

27 Ekim 2021

Tofaş

SAT

Kapanış (TRL)	58,40	Hedef fiyat(TRL)	49,00		
Piyasa değeri (TRL / US\$ mn)	29.200 / 3.087	12 aylık getiri / görece getiri (%)	143 / 80		
Endeks	BIST-50	Pazar	Yıldız		
(TRL mn)	3Ç20	3Ç21	y/y Δ	Konsensüs	Gerçek / Kons.
Net satışlar	6.860	5.595	%-18	5.819	%-4
FAVÖK	773	975	%26	860	%13
FAVÖK marjı	%11,3	%17,4	610 bp	%14,8	260 bp
Net Kar	510	581	%14	553	%5

3Ç21 Bilanço Değerlendirmesi

Net kar %14 yükseldi - Tofaş 2021'in üçüncü çeyreğinde 581 milyon TL net kar açıkladı. Konsensüs beklentisi 553 milyon TL iken, şirket geçen yılın aynı döneminde 510 milyon TL kar elde etmişti. Satışlar tahminlerden daha fazla düşerken, FAVÖK marjı beklentilerin üzerinde gerçekleşti.

Net satışlar %18 düştü - Tofaş'ın cirosu yılın üçüncü çeyreğinde beklentilerden bir parça daha fazla düşüşle 5,6 milyar TL'ye indi. Yurt içi satış adedi %51 azalırken ortalama satış fiyatları %31 yükseldi. İhracat adedi %34 gerilerken araç başına ortalama gelir euro bazında %33 yükseldi. Genel olarak yurt içinde yüksek fiyatlama, yurt dışında al-veya-öde gelirleri ve zayıf kur ciroya olumlu yansıdı, ancak hacimlerdeki zayıflamayı telafi edemedi. İhracat segmentinin toplam içindeki ağırlığı hem hacim (%38'den %45'e) hem de gelir bazında (%37'den %47'ye) yükseldi.

Hacim beklentileri indirildi - Şirket hem yurt içi hem de yurt dışı satış hacim beklentilerini azalttı. Daha önce 135-150 bin arası yurt içi satış öngörüsünde bulunan Tofaş'ın 2021 yılı için yeni beklentisi 130-140 bin aralığında. Benzer şekilde, ihracat beklentisi de 150-160 bin seviyesinden 120-130 bin seviyesine indirildi. Buna göre şirket yılın son çeyreğinde 78-98 bin aralığında toplam satış hacmine ulaşmayı bekliyor (geçen yılın aynı dönemi: 92 bin).

Sağlam karlılık - Şirketin brüt kar marjı geçen yıla göre 400 baz puan artarak %17,0 düzeyinde gerçekleşti. Güçlü yurt içi fiyatlama ve ihracat pazarlarından elde edilen al-veya-öde gelirleri karlılığa olumlu yansıdı. Üretilen araç başına hammadde giderleri euro bazında geçen yılki seviyesinin %16 üzerinde gerçekleşti. Faaliyet giderlerinin ciroya oranı 130 baz puan yükselerek %4,8 seviyesine ulaştı. Çalışan başına ortalama ücretler bir önceki yıla göre %37 ve bir önceki çeyreğe göre %19 arttı. Bunların sonucunda şirket 975 milyon TL FAVÖK'e ulaştı. FAVÖK marjı geçen yılki düşük seviyenin 610 baz puan üzerine yükseldi ve beklentilerin 260 baz puan üzerinde %17,4 seviyesinde gerçekleşti. Araç başına elde edilen FAVÖK euro bazında geçen çeyreğe göre %19 arttı.

Borçluluk iyileşti - Şirketin net borcu bir önceki çeyreğe göre 979 milyon TL azalarak 4,0 milyar TL'ye indi. Bunun sonucunda net borcun FAVÖK'e oranı 1,3'ten 1,0'e geriledi.

Değerleme - Hisse son bir yılda %143 yükseldi ve BIST-100 endeksine görece %80 daha iyi bir performans gösterdi. Zayıf satış görünümüne rağmen hisse son 3 ayda %87 yükseldi ve bu sürede hem BIST-100 endeksine hem de Ford Otosan hisselerine görece %67 daha iyi bir performans gösterdi. 2022 tahminlerimize göre 11,5 F/K ve 7,1 FD/FAVÖK çarpanlarından işlem gören Tofaş hissesinin pahalı olduğunu düşünüyoruz. Hisse için 49,00 TL hedef değeri ile SAT önerisinde bulunuyoruz.

Araştırma

yatirimarastirma@icbcyatirim.com.tr
+90-212-276-2727