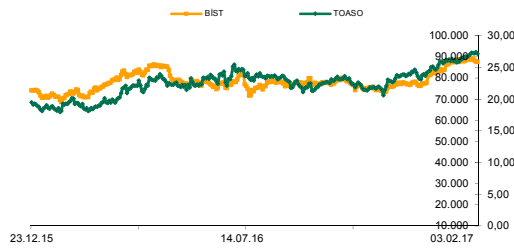


Şeker Yatırım Araştırma Bölümü

	TL	Usd
Piyasa Değeri (mn TL, mn \$)	13.590	3.767
Hedef Değer (mn TL, mn \$)	15.434	4.278
Kapanış	27,18	7,53
Ort. İşlem Hacmi (Bin Lot)	934	

Firma Bilgileri	
Sektör	Otomotiv
Faaliyet Alanı	Binek Otomobil ve Hafif Ticari Araç Üretimi
Ödenmiş Sermaye (mn TL)	500,0

Ortaklık Yapısı	Pay(%)
Koç Holding	38,0
Fait Auto S.p.A.	38,0
Halka Açık	24,0
Toplam	100,0



Performans	1 Aylık	3 Aylık	12 Aylık
Değişim TL (%)	5,2%	23,9%	43,0%
Değişim \$ (%)	13,1%	17,4%	16,1%
BİST Relatif (%)	0,8%	6,2%	22,5%

	TL	ABD\$
12 Aylık En Yüksek	27,50	9,03
12 Aylık En Düşük	18,79	5,77

Piyasa Göstergeleri	2016/12	2017T
F/K	14,01	10,35
PD/Ciro	0,95	0,72
FD/Ciro	1,15	0,87
PD/DD	4,60	3,5
FD/FAVÖK	11,99	9,1

Marjlar	2015/12	2016/12	2017T
Brüt Kar	12,3%	10,2%	10,9%
EFK	7,1%	5,9%	6,7%
FAVÖK	10,8%	9,6%	9,6%
Net Kar	8,4%	6,8%	7,0%

Özet Bilanço (Bin TL)	2015/12	2016/12
Dönen Varlıklar	5.207.272	6.234.224
Duran Varlıklar	4.659.294	5.595.484
Toplam Varlıklar	9.866.566	11.829.708
Kısa Vadeli Yükümlülükler	4.527.460	5.692.184
Uzun Vadeli Yükümlülükler	2.756.815	3.180.073
Özkaynaklar	2.582.291	2.957.451
Toplam Kaynaklar	9.866.566	11.829.708

Finansal Veriler (Bin TL)	2014/12	2015/12	2016/12	2017T
Satış Gelirleri	7.440.009	9.920.723	14.235.951	18.784.700
Brüt Esas Faaliyet Karı/Zararı	983.302	1.216.523	1.447.741	2.052.865
Faaliyet Karı/Zararı	533.669	709.009	843.896	1.259.024
FAVÖK	832.278	1.068.530	1.366.527	1.808.106
Finansal Gelir/Gider	-60.786	-68.567	-2.956	-43.999
Net Dönem Karı/Zararı	574.238	830.801	970.228	1.312.725

• Tofaş'ın 2015 Ekim ayında lansmanı yapılan ve Kasım ayında satışına başlanan yeni Sedan modeli ve 2016 yılının Nisan ve Temmuz aylarında satışına başlanan HB ve SW modellerinin yurt içi ve yurt dışı satışlara yapacağı katkı hisse fiyatı için en önemli katalizör durumunda bulunuyor.

• Euro bazlı ve maliyet+kâr yöntemiyle yapılan yurt dışı satışların etkisiyle Şirket döviz kurlarındaki yükselişten Euro borçlanmalarına rağmen olumsuz etkilenmiyor.

• Şirket için, olumlu gelişmelerin fiyatlara yansıdığını düşüncemize ve İNA ile çarpan karşılaştırması yöntemlerini uyguladığımız modelimize dayanarak tavsiyemizi "AL" ve hedef fiyatımızı 29,06 TL olarak koruyoruz. Fiyatlama modelimizde risksiz getiri oranını %11, piyasa risk primini ise %5,5 olarak belirlemiş bulunuyoruz.

• Binek otomobilde ivme yakalayan 3 yeni araç - Şirket, Kasım 2015'te satışına başladığı yeni Sedan modeli için 2015-2023 yılları arasındaki dönemde toplam 580.000 adet araç üretimi planlanmakta olup, bu araç için yaklaşık 520 milyon Amerikan Doları yatırım gerçekleştirilmiştir. 2015 yılında 1.5 aylık periyottaki 10.157 adetli ortalama bazda koruyarak 2016 yılında 80.794 adet (Yurtdışı: 45.998) ile bu planlamanın üstüne çıkabilecek bir ivme yakalamıştır. Yurt içi ve yurt dışında oldukça olumlu tepkiler alan araç için al-yada-öde anlaşmalarıyla korunan kapasite 25.000 adettir ve 2016-2023 yıllarını kapsamaktadır.

Bununla birlikte Şirket 2016 yılının sırasıyla ikinci ve üçüncü çeyreklerinde HB ve SW olmak üzere iki yeni binek otomobilin de satışına başlamıştır. Bu iki modelin 2016-2023 yılları arasında yaklaşık 700.000 adet üretimi hedeflenmektedir. Sedan modeli ile aynı platformu kullanarak üretilecek olan bu modeller için toplam yaklaşık 520 milyon dolar tutarında yatırım harcaması bütçelenmiştir. 2016 yıllarında sırasıyla 49.390 (Yurtdışı: 45.786) ve 19.871 (Yurtdışı: 19.322) adet satılan bu iki araç için al-ya da-öde anlaşmalarıyla korunan kısım yıllık olarak 90.000 adettir ve 2017-2023 yıllarını kapsamaktadır.

Yurt dışı satışları al-yada-öde anlaşmalarıyla korunan 3 yeni binek otomobilin ilk yıllarında yakaladığı ivme, Tofaş'ı yurt içinde de pazar payı anlamında 2015 yılındaki 6.5%'ten 6.9%'a taşımıştır. Şirket'in bu ivmeyi devam ettireceği ve orta sınıf binek araçlara olan talebin güçlenmeye devam edeceği beklentisi ve Tofaş'ın pazardaki konumu düşünüldüğünde binek araç segmenti pazar payını 2017 yılında 7.2% seviyelerinde olacağını, 2018 yılında da HB ve SW modellerinin tam anlamıyla piyasada benimseneceği düşüncemizle %8 olarak bekliyoruz.

• Doblo modelinin ABD'ye ihracı olumlu katkı yapıyor - Şirket, 2015 yılı Şubat ayında yenileyerek piyasaya sunduğu Doblo modelinin ABD pazarı için olan bir versiyonunu 2014 yılı sonunda ABD'ye ihrac etmeye başladı ve 4.836 adet satış gerçekleştirdi. FCA üzerinden ihracını gerçekleştirdiği bu model için 25.000 adetlik kapasite al-yada-öde anlaşmalarıyla 2016-2023 yılları için korunuyor. 2016 yılında 18.173 adetlik RAM ProMaster City modeli satışının ancak 2018 yılında al-yada-öde kapasitesi üzerine çıkılabileceğini düşünerek, muhafazakar bir bakış açısıyla 2018-2023 yılları arasında 30.000 adet modellemiş bulunuyoruz.

• Döviz kuru etkisi al-yada-öde anlaşmaları sayesinde minimize ediliyor - Tofaş için kur riski yaklaşık olarak %40'ı Euro bazlı olan maliyetler, ithal edilen binek araçlar ve 31 Aralık 2016 itibarıyla 755mn Euro olan borçlanmalardan oluşurken, Şirket, al-ya da-öde anlaşmaları kapsamında Euro bazlı maliyet+kâr marjı şekli ile çalıştığından döviz kurlarındaki yükselişin etkisini nötrleze edebiliyor. Şirket'in 31 Aralık 2016 itibarıyla adetsel bazda satışlarının %71'i ihrac satışlarından oluşuyor ve bunlardan satış hacminin önemli bir bölümünü oluşturan Linea ve Orta Doğu ve Kuzey Afrika bölgesine ihrac edilen eski model Doblo dışındaki tüm ihracatlar Euro bazlı maliyet+kâr fiyatlamasının kullandığı al-yada-öde anlaşmaları çerçevesinde yapılıyor. Bu sayede Şirket'in kur riskinin önemli ölçüde elimine edilebildiğini düşünüyoruz.

• Yurt içinde yavaşlaması beklenen talep ortamında ihracat anlaşmalarıyla korunan Tofaş öne çıkıyor - 2016 yılında 2015 yılıyla hemen hemen aynı miktarda kalan pazarda ÖTV artışından dolayı öne çekilen bir 2017 ilk 2 çeyrek talebi olduğunu, büyüyen araç kiralama pazarının olası olumlu etkisine karşın, fiyatların döviz kurlarıyla birlikte önümüzdeki dönem TL cinsinden pahalılaşacağını ve talebin yaklaşık 11% daralacağını düşünüyor ve 2017 yılı pazar tahminimizi 895.000 adet olarak öngörüyoruz. Referandum sonrasında siyasi belirsizliklerin azalmasını, ÖTV oranlarının olumsuz etkisinin azalmasını ve TL cinsi fiyatların gelecek dönemlerde daha fazla artacağı çekincesiyle ilk 2 çeyrekte bekleneni veremeyecek olan otomotiv pazarının kampanyalarıyla da birlikte 3. ve 4. çeyreklerde toparlanmasını bekliyoruz. Uzun vadede ise kurlardaki artışın maliyetlere belli oranlarda yansıtılması ile birlikte pazarda major büyümeler bekliyoruz. Bu konjonktürde ihracat ağırlıklı üretim yapan ve kapasitesinin büyük bölümü al-yada-öde anlaşmalarıyla korunan Tofaş'ın öne çıkacağını düşünüyoruz. Bunun yanında, yeni lanse edilecek modeller ve yükselcek kapasite kullanım oranı da bu olumlu durumu destekleyen diğer öğeler olarak sıralayabiliriz.

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.

Bu rapordaki veri, grafik ve tablolar güvenilirliğine inandığımız sağlam kaynaklardan derlenmiş olup, burada yer alan yorum ve tavsiyeler, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Bu bilgiler ışığında yapılan ve yapılacak olan ileriyi dönük yatırımların sonuçlarından ŞEKER YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş. hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. Ayrıca, Şeker Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin yazılı izni olmadıkça bu raporların içeriği kısmen ya da tamamen üçüncü kişilerce hiç bir şekil ve ortamda yayınlanamaz, iktisap edilemez, alıntı yapılamaz, kullanılamaz.