

Türkiye Otomotiv Sektörü

Türkiye Otomotiv Pazarı, i) düşük faiz oranları, ii) bir kesim tüketicilerin enflasyona karşı koruma sağlama amaçlı araç alımı, iii) 2018'den bu yana potansiyelinin altında gerçekleşen satış hacimleriyle 9A23'te 858 bin adetlik rekor bir satış performansı sergiledi. Yılın geri kalanında, sıkı para politikası yönünde atılan adımların ardından sektör satış büyümesinde yavaşlama öngörüyoruz. Ayrıca, son dönemde TL'de yaşanan değer kaybından sonra enflasyon/kur artışına karşı yatırım aracı olarak otomobil alımlarının çekiciliğinin bir miktar azaldığını düşünüyoruz. 2023 yılı için toplamda 1,15 milyon araç satışı öngörüyoruz. 2024 için ise bu aşamada ihtiyatlı kalmayı tercih ederek satışların 800 bin seviyelerine gerilemesini bekliyoruz. Ancak 2024'te devam etmesini beklediğimiz ertelenmiş talep, bir süredir düşük seyreden filo alımlarında toparlanma ve ikinci el ile sıfır araç fiyatlarının hala yakın seyretmesi gibi nedenlerle bu varsayımımızın yukarı yönlü potansiyel taşıdığını düşünüyoruz.

İhracatçılar açısından bakıldığında Avrupa pazarı, 2020'den itibaren yaşanan parça bulunabilirliğinin üretimde yarattığı sorunların azalmasıyla binek araçta ilk 8 ayda %18 ve hafif ticari araçta %5 arttı. Buna karşın, satışlar 2019'da gördüğümüz zirvelerin hala altında seyrediyor. Buna göre, sektörde hala karşılanmayan talep olduğunu söyleyebiliriz. Dolayısıyla Avrupa'da resesyon endişelerine rağmen otomobil talebinde 2024'te ciddi bir gerileme yaşanmayabilir.

Araştırma kapsamımızdaki FROTO ve TOASO için analist değişikliği nedeniyle öneri ve hedef fiyatlarımızı güncelliyoruz.

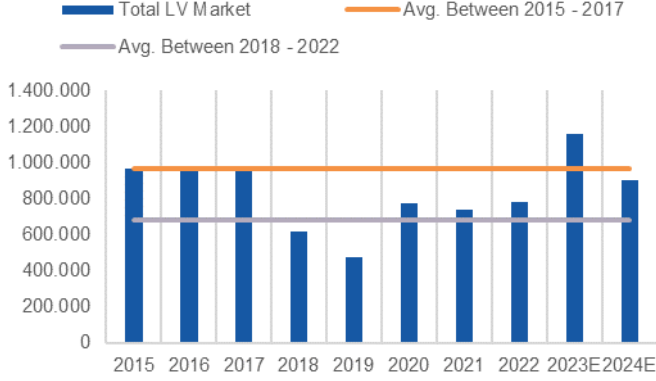
- Ford Otosan (FROTO TI, AL, Hedef Fiyat: 1.310 TL):** Şirket için 1.310 TL (45,3 Euro) 12 aylık hedef fiyat ile AL önerisinde bulunuyoruz. Şirketin satış hacimlerindeki güçlü ivmenin senenin geri kalanında da devam edeceğini tahmin ediyoruz. Toplam satışlar içinde Türkiye'nin payının %19 gibi düşük bir seviyede olmasını dikkate alarak, talepte olası bir geri çekilmede şirketin karlılığında ciddi bir gerileme beklemiyoruz. Dolayısıyla bu yıl, VAFÖK marjının %10,9 gibi sağlam seviyede kalacağını hesaplıyoruz. Önümüzdeki yıllarda, VW'nin yeni ticari aracının üretimine başlanması, Ford Custom tarafında kapasite artırımı ve Ford Courier'nin Craiova fabrikasına devriyle büyüme görünümünün güçlü kalmasını bekliyoruz. Şirketin, Avrupa otomobil pazarında kapasite genişlemelerinin ardından artacak olan ağırlığı, yüksek ve sürdürülebilir ROIC rasyosuna olanak tanıyan başarılı sermaye tahsisi ve sağlam iş modeli sayesinde BIST100'de en dikkat çeken büyüme hikâyelerinden biri olduğuna inanıyoruz.
- Tofaş (TOASO TI, AL, Hedef Fiyat: 422 TL):** Tofaş'ı AL önerimiz ve hisse başına 422 TL hedef fiyatımızla araştırma kapsamımızda tutmaya devam ediyoruz. Her ne kadar önümüzdeki aylarda yurt içi pazarda büyümenin düşmesini beklesek de Stellantis Otomotiv'in satın alınması ve K0 modelinin üretim çalışmalarına başlanmasıyla şirketin kısa ve orta vadeli görünümü için hala iyimseriz. Buna göre 2024 yılı için Stellantis Otomotiv'den %46 oranında net satış katkısı bekliyoruz. Dolayısıyla 2024'te yurt içi otomobil piyasasına yönelik daha temkinli kalsak da, şirketin önümüzdeki üç yıl içinde cirosunu ortalama %25 Avro ve karını %18 attıracağını tahmin ediyoruz. Sağlam bilançosu (9,0 milyar TL net nakit), yüksek yatırım getirisi (2023e-2025e ortalama: %70) ve dirençli büyüme görünümü göz önüne alındığında, mevcut fiyat seviyelerini hisse senedi için iyi bir giriş noktası olarak görüyoruz.

YKY Araştırma					
Şirket	Sembol	Öneri	Hedef Fiyat	Güncel Fiyat	Potansiyel %
Ford Otosan	FROTO AL		1.310	897	46%
Tofaş	TOASO AL		422	287	47%

Değerleme Çarpanları	FROTO		TOASO	
	2023T	2024T	2023T	2024T
P/E	8,5	6,5	7,9	5,6
EV/EBITDA	8,7	6,5	7,4	4,9
EV/Sales	0,9	0,6	1,2	0,6

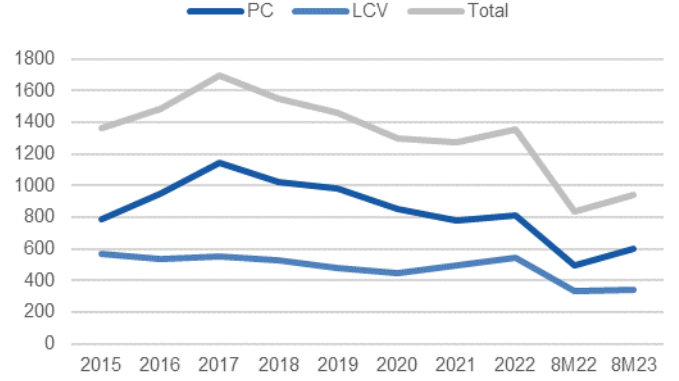
Kutluhan Murat Bulut
murat.bulut@ykyatirim.com.tr
+90 212 319 83 66

Şekil 1: Otomotiv satışları farklı sebeplerle rekor yükseldi (milyon, araç)



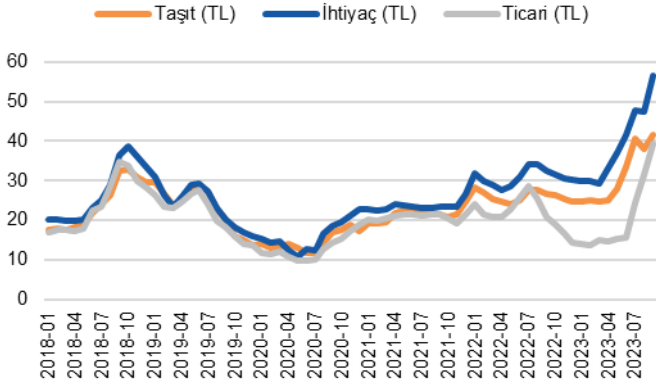
Kaynak: ACEA, YKY Araştırma

Şekil 2: Üretim, tedarik sorunlarının iyileşmesiyle yıllık %13 arttı (milyon, araç)



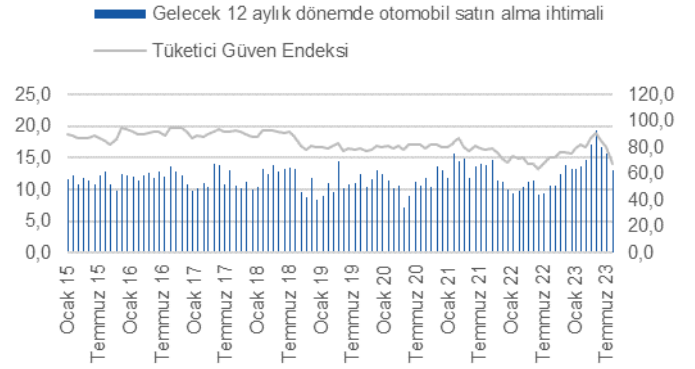
Kaynak: OSD, YKY Araştırma

Şekil 3: Kredi faizleri yükseliyor (%)



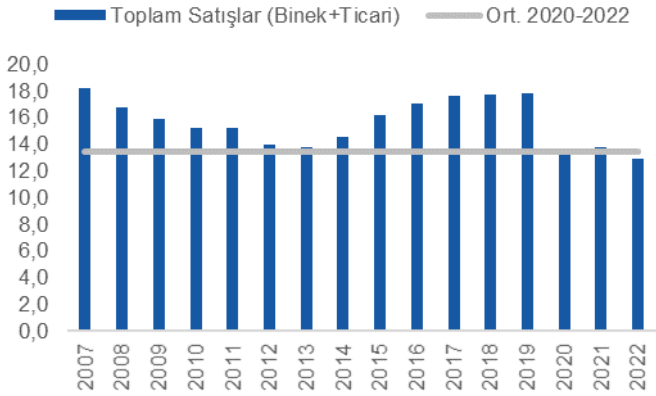
Kaynak: TCMB, YKY Araştırma

Şekil 4: Tüketici güveni düşüş eğiliminde



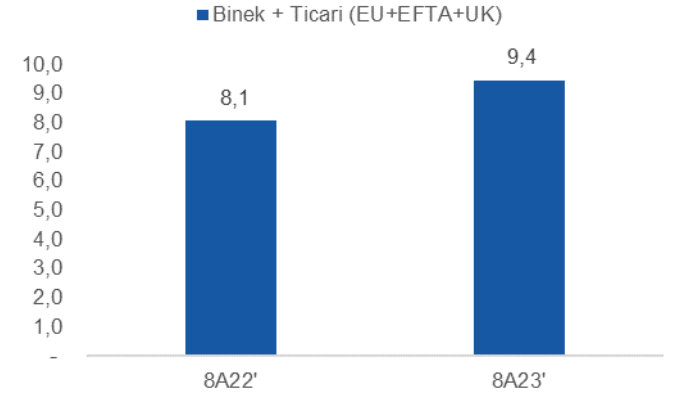
Kaynak: TÜİK, YKY Araştırma

Şekil 5: Avrupa'da satışlar geçtiğimiz yıllarda düşük seyretmişti



Kaynak: ACEA, YKY Araştırma

Şekil 6: Ertelenen talep sebebiyle 2023'de satışlar yıllık 17% yükseldi



Kaynak: ACEA, YKY Araştırma

Araştırma Kapsamımızdaki Şirketlere Dair Görünüm

Ford Otosan					Tofas				
Sembol	FROTO				TOASO				
Öneri	AL				AL				
Fiyat (TL)	897				287,1				
Hedef Fiyat (TL)	1310				422				
Potansiyel %	46%				47%				
Piyasa Değeri (milyon, TL)	314.766				143.550				
Halka Açıklık	18%				24%				
İşlem Hacmi (milyon, TL)	1.611				1.713				
Beta	0,95				0,98				
	2022	2023T	2024T	2025T		2022	2023T	2024T	2025T
milyon, TL									
Net Satışlar	171.797	373.698	602.256	873.950		66.793	104.946	241.014	331.685
Satış Hacmi	476	660	753	902		270	260	375	430
Yurt içi	85	113	94	98		149	197	316	309
Yurt dışı	391	547	659	803		121	63	59	121
VAFÖK	19.727	40.558	56.790	78.714		11.270	17.495	29.319	40.230
% marj	11,5%	10,9%	9,4%	9,0%		16,9%	16,7%	12,2%	12,1%
VÖK	15.623	36.851	47.363	67.113		8.562	19.976	28.596	38.626
% marj	9,1%	9,9%	7,9%	7,7%		12,8%	19,0%	11,9%	11,6%
Net Kar	18.614	37.219	48.310	64.856		8.562	18.178	25.736	34.763
% marj	10,8%	10,0%	8,0%	7,4%		12,8%	17,3%	10,7%	10,5%
	0	0	0	0		0	0	0	0
Net Borç	27.804	36.244	55.454	72.008		-5.059	-13.722	184	-2.017
Net Borç/VAFÖK	1,4	0,9	1,0	0,9		-0,4	-0,8	0,0	-0,1
Net Borç/Özkaynak	1,3	0,7	0,7	0,7		-0,4	-0,5	0,0	0,0
ROE	118%	97%	72%	73%		100%	92%	72%	71%
ROIC	39%	55%	45%	48%		143%	88%	57%	65%
SNA Marjı	-1%	2%	3%	4%		18%	10%	0%	8%
	2022	2023T	2024T	2025T		2022	2023T	2024T	2025T
F/K (x)	6,1	8,5	6,5	4,8		5,3	7,9	5,6	4,0
FD/VAFÖK (x)	7,1	8,7	6,5	4,9		3,5	7,4	4,9	3,5
FD/Satışlar (x)	0,8	0,9	0,6	0,4		0,6	1,2	0,6	0,4

Ford Otosan

Tam Gaz

Ford Otosan'a yönelik AL tavsiyemizi sürdürüyoruz ve 12 aylık hedef fiyatımızı 1,310 TL/hisse (EUR45.3) olarak güncelliyoruz. Şirket, 1Y23'te yurt içinde ve Avrupa'da güçlü talep ile Romanya fabrikasının satın alımının etkisiyle %69 oranında hacmen büyüdü. Satışlardaki bu güçlü ivmenin senenin geri kalanında da devam etmesini ve VAFÖK marjının da %10,9 gibi güçlü bir seviyede kalmasını öngörüyoruz. Önümüzdeki yıllarda, VW'nin yeni ticari aracının üretimine ve Ford Custom ve Courier'e ilişkin kapasite artışları sayesinde EUR bazında yıllık ortalama %26 net satış büyümesi beklemekteyiz. FROTO'nun kapasite artışlarıyla Avrupa otomotiv pazarında artan ağırlığı, yüksek ve sürdürülebilir ROIC oranına olanak tanıyan iş modeli ile BIST100'deki en dikkat çekici büyüme hikayelerinden biri olduğunu düşünüyoruz. Hisse, 2024 tahminlerimize göre 6.5x F/K ve FD/VAFÖK çarpanlarından işlem görmektedir. Bu rakamlar 5 yıllık ortalamalarına göre %17 ve %10 iskontoludur. Şirketin 2023-2025 yılları için ortalama %35 oranındaki ROIC-AOSM makasını da dikkate alarak mevcut seviyelerin yatırımcılar için fırsat sunduğunu düşünüyoruz.

- Parlak hacim görünümü:** VW'nin yeni ticari aracı, Ford Custom satışlarının başlaması ve Ford Courier üretiminin Romanya fabrikasına başarılı bir şekilde devredilmesinin ardından, önümüzdeki yıllarda satış hacmindeki görünüm canlanacaktır. Ayrıca Ford Custom, Ford Courier ve Ford Puma'nın elektrikli versiyonlarının 2024 yılında pazara sunulması da satışları destekleyebilir.
- Marjlarda ciddi bir geri çekilme beklemiyoruz:** Yurt içi otomobil pazarında 2023 yılında 1,15 milyon satış gerçekleşmesini ve bunun 2024'de 800 bin seviyelerine gerilemesini öngörmekteyiz. FROTO'nun yurtiçi satış payı %19 gibi düşük seviyelerdedir. Dolayısıyla, 2024 yılında talebin yavaşladığı olası bir durumda dahi faaliyet kârlılığında önemli bir değişiklik beklemiyoruz.
- Sağlam bilanço:** 1Y23 sonu itibarıyla net borç/VAFÖK 1,1x'e gerilemiştir. 2025 yılına kadar olan yüksek yatırım dönemine rağmen, sağlam SNA üretimiyle borçluluğun gerilemesini beklemekteyiz.

(TLmn)	2021	Δ	2022	Δ	2023T	Δ	2024T	Δ
Net satışlar	71.101	44%	171.797	142%	373.698	118%	602.256	61%
VAFÖK	9.464	79%	19.727	108%	40.558	106%	56.790	40%
Net Kar	8.801	110%	18.614	111%	37.219	100%	48.310	30%
F/K (x)	7,4		6,1		8,5		6,5	
FD/VAFÖK (x)	7,4		7,1		8,7		6,5	
FD/Satış (x)	1,0		0,8		0,9		0,6	
Hisse Başına Kar (TL)	25,1		53,0		106,1		137,7	
Temettü Verimi (*)	4,7%		5,4%		4,9%		8,9%	
Serbest Nakit Akış Verimi	0,9%		2,0%		-0,5%		2,9%	

(*) temettü verimi ödeme yılına göre

Öneri

AL

Hedef Fiyat

TL1310.00

Potansiyel Getiri

46%

Fiyat Bilgileri

Kodu	FROTO.TI / FROTO.IS
İşlem Gördüğü Pazar (*)	Yıldız Pazar
Kapanış Fiyatı	TL897.00
Piyasa Değeri (TL/US\$ mn)	314,766 / 11,435
Hisse Sayısı (mn)	350.91
Saklama Oranı	18%
3 ay ort. işlem hacmi (TL/US\$ mn)	1,620.25 / 60.30

Fiyat Aralığı (Yüksek / Düşük) (TL)

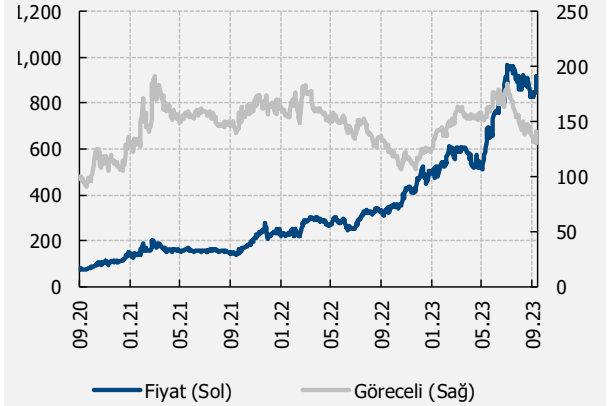
1 Aylık	918.70 / 826.20
1 Yıllık	965.00 / 323.03
Sene başından itibaren	965.00 / 447.88

Performans (TL)

Nominal

Göreceli

1 Aylık	0%	-3%
3 Aylık	12%	-20%
1 Yıllık	172%	9%
Sene başından itibaren	75%	11%



05 Ekim 2023 tarihi ile güncellenmiştir.

Göreceli performanslar BIST-100 Getiri Endeksine göre hesaplanmıştır

(*) Pazar işlem kuralları için: www.borsaistanbul.com/tr/sayfa/506/pazarlar

Kutluhan Murat Bulut
murat.bulut@ykyatirim.com.tr
+90 212 319 83 66

Finansal Özet (TL mn)	2020	2021	2022	2023 T	2024 T
Gelir Tablosu					
Net satışlar	49.451	71.101	171.797	373.698	602.256
Brüt Kar	6.187	11.154	23.941	51.944	74.379
Faaliyet giderleri	-1.820	-2.745	-6.109	-14.746	-22.873
VAFÖK (*)	5.283	9.464	19.727	40.558	56.790
Amortisman	917	1.054	1.895	3.360	5.284
Faaliyet gelirleri	4.367	8.410	17.832	37.198	51.506
Finansal gelir/gider	-699	-716	-3.503	-12.649	-11.972
Diğer gelir/gider	440	993	1294	12302	7829
İştirak Kar / Zaran	0	0	0	0	0
Vergi öncesi kar	4.108	8.687	15.623	36.851	47.363
Vergi	87	114	2.991	369	947
Azınlık hisseleri / diğer	0	0	0	0	0
Net Kar	4.195	8.801	18.614	37.219	48.310
Bilanço					
Nakit ve nakit benzerleri	8.124	14.174	10.115	35.134	31.770
Stoklar	2.449	5.269	13.854	30.148	49.462
Ticari alacaklar	5.754	11.407	25.851	56.232	90.624
Diğer alacaklar	1.277	1.964	5.305	8.820	12.759
Dönen Varlıklar	17.605	32.814	55.125	130.334	184.614
Maddi duran varlıklar	4.403	5.149	20.145	33.952	47.939
Finansal yatırımlar	45	50	146	153	161
Diğer duran varlıklar	2.297	4.780	20.637	36.466	51.857
Duran Varlıklar	6.745	9.979	40.928	70.571	99.957
Toplam Varlıklar	24.349	42.793	96.052	200.905	284.571
Kısa vadeli finansal borçlar	3.933	8.257	13.219	32.580	43.279
Ticari borçlar	7.748	11.379	30.146	65.602	107.629
Diğer kısa vadeli yükümlülükler	800	1.147	2.841	2.841	2.841
Kısa Vadeli Yükümlülükler	12.481	20.782	46.206	101.023	153.749
Uzun vadeli finansal borçlar	4.148	10.799	24.700	38.798	43.945
Diğer uzun vadeli yükümlülükler	677	1.063	3.744	6.365	8.303
Uzun Vadeli Yükümlülükler	4.824	11.862	28.444	45.163	52.248
Azınlık Payları	0	0	0	0	0
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	7.044	10.149	21.402	54.718	78.575
Toplam Kaynaklar	24.349	42.793	96.052	200.905	284.571
Nakit Akış Tablosu					
İşletme faaliyetlerinden	6.159	5.314	16.907	30.254	43.917
Yatırım faaliyetlerinden	-2.566	-2.369	-9.632	-23.496	-6.179
Finansman faaliyetlerinden	2.013	11.362	21.544	36.081	17.783
Temettü Ödemesi	-1.095	-3.577	-7.041	-15.444	-27.914
Serbest Nakit Akışı	2.776	571	2.267	-1.598	9.075
Net Borç	-43	4.882	27.804	36.244	55.454
Ana Çarpanlar					
Brüt kar marjı	12,5%	15,7%	13,9%	13,9%	12,4%
VAFÖK marjı	10,7%	13,3%	11,5%	10,9%	9,4%
Net Kar marjı	8,5%	12,4%	10,8%	10,0%	8,0%
Sermaye Karlılığı	71,7%	102,4%	118,0%	97,8%	72,5%
Satış Büyümesi	26%	44%	142%	118%	61%
VAFÖK Büyümesi	58%	79%	108%	106%	40%
Net Kar Büyümesi	114%	110%	111%	100%	30%
Net Borç / Özkaynaklar (x)	a.d.	0,5	1,3	0,7	0,7
Net Borç / VAFÖK (x)	a.d.	0,5	1,4	0,9	1,0

Kaynak: Şirket Finansalları, YKY Araştırma

(*) VAFÖK= (Satışlar-SMMM-Faaliyet Gideri+Amortisman) UFRS sonuçları ile uyumlu şirket sonuçlarından farklılık gösterebilir.

Şirket Tanımı

Ford Otosan, 1959 yılında Ankara'da kuruldu. Şirket, 2022 yılına kadar yıllık 721.700 araç, 436.500 motor ve 140.000 aktarma organı üretim kapasitesiyle Ford Avrupa'nın en büyük ticari araç üretim merkezidir.

Ford Otosan, 8 yıldır Türkiye'nin ihracat şampiyonudur

Ford Otosan, Kocaeli'de Gölçük ve Yeniköy Fabrikaları, Eskişehir'de Eskişehir Fabrikası, İstanbul'da Sancaktepe Ar-Ge Merkezi ve Yedek Parça Deposu ve Romanya'da Craiova Fabrikası ile 4 ana merkezde faaliyet göstermektedir.

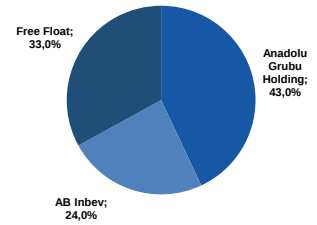
Şirket, Ford Motor Company'nin Avrupa'da satılan hafif ticari araçlarının %75'ini üretirken, Ford'un Transit, Custom gibi en çok satan hafif ticari araçlarının yanı sıra Ford'un Avrupa'da en çok satan binek otomobili Puma'yı da üretiyor.

Potansiyel katalistler ve riskler

Potansiyel katalistler; i) daha güçlü talep; ii) TL'nin daha fazla değer kaybetmesi; iii) Yeni araç modelleri.

Potansiyel riskler arasında; i) rekabet, ii) kapasite artırımında gecikme; iii) beklenenden daha güçlü TL

Ortaklık Yapısı



Yatırım Teması

Ford Otosan için önerimize AL tavsiyesi ve 12 ay 1,310 TL/hisse hedef fiyat ile devam ediyoruz.

Kısa vadede, şirketin güçlü seyreden finansallarının karlılıkta ciddi bir boyutta gerileme olmadan devam etmesini bekliyoruz. Ford Otosan, net satış hacmindeki %69'luk artışın ardından 2023 yılının ilk yarısında Euro bazında %75 net satış ve %62 VAFÖK artışı ile olumlu finansal sonuçlar ortaya koydu. 3Ç22'de Craiova Fabrikası'nın satın alınmasından kaynaklanan düşük bazın ortadan kalkmasından sonra bile, Avrupa ve Türkiye'deki güçlü talep ile şirketin seneyi %39 gibi güçlü bir hacim büyümesiyle kapatmasını bekliyoruz. Şirketin 2024'de Türkiye otomotiv pazarında yaşanabilecek olası bir daralmadan, yurt içi satışlarının payının %19 gibi görece düşük seviyelerde olması sayesinde daha korunaklı kalabileceğini düşünüyoruz. Bu sebeple son dönemde yaşanan arz talep dengesizliği sonrası, brüt marjında görece daha düşük bir daralma olmasını beklemekteyiz.

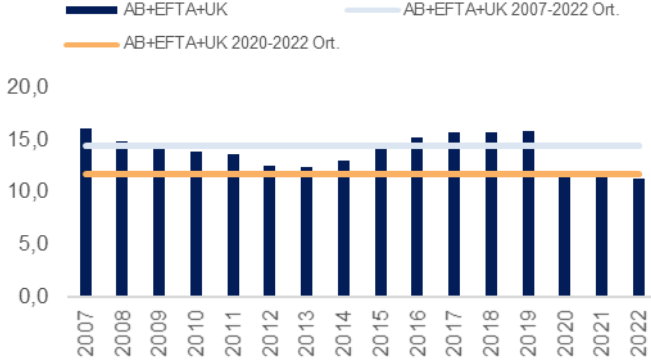
Ford Puma, Ford Custom VW'nin yeni ticari aracının yanı sıra mevcut araçların farklı motor seçenekli çeşitlerinin eklenmesiyle, şirketin 722 bin olan üretim kapasitesinin 2025 yılı sonuna kadar +900 bin araç adedine ulaşması beklenmektedir. Bunun finansmanında, şirketin sağlam SNA üretimi ve 1.1x seviyesindeki net borç/VAFÖK oranıyla bir problem görmüyoruz.

Şirketin geniş araç portföyü, dirayetli kârlılık profili ve faaliyet gösterdiği ülkelerde artan satışlarıyla, BIST'deki en dikkat çekiçi büyüme hikayelerinden birini sunduğuna inanıyoruz. FROTO hisseleri sene başından bu yana, BIST100 Endeksi'nin %14 ve son üç yılda %62 üzerinde performans gösterdi. Buna karşın, 2024 yılı tahminlerimize göre 6.5x F/K ve FD/VAFÖK değerlendirme çarpanlarıyla kendi 5 yıllık ortalamalarına göre sırasıyla %17 ve %10'luk iskontolu işlem görmektedir. Mevcut değerlemenin, şirketin 2023-2025 yıllarında elde etmesini beklediğimiz %35'lik ROIC-WACC makasının dikkate alarak potansiyel sunduğunu düşünüyoruz.

■ **Tedarik sorunlarında toparlanmanın ardından, Avrupa'da güçlü araç satışları devam ediyor:** Avrupa pazarı ilk sekiz ayda binek otomobil segmentinde 8,5 milyon araç satışıyla (AB+EFTA+Birleşik Krallık) ile güçlü bir performans sergiledi ve yıllık %18 büyüme gösterdi. Satışlardaki güçlü görünüm, 2020'den itibaren yaşanan parça sıkıntısı sorunlarının ardından üretimdeki artışla ilişkilendirilmektedir. Açıklanan satış rakamlarına göre, 2020-2022 arasındaki ortalama binek otomobil satışları, 2007-2019 arasındaki ortalama satışlardan %19 daha düşüktür. Bununla birlikte, bir önceki yılın aynı dönemine göre yüksek satışlara rağmen, mevcut 12 milyonluk son rakamlar, 2019'da görülen önceki döngünün zirvesi olan 15,7 milyona kıyasla %25 daha geridedir. Dolayısıyla bu durum, 2024 yılında binek otomobil talebinde mevcut görünümü destekleyebilir. 1Y23 sonu itibarıyla binek araçların (Ford Ecosport üretiminin sona ermesinden sonra ağırlıklı olarak Ford Puma) toplam satışların %34'üne tekabül ettiğini ve Ford Motor Company'nin Avrupa'da en çok satışı yapılan aracı olduğunu hatırlatmak isteriz. Dolayısıyla bu durum önümüzdeki yıl Ford Puma satışlarını destekleyebilir. Hafif ticari araç için 2023'ün ilk yarısındaki son satışlar %12 artışa işaret ederek 931 bin oldu. Ancak yine de 12 aylık son rakamlar, 2019'daki 2,2 milyon adet satışla zirveye kıyasla hala %5 daha geridedir. Özetle, araç satışlarında sektörel döngülerin makroekonomik verilere kıyasla daha belirleyici

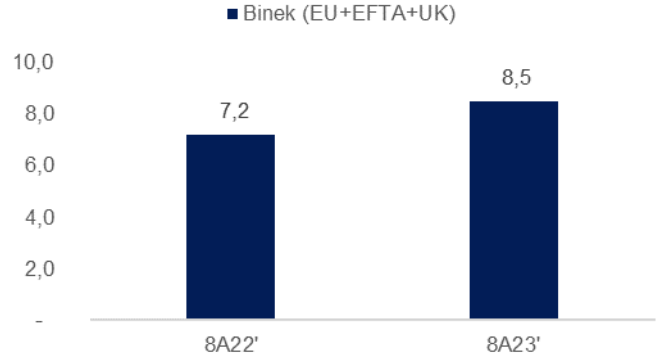
olduğunu düşünüyoruz. Dolayısıyla Avrupa'daki resesyona karşı 2024 yılında sektörün dirayetli kalabileceğini bekliyoruz.

Şekil 1: Son 3 yılda binek araç satışları önceki yılların gerisinde kaldı



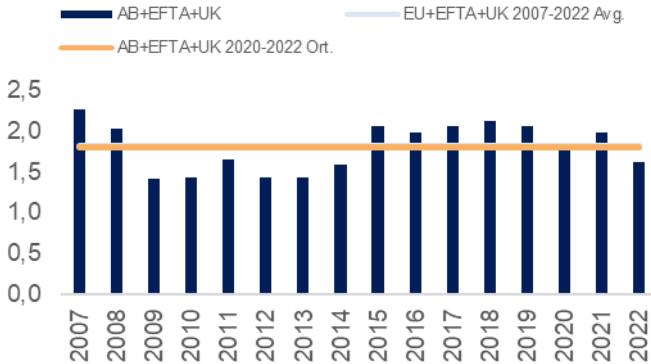
Kaynak: ACEA, YKY Araştırma

Şekil 2: Avrupa'da binek otomobil satışları bir önceki yıla göre %18 artışla 8,5 milyon seviyesinde gerçekleşti



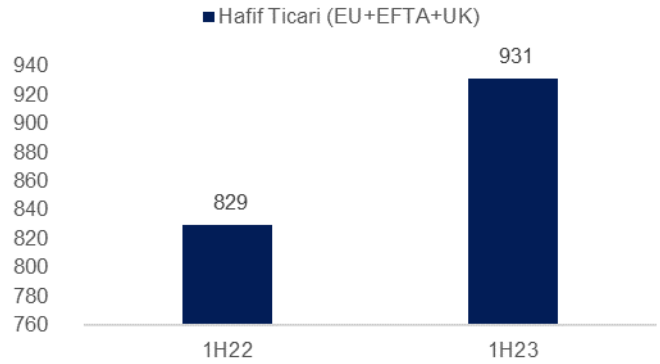
Kaynak: ACEA, YKY Araştırma

Şekil 3: Son 3 yılda hafif ticari araç satışları görece daha kuvvetli kalmıştı



Kaynak: ACEA, YKY Araştırma

Şekil 4: Buna karşın, ilk yarıda yıllık %12 artış kaydetti



Kaynak: ACEA, YKY Araştırma

■ **Kapasite artışı devam ediyor:** Craiova Fabrikası'nın satın alınmasının ardından duyurulduğu üzere FROTO, Ford Couriers üretimini Yeniköy Fabrikası'ndan Romanya'ya kaydırarak üretim yapısını yeniden yapılandıracak. Modelin üretiminin ekim ayında başlaması bekleniyor. Elektrikli araç çeşitlerinin 2024 yılında piyasaya sürülmesinin ardından toplam kapasite 100 bin araç/yıla kadar artabilir. Planlanan yatırım maliyeti 490 milyon Euro olup, bu yatırımın 2025 yılı sonuna kadar yapılması planlanıyor. Ayrıca Ford Custom'ın yeni versiyonu ve VW'nin 1 tonluk ticari aracının üretimi önümüzdeki dönemde başlayacaktır. Hatırlatmak gerekirse, yatırım tamamen sonuçlandığında şirket, Ford Custom ve WV ticari araçları için 405 bin araç/yıl üretim kapasitesine sahip olacaktır. Planlanan bu yatırımların ardından FROTO'nun mevcut yıllık üretim kapasitesi 722 bin seviyesinden 2025 yılı sonuna kadar 900 binin üzerine çıkacaktır.

■ **Ciro büyümesinde olumlu hava devam ediyor:** Satış hacmi performansı, hem yurt içi hem de yurt dışı pazardaki güçlü talep ortamında ilk yarıda oldukça pozitif bir performans sergiledi. Tüketicilerin otomobil alımlarını enflasyona karşı korunaklı bir yatırım aracı olarak görmelerine ve buna ek olarak yakın geçmişte bastırılmış bir talebin varlığına atfettiğimiz iç pazardaki güçlü sektör satışlarıyla birlikte şirket, yurt içi pazarda %73 satış hacmi artışı yakaladı. Parça tedarik sorunlarında iyileşmeyle birlikte Avrupa pazarında da talep güçlü seyretti. Buna göre FROTO, uluslararası satış hacmini bir önceki yıla göre %68 artırmayı başardı. Tabiki de, Craiova Fabrikası'nın satın alımının 2Y22'de gerçekleştiğini ve bu nedenle geçtiğimiz yıl için düşük bir baz oluşturduğunu hatırlatmakta fayda var.

2023'ün tamamında, 1,15 milyon araçlık sektör satış hacmi performansı (9A23: 858 bin, yıllık +%65) ile birlikte, yurt içi satışlarda daha ılımlı bir seyir beklerken, geçtiğimiz yıllarda bastırılmış talep nedeniyle, Avrupa pazarının mevcut güçlü seyrini sürdüreceğini tahmin etmekteyiz. Dolayısıyla 2023 yılında %45 oranında Euro cinsi net satış büyümesi tahmin ediyoruz.

Şekil 5: Satış hacmi projeksiyonu

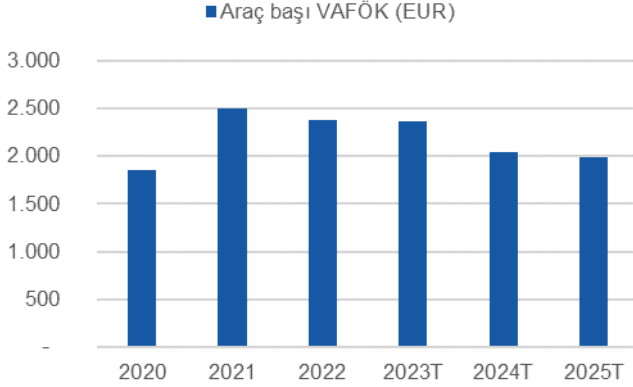
Yurtiçi ('000)	2020	2021	2022	2023T	2024T	2025T
Binek Araç	26	10	8	24	18	18
Hafif Ticari	74	63	77	90	76	80
Toplam	100	73	85	113	94	98
Değişim %		-27%	16%	33%	-17%	5%
İhracat + Romanya ('000)	2020	2021	2022	2023T	2024T	2025T
Binek Araç			93	205	215	226
Hafif Ticari	254	289	297	342	444	577
Toplam	254	289	391	547	659	803
Değişim %		14%	35%	40%	21%	22%
Genel Toplam	354	362	476	660	753	902
Değişim %		2%	32%	39%	14%	20%

Kaynak: YKY Araştırma

■ **Yurt içi talepte olası normalleşme senaryosunda karlılık güçlü kalacak:** FROTO'nun toplam satışlarındaki yurt içi payı, halka açık emsallerine kıyasla %19 ile nispeten daha düşüktür. Bu nedenle iç piyasada sıkı para politikası nedeniyle atılan adımlar doğrultusunda sektörde olası bir gerileme senaryosunda marjlarda ciddi bir düşüş beklemiyoruz. Yakın vadede araç tipine göre satış dağılımında da önümüzdeki yıllarda bir değişim beklemiyoruz. 2023 yılının ilk yarısında VAFÖK marjı, Ford Puma satışlarının konsolide karlılığı aşağı çeken etkisine rağmen %10,8 (2017-2022 ortalama: %10,1) oldu. Şirketin ihracat satış sözleşmeleri sabit yatırım maliyetlerini ve üretim maliyetlerini içermektedir. Buna göre Ford Puma için yatırım maliyeti Ford Otosan tarafından yapılmadığı için şimdilik satışlarda dikkate alınmıyor ve bu da Puma satışlarından karlılık katkısının daha düşük olmasına neden oluyor. İlgili yatırımların uzun vadede tamamlanmasının ardından bu etkinin toparlanmasını bekliyoruz.

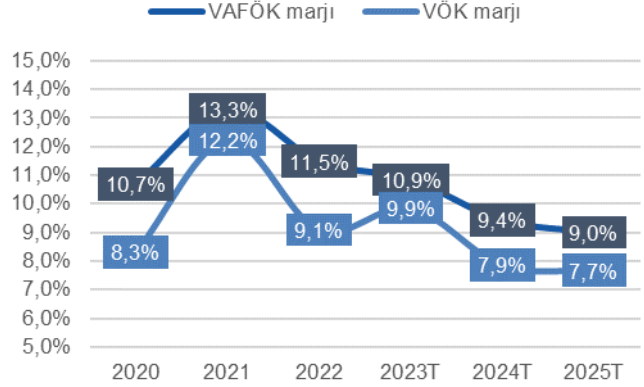
Genel olarak, daha düşük katkı marjı sağlayan binek otomobil segmentinin payının artması ve şu anda daha düşük marj üreten elektrikli araçların ağırlığındaki artışla birlikte, konsolide marjın önümüzdeki yıllarda bir miktar düşüş göstermesini bekliyoruz. Ancak, genel itibarıyla VAFÖK marjının %8,8 - %9,0 seviyelerinde kalacağını öngörüyoruz.

Şekil 6: Araç başı VAFÖK'te gerilemenin düşük bir düzeyde olmasını bekliyoruz



Kaynak: YKY Araştırma

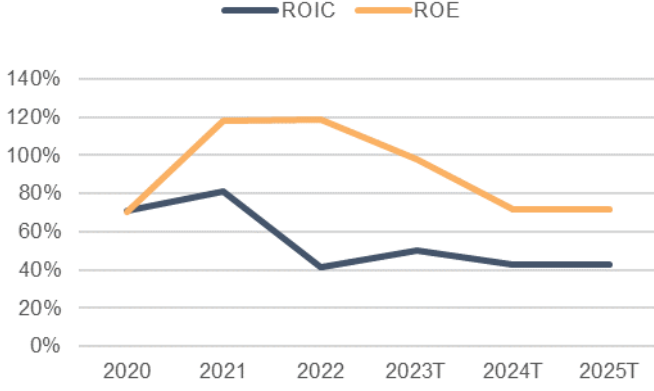
Şekil 7: Orta vadede VAFÖK marjının %9 seviyelerinde olacağını hesaplıyoruz



Kaynak: YKY Araştırma

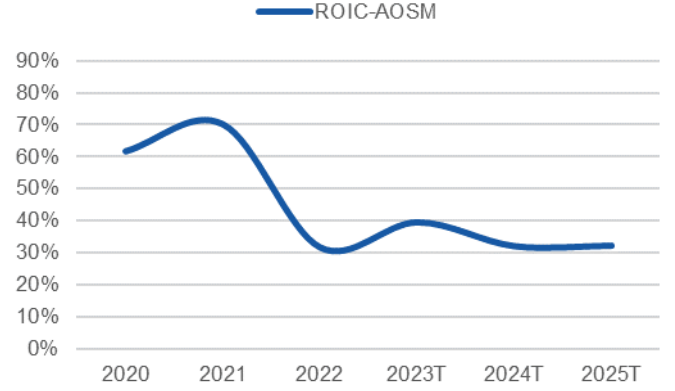
- **Yüksek yatırım dönemine rağmen olumlu SNA akışı:** FROTO, geçen sene kapasite artırımları için 818 milyon Euro ve Craiova fabrikasının satın alımı için 410 milyon Euro bedel ödedi. Önümüzdeki yıllarda Ford Courier'in Craiova Fabrikasında üretimine ilişkin çalışmalar (2025 yılına kadar 490 milyon Euro), yeni Ford Custom'a ve VW'nin ticari araç üretimine ilişkin yatırım harcamaları ana kalemler olacak. Ayrıca, Puma ve diğer modellerin içten yanmalı motorlu versiyonları dışında diğer modellerine yönelik yatırımlar da önümüzdeki yıllarda yatırım harcamalarında ağırlık yaratabilir. Yoğun yatırım harcamalarının 2025 yılı sonunda sona ermesini bekliyoruz. Buna rağmen, 2023-2025 yılları arasında ortalama %2 SNA marjıyla net borç/VAFÖK'ün 1,0x'in altında kalacağını öngörüyoruz.

Şekil 8: Enflasyon etkisi sonrasında bir miktar normalleşmeye rağmen, faaliyet kârlılığı güçlü kalıyor



Kaynak: YKY Araştırma

Şekil 9: Başarılı sermaye tahsisi, hisseye potansiyel sağlıyor



Kaynak: YKY Araştırma

Değerleme

FROTO için hedef fiyatımızı EUR bazlı İNA modelimize göre belirledik. Değerlememizi dayandırdığımız temel varsayımlar, %10 risksiz getiri oranı, %6,0 özsermaye risk primi, %3,5 nihai büyüme oranı ve %11 AOSM olup, risksiz faiz oranını yıllar içinde kademeli olarak %8,5 seviyelerine indirdik.

Şekil 14: FROTO için İNA

EUR, milyon	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T
Net Satışlar	16.333	19.858	22.555	23.894	25.185	26.429	27.692	29.017
Net Satış Büyümesi	14%	22%	14%	6%	5%	5%	5%	5%
VFÖK	1.397	1.624	1.831	1.945	2.055	2.160	2.295	2.408
VAFÖK	1.540	1.789	1.990	2.099	2.205	2.307	2.439	2.551
VAFÖK Marjı	9,4%	9,0%	8,8%	8,8%	8,8%	8,7%	8,8%	8,8%
Lisans Geliri	4	4	5	5	6	6	6	6
Düzeltilmiş VAFÖK	1.544	1.793	1.995	2.104	2.211	2.313	2.446	2.557
Düzeltilmiş VAFÖK Marjı	9,5%	9,0%	8,8%	8,8%	8,8%	8,8%	8,8%	8,8%
Vergi	-7	-8	-9	-10	-10	-11	-11	-361
NİS Değişimi	-317	-323	-238	-181	-185	-188	-198	-205
Yatırım Harcamaları	-988	-996	-210	-244	-308	-327	-377	-434
Kira Giderleri	-8	-7	-8	-8	-8	-8	-8	-7
SNA	224	458	1530	1662	1700	1780	1851	1550
AOSM	11,0%	11,1%	10,9%	10,7%	10,7%	10,9%	11,0%	11,1%
SNA'nın Bugünkü Değeri	6183							
Uç Büyüme Oranı	3,5%							
Uç Değer	20.559							
Uç Değeri'in Bugünkü Değeri	8.726							
Firma Değeri	14.909							
Net Borç (2023T)	1.129							
Özkaynak Değeri	13.780							
Hedef Değer	15.902							
12 ay Hedef Fiyat	45,3							

Kaynak: YKY Araştırma

YKY Model Varsayımları

	Temel Faktörler/Sorular	YKY Varsayımları	YKY Sonuçları
Gelirler	- Fiyatlama - Döviz hareketleri - Miks etkisi - Satış hacmi - Rekabet	Yeni model ve farklı varyantlar (içten yanmalı, hibrit, elektrikli) piyasaya sürülmesi talebin artmasını sağlayacaktır. Maliyet+sözleşmeler yoluyla yapılan ihracat sözleşmelerinin Euro cinsinden olması döviz hareketleri net satışlar açısından önem taşıyor. Bu nedenle tahmin dönemimizde ortalama kontrat artışı varsayımımız küresel ÜFE bazında artırdık.	Net satış büyüme tahminimiz, 2023'te bir önceki yıla göre Euro bazında %45'lik bir artış ve ardından önümüzdeki üç yılda yaklaşık %26'lık YBBO'ya işaret ediyor.
Faaliyet Karı	- Döviz hareketleri - Rekabet - Satış dağılımı (yurtiçi, yurtdışı) - Ürün dağılımı (binek, ticari)	İhracat sözleşmeleri tüm üretim maliyetlerini kapsar. Dolayısıyla Kamyon satışları hariç ihracat gelirleri ve karlılığı yalnızca döviz hareketlerine duyarlıdır. Şirketin yurt içi hafif ticari araç pazarındaki iyi konumu sayesinde kârlılık istikrarlı bir trend izliyor. Binek araç sektöründeki rekabet nedeniyle daha düşük karlılık sağlıyor. Ford Puma'nın karlılığı anladığımız kadarıyla başa baş seviyelerdeydi. Gelecek yıl için bu tarafa önemli bir iyileşme bekliyoruz, bunun çoğunlukla 2025'te gerçekleşmesini bekliyoruz.	VAFÖK marjının tahminimizde %8,7 - %10,9 aralığında kalacağını öngörmekteyiz.
Yatırım Harcamaları	- Kapasite genişlemeleri - İnorganik büyüme fırsatları - Yeni modeller - Bakım çalışmaları	Önümüzdeki üç yıl için yaklaşık 930 milyon Avro civarında bir rakam öngörüyoruz. Craiova Fabrikası'nın satın alınmasına ilişkin 2025 yılında yaklaşık 200 milyon Avro tutarında 2. taksit bulunmaktadır. Uzun vadeli yatırım harcamaları; Gelecek yıllar için, yenilemeler, kapasite iyileştirmeleri ve elektrifikasyonu göz önünde bulundurarak yıllık ortalama 660 milyon Euro'luk bir rakam öngörmekteyiz.	Yılın geri kalanında yatırım planına paralel olarak yatırım harcamalarında da artış bekliyoruz. 2023 için 902 milyon Avro yatırım harcaması öngörüyoruz ve 2025 yılına kadar bu tutarın ortalama 990 milyon Avro tutarında kalmasını hesaplıyoruz.
Net İşletme Sermayesi	- Satış kanalı miksi (yurtiçi-ihracat) - Stok yönetimi	Önümüzdeki dönemde yurt içi talep beklentisiyle birlikte, yurt içi satışların toplam satışların yalnızca %19'unu oluşturması nedeniyle stok günlerinin daha yüksek ancak daha düşük düzeyde olmasını bekliyoruz.	Uzun vadeli tahminlerimizde nakit dönüşüm döngüsünde önemli bir değişiklik beklemiyoruz ve bunun yaklaşık 15 gün içinde gerçekleşmesini beklemekteyiz.

Tofaş

Keskin Bir Virajdan Çıkıyor

Tofaş için 'AL' tavsiyemizi, analist değişikliği sonrası yenilenen hedef fiyatımız 422 TL (14.6 Euro) ile yineliyoruz. Yurt içinde olağan dışı yüksek talep ortamının ardından Tofaş'ın yurt içi satışları 2023'ün ilk yarısında %66 artarak ihracat pazarındaki daralmayı telafi etti. Her ne kadar yurt içi pazardaki rekor düzeyde gerçekleşen büyüme oranlarında gerileme beklessek de, şirketin kısa ve orta vadeli görünümü için Stellantis Otomotiv'in satın alımı ve yeni K0 modelinin üretime başlaması sayesinde görüşümüz olumlu. Buna göre, 2024 yılından itibaren tahminlerimize eklediğimiz Stellantis Otomotiv'in satın alımından %46 oranında ciro katkısı beklemekteyiz. 2024'te daha zayıf geçmesini beklediğimiz yurt içi sektör performansına rağmen, TOASO özelinde, şirketin artan pazar payı nedeniyle ümitliyiz. Orta vadede, K0 modelinin devreye alınmasının büyümede itici güç olacağını düşünüyoruz. Önümüzdeki üç yıl için ortalama Euro bazında %25 net satış ve %18 net kar büyümesi hesaplıyoruz. Şirketin sağlam bilançosunun (9,0 milyar TL net nakit), yüksek ROIC oranının ve dirençli büyüme görünümünün cazip bir fırsat yarattığını düşünüyoruz.

- Stellantis Otomotiv satın alımı büyümede önemli bir güç olacak:** Peugeot, Opel, Citroen ve DS'nin distribütörünün satın alınmasının ardından 2024 yılında %46'lık bir net satış katkısı hesaplıyoruz.
- K0'nın 2024 yılında üretimine başlanması bekleniyor:** Şirketin şu aşamada K0 olarak adlandırılan yeni ticari aracının üretimine ilişkin kapasite çalışmaları başladı. Aracın 2024'de satışa çıkması bekleniyor. 2024 tahminlerimize toplamda 15 bin adet satış koyuyoruz ve asıl etkinin 2025 yılında görülmesini bekliyoruz.
- Cazip değerlendirme çarpanları:** Şirketin önümüzdeki üç yıl içinde Euro bazında %12 net kar artışı kaydetmesini ve ortalama %80 ROE hesapladık. 2024 yılı tahminlerimize göre hisse senedi 5,6x F/K ve 4,9x FD/VAFÖK gibi cazip çarpanlarla işlem görüyor. Mevcut seviyelerin dikkate değer bir potansiyel sunduğunu düşünmekteyiz.

Konsolide Finansallar ve Çarpanlar

(TLmn)	2021	Δ	2022	Δ	2023T	Δ	2024T	Δ
Net satışlar	30.513	27%	66.793	119%	104.946	57%	241.014	130%
VAFÖK	5.794	92%	11.270	95%	17.495	55%	29.319	68%
Net Kar	3.281	84%	8.562	161%	18.178	112%	25.736	42%
F/K (x)	6,7		5,3		7,9		5,6	
FD/VAFÖK (x)	4,4		3,5		7,4		4,9	
FD/Satış (x)	0,8		0,6		1,2		0,6	
Hisse Başına Kar (TL)	6,6		17,1		36,4		51,5	
Temettü Verimi (*)	6,8%		7,1%		2,1%		7,2%	
Serbest Nakit Akış Verimi	5,5%		-11,2%		6,6%		-1,4%	

(*) temettü verimi ödeme yılına göre

Kaynak: Şirket Finansalları, YKY Araştırma

Öneri

AL

Hedef Fiyat

TL422.00

Potansiyel Getiri

47%

Fiyat Bilgileri

Kodu	TOASO.TI / TOASO.IS
İşlem Gördüğü Pazar (*)	Yıldız Pazar
Kapanış Fiyatı	TL287.10
Piyasa Değeri (TL/US\$ mn)	143,550 / 5,215
Hisse Sayısı (mn)	500
Saklama Oranı	24%
3 ay ort. işlem hacmi (TL/US\$ mn)	1,711.05 / 63.61

Fiyat Aralığı (Yüksek / Düşük) (TL)

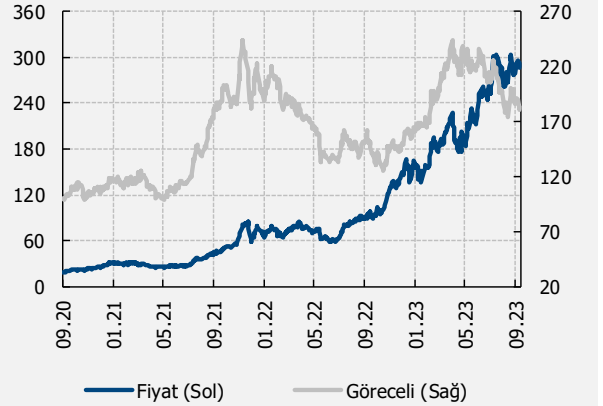
1 Aylık	303.00 / 266.90
1 Yıllık	303.70 / 89.56
Sene başından itibaren	303.70 / 135.89

Performans (TL)

Nominal

Göreceli

1 Aylık	5%	2%
3 Aylık	12%	-20%
1 Yıllık	203%	21%
Sene başından itibaren	79%	13%



05 Ekim 2023 tarihi ile güncellenmiştir.

Göreceli performanslar BIST-100 Getiri Endeksine göre hesaplanmıştır

(*) Pazar işlem kuralları için: www.borsaistanbul.com/tr/sayfa/506/pazarlar

Kutluhan Murat Bulut
murat.bulut@ykvatirim.com.tr
+90 212 319 83 66

Finansal Özet (TL mn)	2020	2021	2022	2023 T	2024 T
Gelir Tablosu					
Net satışlar	23.982	30.513	66.793	104.946	241.014
Brüt Kar	3.214	5.828	12.319	20.863	38.080
Faaliyet giderleri	-947	-1.233	-2.568	-4.851	-12.101
VAFÖK (*)	3.026	5.794	11.270	17.495	29.319
Amortisman	759	1.199	1.519	1.483	3.339
Faaliyet gelirleri	2.267	4.595	9.751	16.013	25.980
Finansal gelir/gider	-246	-622	-452	7.082	3.821
Diğer gelir/gider	-190	-461	-737	-3118	-1205
İştirak Karı / Zaran	0	0	0	0	0
Vergi öncesi kar	1.831	3.512	8.562	19.976	28.596
Vergi	-47	-231	0	-1.798	-2.860
Azınlık hisseleri / diğer	0	0	0	0	0
Net Kar	1.784	3.281	8.562	18.178	25.736
Bilanço					
Nakit ve nakit benzerleri	4.251	4.215	12.019	23.808	21.323
Stoklar	1.524	2.379	3.260	9.215	25.575
Ticari alacaklar	5.493	7.142	14.956	20.127	40.939
Diğer alacaklar	1.574	2.433	3.150	5.355	7.826
Dönen Varlıklar	12.841	16.170	33.385	58.504	95.664
Maddi duran varlıklar	2.037	1.904	1.741	3.746	16.024
Finansal yatırımlar	0	0	0	0	0
Diğer duran varlıklar	4.597	5.400	5.250	17.436	28.166
Duran Varlıklar	6.634	7.304	6.991	12.514	32.053
Toplam Varlıklar	19.476	23.473	40.376	71.018	127.716
Kısa vadeli finansal borçlar	2.827	4.138	5.071	6.467	14.176
Ticari borçlar	7.484	8.768	19.002	28.796	58.378
Diğer kısa vadeli yükümlülükler	570	851	1.997	1.997	1.997
Kısa Vadeli Yükümlülükler	10.881	13.758	26.069	37.260	74.551
Uzun vadeli finansal borçlar	3.863	3.621	1.889	3.619	7.331
Diğer uzun vadeli yükümlülükler	264	351	1.104	1.876	2.742
Uzun Vadeli Yükümlülükler	4.126	3.972	2.993	5.495	10.073
Azınlık Payları	0	0	0	0	0
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	4.469	5.743	11.314	28.264	43.093
Toplam Kaynaklar	19.476	23.473	40.376	71.018	127.717
Nakit Akış Tablosu					
İşletme faaliyetlerinden	-2.184	2.712	-2.814	19.762	23.090
Yatırım faaliyetlerinden	-908	-2.620	-2.147	-3.459	-18.561
Finansman faaliyetlerinden	2.753	1.157	-47	3.899	12.287
Temettü Ödemesi	-1.200	-1.500	-3.200	-3.000	-10.289
Serbest Nakit Akışı	-2.440	1.206	-5.042	9.502	-2.030
Net Borç	2.439	3.544	-5.059	-13.722	184
Ana Çarpanlar					
Brüt kar marjı	13,4%	19,1%	18,4%	19,9%	15,8%
VAFÖK marjı	12,6%	19,0%	16,9%	16,7%	12,2%
Net Kar marjı	7,4%	10,8%	12,8%	17,3%	10,7%
Sermaye Karlılığı	40,6%	64,3%	100,4%	91,9%	72,1%
Satış Büyümesi	24%	27%	119%	57%	130%
VAFÖK Büyümesi	22%	92%	95%	55%	68%
Net Kar Büyümesi	20%	84%	161%	112%	42%
Net Borç / Özkaynaklar (x)	0,5	0,6	a.d.	a.d.	0,0
Net Borç / VAFÖK (x)	0,8	0,6	a.d.	a.d.	0,0

Kaynak: Şirket Finansalları, YKY Araştırma

(*) VAFÖK= (Satışlar-SMMM-Faaliyet Gideri+Amortisman) UFRS sonuçları ile uyumlu şirket sonuçlarından farklılık gösterebilir.

Sirket Tanımı

Türkiye'nin 7. büyük sanayi şirketi Tofaş, 1968 yılında kuruldu. Şirketin 1971 yılında açılan Bursa tesisi, yılda 450 bin araç üretim kapasitesine sahip olup, Türkiye'de hem binek hem de hafif ticari araç üreten tek testistir.

Şirket, Fiat araçlarının üretiminin yanı sıra Alfa Romeo, Jeep, Maserati ve Ferrari markalarının da distribütörlüğünü yapmaktadır.

Mart 2023'te duyurulduğu üzere, Peugeot, Opel, Citroen ve DS Automobiles'in Türkiye distribütörü Stellantis Otomotiv'in 400 milyon Euro işlem bedeli karşılığında tek sahibi olacak. Anlaşma Rekabet Kurumu ve diğer düzenleyici kurumların onayına tabiidir.

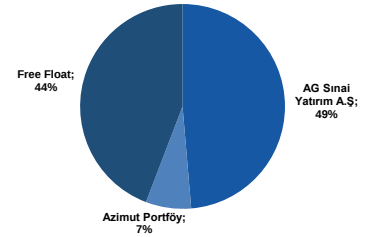
1Y23 sonu itibarıyla yurt içi satış hacmi toplam satışların %79'una tekabül ediyor. Binek otomobil satışları ve hafif ticari araç satışlarının dağılımı da sırasıyla %68 ve %32'dir.

Potansiyel katalistler ve riskler

Potansiyel katalistler arasında; i) Beklenenden güçlü talep; ii) daha iyi işletme marjları; iii) araç portföyünde artış ve daha yüksek kapasite kullanım oranları

Potansiyel riskler arasında; i) 2024'te beklentilerin altında satış, ii) ihracat pazarında daha fazla pazar payı kaybı; ii) Stellantis Otomotiv'in satın alınmasında ve K0 modelinin piyasaya sürülmesinde herhangi bir gecikme yaşanması.

Ortaklık Yapısı



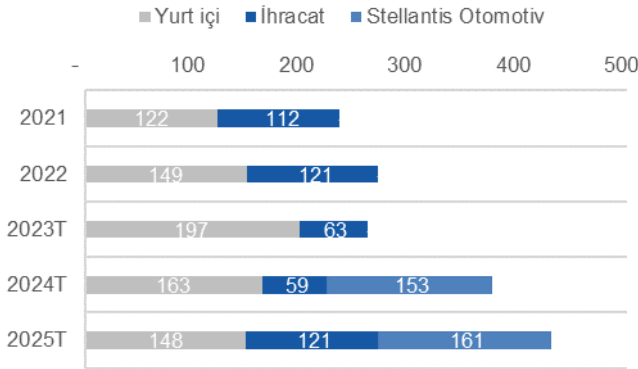
Yatırım Teması

Tofaş'a yönelik önerimize AL tavsiyesi ve 12 aylık 422 TL/hisse hedef fiyatıyla devam ediyoruz. Peugeot, Opel, Citroen ve DS Automobile distribütörü Stellantis Otomotiv'in satın alınması ve K0 adlı yeni hafif ticari araç modelinin üretimine başlanacak olmasıyla Tofaş'ın Türkiye otomotiv pazarındaki sağlam büyüme görünümünü beğenmekteyiz. Ayrıca şirketin 9,0 milyar TL net nakit ile sağlam bilançosu da hisse senedine yönelik olumlu görüşümüzde destekliyor.

Yurt içi talepteki rekor düzeyde yüksek seyreden satışlar ve güçlü kârlılığın desteğiyle hisse senedi sene başından bu yana BIST100'ün %16 üzerinde seyretti. Fakat son dönemde daha sıkı para politikasına yönelik atılan adımlar ve dolayısıyla iç talepteki normalleşme sinyaline ilişkilendirdiğimiz şekilde hisse son üç ayda Endeksin %20 altında performans sergiledi. Her ne kadar yurtiçi talepte biz de gerileme öngörüyor olsak da, hisse için olumsuz değiliz ve risklerin büyük ölçüde fiyatlandığını düşünüyoruz. 2024 yılı tahminlerimize göre hisse senedi 5,6x F/K ve 4,9x FD/FAVÖK çarpanlarıyla işlem görüyor. Bu rakamlar 3 yıllık ortalamalarına göre %16 ve %6 oranında iskontoludur.

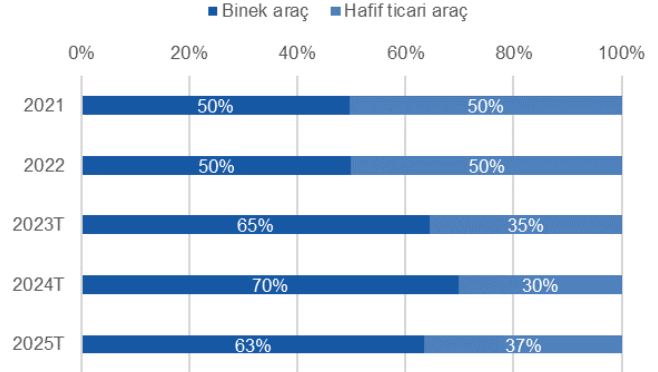
Özetle, şirketin güçlü ciro büyüme beklentisi, sağlam bilançosuna, yüksek ROIC rasyosuna bağlı olarak (2023-2025 için ortalama %80), hisse senetlerinin daha yüksek çarpanları hak ettiğine inanıyoruz ve mevcut fiyat seviyelerinin hisse senedine giriş için iyi bir seviye olduğunu düşünüyoruz.

Şekil 1: Stellantis Otomotiv'in satın alımıyla hacimlerde artış



Kaynak: YKY Araştırma

Şekil 2: Geleceğe dair satış hacmi kırılımı



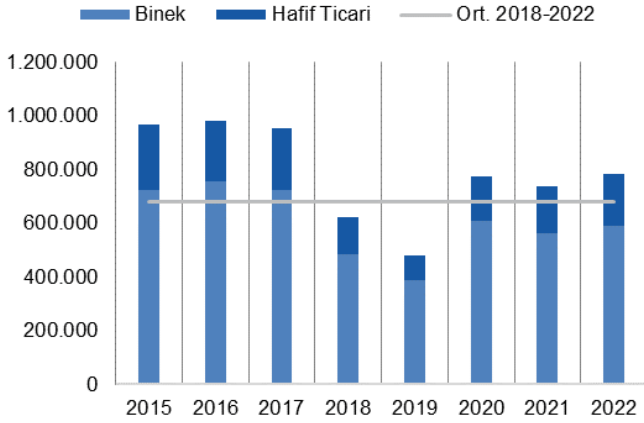
Kaynak: YKY Araştırma

İç pazarda daralma kaçınılmaz görünüyor: Türkiye otomotiv pazarı 9A23'te 858 bin adet satış ile rekor kırdı. Bu performansta i) düşük faiz oranları, ii) bir kesim tüketicilerin enflasyon ve kur artışından korunma amacıyla otomobile yönelmesi, iii) yakın geçmişte zirvelerinin oldukça altında gerçekleşen satışların etkili olduğunu düşünüyoruz. Hatırlatmak gerekirse, 2018 yılında TL'de yaşanan sert değer kaybı ve artan fiyatların ardından yurt içi otomobil satışlarında ciddi bir gerileme yaşanmıştı. Daha sonra parça tedarik sorunları nedeniyle yaşanan üretim rakamlarında gerileme, sektörün, 2016 ve 2017 yıllarında

yaklaşık 1 milyon satışla gördüğümüz en iyi performansına kıyasla zayıf performans göstermesine neden olmuştu.

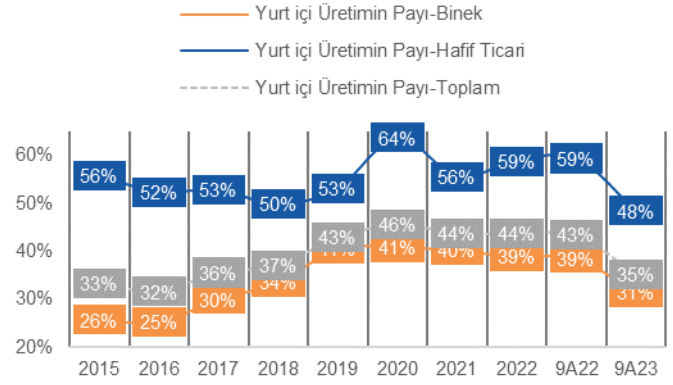
Daha sıkı para politikasının ardından artan kredi faizlerinin yanı sıra, TL'deki son değer kaybı ile enflasyona karşı koruma amaçlı araç alımının cazibesini yitirdiğini düşünüyoruz. Bu nedenle, önümüzdeki aylarda satış artışının ılımlı olmasıyla birlikte 2023 yılı için 1,15 milyon araç satışı tahmin etmekteyiz. 2024 yılı için ise sıkı para politikası nedeniyle satışların şimdilik 800 bin seviyelerine gerilemesini bekliyoruz. Ancak TL'nin beklentilerden güçlü kalmasının da müşteri talebine olumlu yansiyebileceğini düşünüyoruz.

Şekil 3: Yurt içi satışlar son 5 yılda zayıf seyrediyordu



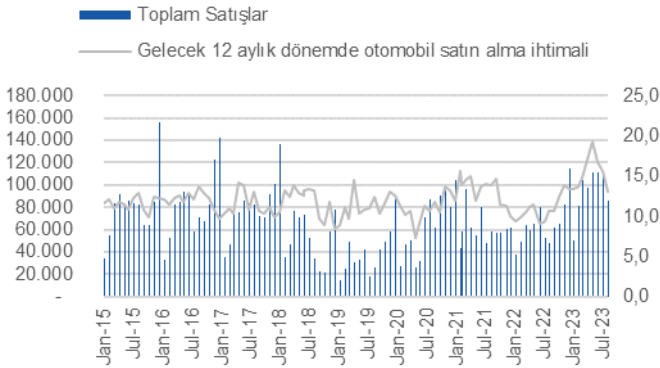
Kaynak: ODMD, YKY Araştırma

Şekil 4: Yerli araçların satışlardaki payı son dönemde geriledi



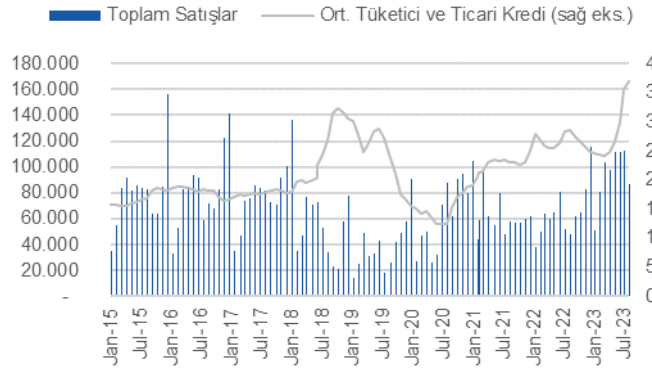
Kaynak: ODMD, YKY Araştırma

Şekil 5: Tüketici güven endeksi otomobile olan talebin azaldığını gösteriyor



Kaynak: Turkstat, YKY Araştırma

Şekil 6: Kredi faizleri yükseliş eğiliminde



Kaynak: TCMB, YKY Araştırma

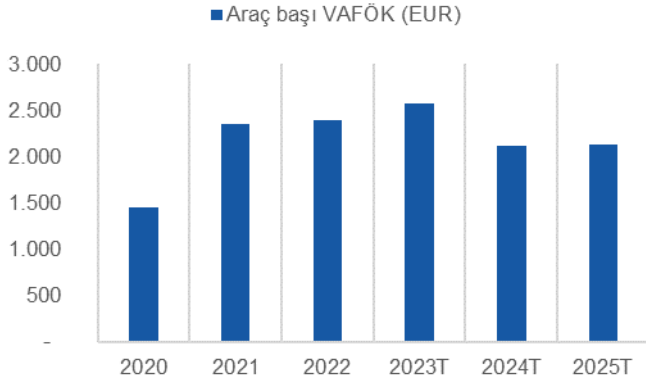
■ **2024'ten itibaren net satışlarda hızlanma:** 2023 yılının ilk yarısında ihracat pazarındaki satış hacmi, Doblo sözleşmesinin kapsamının daraltılması ve adından sonlanması ayrıca Egea'daki pazar kaybı nedeniyle bir önceki yıla kıyasla %53 azaldı. Ancak yurt içi talebin güçlü olması bu durumu telafi etti; buna bağlı olarak toplam satış hacmi %8 arttı. Yılın geri kalanında, yurt içi pazarda daha düşük büyüme ile şirketin satışlarında normalleşme yaşanabilir. Buna göre, şirket yönetimince paylaşılan tahmine uygun olarak, yurt içi satış hacminin bir önceki yıla göre %33 artmasını, buna göre tüm yıl için toplam hacmin %4 oranında daralmasını bekliyoruz. Dolayısıyla Euro bazında yıllık %5 oranında ciro artışı tahmin ediyoruz.

2024 yılı için 110 bin adet satış beklerken, 1Ç24'ten itibaren Stellantis Otomotiv'in satın alınmasından elde edilen gelirleri de dahil ediyoruz. Bunun ardından, yeni hafif ticari araç modeli (K0) satışlarının başlamasıyla birlikte 15 bin adet ilave satışı hesaplamamıza dahil ediyoruz. Dolayısıyla 2024 yılında, sektörde gerileme beklentilerine karşın, %44 hacim büyümesi ve Euro bazında %62 hacim büyümesi tahmin ediyoruz.

■ **Kar marjında normalleşme:** Şirketin kârlılığı, son birkaç yılda verimlilik çalışmaları, artan birim fiyatlar ve yurt içi gelir payının artmasıyla beraber arttı. 2023 yılında ise yüksek talep ortamıyla birlikte bu durum daha da güçlendi ve VÖK marjı 2023'ün ilk yarısı sonunda %19,3'e yükseldi. Bu durumun, talep koşullarında olası bir gevşemenin ardından normalleşme ihtimali yüksek gözüküyor. Buna göre, VÖK marjının 4Ç23'ten itibaren gerilemeye başlayacağını ve 2023 yılında %19,0 seviyesinde gerçekleşeceğini tahmin ediyoruz.

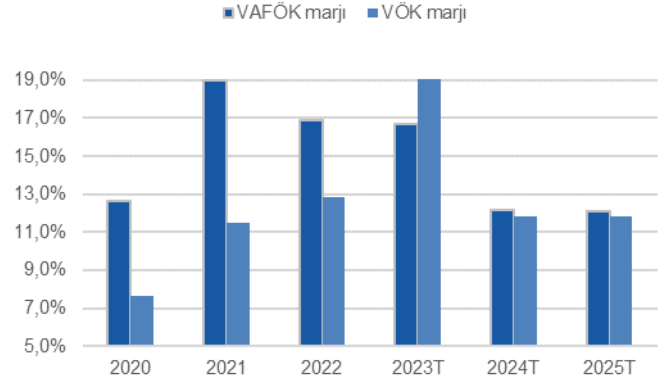
2024 yılı için ise, Stellantis Otomotiv satın alımının konsolide kârlılığı düşürücü etkisini göz önünde bulundurarak VÖK marjının %11,9'a gerileyeceğini hesaplıyoruz. Her ne kadar satın alınanın yurt içi otomobil pazarındaki ciddi artışla birlikte satış ağını neredeyse iki katına çıkararak büyük bir kaldıraç etkisi çıkarabileceğine inansak da, şimdilik ihtiyatlı bir yaklaşım benimseyerek herhangi bir maliyet sinerjisini hesaplamalarımıza dahil etmiyoruz. Ancak personel giderleri ve ulaşım maliyetlerinden kaynaklanan 100 baz puan - 200 baz puan faaliyet giderleri iyileşmesi ile, sinerji potansiyelinin kademeli olarak gerçekleşeceğini düşünüyoruz.

Şekil 7: Araç başı VAFÖK satın alımının etkisiyle gerileyecek



Kaynak: Şirket, YKY Araştırma

Şekil 8: Yine de karlılık hala sağlam seviyelerde kalabilir



Kaynak: Şirket, YKY Araştırma

- **Stellantis Otomotiv satın alımından ne beklemeliyiz?:** Mart 2023'te duyurulduğu üzere Tofaş; Peugeot, Opel, Citroen ve DS Automobiles'in Türkiye distribütörü Stellantis Otomotiv'in 400 milyon Euro işlem bedeli karşılığında yüzde yüz sahibi olacak.

İşlem ücreti sözleşmenin tamamlanmasının ardından nakit olarak ödenecektir. Öte yandan Tofaş'ın sözleşmede belirtilen referans serbest nakit akışının üzerinde nakit üretmesi durumunda bu rakamın %77,5'i kapanışı takip eden sekiz yıl içinde Stellantis'e ödenecektir. Anlaşmanın rekabet kurumu ve diğer düzenleyici kurumların onayına tabiidir.

Şimdilik varsayımımızı, satın alınan şirketten elde edilen gelirlerin 1Ç24'ten itibaren finansal tablolara yansıtacağı varsayımıyla yapmaktayız.

Şekil 9: Binek araçta güçlü pazar payı

PC	2020	2021	2022	8M23
1 RENAULT	16%	13%	15%	11%
2 FIAT	15%	13%	16%	15%
3 VOLKSWAGEN	9%	10%	8%	8%
4 TOYOTA	6%	8%	6%	4%
5 PEUGEOT	6%	5%	4%	7%
6 OPEL	5%	4%	5%	7%
7 FORD	5%	3%	2%	3%
8 HYUNDAI	5%	7%	7%	6%
9 DACIA	4%	5%	6%	5%
10 SKODA	4%	4%	3%	4%
11 CITROEN	4%	4%	4%	5%
12 HONDA	4%	5%	4%	2%
13 Diğer	18%	19%	19%	23%

Kaynak: ODMD, YKY Araştırma

Şekil 10: Peugeot, Citroen ve Opel'in ticari araçta da iddialı bir pazar payı bulunuyor

LCV	2020	2021	2022	8M23
1 FORD	40%	30%	35%	30%
2 FIAT	28%	27%	26%	24%
3 VOLKSWAGEN	7%	8%	6%	6%
4 PEUGEOT	4%	6%	5%	8%
5 CITROEN	3%	4%	4%	7%
6 MERCEDES-BENZ	3%	3%	3%	3%
7 DACIA	3%	4%	0%	0%
8 MITSUBISHI	3%	2%	1%	0%
9 OPEL	2%	3%	3%	5%
10 RENAULT	2%	3%	6%	6%
11 KIA	1%	1%	1%	1%
12 IVECO	1%	2%	2%	1%
13 Diğer	3%	6%	10%	8%

Kaynak: ODMD, YKY Araştırma

Fiat Chrysler Automobiles (FCA) ile PSA grubunun birleşmesi sonrasında, yapılan iyileştirmeler kapsamında yeni modellerin pazara sunulmasıyla birlikte, küresel anlamda Opel ve Peugeot gibi markaların otomotiv pazarındaki varlığı önemli ölçüde toparlandı. Buna paralel olarak Türkiye otomobil pazarında Stellantis Otomotiv markaları olan Opel, Peugeot, Citroen ve DS 9A23'te 162 bin adet araç satışı gerçekleştirdi ve hafif araç kategorisinde 2022'de %13 olan pazar payı 9A23'te %19'a yükseldi.

Satın alıma yönelik olumlu duruşumuzun arkasındaki temel neden şirketin yurtiçi pazarda artan payının sayesinde elde edeceği etki ve maliyet sinerjisine dayanmaktadır. Ortalama %20 pazar payı varsayarak hazırladığımız tahminlerde şirketin Euro bazında %28 oranında IRR hesaplıyoruz. Ayrıca, ortalama %8 VAFÖK marjı tahmin ederek şirket için 1 milyar Euro değer bulmaktayız.

Şekil 7: Stellantis Otomotiv satın alımına ilişkin

Euro, milyon	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T
Satın alım maliyeti	-410	-10	-10	-10	-10	-10	-10	
SNA	91	109	113	117	121	124	129	133
Satın alım Maliyeti sonrası SNA	-319	99	103	107	111	114	119	133
IRR	28%							
AOSM	12%							

Kaynak: YKY Araştırma

Şekil 8: Stellantis Otomotiv için İNA

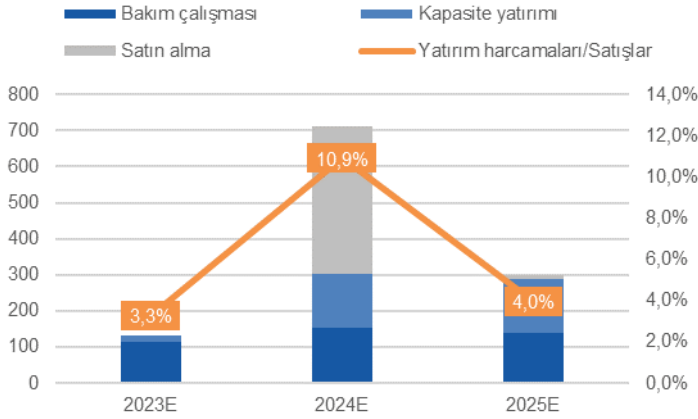
Euro, milyon	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T
Net satışlar	2.998	3.211	3.324	3.433	3.545	3.662	3.782	3.906
<i>Net Satışlar Büyümesi</i>	<i>n.m</i>	7%	4%	3%	3%	3%	3%	3%
<i>Satış Hacmi</i>	<i>152.950</i>	<i>160.598</i>	<i>163.810</i>	<i>166.675</i>	<i>169.593</i>	<i>172.565</i>	<i>175.593</i>	<i>178.677</i>
<i>Ortalama Fiyat ('000)</i>	<i>19,6</i>	<i>20,0</i>	<i>20,3</i>	<i>20,6</i>	<i>20,9</i>	<i>21,2</i>	<i>21,5</i>	<i>21,9</i>
VFÖK	204	225	233	240	248	256	265	273
VAFÖK	234	257	266	275	284	293	303	312
<i>VAFÖK marjı</i>	<i>7,8%</i>	<i>8,0%</i>	<i>8,0%</i>	<i>8,0%</i>	<i>8,0%</i>	<i>8,0%</i>	<i>8,0%</i>	<i>8,0%</i>
Vergi	-41	-45	-47	-48	-50	-51	-53	-55
NİS değişimi	-66	-71	-73	-76	-78	-81	-83	-86
Yatırım harcaması	-36	-32	-33	-34	-35	-37	-38	-39
SNA	91	109	113	117	121	124	129	133
AOSM	13,1%	12,2%	11,7%	11,7%	11,7%	11,7%	11,7%	11,7%
SNA'nın bugünkü değeri	512							
Uç değer büyüme oranı	1,5%							
Uç değer	1.350							
Uç değer bugünkü değeri	492							
Firma değeri	1.005							

Kaynak: YKY Araştırma

■ **Yeni model (K0) 2024'te hazır olacak:** Anlaşmanın tamamlanmasının ardından dört marka (Peugeot, Opel, Citroen ve henüz açıklanmayan bir marka) için yeni bir ticari aracın üretim ve satışına ilişkin üretim anlaşması da imzalanacak. Yeni ticari araç modelinin üretimi ile ilgili çalışmalar zaten başladı ve satışların 2024 yılı sonuna kadar başlaması muhtemel. Biz şimdilik ihtiyatlı kalmayı ve K0 satışlarından toplamda 15 binlik küçük bir satış koymayı tercih ettik ve bunu beklemekteyiz. İlerleyen zamanlarda ise kademeli olarak yükselecek ve orta vadede 130 bin seviyeleri civarında istikrar kazanacağını düşünüyoruz.

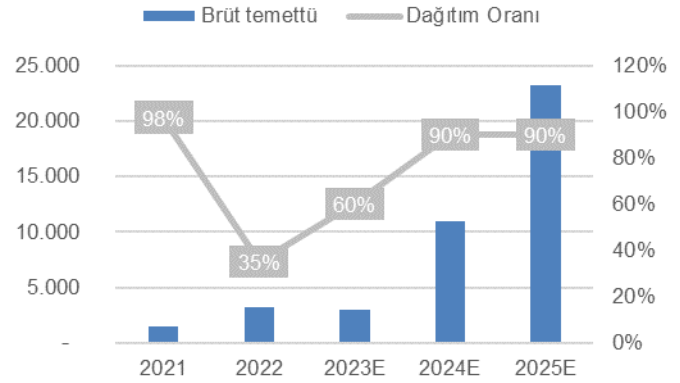
Mevcut Doblo hattında üretilecek yeni araç sayesinde yatırım maliyetlerinin daha düşük olmasını bekliyoruz. Buna göre bin araç üretim kapasitesi başına 1,9 milyon Euro tutarında bir sermaye harcaması öngörüyoruz ve 2025 yılı başına kadar yapılacak toplam 300 milyon Euro tutarında bir tutar hesaplıyoruz.

Şekil 9: Sermaye harcamaları projeksiyonu



Kaynak: Şirket, YKY Araştırma

Şekil 10: Temettü dağıtımı



Kaynak: Şirket, YKY Araştırma

■ **Yüksek temettü ödemesi olası gözüküyor:** 2023 yılının ilk yarısının sonunda şirket, güçlü işletme kârlılığı ve olumlu net işletme sermayesi ihtiyacı sayesinde 9,0 milyar TL (323 milyon Euro) net nakit pozisyonuna ulaştı.

Satın alma kapsamında ihtiyatlı davranmak adına 2023 yılı için 400 milyon Euro, sonraki sekiz yıl için ise her yıl için 10 milyon Euro maliyeti hesaplamamıza dahil ediyoruz. Ayrıca K0 üretimine ilişkin işlemlerle ilgili olarak 2024 ve 2025 yılları için 150 milyon Euro'luk yatırım maliyeti koyduk. Yine de bilançoda bir bozulma beklemiyoruz. Bunların ışığında şirketin temettü dağıtım oranının halen yüksek kalmasını, buna göre 2023 yılı karından %60 temettü ödeme oranıyla hisse başına 21,8 TL temettü hesaplamaktayız. Bu rakam, %7 oranında brüt temettü verimine işaret etmektedir.

Değerleme

Euro bazlı İNA modelimiz ışığında, TOASO için 12 aylık hedef fiyatımızı 422 TL (14,6 Euro) olarak belirliyoruz.

Projeksiyon dönemimiz boyunca, Euro AOSM oranını yaklaşık %13 ve uç değerde ise %12 olarak kullanıyoruz.

2024 tahminlerimize göre hisse 5,6x F/K ve 4,9x FD/VAFÖK çarpanlarından işlem görmektedir. Bu seviyelerin, hisse için öngördüğümüz ortalama %18'lik net kar büyümesi ve yakın vade için %80'lik öz sermaye getirisini dikkate aldığımızda cazip olduğunu düşünüyoruz.

YKY Tofaş için İNA

Euro, milyon	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T
Net satışlar	6.536	7.537	8.301	8.903	9.344	9.716	10.084	10.404
Net Satışlar Büyümesi	62%	15%	10%	7%	5%	4%	4%	3%
VFÖK	705	821	913	979	1.028	1.070	1.111	1.146
VAFÖK	795	914	1.006	1.072	1.120	1.149	1.185	1.221
VAFÖK Marjı	12,2%	12,1%	12,1%	12,0%	12,0%	11,8%	11,8%	11,7%
Vergi	-70	-82	-91	-98	-103	-107	-111	-115
NİS değişimi	-206	-68	-49	-46	-42	-41	-42	-42
Yatırım harcaması	-713	-300	-153	-156	-178	-202	-202	-218
Kira gideri	-8	-7	-8	-8	-8	-8	-8	-7
SNA	-202	456	705	765	789	791	823	840
AOSM	13,2%	13,6%	12,6%	12,1%	12,2%	12,2%	12,2%	12,1%
SNA'nın bugünkü değeri	2588							
Uç büyüme oranı	3,0%							
Uç değer	9.478							
Uç değer bugünkü değeri	3.613							
Firma değeri	6.200							
Net Borç (2023T)	-426							
Özkaynak değeri	6.627							
12-ay Hedef değeri	7.302							
12-ay Hedef fiyat	14,6							

Kaynak: YKY Araştırma

YKY Model Varsayımları

Madde	Temel Faktörler / Sorular	YKY Varsayımları	YKY Sonuçları
Gelirler	- Fiyatlandırma - Döviz hareketleri - Miks Etkisi - Satış hacmi - Rekabet - Kur seviyesi (TL, USD, EUR)	Toplam satış hacmi GSYİH büyümesine, faiz oranlarına, ekonomik güvene, ancak çoğunlukla talep döngülerine duyarlıdır. Otomotiv sektöründe binek otomobil segmentinde büyük bir rekabet var ve TOASO'nun Stellantis Otomotiv'in satın alması ve sektördeki ağırlığın artmasıyla bu durumdan olumsuz etkilenmeyeceğini düşünüyoruz. Ancak Doblo sözleşmelerinin bitmesi ve Egea segmentinde artan rekabetin ardından ihracat operasyonları için, durumun böyle olmadığını düşünüyoruz.	Net satış büyüme tahminimiz, 2023'te bir önceki yıla göre %5'lik bir artışa ve ardından önümüzdeki üç yılda yaklaşık %25'lik bir YBBO'ya işaret ediyor.
Faaliyet Karı	- Döviz hareketleri - Ürün miksine göre satış miksi - Kanal miksine göre satış miksi - Kur seviyesi	İhracat maliyet+sözleşmeleri yoluyla yapılmakta ve al/öde yöntemiyle korunmaktadır. Yurt içi satışlar üretim maliyetlerindeki dalgalanmalara nispeten daha açıktır. Binek otomobil segmentindeki yüksek rekabet nedeniyle, hafif ticari araç segmentine göre karlılıkları daha düşüktür.	VAFÖK marjının %12 civarında kalacağını tahmin ediyoruz.
Yatırım Harcamaları	- Kapasite genişlemeleri - Mevcut tesislerin bakım giderlerinin düzeyi - Satın alımlar	Yatırım harcamaları çoğunlukla kapasite artırımı ve yenileme çalışmalarından oluşuyor. Ayrıca Şirket yeni bir hafif ticari araç üretmeye başlayacak ve bunun için 310 milyon Euro'luk bir yatırım harcaması öngörüyoruz. Ek olarak Şirket Peugeot, Opel, Citroen ve DS bayisi Stellantis Otomotiv'i 400 milyon Euro + şartlı bedel karşılığında satın alacak.	2023T için 133 milyon Euro ve 2024T için 713 milyon Euro'luk bir yatırım harcaması bekliyoruz. Uzun vadede %1,5 - %3,0 aralığında bir yatırım harcaması/satış aralığı öngörüyoruz.
Net İşletme Sermayesi	- Satış hacmi büyümesi - Satış kanalı miksi	NİS, yurt içi talebin azalmasından dolayı artabilir. Aynı sektördeki şirketlerin benzer NİS gerekliliklerine sahip olması nedeniyle Stellantis Otomotiv'in satın alınmasının konsolide rakamlarda kötüleşme yaratmamasını bekliyoruz.	2024 yılında yurt içi talebin normalleşmesini beklerken, NİS'de bir miktar artış bekliyoruz ve önümüzdeki yıllar için yaklaşık 5 günlük bir nakit döngüsü hesaplamaktayız.

ÇEKİNCE:

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. Söz konusu rapor belli bir kişiye veya mali durumları, risk ve getiri tercihleri benzer nitelikteki bir gruba yönelik olarak hazırlanmamıştır. Belirli bir getirinin sağlanacağına dair herhangi bir vaat veya taahhütte bulunulmamaktadır. Tüm yorum ve tavsiyeler öngörü, tahmin ve fiyat hedeflerinden oluşmaktadır. Zaman içinde piyasa koşullarında meydana gelen değişiklikler nedeniyle söz konusu yorum ve tavsiyelerde değişikliğe gidilebilir. Size uygun olan yatırım araçlarının ve işlemlerin kapsam ve içeriği uygunluk testi neticesinde belirlenir. Uygunluk testi, yatırım kuruluşu tarafından pazarlanan ya da müşteri tarafından talep edilen ürün ya da hizmetin müşteriye uygun olup olmadığının değerlendirilmesi amacıyla, müşterilerin söz konusu ürün veya hizmetin taşıdığı riskleri anlayabilecek bilgi ve tecrübeye sahip olup olmadıklarının tespit edilmesidir. Bu raporda yer alan her türlü bilgi, yorum ve tavsiye uygunluk testi ile tespit edilecek risk grubunuz ve getiri beklentiniz ile uyumlu olmayabilir. Bu nedenle, uygunluk testi neticesinde risk grubunuz tespit edilmeden sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi amaç, bilgi ve tecrübenize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Burada yer alan bilgi ve veriler, araştırma grubumuz tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan derlenmiş olup, doğrulukları ayrıca araştırılmamıştır. Bu nedenle, bu bilgilerin tam veya doğru olmaması nedeniyle doğabilecek zararlardan Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ve çalışanları sorumlu değildir. Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından farklı bölümlerde istihdam edilen kişilerin veya Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin ortaklarının ve iştiraklerinin bu raporda yer alan tavsiyelerle veya görüşlerle hemfikir olmaması mümkündür. Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ile piyasanın işleyişinden kaynaklanan makul nedenlerden dolayı, Yapı Kredi 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 önlemeyen çıkar çatışması ve objektifliği etkilemesi muhtemel nitelikte ilişkiler doğabilir. Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş., ortakları veya iştirakleri, Sermaye Piyasası Kurulu tarafından yetkilendirildikleri yatırım hizmetleri ve faaliyetleri ile yan hizmetlerini, bu raporda bahsi geçen şirketlere, muhtelif zamanlarda, sunmayı teklif edebilir veya sunabilir. Muhtelif zamanlarda, Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin, ortaklarını, 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. Söz konusu çıkar çatışması durumlarında Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş., internet sitesinde yer alan Çıkar Çatışması Politikası uyarınca hareket eder. Bu rapor, sadece gönderildiği kişilerin kullanımı içindir. Bu raporun tümü veya bir kısmı Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin yazılı izni olmadan çoğaltılamaz, yayınlanamaz veya üçüncü kişilere gösterilemez, ticari amaçla kullanılamaz.