

Tofaş <TOASO>

21 Nisan 2025
(11:00)

Bilgilendirme Notu

Stellantis Otomotiv için Rekabet Kurumu Onayı Gelişmeleri

Ne Olmuştu?

29.07.2023'te Stellantis Otomotiv'in Peugeot, Citroën, Opel ve DS Automobiles'den oluşan Stellantis markalarının distribütörlüğünü içerecek şekilde Türkiye'deki mevcut faaliyetlerinin Tofaş tarafından devralınmasına ilişkin Pay Devir Sözleşmesi'nin (400+52.6mnEUR bedelle) imzalandığı açıklanmıştı. Rekabet Kurumu'na (RK) izin başvurusunda bulunuldu. Ve sonra RK'dan onayın peşi sıra gelmediği bir dizi süreç yaşandı.

Ne Oldu?

4Ç24 sonuçları sonrasında şirketin yatırımcı sunumunda "Stellantis Otomotiv'in şirketimiz tarafından satın alınması ile ilgili Rekabet Kurulu onay süreci son aşamadır." ifadesi yer aldı. Geçtiğimiz hafta Cuma kapanışı sonrası; Rekabet Kurulu tarafından Stellantis Otomotiv paylarının devralınmasına ilişkin uzun süredir beklenen iznin koşullu olarak (Rekabet Kurulu'na; yatırım planları, yönetim kurulunun yapısı, çalışanlar için uygulanan gizlilik politikaları ve bayilik (dağıtım/satış) yapısı konularında verilen taahhütleri takiben) verildiği Tofaş'a bildirildi.

Koşullu İzine Gerekçe Olan Yatırım Planı Nedir?

Stellantis markaları (Fiat, Opel, Citroën ve Peugeot) için 2027 yılında ihracata yönelik yıllık 150 bin adet üretim kapasitesine sahip olacak ve belirli bir kısmı (Orta Doğu ve Afrika) ülkelerine ihraç edilecek. Bu araç yeni bir hafif araç olacak ve model için 3Ç26'dan itibaren şirket 276mn EUR yatırım yapacak. Böylece 2027 itibarıyla devam eden diğer projelerle birlikte şirketin ihracat üretim kapasitesi 200bin – 220bin adede ulaşacak.

Bunlar Ne İfade Ediyor?

Söz konusu onay, zorlu geçen onay sürecinin ardından oldukça olumlu bir gelişme ve potansiyel olarak da yeni olumlu gelişmelerin önünü açıyor. Koşullu izine tabi yatırım olan yeni hafif araç projesi bunun ilk kanıtı niteliğinde. Biz onay sonrası sinerjiye atfen yeni anlaşmaların yapılabileceğini belirtmiş ve bunu modellemelerimizde varsaymıştık. Bizim modellememizde 175 bin araç ve ağırlıklı yurtiçi satışı yapılacak bir araç üretimi varken burada benzer şekilde 150 bin adet ancak yurtdışı (Orta Doğu ve Afrika) ağırlıklı bir taahhüt söz konusu.

Mevcut Hisse Fiyatı	12A Hedef Fiyat	Potansiyel Getiri
TL176.50	TL255.00	44%
Piyasa Değeri		Firma Değeri
TL88,250mn	USD2,322mn	TL96,354mn

Hisse Senedi Bilgileri

Bloomberg/Reuters:	TOASO.TI / TOASO.IS		
Relatif Performans:	1 Ay	3 Ay	12 Ay
	2%	-2%	-26%
12 Ay Fiyat Aralığı (TL):	151.2 / 326.99		
Ort. Günlük Hacim (mn TL) 3 ay:	1,528.9		
YBB TL Getiri:	-8%		
Beta (2 yıllık, haftalık)	1.00		
BİST-100'deki ağırlığı	1.04%		
Ödenmiş Sermaye (mnTL):	500		

Özet Bilgilendirme

18 Nisan 2025'te, Rekabet Kurulu tarafından (Rekabet Kurulu'na; yatırım planları, yönetim kurulunun yapısı, çalışanlar için uygulanan gizlilik politikaları ve bayilik (dağıtım/satış) yapısı konularında verilen taahhütleri takiben) Stellantis Otomotiv paylarının devralınmasına ilişkin uzun süredir beklenen iznin koşullu olarak verildiği Tofaş'a bildirildi.

Ortaklık Yapısı

Stellantis Europe SPA	37.9%
Koç Holding A.Ş.	37.6%
Diğer	24.5%

Özet Finansallar

	2023	2024	Değişim
Net Satışlar (TLmn)	184,229	120,267	-35%
FVAÖK (TLmn)	28,383	9,280	-67%
Net Kar (TLmn)	21,777	5,221	-76%
FVAÖK marjı	15.4%	7.7%	-7.7 pp
Net Kar marjı	11.8%	4.3%	-7.5 pp
F/K (x)	4.1	16.9	
FD/FVAÖK (x)	3.4	10.4	
FD/Net Satışlar (x)	0.5	0.8	
Hisse Başına Kar(TL)	43.55	10.44	

Etay@garantibbva.com.tr

Analist: Emin TAY

+90 (212) 384 12 47

Bir diğerk vurgulanması gereken konu bu yatırımın mevcutta satışına başlanan ve %80'i Avrupa'ya ihraç edilmesi planlanan ticari araç K0 kodlu yatırımdan bağımsız bir yatırım olduğu. K0 modelin 2026'da tam verimliliğe ulaşmasını bekliyoruz. Yeni hafif araç yatırımının ise 2027 yılı içerisinde tam verime ulaşma potansiyeli var.

Tofaş fabrikası řu an %40 kullanım kapasitesinin aşağısında ve bir miktar K0 olmak üzere ağırlıklı Egea modeli için üretimde. Egea modelinin bu yılın sonunda üretimine son verilecek. 2026'da şimdilik K0 modelinin tam verimle (125 bin adet/yıl) çalışacağını tahmin ediyoruz. 2027'de buna yeni hafif araç olan ve 150 bin adet/yıl üretimi yapılacak model eklenecek. 400 bin kapasiteli fabrikada bu senaryoda hala 125 bin adetlik boş kapasite olacak. Bu da önümüzdeki dönemde yeni bir model için alan olduğunu gösteriyor. Modelimizde muhafazakar olmak adına 75 bin boş kapasite ile %75 civarı kapasite kullanım oranı varsaymıştık.

Stellantis Otomotiv için distribütörlük kapsamında ana modelimizde yıllık 160 bin adet potansiyel satış öngörümüz bulunuyor. Böylece tahminimize göre toplam yurtiçi satışların %55-60'ını ithal araçlar oluşturacak. 2016-2023 döneminde toplam yurtiçi satışların %7.5'ini ithal edilen araçlar oluşturmuştu.

Tofaş için 255TL hedef fiyatla EÜ tavsiyemiz bulunuyor. TOASO aynı zamanda model portföyümüzde değerlendirdiğimiz bir hisse. Şirket 28 Nisan'da 1Ç25 finansallarını açıklayacak. Finansallar sonrası hedef fiyatımızı gözden geçireceğiz.

EK-1: TOASO 4Ç24 Finansal Sonuçlar

Tofas Otomobil Fab. Özet Finansal Sonuçlar							Değişim		Değişim	
(mn TL)	4Ç23	1Ç24	2Ç24	3Ç24	4Ç24	12A23	12A24	4Ç24/ 4Ç23	4Ç24/ 3Ç24	12A24/ 12A23
Net Satışlar	50,854	42,235	27,509	22,792	27,730	184,229	120,267	-45%	22%	-35%
Brüt Kar	8,749	6,780	3,521	1,423	1,647	33,437	13,372	-81%	16%	-60%
Faaliyet Karı	5,676	3,796	1,466	-1,127	-1,055	22,709	3,080	a.d.	a.d.	-86%
FVAÖK	7,152	5,696	3,087	282	215	28,383	9,280	-97%	-24%	-67%
Net Diğer Gelir/Gider	-114	272	396	-25	399	-2,484	1,042	a.d.	a.d.	a.d.
Yatırım Faal. Gelirler	116	-8	104	158	141	172	395	21%	-11%	130%
Finansal Gelirler (net)	2,206	-355	-1,042	1,544	225	6,063	373	-90%	-85%	-94%
<i>Finansal Gelirler</i>	<i>3,792</i>	<i>3,244</i>	<i>2,055</i>	<i>2,998</i>	<i>1,622</i>	<i>16,843</i>	<i>9,920</i>	<i>-57%</i>	<i>-46%</i>	<i>-41%</i>
<i>Finansal Giderler</i>	<i>-1,586</i>	<i>-3,599</i>	<i>-3,097</i>	<i>-1,454</i>	<i>-1,397</i>	<i>-10,780</i>	<i>-9,547</i>	<i>a.d.</i>	<i>a.d.</i>	<i>a.d.</i>
<i>Parasal Kazanç/Kayıp</i>	<i>-407</i>	<i>-2,476</i>	<i>-2,190</i>	<i>455</i>	<i>-607</i>	<i>-3,295</i>	<i>-4,817</i>	<i>a.d.</i>	<i>a.d.</i>	<i>a.d.</i>
VÖK	7,884	3,705	924	550	-290	26,460	4,890	a.d.	a.d.	-82%
Vergi	-447	-184	566	-219	169	-4,682	331	a.d.	a.d.	a.d.
Net Kar	7,437	3,521	1,490	332	-121	21,777	5,221	a.d.	a.d.	-76%
Net Nakit	18,806	11,987	663	1,771	-8,104	18,806	-8,104			
Çalışma Sermayesi	-6,596	-9,107	-10,729	-9,219	-18,244	-6,596	-18,244			
Özsermaye	53,246	35,741	39,970	44,117	47,102	53,246	47,102			
Rasyolar										
Brüt Kar Marjı	17.2%	16.1%	12.8%	6.2%	5.9%	18.1%	11.1%	-11.3 puan	-0.3 puan	-7 puan
Faaliyet Kar Marjı	11.2%	9.0%	5.3%	a.d.	a.d.	12.3%	2.6%	a.d.	a.d.	-9.8 puan
FVAÖK Marjı	14.1%	13.5%	11.2%	1.2%	0.8%	15.4%	7.7%	-13.3 puan	-0.5 puan	-7.7 puan
VÖK Marjı	15.5%	8.8%	3.4%	2.4%	a.d.	14.4%	4.1%	a.d.	a.d.	-10.3 puan
Net Kar Marjı	14.6%	8.3%	5.4%	1.5%	a.d.	11.8%	4.3%	a.d.	a.d.	-7.5 puan

Kaynak: Garanti BBVA Yatırım

UYARI NOTU

Model Portföy hisseleri, Araştırma Bölümü'nün Endeks Üzeri (EÜ) ve Endekse Paralel (EP) tavsiyesi verdiği hisseler arasından; şirketlerin uzun dönemli mali verilerine dayalı olarak yapılan temel analiz ve kısa vadeli beklentiler bir arada değerlendirilerek oluşturulmuştur. Tercih etmediğimiz hisseler ise benzer analizler ile, Araştırma Bölümü'nün Endekse Paralel (EP) ve Endeks Altı (EA) tavsiyesi verdiği hisseler arasından seçilir. Model Portföy değişiklik raporunda, hissenin portföye giriş ya da çıkış gerekçesi belirtilir. Bir hissenin Model Portföy'e girmesi ya da çıkması uzun vadeli temel tavsiyesinin değiştiği anlamına gelmemektedir. Model Portföy, sanal bir portföy olup; piyasa beklentimiz ve de içerisinde yer alan hisselerin beklentileri doğrultusunda ağırlıklandırılarak kümülatif performansı ile değerlendirilmektedir. Dolayısıyla Model Portföy ve Model Portföy kapsamında yapılan değişimler, yatırımcının risk ve getiri tercihleri ile birebir örtüşmeyebilir.

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.

Veri ve grafikler güvenilirliğine inandığımız sağlam kaynaklardan derlenmiş olup, yapılan yorumlar sadece GARANTİ YATIRIM MENKUL KIYMETLER A.Ş.'nin görüşünü yansıtmaktadır. Bu bilgiler ışığında yapılan ve yapılacak olan ileriye dönük yatırımların sonuçlarından Şirketimiz hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. Ayrıca, Garanti Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş.'nin yazılı izni olmadıkça içeriği kısmen ya da tamamen üçüncü kişilerce hiç bir şekil ve ortamda yayınlanamaz, iktisap edilemez, alıntı yapılamaz, kullanılamaz. İleti, gönderilen kişiye özel ve münhasırdır. İlave olarak, bu raporun gönderildiği ve yukarıdaki açıklamalarımız doğrultusunda kullanıldığı ülkelerdeki yasal düzenlemelerden kaynaklı tüm talep ve dava haklarımız saklıdır.

Garanti BBVA Yatırım ile ilgili detay bilgilere <https://www.garantibbvayatirim.com.tr/hakkimizda> aracılığıyla erişebilirsiniz.

GARANTİ YATIRIM MENKUL KIYMETLER A.Ş.

Nispetiye Mahallesi Barbaros Bul. Çiftçi Tovvers Kule 1,
34340 Beşiktaş / İstanbul
Telefon: 212 384 11 21
Faks: 212 352 42 40

Hisse Senedi Tavsiye Tanımları

EÜ	Hisse senedinin önümüzdeki 12 ay sonundaki getirisinin, BIST100 endeksinin getirisinin üzerinde olması beklenmektedir.
EP	Hisse senedinin önümüzdeki 12 ay sonundaki getirisinin, BIST100 endeksinin getirisine yakın olması beklenmektedir.
EA	Hisse senedinin önümüzdeki 12 ay sonundaki getirisinin, BIST100 endeksinin getirisinin altında olması beklenmektedir.