

HEDEF FİYAT	306.31 TL
KAPANIŞ	298.25 TL
GETİRİ	+2.7%
ÖNCEKİ HF	306.31 TL
HF DEĞİŞİM	DEĞİŞMEDİ

Güçlü operasyonel performans

1Ç24 net kârı beklentilerimize paralel gerçekleşti

Tofaş 1Ç24'te yıllık bazda %2 artışla enflasyona göre düzeltilmiş TRY2,8 milyar net kar açıkladı. Bu çeyrekte ciro beklentimizin üzerinde gerçekleşse de, tahminimizin üzerindeki parasal kayıplar sebebiyle net kar bizim beklentimize paralel gerçekleşti.

Hacim daralmasına rağmen ciro artış gösterdi

Enflasyona göre düzeltilmiş ciro yıllık bazda %7 büyüyerek TRY35 milyar oldu ve bizim beklentimiz olan TRY29 milyarın üzerinde gerçekleşti. Yurt içi satışlardaki %18,5'lik düşüş sebebiyle toplam satış hacmi yıllık bazda %7,5 gerileyerek 59 bin adet oldu. Yurt içi satışlar ise güçlü binek araç ihracatı sayesinde yıllık bazda %26 oranında büyüdü. Yurt içi satışlardaki sert düşüşe rağmen, yurt içi ciro daralması yalnızca %4 olarak gerçekleşti, diğer tüm segmentlerdeki büyüme sayesinde toplam ciro bir önceki yıla göre reel olarak arttı.

FAVÖK marjı hafif geriledi

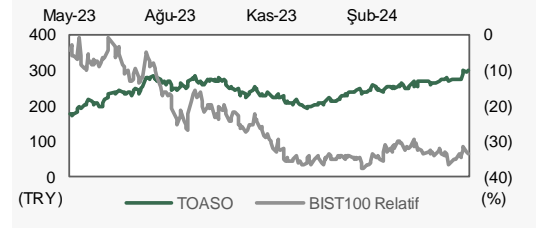
Enflasyona göre düzeltilmiş FAVÖK reel bazda %1 artarak TRY4,5 milyar oldu ve bizim beklentimiz olan TRY3,8 milyarı aştı. İhracat payındaki yükseliş ve yurt içi pazarda artan rekabet sebebiyle FAVÖK marjı geçen yıla göre 70 baz puan gerileyerek %12,7 oldu. Yurt içi piyasada yavaşlamanın devam etmesiyle önümüzdeki dönemde marjların daha da düşebileceğini düşünüyoruz. Diğer yandan artan işletme sermayesi ihtiyacı ve devam eden yatırımlar sebebiyle net nakit bir önceki çeyreğe göre hafif azalarak TRY12 milyar oldu.

Hedef fiyatımızı ve TUT tavsiyemizi koruyoruz

Yurt içi pazar beklentisi olan 800bin -1m araç aynı kalırken, yönetim TOASO'nun yurt içi satış beklentisini 140-160bin araç olarak revize etti (önceki 160-180 bin araç). İhracat beklentisi ise 60-70 bin araç seviyesinde sabit kaldı. Sonuçların ardından TOASO için ihtiyatlı görüşümüzü koruyoruz ve TUT tavsiyemiz ile TRY306,31 hedef fiyatımızı değiştirmiyoruz. Hisse için önemli katalistler Stellatis Otomotiv birleşmesinin Rekabet Kurumu tarafından onaylanması ve yeni modelin üretiminin başlaması olabilir.

Hisse Detayları

Milyon TL	2023	2024T	2025T	2026T
Net satışlar	127,601	248,991	373,120	517,152
VAFÖK	19,667	26,908	30,925	43,308
Net kar	15,083	15,051	20,325	32,473
Kar marjı (%)	11.8	6.0	5.4	6.3
VAFÖK marjı (%)	15.4	10.8	8.3	8.4
Satış büyümesi (%)	2.9	95.1	49.9	38.6
F/K (x)	10.4	10.5	7.7	4.8
FD/VAFÖK (x)	6.9	6.0	5.3	3.8
PD/DD (x)	4.3	2.8	2.0	1.4
Net borç/VAFÖK (x)	(0.8)	0.5	0.5	0.3
Net borç/Özsermaye (x)	(0.4)	0.2	0.2	0.1
Özsermaye verimliliği (%)	44.2	32.3	29.8	34.3



Hisse performansı	1 Ay	3 Ay	12 Ay
Mutlak getiri (%)	13.6	22.5	61.2
BIST100 relatif getiri (%)	1.1	4.7	(33.4)
Son kapanış fiyatı	298.25		
12 Aylık yüksek/düşük	308.50/170.43		
Piyasa değeri (Milyon TL)	149,125		
3 Aylık ortalama hacim (Milyon TL)	1,422.6		
Halka açıklık (%)	24.0		
Hisse sayısı (Milyon)	500		
Pazar	Yıldız Pazar		

Kaynaklar: Tofaş, TEB Yatırım Hesaplamaları

Tablo 1: TOASO 1Ç24 sonuçları

	1Ç24 (TRY m)	1Ç24 (TRY m)	Değişim yıllık	TEB/BNPP 1Ç24 (TRY m)	Fark (%)
Ciro	33,033	35,271	6.8	29,067	21
FAVÖK	4,429	4,490	1.4	3,779	19
FAVÖK marjı (%)	13.4	12.7	(0.7)	13.0	(0.3)
Net kar	2,739	2,806	2.4	2,825	(1)

Kaynak: Tofaş, TEB Yatırım hesaplamaları

Finansal tablolar

Tofaş

Gelir Tablosu (Milyon TL)	2021	2022	2023T	2024T	2025T
Net Satışlar	30,513	66,793	116,519	300,720	406,771
Satışların Maliyetleri	(24,685)	(54,474)	(96,095)	(254,387)	(353,603)
Brüt kar (zarar)	5,828	12,319	20,424	46,333	53,168
Diğer operasyonel gelirler	0	0	0	0	0
Operasyonel giderleri	(1,233)	(2,568)	(5,242)	(17,183)	(21,312)
VAFÖK	5,794	11,270	16,380	30,493	37,200
Amortisman	(1,199)	(1,519)	(1,198)	(1,343)	(5,344)
Şerefiye amortismanı	0	0	0	0	0
Ana operasyonel gelir (zarar)	4,595	9,751	15,182	29,150	31,856
Net finansman maliyetleri	(622)	(452)	101	(13,307)	(2,519)
Özkaynak yöntemiyle değerlendirilen kar (zarar)	-	-	-	-	-
Tekrarlanan faaliyet harici gelirler (giderler)	(461)	(737)	(2,330)	(1,504)	(8,135)
Tek seferlik faaliyet harici gelirler (giderler)	0	0	0	0	0
Vergi öncesi kar (zarar)	3,512	8,562	12,952	14,340	21,202
Vergi geliri (gideri)	(231)	(0)	(648)	(717)	(1,696)
Vergi sonrası kar (zarar)	3,281	8,562	12,305	13,623	19,506
Azınlık payları	-	-	-	-	-
Rüçhanlı temettü	0	0	0	0	0
Diğer paylar	0	0	0	0	0
Ana ortaklık payları	3,281	8,562	12,305	13,623	19,506
Durdurulan faaliyet gelirleri (giderleri)	0	0	0	0	0
Tekrarlanan ana ortaklık payları	3,281	8,562	12,305	13,623	19,506

Hisse başına (TL)

Tekrarlanan hisse başına kar	6.56	17.12	24.61	27.25	39.01
Hisse başına kar	6.56	17.12	24.61	27.25	39.01
Hisse başına temettü	6.40	6.40	17.23	16.35	23.41
Hisse sayısı (bin)	500	500	500	500	500

Yıllık değişim

Net satışlar (%)	27.2	118.9	74.4	158.1	35.3
VAFÖK (%)	91.5	94.5	45.3	86.2	22.0
Ana operasyonel gelir (%)	102.7	112.2	55.7	92.0	9.3
Tekrarlanan net kar (%)	83.9	160.9	43.7	10.7	43.2
Net kar (%)	83.9	160.9	43.7	10.7	43.2

Operasyonel performans

Brüt kar marjı (%)	19.1	18.4	17.5	15.4	13.1
VAFÖK marjı (%)	19.0	16.9	14.1	10.1	9.1
Ana operasyonel gelir marjı (%)	15.1	14.6	13.0	9.7	7.8
Kar marjı (%)	10.8	12.8	10.6	4.5	4.8
Efektif vergi oranı (%)	6.6	0.0	5.0	5.0	8.0
Temettü oranı (%)	97.5	37.4	70.0	60.0	60.0
Faiz karşılama (x)	6.6	19.9	n/m	2.1	9.4
Stok gün sayısı	28.9	18.9	21.7	22.0	28.4
Ticari borç gün sayısı	75.6	60.4	64.3	57.8	67.5
Ticari alacak gün sayısı	120.2	93.0	113.5	104.8	127.8
Operasyonel kullanılan sermaye getirisi (%)	n/a	n/a	n/a	425.4	232.4
Kullanılan sermaye getirisi (%)	84.0	231.5	473.8	174.6	75.7
Özsermaye getirisi (%)	64.3	100.4	77.6	59.4	62.7
Varlık getirisi (%)	-	-	-	-	-

Kaynak: Tofaş; TEB Yatırım Hesaplamaları

Finansal tablolar

Tofaş

Nakit akım tablosu (Milyon TL)	2021	2022	2023T	2024T	2025T
Net Kar	3,281	8,562	12,305	13,623	19,506
Amortisman	1,199	1,519	1,198	1,343	5,344
Azınlık payları	-	-	-	-	-
Diğer nakit dışı düzeltmeler	-	-	-	-	-
İşletme sermayesindeki değişim	(1,220)	1,539	5,749	6,997	14,942
Operasyonel nakit akışı	3,260	11,620	19,252	21,963	39,792
Duran varlık harcamaları - bakım	-	-	-	-	-
Duran varlık harcamaları - yeni	(1,122)	(962)	(6,779)	(29,088)	(13,232)
Yatırım gelirleri	-	-	-	-	-
Diğer yatırımlar	-	-	-	-	-
Yatırım faaliyetlerinden nakit akışı	(1,122)	(962)	(6,779)	(29,088)	(13,232)
Temettü ödemeleri	(1,500)	(3,200)	(3,200)	(8,613)	(8,174)
Özkaynak finansmanı	0	0	0	0	0
Borç finansmanı	1,305	500	(750)	10,250	3,250
Diğer finansman gelirleri (giderleri)	-	-	-	-	-
Finansman faaliyetlerinden nakit akışı	(195)	(2,700)	(3,950)	1,637	(4,924)
Durdurulan faaliyet nakit akışı	-	-	-	-	-
Diğer düzeltmeler	(1,979)	(153)	(1,269)	(4,899)	(12,923)
Net diğer düzeltmeler	(1,979)	(153)	(1,269)	(4,899)	(12,923)
Toplam nakit akışı	(36)	7,804	7,254	(10,388)	8,713
Serbest nakit akışı (Firma)	2,138.08	10,657.56	12,472.96	(7,125.31)	26,559.72
Serbest nakit akışı (Özkaynak)	(478.69)	3,046.67	1,930.82	3,714.06	(4,749.69)

Hisse başına (TL)

Hisse başına serbest nakit akımı (Firma)	4.28	21.32	24.95	(14.25)	53.12
Hisse başına serbest nakit akışı	(0.96)	6.09	3.86	7.43	(9.50)
Hisse başına nakit akışı	8.96	20.16	27.00	29.93	49.70

Bilanço (Milyon TL)

Maddi duran varlıklar (Brüt)	1,904	1,741	6,045	25,483	33,105
Eksi: birikmiş amortisman	-	-	-	-	-
Maddi duran varlıklar (Net)	1,904	1,741	6,045	25,483	33,105
Maddi olmayan duran varlıklar (Net)	1,921	1,513	839	2,116	10,423
Uzun vadeli finansal yatırımlar	3,451	3,692	5,014	9,911	12,730
İştirak yatırımları	-	-	-	-	-
Nakit ve nakit benzeri	4,215	12,019	19,273	8,885	17,598
Ticari alacaklar	7,143	14,956	26,090	69,166	81,354
Stoklar	2,379	3,260	8,156	22,554	32,542
Diğer kısa vadeli varlıklar	2,432	3,150	5,495	14,182	14,764
Toplam dönen varlıklar	16,170	33,385	59,015	114,787	146,258
Diğer uzun vadeli varlıklar	28	44	44	44	44
Toplam Varlıklar	23,473	40,375	70,957	152,341	202,560
Ana ortağa ait özkaynak	5,743	11,314	20,419	25,428	36,760
Kontrol gücü olmayan paylar	0	0	0	0	0
Toplam Özkaynak	5,743	11,314	20,419	25,428	36,760
Uzun vadeli finansal borçlar	3,621	1,889	889	10,889	13,889
Diğer uzun vadeli yükümlülükler	351	1,104	1,104	1,104	1,104
Toplam uzun vadeli yükümlülükler	3,972	2,993	1,993	11,993	14,993
Ticari borçlar	8,768	19,002	40,782	105,252	142,370
Kısa vadeli finansal borçlar	4,138	5,071	5,321	5,571	5,821
Diğer kısa vadeli yükümlülükler	851	1,997	2,444	4,098	2,617
Toplam kısa vadeli yükümlülükler	13,758	26,069	48,546	114,921	150,808
Toplam Kaynaklar	23,473	40,376	70,957	152,341	202,561
Net işletme sermayesi	(1,803)	(4,703)	(8,804)	(9,019)	(22,148)
Yatırılmış sermaye	5,500	2,287	3,138	28,535	34,154

Hisse başına (TL)

Hisse başına defter değeri	11.49	22.63	40.84	50.86	73.52
Hisse başına maddi defter değeri	7.65	19.60	39.16	46.62	52.67

Finansal sağlık

Net borç/Özkaynak(%)	61.7	(44.7)	(64.0)	29.8	5.7
Net borç/Toplam kaynaklar (%)	15.1	Neg.	Neg.	5.0	1.0
Cari oran (x)	1.2	1.3	1.2	1.0	1.0
Nakit akışı faiz karşılama (x)	2.0	9.9	n/m	3.5	4.4

Kaynak: Tofaş; TEB Yatırım Hesaplamaları



Uyarı Notu

Burada yer alan tüm bilgiler ve görüşler yatırımcıları bilgilendirmek amacıyla TEB Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("TEB Yatırım") tarafından işbu rapor tarihi itibarıyla hazırlanmış olup, önceden bildirimde bulunmaksızın değiştirilebilir. TEB Yatırım, bu dokümanda yer alan bilgileri mümkün olduğunca güncel kaynaklardan derlemiş olmakla birlikte, söz konusu bilgilerin doğru ve tam olduğunu taahhüt etmemekte ve güvenilir olduğunu iddia etmemektedir. TEB Yatırım, dokümandaki bilgiler hazırlanırken yararlanılan ve kullanılan kaynaklardaki hata ve eksikliklerden ve dokümanın içeriğindeki bilgilerin kullanılması sonucunda üçüncü kişilerin uğrayabilecekleri doğrudan ve/veya dolaylı zararlardan, kar yoksunluğundan, manevi zararlardan sorumlu tutulamaz. Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmakta olup finansal bilgi ve genel yatırım tavsiyesi kapsamında hazırlanmıştır ve hiçbir şekilde 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. Dolayısıyla burada bahsedilen sermaye piyasası araçlarına ilişkin herhangi bir yatırım kararını, kendi özel yatırım amaçlarınız ve mali durumunuzu göz önünde bulundurarak, kendi araştırmalarınızı ve bağımsız danışmanlarınızdan aldığınız tavsiyeleri temel alarak vermeniz önerilmektedir. Ayrıca Yatırım Danışmanlığı Hizmeti almak isteyen yatırımcıların, TEB Yatırım ile Yatırım Danışmanlığı Sözleşmesi imzalamış ve Yerindelik Testi yapmış olmaları gerekmektedir.

Burada yer alan hiçbir bilgi TEB Yatırım veya başka bir şirket tarafından veya onlar adına her hangi bir kimseye, her hangi bir sermaye piyasası aracının alınması veya satılması yönünde her hangi bir icap veya davet teşkil etmez.

Burada bahsedilen yatırım araçlarının fiyat ve değerleri doğrudan veya dolaylı olarak (döviz kurlarındaki değişiklikler, piyasa eğilimleri, getirinin istikrarsız olması...vs sebeplerle) yatırımcıların menfaatlerine aykırı olarak artabilir veya azalabilir ve bu durum yatırımcıların yatırdıkları anaparada kayba yol açabilir. Raporla belirtilen geçmiş performans, gelecekte elde edilecek sonuçların bir garantisi olarak kabul edilemez.

Bunlarla birlikte, muhtelif zamanlarda, TEB Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin, ortaklarının, iştiraklerinin ve işbu kapsamdaki yöneticilerinin, yetkililerinin, çalışanlarının veya temsilcilerinin, doğrudan veya dolaylı olarak, raporda bahsi geçen işlemler, menkul kıymetler veya emtialar üzerinde pozisyonları bulunabilir veya farklı nedenlerle ilgi ve ilişkileri bulunabilir. Ayrıca yine, TEB Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ortakları, çalışanları, yöneticileri ve bunlarla doğrudan ve dolaylı olarak ilişkileri bulunan istihdam ilişkisi doğuracak bir sözleşme çerçevesinde veya herhangi bir sözleşme olmaksızın çalışan ve tavsiyenin hazırlanmasına katılan tüm gerçek veya tüzel kişiler ile müşterileri arasında önlenemeyen çıkar çatışması ve objektifliği etkilemesi muhtemel nitelikte ilişkiler doğabilir. Bu hallerde, TEB Yatırım Menkul Değerler A.Ş. internet sitesinde yer alan Çıkar Çatışması Politikası uyarınca hareket eder.

TEB Yatırım Araştırma analistleri zaman zaman raporun konusu inceleme kapsamına giren şirket ziyaretleri gerçekleştirmektedir. Bu ziyaretler bağılı olarak analistlerin masraflarının şirket tarafından üstlenmesi ya da ziyaretin analistlere ödenmek üzere maddi bir karşılığa istinaden gerçekleştirilmesi anılan Çıkar Çatışması Politikası tarafından yasaklanmaktadır.

İşbu dokümanın bütün hakları TEB Yatırım'ın münhasır mülkiyetinde olup, hiçbir bölümü TEB Yatırım'ın yazılı izni olmaksızın kısmen veya tamamen kopyalanamaz, çoğaltılamaz, değiştirilemez veya üçüncü kişilere dağıtılamaz. Aksi halde, TEB Yatırım uğramış olduğu bütün zarar ve ziyarı talep etme hakkını saklı tutar. Bu doküman ABD dahil dağıtımının hukuka ve ilgili mevzuata aykırı olduğu hiçbir ülkede yayımlanamaz veya dağıtılamaz.