

TOFAŞ

Endekse Paralel Getiri

4Ç Telekonferans İzlenimleri: Stellantis beklentileri devam ediyor...

14 Şubat 2025

Tofaş'ın 4. çeyrek analist toplantısı bizim görüşümüze göre nötr-hafif pozitif arasındaydı. Beklediği üzere, olası Stellantis-Türkiye birleşmesi veya Egea-yerine geçecek yeni model üretimi için henüz net bir takvim olmamakla birlikte şirketin olumlu sonuç(lar) için çalışmalarına devam ettiğini anlıyoruz. 4. çeyrekten sonra 2025T'nin daha düşük bazıyla 2026T vergi öncesi kar (PBT) tahminimizi -%12 azaltıyoruz. Bununla birlikte 12-aylık hedef fiyatımızı üç ay öteliyoruz ve kur etkisi dahil nette, hedef fiyatımızı TL223,70'ten TL230,10'a hafifçe yükseltiyoruz. Endekse Paralel Getiri önerimizi koruyoruz.

Toplantının öne çıkan noktaları: 1) Tofaş, Rekabet Kurulu'nun Stellantis-Türkiye birleşmesine olası onayının son aşamada olabileceğini yineledi. Yönetim, onaylandıktan sonra birleşmeyi bir ay içinde kapatmayı planlıyor. 2) Tofaş, 2Y24'ün ihracatta "dip" olabileceğini düşünüyor, bu da bize 2025'ten sonra Egea'nın yerine yeni bir model geleceği konusundaki inancımızı güçlendiriyor. 3) Gelen sorular üzerine şirket, ana paydaşların %40 kapasite kullanımının sürdürülebilir olmadığını farkında olduğunu belirtti (bu yüzden Egea üretimini -belirli pazarlar için- uzatılmasının ihtimaller arasında olabileceğine inanıyoruz). 4) Stellantis'teki son yönetici değişikliği Tofaş özelinde yeni projelerin gerçekleşmesini riske atmıyor - tersine yeni CEO Elkann'ın Tofaş ve Koç ailesiyle yakın geçmişi olumlu bir duruma işaret ediyor). 5) 2Y24'de ticari borçlardaki bozulma, üretimin ithalatla yer değiştirmesinin bir sonucuydu - K0 (Scudo) üretimi arttıkça bunun normale dönmesi bekleniyor. 6) İhracat birim gelirlerindeki (EUR) çeyreklik bazda %40'tan fazla artış, kısmen K0'ın olumlu katkısını yansıtır. 7) Enflasyon muhasebesinin temettü ödemesi üzerinde önemli bir olumsuz etki yaratması beklenmiyor. 8) İhracat tahminlerimizin biraz altında kalan 2025 şirket beklentisi, muhafazakar bir bütçeden ziyade, adil varsayımlara dayanıyor.

Hedef fiyatımız 4Ç'deki düşük marje rağmen hafifçe yukarı çekiyoruz: 2025'in bir geçiş yılı olacağı için Tofaş'ta 2026+ görünümüne dayalı, senaryo odaklı bir değerlendirme modeli kullanmaya devam ediyoruz. Bununla birlikte, şirketin ilk 2025T izlenimlerinde düşük bir eşik PBT göz önüne alındığında (>%5), PBT'25 marjına daha temkinli bir bakış açısıyla yaklaşıyoruz ve beklentimizi %10'dan %7,5'e düşürüyoruz. Yeni K0'ın satış karışımına tam olarak katkıda bulunmasıyla marj toparlanmasının 2026'da devam etmesini bekliyoruz. Temel senaryomuz, 2025'ten sonra yıllık 100bin kapasiteli Egea (veya benzeri) modelinin 150m EUR'luk artımlı sermaye harcamasıyla devam edeceğini varsayıyor.

Şu anda revize edilmiş tahminlerimizle birlikte hisseler 2025T F/K 10,6x, 2026T için 6,3x'dan işlem görüyor. 4Ç ve toplantının ardından 2025T konsensüs karlarının %15 düşebileceğine düşünüyoruz. Tofaş, Koç Holding için NAV tahminimizin %7'sini oluşturmaktadır.

Fiyat

Son Kapanış (TL)	205.90
Mevcut Piyasa Değeri (TLmn)	102,950
12 Aylık Hedef Fiyat (TL/Hisse)	230.10
12 Aylık Hedef Piyasa Değeri (TLmn)	115,050
12 Aylık Getiri Potansiyeli (TL)	12%
Temettü Verimi	5%

Finansal Veriler (TL mn)	2023	2024	2025E	2026E
Net Satışlar	127,601	120,267	152,494	202,746
% değişim		-6	27	33
FAVÖK	19,667	9,280	10,434	19,542
% değişim		-53	12	87
Net Kâr	15,083	5,221	9,742	16,296
% değişim		-65	87	67

Marjlar (%)	2023	2024	2025E	2026E
FAVÖK Marjı	15.4	7.7	6.8	9.6
Net Marj	11.8	4.3	6.4	8.0
Brüt Temettü Verimi	4%	10%	5%	8%
Çarpanlar	2023	2024	2025E	2026E
F/K (TL, x)	7.5	23.9	10.6	6.3
FD/FAVÖK (TL, x)	5.1	14.3	10.8	5.6
Net Borç/Favök (x)	-0.7	0.9	1.0	0.3
Özsermaye Karlılığı (%)	40.9	11.1	18.8	27.0

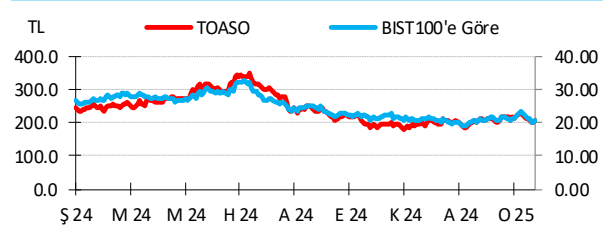
Hisse Verisi

Hisse Kodu	TOASO.IS	TOASO TI
Sektör		Otomotiv
Hisse Sayısı (mn)		500
3A Ort. İşlem Hacmi (mn)		US\$38.8
52 Haftalık Aralık	TL179.80 -	TL350.50

Piyasa Verisi

BIST-100	9,915
TL/US\$	36.0448

Fiyat Grafiği



Performans	1AY	3AY	YBB	Yıllık %
TL Nominal Getirisi	-3%	5%	6%	-11%
BIST-100'e Göre	-5%	0%	-20%	-19%

Ortaklık Yapısı

Stellantis	38.0%
Koç Holding	38.0%
Halka Açık Paylar ve Diğerleri	24.0%

Onur Müminoğlu
omuminoglu@terayatirim.com
 Tel: +90 212 365 1000

Derecelendirme	Tanım
Endeks Üstü Getiri	Analist, hisse senedinin önümüzdeki 12 ayda BIST-100 endeksinin üzerinde getiri sağlayacağını öngörüyor.
Endekse Paralel Getiri	Analist, hisse senedinin önümüzdeki on iki ayda BIST-100 endeksine paralel bir getiri elde etmesini bekliyor.
Endeks Altı Getiri	Analist, hisse senedinin önümüzdeki 12 ayda BIST-100 endeksinin altında bir getiri elde etmesini bekliyor.

"Bu raporda yer alan bilgiler halka açık kaynaklardan veya Tera Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından güvenilir addedilen diğer kaynaklardan derlenmiş olup genel bilgilendirme amacıyla hazırlanmıştır. Tera Yatırım Menkul Değerler A.Ş. nin rapor tarihinden sonra, söz konusu bilgi ve görüşlerde meydana gelebilecek değişikliklerden yatırımcıları haberdar etme yükümlülüğü bulunmamaktadır. Bu raporun içeriğinde yer alan herhangi bir bilgi, kesinlik, doğruluk veya eksiksizlik garanti etmediği gibi 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 yorum ve tavsiyede bulunanların genel nitelikte kişisel görüşlerine dayanmakta olup herhangi bir yatırım aracının alım-satım önerisi ya da getiri vaadi olarak yorumlanmamalıdır. 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. Ortaya çıkabilecek sonuçlardan dolayı Tera Yatırım ile bağlı kuruluşları, görüş sahipleri, çalışanları, yöneticileri ve ortakları sorumlu tutulamaz."