

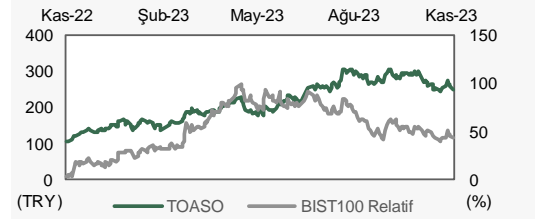
HEDEF FİYAT	314.94 TL
KAPANIŞ	247.00 TL
GETİRİ	+27.5%
ÖNCEKİ HF	358.50 TL
HF DEĞİŞİM	-12.15%

Geçiş dönemine girildi

- Hedef fiyatımızı TRY314,94'e düşürüp, tavsiyemizi TUT yapıyoruz**
 TOASO için tavsiyemizi Al'dan TUT'a indirirken, hedef fiyatımızı TRY314,94'e düşürüyoruz (önceki: TRY358,50). TOASO'nun 2024'teki yurt içi oto pazarındaki yavaşlamadan en fazla etkilenecek şirketler arasında olduğuna inanıyoruz. Stellantis Otomotiv satın alımıyla, şirketin yurt içindeki pazar payı artacak. Ancak 2023'te pazara giriş yapan elektrikli araçlar ve Çin markalarının artan etkisi, birleşmiş Stellantis operasyonlarının son iki aydaki pazar payının, üç yıllık ortalamaların altına inmesine sebep oldu. Önümüzdeki dönemde Stellantis satın alması ve artan yatırım harcamaları şirketin borçluluğunu artıracak. Diğer yandan, şirketin yatırım getirileri ancak 2025 yılında Bursa fabrikası tam kapasiteye ulaştınca yükselebilecek. Piyasanın şirketin güçlü ve verimli üretim kapasitesine ancak 2025'ten sonra değer atfedeceğini düşünüyoruz. Bu sebeple, 2024 F/K'sı 7,9x olan ve en yakın rakibi FROTO'ya göre %75 primli işlem gören TOASO için tavsiyemizi TUT'a indiriyoruz.
- Yeni yatırım süreci başladı, ancak detaylar hala belirsiz**
 TOASO, bu yılın başlarında Stellantis'in orta boy ticari aracı olan yeni K0 projesini duyurdu. Yeni aracın, Mayıs 2023'te üretimine son verilen Fiat'ın sevilen modeli Doblo'nun boşluğunu doldurması bekleniyor. Yeni modelin Doblo'ya göre daha iyi hacimlere ulaşmasını ve daha yüksek nominal FAVÖK yaratmasını bekliyoruz. Modelin, TOASO'yu 2025 yılından itibaren yeniden önde gelen bir ticari araç üreticisi haline getirmesi bekleniyor. O zamana kadar TOASO, ticarilerden daha düşük FAVÖK katkısı üreten, daha az popüler bir binek otomobil portföyüne sahip olacak.
- Stellantis Otomotiv ile Türkiye'nin payı artacak**
 TOASO'nun Stellantis Otomotiv'i (Türkiye'deki Peugeot, Citroen, Opel ve DS markaları distribütörü) satın almasıyla ilgili uzun zamandır beklenen anlaşma 2023 yılı sonuna kadar tamamlanacak. 2024'te düşen FAVÖK marjı varsayımlarımız altında bile bu birleşmenin TOASO için değer katan bir gelişme olduğuna inanıyoruz. TOASO, yıllık 300 binin üzerinde satışla, 2024'te bir önceki yıla göre %25 daralmasını beklediğimiz Türkiye hafif araç pazarına liderlik edecek.
- FROTO'ya göre primli işlem görüyor**
 TOASO Bloomberg beklentilerine göre 6,1x 2024 F/K'sı ile işlem görüyor. Bizim tahminimiz olan 7,9x ise şirketin son yedi yıllık ortalama çarpanına paralel seviyededir. TOASO'nun borçluluğunun artacağını düşündüğümüzde, Bloomberg tahminlerinin bizim beklentilerimize yakınsayacağını tahmin ediyoruz.

Hisse Detayları

Milyon TL	2022	2023T	2024T	2025T
Net satışlar	65,545	99,158	223,938	357,383
VAFÖK	11,270	16,421	26,008	38,945
Net kar	8,562	16,771	15,667	20,186
Kar marjı (%)	13.1	16.9	7.0	5.6
VAFÖK marjı (%)	17.2	16.6	11.6	10.9
Satış büyümesi (%)	120.8	51.3	125.8	59.6
F/K (x)	14.4	7.4	7.9	6.1
FD/VAFÖK (x)	10.5	6.5	5.8	4.4
PD/DD (x)	10.9	5.0	4.3	3.1
Net borç/VAFÖK (x)	(0.4)	(1.0)	1.1	1.2
Net borç/Özsermaye (x)	(0.4)	(0.6)	1.0	1.2
Özsermaye verimliliği (%)	100.4	92.7	58.4	59.0



Hisse performansı	1 Ay	3 Ay	12 Ay
Mutlak getiri (%)	(11.8)	(17.9)	134.3
BIST100 relatif getiri (%)	(5.4)	(16.3)	37.9
Son kapanış fiyatı	247.00		
12 Aylık yüksek/düşük	316.60/104.27		
Piyasa değeri (Milyon TL)	123,500		
3 Aylık ortalama hacim (Milyon TL)	1,640.8		
Halka açıklık (%)	24.0		
Hisse sayısı (Milyon)	500		
Pazar	Yıldız Pazar		

Kaynaklar: Tofaş, TEB Yatırım Hesaplamaları

Finansal tablolar

Tofaş

Gelir Tablosu (Milyon TL)	2021	2022	2023T	2024T	2025T
Net Satışlar	30,513	66,793	99,158	223,938	357,383
Satışların Maliyetleri	(24,685)	(54,474)	(78,780)	(185,687)	(306,569)
Brüt kar (zarar)	5,828	12,319	20,377	38,252	50,815
Diğer operasyonel gelirler	0	0	0	0	0
Operasyonel giderleri	(1,233)	(2,568)	(4,851)	(13,146)	(16,486)
VAFÖK	5,794	11,270	16,421	26,008	38,945
Amortisman	(1,199)	(1,519)	(895)	(902)	(4,616)
Şerefiye amortismanı	0	0	0	0	0
Ana operasyonel gelir (zarar)	4,595	9,751	15,526	25,106	34,329
Net finansman maliyetleri	(622)	(452)	4,111	(7,495)	(5,240)
Özkaynak yöntemiyle değerlendirilen kar (zarar)	-	-	-	-	-
Tekrarlanan faaliyet harici gelirler (giderler)	(461)	(737)	(1,983)	(1,120)	(7,148)
Tek seferlik faaliyet harici gelirler (giderler)	0	0	0	0	0
Vergi öncesi kar (zarar)	3,512	8,562	17,654	16,491	21,941
Vergi geliri (gideri)	(231)	(0)	(883)	(825)	(1,755)
Vergi sonrası kar (zarar)	3,281	8,562	16,771	15,667	20,186
Azınlık payları	-	-	-	-	-
Rüçhanlı temettü	0	0	0	0	0
Diğer paylar	0	0	0	0	0
Ana ortaklık payları	3,281	8,562	16,771	15,667	20,186
Durdurulan faaliyet gelirleri (giderleri)	0	0	0	0	0
Tekrarlanan ana ortaklık payları	3,281	8,562	16,771	15,667	20,186

Hisse başına (TL)

Tekrarlanan hisse başına kar	6.56	17.12	33.54	31.33	40.37
Hisse başına kar	6.56	17.12	33.54	31.33	40.37
Hisse başına temettü	6.40	6.40	23.48	18.80	24.22
Hisse sayısı (bin)	500	500	500	500	500

Yıllık değişim

Net satışlar (%)	27.2	118.9	48.5	125.8	59.6
VAFÖK (%)	91.5	94.5	45.7	58.4	49.7
Ana operasyonel gelir (%)	102.7	112.2	59.2	61.7	36.7
Tekrarlanan net kar (%)	83.9	160.9	95.9	(6.6)	28.8
Net kar (%)	83.9	160.9	95.9	(6.6)	28.8

Operasyonel performans

Brüt kar marjı (%)	19.1	18.4	20.6	17.1	14.2
VAFÖK marjı (%)	19.0	16.9	16.6	11.6	10.9
Ana operasyonel gelir marjı (%)	15.1	14.6	15.7	11.2	9.6
Kar marjı (%)	10.8	12.8	16.9	7.0	5.6
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	3.2	5.2
Stok gün sayısı	28.9	18.9	30.5	29.6	31.1
Ticari borç gün sayısı	75.6	60.4	64.0	70.9	89.1
Ticari alacak gün sayısı	120.2	93.0	117.5	101.6	112.9
Operasyonel kullanılan sermaye getirisi (%)	n/a	n/a	n/a	140.0	80.1
Kullanılan sermaye getirisi (%)	84.0	231.5	386.3	92.8	46.3
Özsermaye getirisi (%)	64.3	100.4	92.7	58.4	59.0
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	16,771	15,667	20,186
Amortisman	1,199	1,519	895	902	4,616
Azınlık payları	-	-	-	-	-
Diğer nakit dışı düzeltmeler	-	-	-	-	-
İşletme sermayesindeki değişim	(1,220)	1,539	1,197	(17,659)	(5,767)
Operasyonel nakit akışı	3,260	11,620	18,863	(1,090)	19,035
Duran varlık harcamaları - bakım	-	-	-	-	-
Duran varlık harcamaları - yeni	(1,122)	(962)	(2,536)	(30,840)	(14,185)
Yatırım gelirleri	-	-	-	-	-
Diğer yatırımlar	-	-	-	-	-
Yatırım faaliyetlerinden nakit akışı	(1,122)	(962)	(2,536)	(30,840)	(14,185)
Temettü ödemeleri	(1,500)	(3,200)	(3,200)	(11,740)	(9,400)
Özkaynak finansmanı	0	0	0	0	0
Borç finansmanı	1,305	500	(750)	30,500	25,500
Diğer finansman gelirleri (giderleri)	-	-	-	-	-
Finansman faaliyetlerinden nakit akışı	(195)	(2,700)	(3,950)	18,760	16,100
Durdurulan faaliyet nakit akışı	-	-	-	-	-
Diğer düzeltmeler	(1,979)	(153)	(2,244)	(163)	(13,723)
Net diğer düzeltmeler	(1,979)	(153)	(2,244)	(163)	(13,723)
Toplam nakit akışı	(36)	7,804	10,133	(13,332)	7,226
Serbest nakit akışı (Firma)	2,138.08	10,657.56	16,327.27	(31,929.16)	4,849.59
Serbest nakit akışı (Özkaynak)	(478.69)	3,046.67	955.94	11,576.95	(4,323.42)

Hisse başına (TL)

Hisse başına serbest nakit akımı (Firma)	4.28	21.32	32.65	(63.86)	9.70
Hisse başına serbest nakit akışı	(0.96)	6.09	1.91	23.15	(8.65)
Hisse başına nakit akışı	8.96	20.16	35.33	33.14	49.60

Bilanço (Milyon TL)

Maddi duran varlıklar (Brüt)	1,904	1,741	3,075	24,214	32,910
Eksi: birikmiş amortisman	-	-	-	-	-
Maddi duran varlıklar (Net)	1,904	1,741	3,075	24,214	32,910
Maddi olmayan duran varlıklar (Net)	1,921	1,513	1,513	1,820	10,618
Uzun vadeli finansal yatırımlar	3,451	3,692	4,553	7,870	11,417
İştirak yatırımları	-	-	-	-	-
Nakit ve nakit benzeri	4,215	12,019	22,152	8,821	16,047
Ticari alacaklar	7,143	14,956	19,832	67,182	107,215
Stoklar	2,379	3,260	9,916	20,154	32,164
Diğer kısa vadeli varlıklar	2,432	3,150	5,132	11,589	12,901
Toplam dönen varlıklar	16,170	33,385	57,031	107,746	168,327
Diğer uzun vadeli varlıklar	28	44	44	44	44
Toplam Varlıklar	23,473	40,375	66,216	141,693	223,316
Ana ortağa ait özkaynak	5,743	11,314	24,885	28,812	39,597
Kontrol gücü olmayan paylar	0	0	0	0	0
Toplam Özkaynak	5,743	11,314	24,885	28,812	39,597
Uzun vadeli finansal borçlar	3,621	1,889	889	25,889	45,889
Diğer uzun vadeli yükümlülükler	351	1,104	1,104	1,104	1,104
Toplam uzun vadeli yükümlülükler	3,972	2,993	1,993	26,993	46,993
Ticari borçlar	8,768	19,002	31,730	71,660	117,936
Kısa vadeli finansal borçlar	4,138	5,071	5,321	10,821	16,321
Diğer kısa vadeli yükümlülükler	851	1,997	2,288	3,408	2,469
Toplam kısa vadeli yükümlülükler	13,758	26,069	39,339	85,889	136,726
Toplam Kaynaklar	23,473	40,376	66,216	141,694	223,317
Net işletme sermayesi	(1,803)	(4,703)	(4,460)	13,036	15,554
Yatırılmış sermaye	5,500	2,287	4,724	46,983	70,543

Hisse başına (TL)

Hisse başına defter değeri	11.49	22.63	49.77	57.62	79.19
Hisse başına maddi defter değeri	7.65	19.60	46.74	53.98	57.96

Finansal sağlık

Net borç/Özkaynak(%)	61.7	(44.7)	(64.1)	96.8	116.6
Net borç/Toplam kaynaklar (%)	15.1	Neg.	Neg.	19.7	20.7
Cari oran (x)	1.2	1.3	1.4	1.3	1.2
Nakit akışı faiz karşılama (x)	2.0	9.9	0.2	6.7	2.9

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. Raporada 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 bağlı 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.