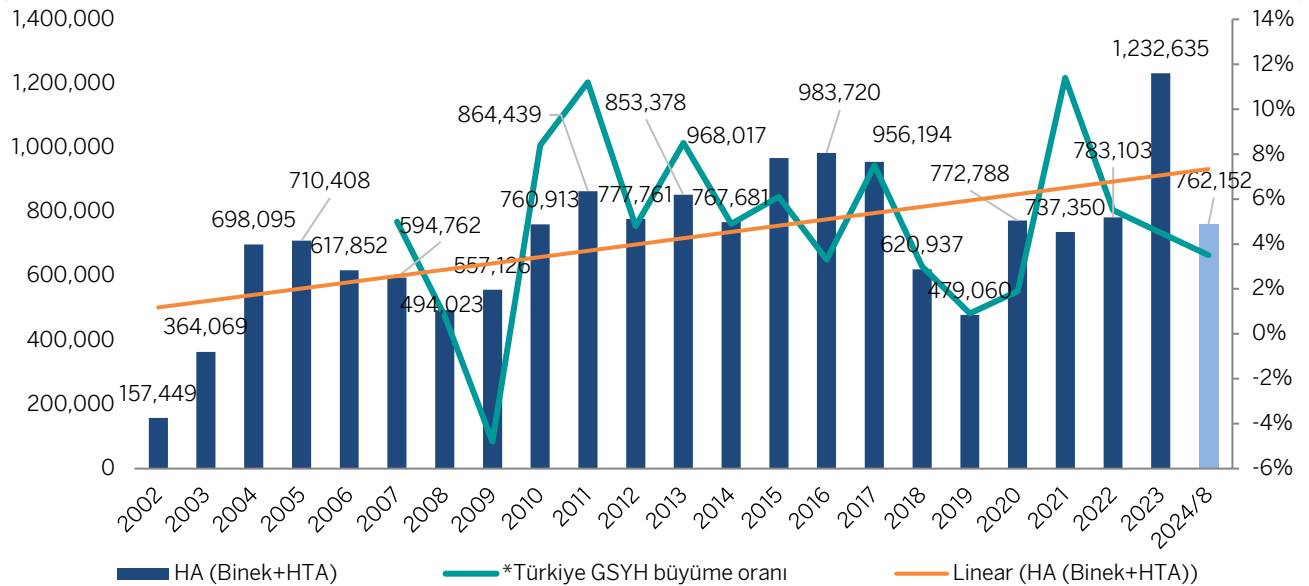


Kaynak: OSD, Garanti BBVA Yatırım

Uzun Vadede Hafif Araç Pazarı Görünümü

2023'te 1,232,635 adet satış oldu. 2023'ün kendine has dinamikleri yıllık bazda %57'lik büyüme (HTA: %39 ve Binek: %63) getirdi. Daha önce bu kadar büyük bir artışı pandemi senesi olan 2020'de %61 ile görmüştük. Ancak 2020 öncesinde piyasa 3 yıllık büyük daralma yaşıyordu. Otomotiv piyasasında büyüme ve küçülme döngülerine sıklıkla rastlasak da, Türkiye açısından uzun vadeli perspektif olumlu bir görüntü sunuyor.

Uzun Vadede Türkiye ve Otomotiv Piyasasında Büyüme

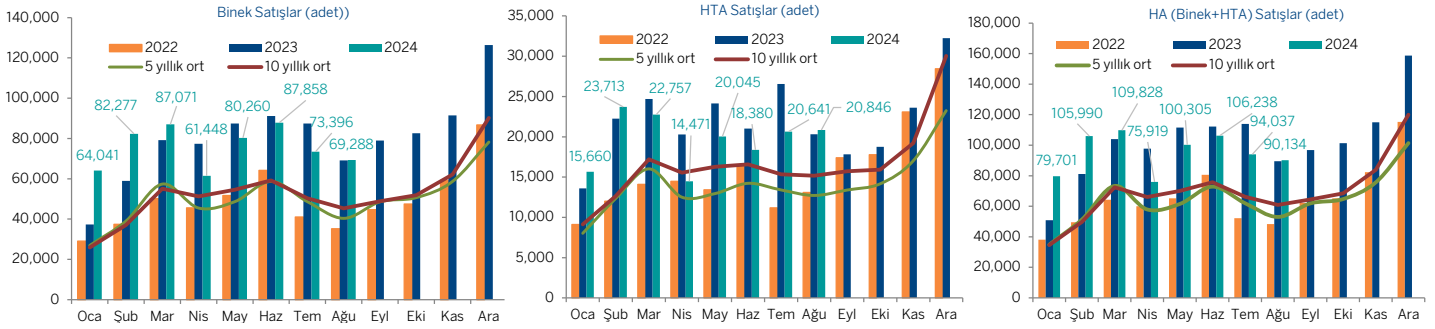


*Son veri 2024 yıl sonu büyüme tahminimizi yansıtmaktadır

Kaynak: OSD, Garanti BBVA Yatırım

Son 5 yılın ortalama satış adedi 801bin araç ile son 10 yıl ortalaması olan 830bin adedin %4 gerisinde kalıyor. 2024 yılında beklediğimiz daralmayı sektör için olağan bir soğuma olarak görüyoruz. 2024 yılı için GSYH büyüme oranını tahminimizin %3.5 olduğunu hatırlatmak istiyoruz. Önümüzdeki yıllarda yukarıdaki grafikte gördüğümüz geçmişten gelen pozitif eğimli turuncu trendin yönünde bir değişiklik olmasını beklemiyoruz.

Otomotiv Piyasası 5 ve 10 Yıllık Ortalama Büyümler

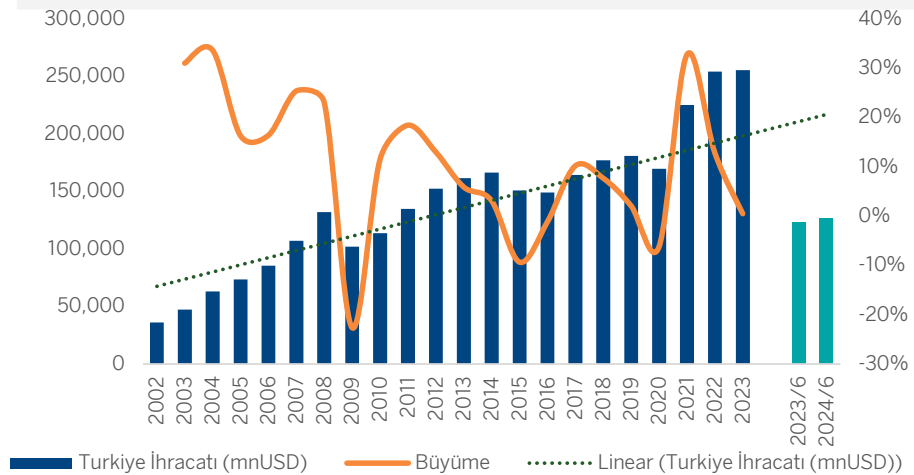


Kaynak: ODD, Garanti BBVA Yatırım

Uzun vadeli perspektife olumlu bir diğer görünüm ise araç sahiplik oranında. Türkiye’de HA sahiplik oranı 2023 itibariyle her 1,000 kişide 231 kişidir. Otomobil sahiplik oranı ise her 1,000 kişide 178 kişidir. 2007 yılından bu yana küresel ve yerel krizler, döviz şokları vb birçok konjonktürde sahiplik oranı artmış ve sahiplik oranının yıllık bileşik büyüme oranı %4 olmuştur.

Avrupa’da Görünüm

Türkiye İhracatı (mn USD, sol eksen)



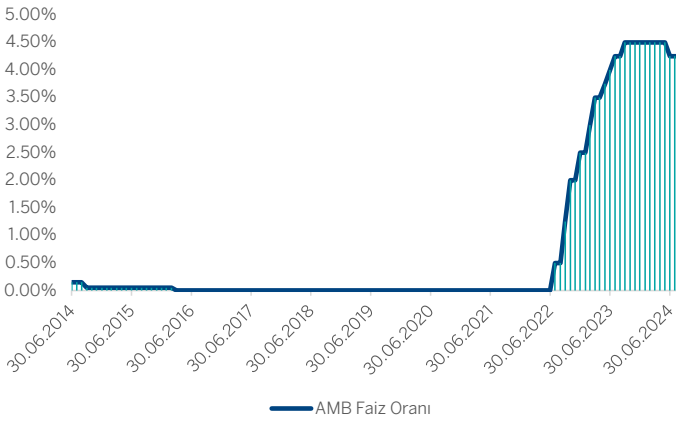
Kaynak: TÜİK, Garanti BBVA Yatırım

Türkiye’de 2021 ve 2022 yıllarındaki yüksek ihracat artışından sonra -sırasıyla %33 ve %13 büyüme- 2023’te artış sınırlı kalmıştı. 6A24’te ise ihracat büyümesi %2.6 oldu. Bizim beklentimiz 2023’te 255mlrUSD olan ihracat hacminin 2024 ve 2025’te sırasıyla %5.8 artışla 269.9mlrUSD ve %8 artışla 291.5mlrUSD olması yönünde.

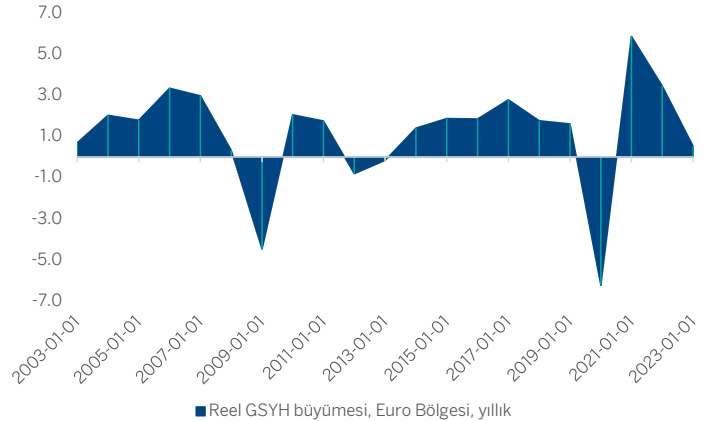
Türkiye'nin Orta Vadeli Programında 2024 sonu ihracat hedefi 264mlrUSD ile %2.6 artışa işaret ediyor. 2025 için hedef 279.6mlrUSD ve büyümenin ivmeleneceği beklentisini taşıyor.

Avrupa'da görünüm Türkiye otomotiv piyasası adına oldukça önemli. Türkiye'nin en yakın ve potansiyeli en yüksek ticari partneri Euro Bölgesi. Avrupa Merkez Bankası (AMB) faiz oranlarını bir süredir arttırdı. Pandemi sonrası 2022 Ocak ayında %10.6 ile pik yapan enflasyon oranı artan faiz oranları sonrası yaklaşık %2-3 bandına geriledi. Haziran ayında ise AMB uzun aradan sonra ilk kez %4.5'e çektiği faiz oranını %4.25'e düşürdü. Enflasyonda görece makul seviyelere geri çekilmesiyle faiz artırımı döngüsünün muhtemelen son bulmuş olması Avrupa ekonomik büyüme beklentileri adına olumlu. 2021 ve 2022'de Euro Bölgesi'nde büyüme sırasıyla %5.9 ve %3.4 olurken 2023'te %0.5 oranında sınırlı bir büyüme gözlemlendi. 2024 ve 2025 BBVA büyüme beklentisi Euro Bölgesi için sırasıyla %0.75 ve %1.38'dir.

AMB Faiz Oranı (%)



Euro Bölgesi Reel GSYH Büyüme, yıllık (%)



Kaynak: Eurostat, Garanti BBVA Yatırım

ACEA, 2024 yılında yeni araç satışlarının Avrupa'da %2.5'lük büyüme kaydedeceğini öngörüyor (12A23: %13.9).

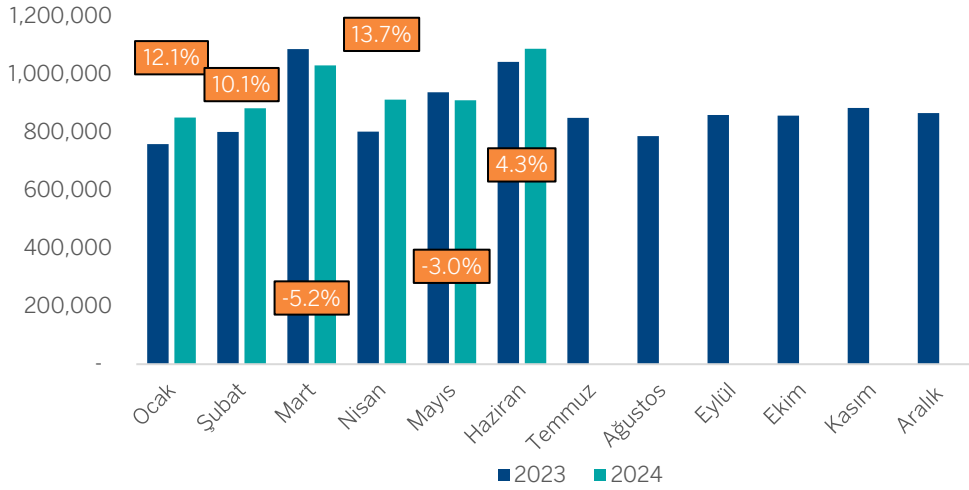
2024'te Avrupa Yeni Araç Pazarı

Haziran 2024'te Avrupa Birliği (AB) otomobil piyasasının 1,089,925 adet satış rakamı %4.3'lük artışı işaret etti (Haziran 2023: 1,089,017). Dört büyük pazardan 3'ü olan İtalya, Almanya ve İspanya sırasıyla %15.1, %6.1 ve %2.2 büyürken, Fransa'da ise Haziran ayında %4.8'lik bir daralma görüldü.

Yılın ilk yarısı itibariyle toplam satış hacmi 5,682,790 adete ulaşarak geçtiğimiz yılın aynı dönemine göre %4.5 büyüdü (6A23: 5,439,076 adet). 6A23'te toplam satış hacmi 5,110,961 adet olmuştu. 2024 yılının geri kalanında yıllık bazda hiç büyüme olmasa dahi bu durum ACEA'nın 2024 yılı için tahmini olan %2.5'lik büyüme öngörülerinin tutacağını gösteriyor.

Yine de AB’de yeni araç satışları en iyi dönemde değil. AB yeni araç satış hacimlerinde bloğun en büyük pazarları olan İspanya (+%5,9), Almanya (+%5,4), İtalya (+%5,4) ve Fransa’da (+%2,8) büyümeler olumlu olsa da pandemi öncesi seviyelere kıyasla hala %18 daha düşük.

Avrupa Birliği (AB) Yeni Araç Satışları



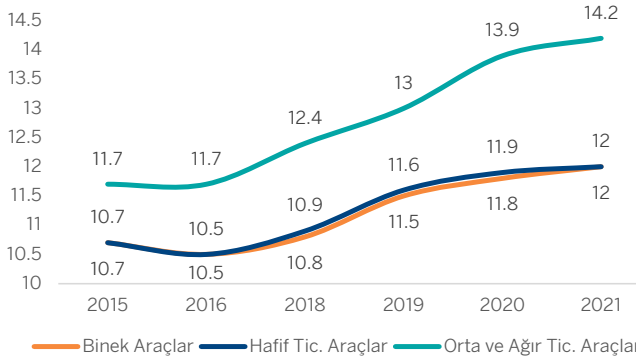
Kaynak: ACEA, Garanti BBVA Yatırım

6A24 AB ticari araç pazarında ise van pazarındaki %15’lik yükseliş dikkat çekti (12A23, van: +%14.6). 2023’ün ilk yarısında satılan yaklaşık 732bin adet vana karşın bu yıl yaklaşık 840bin adet satış yapıldı. %15 oranında artışa işaret eden söz konusu büyüme majör pazarlardaki çift haneli büyümeler sayesinde gerçekleşti. En büyük yükseliş %19.5 ile Alman pazarında gözlenirken, onu %18.5 ile İspanya, %17.8 İtalya ve %10.5 ile Fransa izledi.

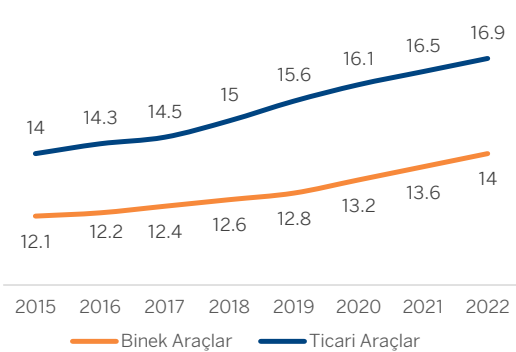
Türkiye’de ve Avrupa’da Ortalama Araç Yaşları Yüksek

Türkiye’de ve Avrupa’da hem binek araçlar hem de ticari araç yaşları yüksek seviyede. 2015’te Avrupa’da 10.7 olan ortalama yaş 2021’de 12’ye kadar yükselirken Türkiye’de 14’ten 16.9’a yükseldi. Özellikle ticari araçlarda toplam sahip olma maliyeti oldukça önemli.

Avrupa—Ortalama Araç Yaşları



Türkiye—Ortalama Araç Yaşları



Kaynak: ACEA, TÜİK, Garanti BBVA Yatırım

Yaşlanan filo, arıza sürelerini ve bakım maliyetlerini artırarak şirketlerin operasyonları ve maliyetleri üzerinde baskı yaratıyor. Ortalama araç yaşlarının yüksek seviyelerde olması uzun vade otomotiv piyasasının fırsatlara açık olduğunu gösteriyor.

TOFAŞ: Binek ve Ticari Segmentte Yüksek Kapasite

Üretim Kapasitesi	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024T	2025T	2026T	2027T
KO	-	-	-	-	-	-	-	-	150,000	150,000	150,000
MCV	65,000	65,000	65,000	65,000	65,000	65,000	65,000	65,000	-	-	-
Egea muadili	-	-	-	-	-	-	-	-	-	175,000	175,000
Doblo	55,000	155,000	155,000	155,000	155,000	155,000	155,000	-	-	-	-
Egea	180,000	180,000	180,000	180,000	180,000	180,000	180,000	175,000	175,000	-	-
Toplam	400,000	400,000	400,000	400,000	400,000	400,000	400,000	240,000	325,000	325,000	325,000
Boş Kapasite	-	-	-	-	-	-	-	160,000	75,000	75,000	75,000
Üretim (adet)											
KO	-	-	-	-	-	-	-	-	100,000	150,000	150,000
MCV	78,863	49,693	41,565	30,096	34,345	43,882	58,471	32,254	-	-	-
Egea muadili	-	-	-	-	-	-	-	-	-	158,846	158,846
Doblo	16,891	104,198	76,529	68,798	77,520	85,021	9,885	-	-	-	-
*Egea	192,933	172,665	153,826	133,829	131,745	139,151	142,656	116,433	69,860	-	-
Toplam	388,687	326,556	271,920	232,723	243,610	268,054	211,012	148,687	169,860	308,846	308,846
KKO	97%	82%	68%	58%	61%	67%	53%	37%	42%	77%	77%

*20217 yılında üretilen 9.801 adet Linea, Egea üretim rakamları içinde gösterilmiştir.

Kaynak: Şirket, Garanti BBVA Yatırım

Bursa'daki fabrika yaklaşık 400bin kapasiteye sahip ve hem binek hem de ticari segmentte araçlar üretebiliyor. Elektrifikasyon için de esnek bir üretim hattına sahip olan fabrika otomotiv sektörünün taleplerine hızlıca cevap verebilir durumda.

2023 yıl sonu itibariyle fabrika kapasitesinin yaklaşık 180bini Egea, 155bini Doblo ve 65bini MCV için kullanılmaktaydı. 2023'te toplam 142,656 adet Egea, 9,885 adet Doblo ve 58,471 adet Fiorino Türkiye'de üretilip satışa sunuldu. Son 7 yılda kapasite kullanım oranı %70 dolayında oldu. Özellikle son dönemde oran düşüş kaydetti.

Oyundan Çıkanlar ve Yeni Oyuna Giren KO Modeli

Lokomotif modeller yeni dönemde yok. Son sekiz yılda 680bin adet üretimi yapılan Doblo modelinde üretim 2023 yılı itibariyle sonlandırılırken, ayı dönemde 1.2 milyon adet üzerinde üretimi yapılan Egea modeline ise 2025 sonu itibariyle son verilecek. Üstelik Bursa fabrikasında ömrünün sonuna gelen modeller bunlarla sınırlı değil. 2024 yılında sözleşmesi sona erecek olan Fiorino üretimi Haziran 2024 sonunda 17 yıllık başarılı üretim geçmişi sonrası, homologasyon gereklilikleri (GSR-II-B) sebebiyle sona erdi. Özetle aktif olan 3 bantta da modeller ya bitti ya bitmek üzere.

Ancak madalyonun öteki yüzünde iyi haberler var. Yeni model KO için fabrika üretim hatlarında yenileme çalışmaları devam ederken 2025 yılında üretimi planlanıyor. 6A24 itibariyle KO modeli için yatırım miktarı 27mnEUR'yi buldu. Fabrikada 150bin adetlik kapasite KO modeli için ayrılabilir. KO kodlu modeller 4 marka (Fiat, Citroen, Peugeot, Opel) için birden üretilecek. Elektrikli modeller de bu klasmanda üretilebilecek.

KO modelinde yurtçinden ziyade yurtdışı motivasyonu ile yola çıkıldı. Üretimin çok büyük bir kısmı (yaklaşık %80'i) Avrupa'ya ihraç edilecek. Avrupa'da 2023 yılında büyük pazarlardaki (İtalya, İspanya, Almanya ve Fransa) güçlü performansın etkisiyle 1.5 milyon adet van satışı yapılmıştı. 2024'te bu sayının 1.7 milyona ulaşması sürpriz olmayacak. 2025 yılında model geçiş süreci sebebiyle Bursa'daki fabrikada KO için 100bin adet üretim yapılacağı varsayımında bulunurken 2026 ve sonrası için tam verime ulaşacağı varsayımıyla hareket ediyoruz.

Stellantis Hikayesi

Stellantis kuruldu. Fiat Chrysler Automobiles (FCA), 2019 yılı sonunda PSA Grubu ile her iki şirketin %50 paya sahip olacağı bir birleşme anlaşması imzaladı. 2021 yılının Ocak ayında yürürlüğe giren birleşmeyle kurulan yeni şirket, Stellantis N.V. oldu.

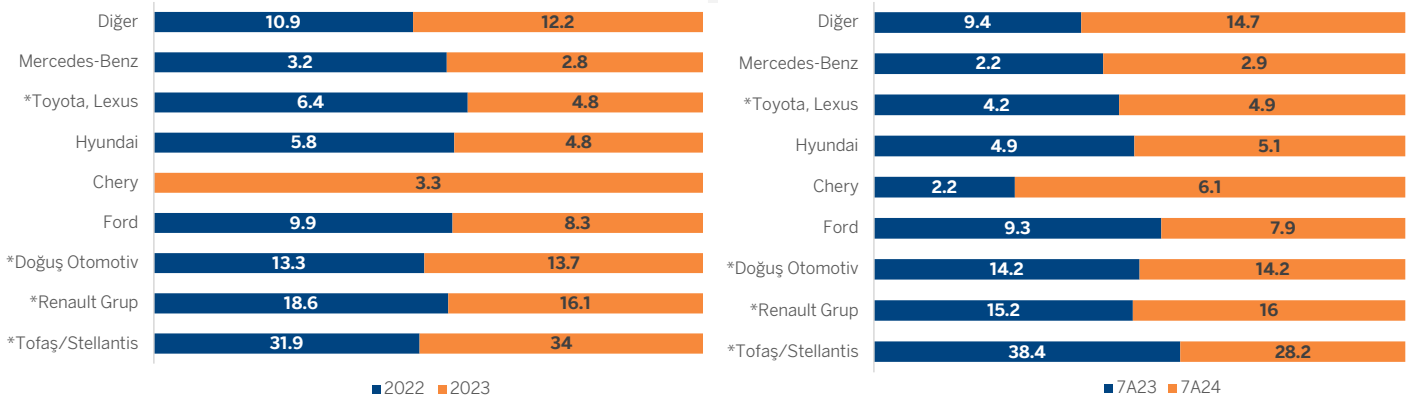
"Stellantis Otomotiv" satın alınıyor. 2023 yılında Stellantis Otomotiv Pazarlama A.Ş.'nin (Stellantis Otomotiv) paylarının tamamı, Peugeot, Citroën, Opel ve DS Automobiles'dan oluşan Stellantis markalarının distribütörlüğünü içerecek şekilde Stellantis Otomotiv'in Türkiye'deki mevcut faaliyetlerinin Tofaş tarafından devralınmasına ilişkin Pay Devir Sözleşmesi imzalandı. Devir bedeli, olağan net nakit ve işletme sermayesi düzeltmelerine (Kapanış Düzeltmesi) tabi olarak kapanışta nakden ödenmek üzere 400mn EUR ve kapanışı takip eden ilk sekiz mali yılın her birinde Stellantis Otomotiv faaliyetlerinden elde edilen ve değerlemeye esas beklentileri yansıtan sözleşmedeki referans tutarları aşan nakit akışlarının %77.5'i oranında şarta bağlı performans ödemesi olarak belirlenmiştir. Koşullu ödeme için değerlendirme raporunda hesaplanan değer 52.6mn EUR'dir.

Rekabet Kurulu (RK) onayı bekleniyor. Pay devir işleminin tamamlanması, ilgili rekabet otoriteleri ve diğer düzenleyici kurumlardan gereken izinlerin alınması dahil belirli kapanış şartlarına tabidir. RK tarafından Aralık 2023'te işlemin nihai incelemeye alınmasına karar verildi. Mayıs 2024'te ise RK tarafından yapılan bildirimle nihai incelemenin 23.05.2024 tarihinde tamamlanamayacağına anlaşıldığı ifade edilerek nihai inceleme süresinin uzatılmasına karar verildiği bildirildi.

En geç Aralık 2024'te RK nihai incelemenin ne durumda olduğuna ilişkin bir bildirimde bulunabilir.

Stellantis Otomotiv sayesinde ithal araçta motivasyon üst noktaya ulaşacak. Tofaş ürettiği araçları satmanın yanı sıra ithal ettiği araçları da satabilme kabiliyeti yüksek bir firma. 2016-2023 döneminde toplam yurtiçi satışların %7.5'ini ithal edilen araçlar oluşturdu. Yeni distribütörlük anlaşması sonrası 2025 ve sonrasında 160bin adet ekstra satış modelliyoruz. Toplamda 170-175 bin adet ithal araç büyüklüğüne ulaşılacağını varsayıyoruz. Böylece tahminimize göre toplam yurtiçi satışların %55-60'ını ithal araçlar oluşturacak. Kar marjı görece daha düşük olsa da satış hacmi ve nominal kar rakamlarına önemli oranda katkı sağlayacak.

Perakende Hafif Araç (Binek + Hafif Tic. Araç, %) Pazarı

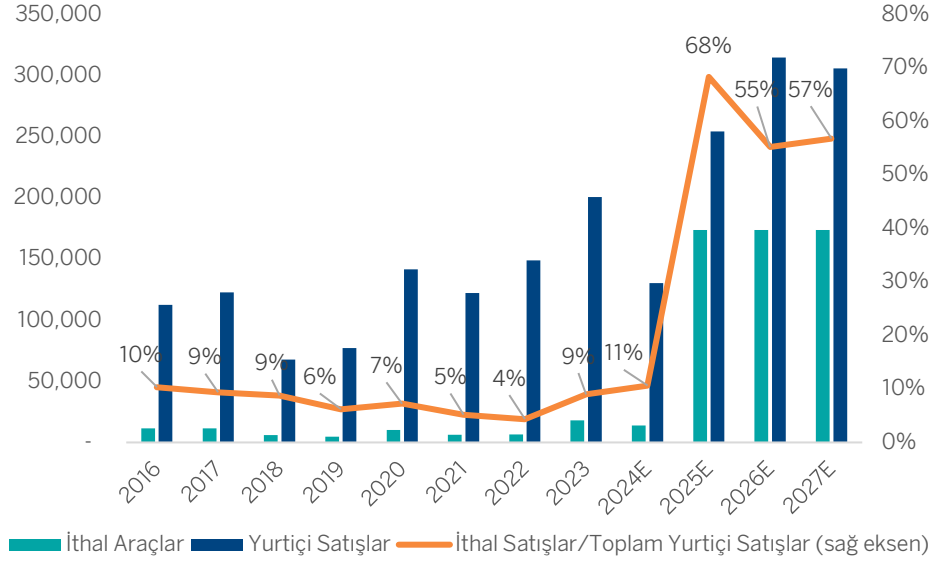


*Renault Grup: Renault, Dacia, Nissan; Tofaş/Stellantis: Fiat, Alfa Romeo, Jeep, Maserati, Ferrari, Peugeot, Citroen, Opel, DS; Doğuş Oto: VW, Skoda, Seat, Audi

Stellantis işbirliğı beraberinde sinerji getirebilir. Bursa fabrikası 400 bin kapasiteye sahip olup esnek yapıdadır. Fabrika hem binek hem de ticari segment araçları gerek içten yanmalı gerek elektrikli olarak üretmeye imkan sağlıyor. Doblo ve Fiorino modellerinin bitirilmesi ve Egea modelinin de 2025 sonrasında artık üretilmeyecek olması kapasitede büyük boşluklar yaratıyor. K0 modeli ile 150bin kapasitenin dolacak olması yeterli değil. Egea'nın boşluğunu dolduracak yeni modelin bu sinerjiden doğması bize göre sürpriz olmaz. Egea yerine gelecek modelin binek otomobil olmasını beklesek de, şirket ticari segmentte de fırsatlara açık olacaktır. Bizim varsayımlarımızda bu potansiyelin bir sonucu olarak; 2026 ve sonrası için 175bin adet araç üretim kapasitesi ile her yıl 158,846 adet araç üretimi bulunuyor.

K0 modeli ve ek olarak Egea yerine gelecek potansiyel modele rağmen fabrikada hala 75 bin adetlik kullanılabilir kapasite olacak. Tam verimlilik durumunda Doblo veya Fiorino'ya alternatif olabilecek yeni bir ticari model bile mümkün. Bizim modellememizde ihtiyatlılık gereğı %77'lik kapasite kullanım oranı var.

Yurtiçi satışlar ve İthal Araçlar



Kaynak: Şirket, Garanti BBVA Yatırım

2024'e İlişkin Beklentiler

Rehberlik	2022	2023	2024T Tofas - 1	2024T Tofas - 2	2024T Tofas - 3	2024T Garanti BBVA Yatırım
Türkiye Binek +Ticari araç pazarı (HA)	783k	1233k	800k-1.000k	800k-1.000k	900k-1.100k	924k
Tofas Yurtiçi Pazar Satışları (adet)	149k	201k	160k-180k	140k-160k	120k-140k	130k
İhracat (adet)	121k	60k	60k-70k	60k-70k	40k-50k	42k
Toplam Satış (adet)	270k	261k	220k-250k	200k-230k	160k-190k	172k
Üretim (adet)	268k	211k	180k-210k	170k-190k	140k-160k	149k
Yatırım	€46 mn	€49 mn	€200 mn	€200 mn	€200 mn	€150 mn

Kaynak: Tofaş, Garanti BBVA Yatırım

2023'te Türkiye toplam otomotiv pazarı (traktör hariç) %55 gibi yüksek bir oranda büyüme kaydederek 1,284bin adet olarak gerçekleşti. Ağır segment araçlar hariç toplam Pazar büyümesi %57 artış ile 1,233bin adet oldu. Aynı dönemde Tofaş'ın toplam üretimi %21, toplam satış adeti ise %3.3 azaldı (perakende satış adedi yaklaşık %35 artış ile 201bin adet, ihracat satış adedi ise %50 azalış ile 60bin).

2024 yılı otomotiv piyasası açısından kolay öngörülebilir bir yıl değildi. Nitekim şirket 2024 yılına dair beklentilerinde 2 kez değişikliğe gitmek zorunda kaldı. İlk rehberliğinde toplam satış adedi tahmin aralığını 180bin-210bin olarak öngören Tofaş yönetimi, son rehberliğinde bu beklentisini 140bin-160bin aralığına kadar düşürdü.

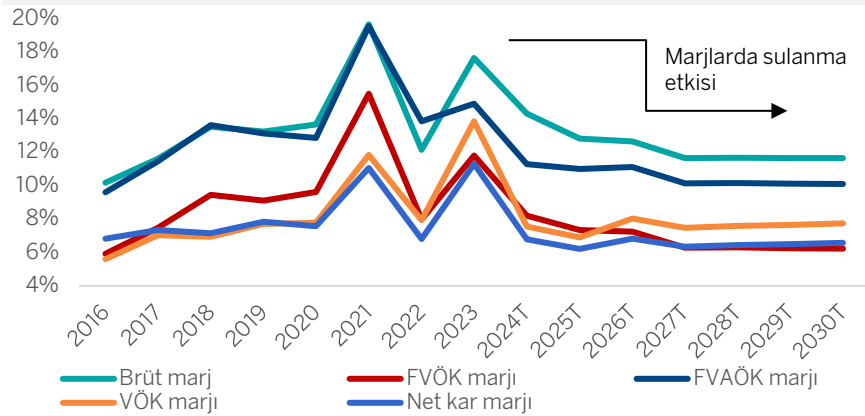
Toplam hafif araç pazarına ilişkin tahminini ise 800bin-1,000bin bandından 900bin-1,100bin bandına taşıdı.

2024 yılında toplam HA pazarına ilişkin beklentimiz 924bin adet ile şirket son beklentisi olan 900-1,100bin adet satış aralığında kalıyor. Pazar beklentimize ilişkin bir değişikliğe gitmezken, yukarı yönlü risk olduğuna dikkat çekiyoruz. Tofaş'a ilişkin toplam satış ve üretim adetleri beklentilerimizi ise şirket tahmin aralığında bıraktık. 2024'te Tofaş'tan 149bin adet üretim (şirket beklentisi: 140bin-160bin) ve 172bin adet satış (şirket beklentisi: 160bin-190bin) bekliyoruz.

Hacimde Sıçrama, Marjlarda Sulanma

Otomotiv sektöründeki baskıya ek olarak kapasite kullanımındaki azalmaya bağlı olarak 2024'te satış gelirleri düşük çift hanede kalacak. Ancak 2025'te 3 haneli, 2026'da ise 40'lı yüzdelerde çarpıcı bir büyüme öngörüyoruz. KO modelinin hayata geçecek olmasının yanı sıra -RK onayına bağlı olarak- Stellantis Otomotiv sayesinde ithal araç satışının yüksek katkısı 2025'te net satışları 142mırlTL'den 300mırlTL'nin üzerine taşıyacak. Kârlılıkta ise eski seviyelere dönüş artık çok zor. Çünkü ithal ağırlığının toplam içinde payının artması marjlarda sulanma etkisi yaratacak. 2017-2023 döneminde ortalama FVAÖK marjı %14.2 olmuştu. Projeksiyon dönemi için (2024-2030) ortalama FVAÖK kar marjı öngörümüz %10.5.

Kar Marjları

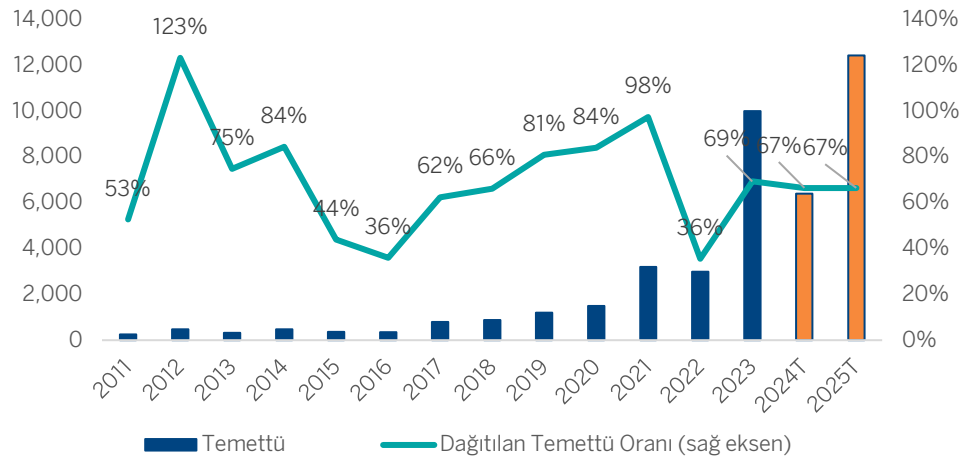


Kaynak: Şirket verileri, Garanti BBVA Yatırım

Bir Temettü Şirketi Olarak Tofaş

Tofaş 2023'te elde ettiği kârın %69'unu kullanarak 10mırlıTL (pay başına 20.0TL) temettü dağıttı. Tofaş son 10 yılda ortalama karın %66'sını dağıttı. Son 10 yıllık periyotta ortalama temettü verimi %6.4 olan şirketin 2024 ve 2025'te tahmin ettiğimiz net kar rakamlarına göre sırasıyla pay başına yaklaşık brüt 13TL ve 25TL temettü dağıtacağını öngörüyoruz. Temettü alışkanlığı uzun vadede pozitif katalizör olmaya devam edecek.

Dağıtılan Temettü



Kaynak: Garanti BBVA Yatırım, Şirket verileri

Değerleme

TOASO için 12 aylık hedef fiyat çalışmamızda indirgenmiş nakit akımları (İNA) ve benzer şirket çarpanları yaklaşımını kullandık. İki yöntemi eşit ağırlıklandırdık. Buna göre hedef fiyat 346.8TL ile %59 artış potansiyeline işaret etmektedir.

Değerleme Özeti	Hesaplanan Değer (mn TL)	Ağırlık	(mn TL)
INA Analizi	187,571	50%	93,786
Çarpan Analizi	159,272	50%	79,636
Hedef Şirket Değeri			173,422
Piyasa Değeri			108,750
12 Aylık Hisse Hedef Fiyatı			346.8
Hisse Fiyatı			217.5
Yükselme Potansiyeli			59%

Kaynak: Garanti BBVA Yatırım

Değerlememizde kullandığımız rakamlar 2024 satın alma paritesi tahminlerimize göre hesaplanmıştır, sonraki yıllarda ise reel değişimler kullanılmıştır.

2024-2030 yıllarını içeren İNA değerlendirme modellememizde;

- nihai büyüme oranı %2.0,
- risksiz faiz oranını %7.0 (10 yıllık Türkiye hazine eurobondu getirisinden faydalandık),
- piyasa risk primini %5.0 ve
- Beta'yı 0.93 (Bloomberg 2 yıl, haftalık)

alıyoruz. Böylece ağırlıklı ortalama sermaye maliyetini (AOSM) tüm dönemler için %10.4 kullanarak hedef fiyata ulaşıyoruz.

2024 ve 2025 yıllarında harcama için şirket rehberliğine paralel olarak sırasıyla 150mnEUR ve 150mnEUR'ya ek olarak 2025'te 400mnEUR Stellantis Otomotiv satın alımını da ekliyoruz. Devam eden yıllarda normalleşme yaşanmasını bekleyerek ortalama yaklaşık 378mnEUR yatırım harcaması öngördük. Bu miktar satışların %3.0'üne tekabül ediyor.

Serbest Nakit Akımı* (TLmn)	2023	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T
Net Satışlar	127,601	141,908	300,864	422,425	435,237	448,418	458,957	470,480
Faaliyet Kârı	15,063	11,631	22,069	30,630	27,359	28,255	28,698	29,319
Vergi	-2,766	-1,463	-2,207	-4,594	-4,104	-4,238	-4,305	-4,398
Vergi Sonrası Faaliyet Kârı	12,296	10,168	19,862	26,035	23,255	24,017	24,393	24,921
Amortisman	3,938	4,380	10,986	16,270	16,763	17,271	17,677	18,121
Brüt Nakit Akımı	16,235	14,547	30,849	42,305	40,019	41,288	42,070	43,042
İşletme Sermayesindeki Değişim	6,812	6,403	11,561	9,561	9,712	10,269	10,430	11,007
Yatırım Harcamaları	1,258	5,410	19,836	12,427	12,804	13,192	13,502	16,193
Firmaya Serbest Nakit Akımı (FSNA)	7,368	5,734	-550	20,317	17,502	17,827	18,138	15,842
FVAÖK	19,001	16,011	33,056	46,900	44,123	45,526	46,375	47,440
FVAÖK Marjı	14.9%	11.3%	11.0%	11.1%	10.1%	10.2%	10.1%	10.1%

Varsayım ve Sonuçlar (TLmn)

Nihai Büyüme Oranı	2.0%
Nakit Akımlarının Bugünkü Değeri	64,669
Nihai Değerin Bugünkü Değeri	102,697
Firma Değeri	167,366
Net Nakit (2Ç24)	663
12A Hedef Değer	187,571

AOSM

(%)	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T
Risksiz Faiz Oranı	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%
Piyasa Risk Primi	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%
Beta	0.93	0.93	0.93	0.93	0.93	0.93	0.93
Özsermaye Maliyeti	11.6%	11.6%	11.6%	11.6%	11.6%	11.6%	11.6%
Borçlanma Maliyeti	11.0%	11.0%	11.0%	11.0%	11.0%	11.0%	11.0%
Efektif Vergi Oranı	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%
Vergi Sonrası Borçlanma Maliyeti	9.4%	9.4%	9.4%	9.4%	9.4%	9.4%	9.4%
Özsermaye Ağırlığı	53%	53%	53%	53%	53%	53%	53%
AOSM	10.4%	10.4%	10.4%	10.4%	10.4%	10.4%	10.4%

*Rakamlar 2024 satın alma paritesi tahminlerimize göre hesaplanmıştır, sonraki yıllarda ise reel değişimler kullanılmıştır.

Kaynak: Garanti BBVA Yatırım, Şirket verileri

Tofaş ve Benzer Şirket Çarpanları

İNA analizinin yanı sıra Tofaş'ı benzer şirket çarpanlarına göre de inceledik. TOASO için 2024 ve 2025 tahmini kârlarımızı referans olarak FD/FVAÖK, F/K ve FD/Satışlar çarpanlarına eşit ağırlık verdik.

Çarpanlar	Hesaplanan Değer (mn TL)	Ağırlık	(mn TL)	İskonto/ Prim
FD/FVAÖK	147,624	33.3%	49,203	-26%
F/K	141,533	33.3%	47,173	-23%
FS/Satışlar	188,650	33.3%	62,896	-42%
Toplam		100%	159,272	-32%

Buna göre TOASO için 159,272mn TL piyasa değeri hesaplamaktayız. TOASO, uluslararası benzerleriyle karşılaştırıldığında %32 iskontolu işlem görmektedir.

Şirket Adı	Ülke	Piy. Değeri (mn USD)	FD/FVAÖK		F/K		FD/Satışlar	
			2024T	2025T	2024T	2025T	2024T	2025T
Yerel								
Ford Otomotiv Sanayi AS	TURKEY	9,830	7.2	5.4	5.8	4.5	0.63	0.50
Otokar Otomotiv Ve Savunma Sanayi A.S.	TURKEY	1,800	11.7	7.7	n.m	n.m.	2.79	2.43
Dogus Otomotiv Servis ve Ticaret AS	TURKEY	1,535	1.9	1.6	2.7	2.1	0.32	0.35
Kuzey Amerika								
Ford Motor Co	U.S.	42,456	2.3	2.4	5.6	5.4	0.21	0.21
General Motors Co	U.S.	51,678	2.5	2.6	4.6	4.7	0.28	0.27
Tesla Inc	U.S.	706,335	47.0	35.6	95.1	69.9	6.92	5.92
Avrupa								
Bayerische Motoren Werke AG	GERMANY	58,957	1.8	1.8	5.1	5.1	0.28	0.27
Mercedes-Benz Group AG	GERMANY	67,918	1.2	1.3	5.3	5.2	0.19	0.19
Renault SA	FRANCE	14,129	1.3	1.3	3.8	3.4	0.17	0.17
Stellantis NV	N'LANDS	50,206	1.4	1.4	3.5	3.3	0.19	0.19
Volkswagen AG	GERMANY	56,428	1.1	1.0	3.6	3.3	0.16	0.15
Uzak Doğu								
Toyota Motor Corp	JAPAN	291,088	10.2	10.3	7.9	8.1	1.55	1.45
Isuzu Motors Ltd	JAPAN	10,862	4.9	5.2	9.1	9.3	0.55	0.57
Mitsubishi Motors Corp	JAPAN	4,178	1.7	1.8	4.5	4.2	0.17	0.17
Suzuki Motor Corp	JAPAN	22,813	6.1	5.4	12.5	10.1	0.75	0.70
Tata Motors Ltd	INDIA	47,517	7.6	6.9	20.5	16.6	1.06	0.98
Beiqi Foton Motor Co Ltd	CHINA	2,614	7.3	5.6	13.5	9.8	0.35	0.30
Chongqing Changan Automobile Co Ltd	CHINA	14,903	7.0	5.8	4.0	3.1	0.44	0.37
Hyundai Motor Co	S. KOREA	39,534	8.3	8.2	4.6	4.6	1.01	0.97
Kia Corp	S. KOREA	30,793	1.6	1.6	3.8	3.9	0.24	0.23
Ortalama			6.7	5.6	11.3	9.3	0.9	0.8
TOASO Çarpanları			6.9	3.3	11.5	5.9	0.78	0.37
Prim/İskonto			3%	-41%	2%	-36%	-15%	-55%
TOASO için Hesaplanan Değerler			108,083	187,164	109,238	173,829	130,261	247,038
TOASO için Hesaplanan Ortalama Değerler				147,624		141,533		188,650

Kaynak: Bloomberg, Garanti BBVA Yatırım

EK-1: 2Ç24 Finansal Sonuçlar

Tofas Özet Finansal Sonuçlar						Değişim		Değişim	
(mn TL)	2Ç23	1Ç24	2Ç24	6A23	6A24	2Ç24/2Ç23	2Ç24/1Ç24	6A24/6A23	
Net Satışlar	41,122	36,488	23,766	76,189	60,255	-42%	-35%	-21%	
Brüt Kar	8,509	5,858	3,042	14,057	8,900	-64%	-48%	-37%	
Faaliyet Karı	6,405	3,279	1,267	9,997	4,546	-80%	-61%	-55%	
FVAÖK	7,599	4,745	2,720	12,400	7,588	-64%	-43%	-39%	
Net Diğer Gelir/Gider	-2,234	235	342	-2,377	578	a.d.	45%	a.d.	
Yatırım Faal. Gelirler	116	-7	90	117	83	-23%	a.d.	-29%	
Finansal Gelirler (net)	3,814	-307	-900	4,011	-1,207	a.d.	a.d.	a.d.	
VÖK	8,101	3,201	799	11,748	4,000	-90%	-75%	-66%	
Vergi	-1,190	-159	489	-2,060	329	a.d.	a.d.	a.d.	
Net Kar	6,911	3,042	1,287	9,688	4,329	-81%	-58%	-55%	
Net Nakit	9,091	11,987	663	9,091	663				
Çalışma Sermayesi	450	-9,107	-10,729	450	-10,729				
Özsermaye	15,858	35,741	39,970	15,858	39,970				
Rasyolar									
Brüt Kar Marjı	20.7%	16.1%	12.8%	18.4%	14.8%	-7.9 puan	-3.3 puan	-3.7 puan	
Faaliyet Kar Marjı	15.6%	9.0%	5.3%	13.1%	7.5%	-10.2 puan	-3.7 puan	-5.6 puan	
FVAÖK Marjı	18.5%	13.0%	11.4%	16.3%	12.6%	-7 puan	-1.6 puan	-3.7 puan	
VÖK Marjı	19.7%	8.8%	3.4%	15.4%	6.6%	-16.3 puan	-5.4 puan	-8.8 puan	
Net Kar Marjı	16.8%	8.3%	5.4%	12.7%	7.2%	-11.4 puan	-2.9 puan	-5.5 puan	

Kaynak: Garanti BBVA Yatırım, Şirket verileri

UYARI NOTU

Model Portföy hisseleri, Araştırma Bölümü'nün Endeks Üzeri (EÜ) ve Endekse Paralel (EP) tavsiyesi verdiği hisseler arasından; şirketlerin uzun dönemli mali verilerine dayalı olarak yapılan temel analiz ve kısa vadeli beklentiler bir arada değerlendirilerek oluşturulmuştur. Tercih etmediğimiz hisseler ise benzer analizler ile, Araştırma Bölümü'nün Endekse Paralel (EP) ve Endeks Altı (EA) tavsiyesi verdiği hisseler arasından seçilir. Model Portföy değişiklik raporunda, hissenin portföye giriş ya da çıkış gerekçesi belirtilir. Bir hissenin Model Portföy'e girmesi ya da çıkması uzun vadeli temel tavsiyesinin değiştiği anlamına gelmemektedir. Model Portföy, sanal bir portföy olup; piyasa beklentimiz ve de içerisinde yer alan hisselerin beklentileri doğrultusunda ağırlıklandırılarak kümülatif performansı ile değerlendirilmektedir. Dolayısıyla Model Portföy ve Model Portföy kapsamında yapılan değişimler, yatırımcının risk ve getiri tercihleri ile birebir örtüşmeyebilir.

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.

Veri ve grafikler güvenilirliğine inandığımız sağlam kaynaklardan derlenmiş olup, yapılan yorumlar sadece GARANTİ YATIRIM MENKUL KIYMETLER A.Ş.'nin görüşünü yansıtmaktadır. Bu bilgiler ışığında yapılan ve yapılacak olan ileriye dönük yatırımların sonuçlarından Şirketimiz hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. Ayrıca, Garanti Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş.'nin yazılı izni olmadıkça içeriği kısmen ya da tamamen üçüncü kişilerce hiç bir şekil ve ortamda yayınlanamaz, iktisap edilemez, alıntı yapılamaz, kullanılamaz. İleti, gönderilen kişiye özel ve münhasırdır. İlave olarak, bu raporun gönderildiği ve yukarıdaki açıklamalarımız doğrultusunda kullanıldığı ülkelerdeki yasal düzenlemelerden kaynaklı tüm talep ve dava haklarımız saklıdır.

Garanti BBVA Yatırım ile ilgili detay bilgilere <https://www.garantibbvayatirim.com.tr/hakkimizda> aracılığıyla erişebilirsiniz.

GARANTİ YATIRIM MENKUL KIYMETLER A.Ş.

Nispetiye Mahallesi Barbaros Bul. Çiftçi Tovvers Kule 1,
34340 Beşiktaş / İstanbul
Telefon: 212 384 11 21
Faks: 212 352 42 40

Hisse Senedi Tavsiye Tanımları

EÜ	Hisse senedinin önümüzdeki 12 ay sonundaki getirisinin, BIST100 endeksinin getirisinin üzerinde olması beklenmektedir.
EP	Hisse senedinin önümüzdeki 12 ay sonundaki getirisinin, BIST100 endeksinin getirisine yakın olması beklenmektedir.
EA	Hisse senedinin önümüzdeki 12 ay sonundaki getirisinin, BIST100 endeksinin getirisinin altında olması beklenmektedir.