

## Türkiye otomotiv pazarı endişelere rağmen canlılığını 1Y24'da sürdürdü

Otomotiv iç pazarında zorlu bir 2Y24 bekleniyor. Borçlanma faizlerindeki artış, güçlü baz yılı etkisi, sıkılaştıran makroekonomik koşullar, satın alma gücündeki düşüş, yeni araç alımlarına uygulanan yüksek vergiler gibi tüm olumsuzluklara rağmen Türkiye'de toplam binek otomobil ve hafif ticari araç satışları 1Y24'de yıllık %3,7 artışla 578 bin adede ulaştı. Ocak-Haziran döneminde yurt içi binek araç satışları yıllık %7,3 artışla 463 bin adede ulaşırken, yurt içi hafif ticari araç satışları yıllık %8,7 düşüşle 115 bin adede geriledi. Haziran'da yurt içi binek ve hafif ticari araç satışları sırasıyla %3,6 ve %12,6 oranında daralırken toplam hafif araç pazarının yıllık %5,3 düşüşle 106 bin adete geriledi. Yıllık daralmaya rağmen Haziran'da hafif araç satışları 10 yıllık tarihi ortalamasının %40 üzerinde kaldı. Ekonomik aktivitede devam eden yavaşlama, GSR-II regülasyon uygulaması, Çin markalarına uygulanan vergi artışı gibi son gelişmeler nedeniyle yurt içi pazarda 2Y24'te yıllık düşüş beklesek de beklenenden daha iyi 1Y24 sonucu 2024 yurt içi hafif araç pazar büyüklüğü beklentimizi önceki 950 bin adetten 1.045 bin adede yükseltiyoruz. Revize pazar tahminimiz yurtiçi hafif araç pazarda 2024'de yıllık %15'lik bir daralmaya işaret ediyor. Yurt içi otomotiv pazarındaki yoğun rekabet nedeniyle indirim oranlarının ve satış kampanyalarının artması tüketicilerin satın alma isteklerini artırabilecekken, sektör oyuncularının kar marjlarını da aşağı çekecektir. Yurt içi pazarda kar marjlarında yıllık bazda erozyon beklesek de pandemi öncesi seviyelerin üzerinde seyredeceğini öngörüyoruz.

Elektrikli araçların payı AB seviyelerine yaklaşıyor. Satılan tamamen elektrikli araç sayısı 1Y24'de yıllık bazda %223 artışla 36 bin adedin üzerinde gerçekleşti ve 1Y23'teki %2,6 paya kıyasla tüm binek otomobil satışlarının %7,7'sini oluşturdu. TOGG (%28), Tesla (%0,7) ve BMW (%0,8) ile 2024 yılının ilk yarısında en çok elektrikli otomobil satan ilk 3 marka oldu.

Sanayinin ihracat performansına Haziran'da uzun bayram tatili etkisi. Türk otomotiv sanayi ihracat hacmi Haziran'da uzun bayram tatili nedeniyle yıllık %16,5 düşüşle 76 bin adede gerilerken, 1Y24 rakamı yıllık %2,5 düşüşle 494 bin adede ulaştı. 1Y24'de Ford Otosan'ın ihracat hacmi %2 düşüşle 154 bin adede, Tofaş'ın ihracat hacmi ise %5 düşüşle 26 bin adede geriledi.

Favori hissemiz TOASO. Zayıf satış hacmi nedeniyle 2024'de beklenen cansız finansal performansına rağmen TOASO, cazip değerlemesi, PSA markalarının Stellantis şemsiyesi altında satın alınmasının yurt içi satışlara olumlu katkısı, yeni hafif ticari araç modeli "K0"ın beklenen olumlu etkisi göz önüne alındığında otomotiv hisse takip listemizde öne çıkıyor. 2025'de piyasaya sürülecek hafif ticari araç modelin yanı sıra, ürün döngüsü 2025 sonunda sona eren mevcut Egea modelinin yerine gelecek yeni araç model yatırımı bir başka potansiyel gelişme olabilir. Türkiye PSA'nın satın alınmasının Rekabet Kurulu tarafından onaylanmasının ardından, K0 projesine ilişkin detaylı bilgilere ve potansiyel yeni binek araç modeline ilişkin gelişmelere ilişkin açıklamalar yakın zamanda kamuya paylaşılabılır. Öte yandan DOAS, 2023 yılında elde ettiği tarihsel en iyi operasyonel ve finansal performansın ardından hem zayıf satış hacimleri hem de kârlılıkta beklenen düşüş nedeniyle 2024 için en az tercih ettiğimiz isim oldu.

Tablo: Hedef Fiyat Güncellemesi

|       | YENİ             |         |                    | ESKİ             |         |
|-------|------------------|---------|--------------------|------------------|---------|
|       | Hedef Fiyat (TL) | Tavsiye | Getiri Potansiyeli | Hedef Fiyat (TL) | Tavsiye |
| FROTO | 1,510            | AL      | 44%                | 1,160            | AL      |
| TOASO | 510              | AL      | 72%                | 416              | AL      |
| DOAS  | 324              | TUT     | 23%                | 322              | TUT     |
| TTRAK | 1,120            | TUT     | 35%                | 937              | TUT     |

Kaynak: İş Yatırım

Esra Şirineli

esirinel@isyatirim.com.tr

+90 212 350 25 72

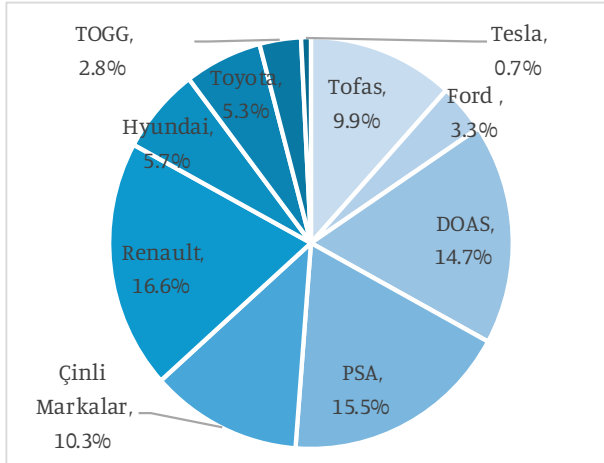
Genel Güvenlik Yönetmelikleri (GSR-II) 7 Temmuz'da yürürlüğe girdi. Araçların standart özelliklerine çeşitli güvenlik paketlerinin dahil edilmesini zorunlu kılan ve güvenlik düzeyinin artırılmasını amaçlayan bir dizi düzenleme olan Genel Güvenlik Yönetmelikleri (GSR-II), Türkiye'de 7 Temmuz itibarıyla yürürlüğe girdi. Yapılan son duyuruyla birlikte "Ulusal Tip Onaylı" araçlara yönelik GSR-II uygulaması 31 Ağustos'a ertelendi. 7 Temmuz'dan itibaren tüm ithal araçlara GSR-II zorunluluğu getirilmiş olurken, Fiat'ın Egea modeli, Renault'nun Clio & Megane modelleri, Hyundai'nin Togg T10X, i10 & i20 modelleri gibi Ulusal Tip Onayına sahip araçlarda 31 Ağustos'tan itibaren GSR-II zorunlu olacak. Yeni GSR-II standartlarının, yurt içi otomobil pazarındaki rekabete bağlı olarak araç satış fiyatlarını ortalama %3-5 oranında artırması bekleniyor. İthalat markaların son uygulama değişikliğini aşmak için 7 Temmuz'a kadar mümkün olan en fazla sayıda araç tedarik etmesi, filo şirketlerinin ise cazip satış indirimlerinden faydalanması bekleniyor.

Çinli markalara uygulanan vergi artışı, Çinli otomobil üreticilerinin Türkiye'ye sıfırdan yatırım çekmesine yardımcı olacak mı? Türkiye'de satış yapan Çinli markaların sayısı 10'u aşarken, bu markalar ilk yarıda 50 bine yakın araç satışıyla toplam yurt içi binek araç pazarındaki paylarını yaklaşık %10'a çıkardı. Chery, 2024 yılının ilk yarısında perakende satışlarda %7,5 payla en yüksek paya sahip oldu. Resmi Gazete'de yayımlanan kararnameyle, daha önce Çin menşeli elektrikli araçlara uygulanan %40 ek gümrük vergisi, 8 Temmuz'dan itibaren tüm yakıt türlerindeki otomobiller için geçerli olacak. Mevcuttaki %10 gümrük vergisine ilave gelen %40 gümrük vergisinin de üzerine KDV ve ÖTV eklendiğinde Çin menşeli otomobillerin fiyatlarının modele göre 700 bin TL'den fazla artabileceğini belirtiyor. Vergi artışının Çinli markaların tedarik ve fiyatlama planlarını yeniden gözden geçirmesine yol açması ve Türkiye'deki üretim planlarına ilişkin süreci hızlandırması bekleniyor. Nitekim geçtiğimiz haftalarda Çinli elektrikli araç üreticisi BYD 150 bin adet kapasiteli, elektrikli ve plug-in hibrit modellerinin üretimi için 1 milyar dolarlık yatırımla Türkiye pazarına girmeyi planladığını açıklamıştı. Türkiye'de elektrikli araç üretimi, Türkiye'nin AB ile gümrük birliği anlaşması nedeniyle Çin'in Avrupa pazarına daha iyi erişimini sağlayabilir.

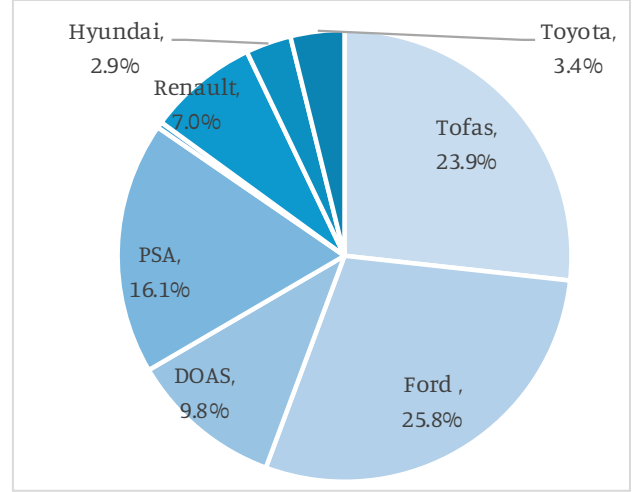
Meclis'e sunulan kanun teklifi kabul edilirse tam elektrikli otomobillerden sonra şarj edilebilir hibrit otomobillere de ÖTV indirimi gelecek. Bu teklife göre karbondioksit emisyonu 25 gramın altında olup, elektrikli menzili 70 km ve üstünde olan şarj edilebilir hibrit araçların ; i) Motor silindir hacmi 1.600 cm<sup>3</sup>'ü geçmeyen ve ÖTV matrahı 1.350.000TL'yi aşmayanlar için %30 ÖTV ii) Motor silindir hacmi 1.600 cm<sup>3</sup>'ü geçmeyen ve ÖTV matrahı 1.350.000TL'yi aşanlar için %60 ÖTV iii) Motor silindir hacmi 1600 cm<sup>3</sup>'ü geçen fakat 1.800 cm<sup>3</sup>'ü geçmeyenler ve ÖTV matrahı 1.350.000 TL'yi aşmayanlar için %70 ÖTV." olması bekleniyor.

Pazar payı gelişimi. Otomobil markalarının haziran ayına özel başlattığı satış kampanyaları pazarın dinamiklerini değiştirdi. Renault, 1Y24'de %16,6 pazar payı ile bir kez daha binek araç pazarının lideri olurken, onu PSA markaları (%15,5) ve Doğu Otomotiv (%14,7) takip etti. Ford, yenilenen modelleri sayesinde ilk yarıda %25,8 pazar payı ile hafif ticari araç pazarındaki hakimiyetini sürdürdü. 1Y24'de Çin menşeli markaların hafif araç segmentindeki pazar payı yıllık bazda 5,8 yüzde puan artışla %8,3'e yükseldi. PSA (%15,6) ve TOGG (%2,3) markaları da hafif araç pazarındaki pazar paylarını yıllık bazda 2,1 puan artıran diğer markalar oldu. Öte yandan Tofaş, pazar payı gelişimi açısından en kötü performansı sergileyen şirket olurken hafif araç segmentindeki pazar payı 1Y24'de yıllık bazda 5,3 puan düşüşle %12,7'ye geriledi. Tofaş'ın binek araç pazarındaki pazar payı artan rekabet ve yüksek baz yılının etkisiyle ilk yarıda yıllık bazda 7,1 puan düştü. Tofaş, Doblo modelinin olmamasına rağmen, 2024 ilk yarı sonunda üretimi sona ermesi beklenen Fiorino'nun başarılı satış kampanyaları sayesinde hafif ticari araç pazar payını yıllık bazda 2,5 puan artırmayı başardı. Ford Otosan'ın hafif araç pazar payı 2024 yılının ilk yarısında yıllık bazda 1,3 puan düşüşle %7,8 seviyesinde gerçekleşti. Doğu Otomotiv'in hafif araç pazar payı ise 2024 yılının ilk yarısında yıllık bazda sadece 0,1 puan düşüşle %13,7 seviyesinde neredeyse sabit kaldı.

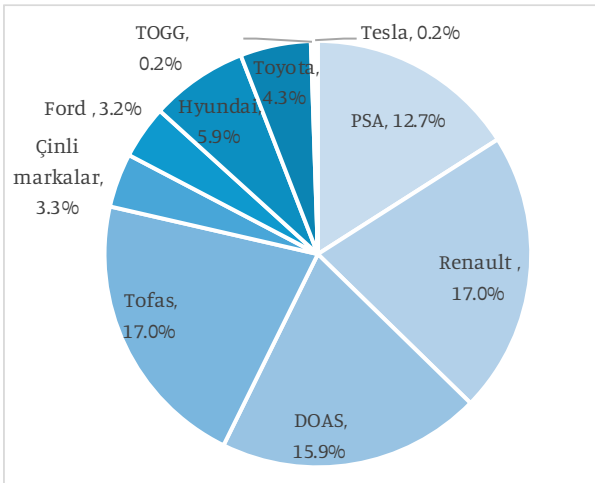
Tablo: Binek Araç Pazar Payı - 1Y24



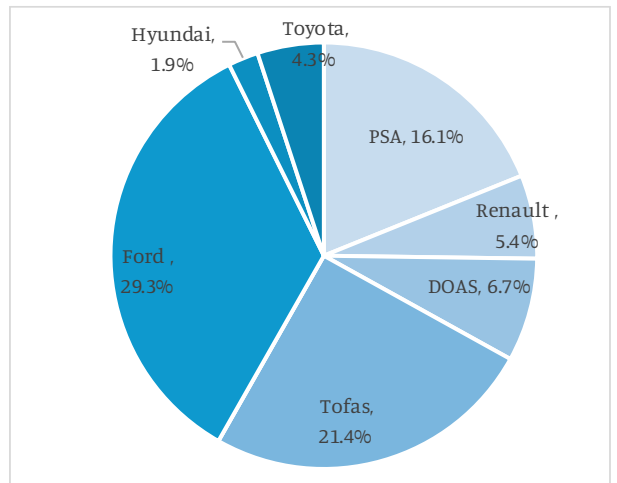
Tablo: Hafif Ticari Araç Pazar Payı - 1Y24



Tablo: Binek Araç Pazar Payı - 1Y23



Tablo: Hafif Ticari Araç Pazar Payı - 1Y23



Kaynak: ODMD

AB'de elektrikli araçların payı Mayıs ayında geriledi. Mayıs ayında, AB'deki binek araç satışları yıllık %3 gerilerken, Ocak-Mayıs kümülatif satış rakamını yıllık bazda %4,6 artışla 4,6 milyon adete taşıdı. Mayıs ayında elektrikli otomobillerin payı bir önceki yılki %13,8'den (5A23'te %12,4) %12,5'e (5A24'te %12,1) düşerken, hibrit elektrikli otomobillerin payı da varlığını genişletmeye devam ederek %25'ten (5A23'te %25,1) yaklaşık %30'a (5A24'te %29,2) kadar ulaştı. 2024 yılının ilk çeyreğinde, AB'deki van ve otobüs kayıtları, artan filo talebi ve araç bulunabilirliğindeki iyileşeme nedeniyle yıllık bazda sırasıyla %12,6 ve %23,3 artış kaydederken, kamyon kayıtları yıllık bazda %4 azaldı.

## Ford Otosan

22/07/2024

## Hedef Fiyat Değişikliği

Güncellenen makro varsayımlar, yurt içi otomotiv pazarı tahminimizdeki yukarı yönlü revizyon, 1Ç24 mali sonuçlarının tahminlerimize yansıtılması ve değerlendirme metodolojimizin eşit ağırlık verdiğimiz İNA - benzer şirket çarpan analizinden salt İNA'ne değiştirilmesi nedeniyle FROTO için hedef fiyatımızı hisse başına 1.510 TL'ye (Önceki: 1159,59 TL/hisse) yükseltiyoruz. Artan üretim kapasitesinde KKO'nun %81'e yükselmesi, yenilenen ticari araç modelleri, Ford'un Avrupa ticari araç pazarında devam eden liderliği (Ford Otosan, Ford'un Avrupa ticari araç satışlarının %70'ini üretmektedir), cirodaki yüksek ihracat payı (%73), € cinsinden ihracat anlaşmaları, sağlıklı bilanço ve cömert temettü politikası nedeniyle FROTO hisseleri için AL önerimizi koruyoruz.

Yenilenen modelleriyle tüketici talebini karşılamaya hazır. Ford Otosan, FMC'nin küresel tek üretim merkezi olarak binek araç modeli Puma (2019'da satışa sunuldu; tam elektrikli model, 4Ç24'te satışa sunulacak) ve yeni Courier hafif ticari araç modelini (4Ç23'te satışa sunuldu; elektrikli versiyonu 4Ç24'te satışa sunulacak) yıllık 272 bin üretim kapasitesiyle Romanya'daki Craiova Fabrikasındaki üretmektedir. Ford Otosan, Puma ve Courier'e benzer şekilde, Türkiye'deki Yeniköy Fabrikası'nda yıllık 245 bin adet üretim kapasitesiyle FMC'nin tek üretim merkezi olarak yeni Custom hafif ticari araç modelini (yeni nesil model 4Ç23'de satışa sunuldu, PHEV & BEV ise 1Y24'de satışa sunuldu) üretiyor. Yeni nesil VW 1 tonluk ticari aracı da Ford-VW ittifakı kapsamında Yeniköy Fabrikası'nda üretilecek. 1 tonluk ticari araç üretim kapasitesi, benzer ürünün mevcut kapasitesinin yerini alarak 405 bin adede çıkacak. 2014 yılında lansmanı yapılan ve üretimine devam edilen Transit hafif ticari araç modeli, halihazırda Gölcük Fabrikası'nda tahsis edilen yıllık 207 bin üretim kapasitesiyle üretiliyor. Ford Otosan, Eskişehir'deki fabrikasında yıllık 22,5 bin adet üretim kapasitesiyle Kargo kamyonu üretmektedir. Ford Otosan'ın 2023 yılında 747 bin adet olan toplam üretim kapasitesinin, 2025 yılında 900 bin adedin üzerine çıkması planlanıyor. Ford Otosan, 2025 yılına kadar üretilen tüm araçlarda %100 elektrikli opsiyon üretmeyi planlıyor. Ford Otosan'ın FAVÖK marjının uzun vadede ihracatın cirodaki payının artmasıyla yüksek tek haneli rakamlara gerilemesini bekliyoruz.

2024 beklentileri. Ford Otosan, 2024 'de 800 - 900 bin adet (ağır ticari dahil) (İş Yatırım: 1084 bin adet) yurtiçi pazar öngörüsüyle kendi perakende iç satışlarını yıllık %4-12 düşüşle 100 - 110 bin (İş Yatırım: 103 bin) aralığında olacağını öngörüyor. İhracat satış hacmi ise 2023 yılındaki 492 bin adede kıyasla 2024 yılında %14 ila %24 artışla 560 bin - 610 bin adet (İş Yatırım: 582 bin) (Türkiye: 350 bin-380 bin; Romanya: 210 bin-230 bin) olarak hedefleniyor. Ford Otosan, 2024 için 900 milyon € - 1.000 milyon € sermaye harcaması bütçesi ayırıyor (2023: 900 milyon €).

AL  
Yükselme Potansiyeli 44%

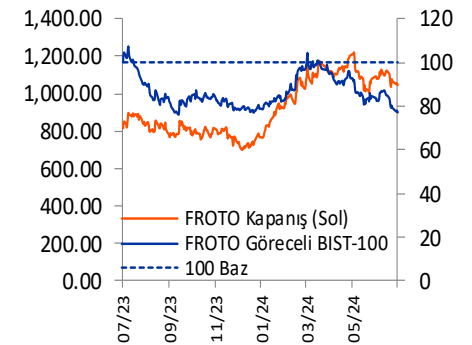
## Fiyat Bilgileri

|                          |            |
|--------------------------|------------|
| Kapanış                  | 1,049.00   |
| 12 Aylık Hedef Fiyat*    | 1,510.00   |
| 12 Aylık Önc.Hedef Fiyat | 1,159.59   |
| Piyasa Değeri (mn)       | 368,105    |
| Halka Açık PD (mn)       | 65,302     |
| Ort. İşlem Hacmi (3Ay)   | 1187.5     |
| Hisse sayısı (Adet mn)   | 351        |
| Takas Saklama Oranı (%)  | 18         |
| Yabancı Oranı (%)        | 41         |
| *Güncelleme tarihi:      | 21/07/2024 |
|                          | TL         |

| Fiyat Perf. (%)  | 1 Ay | Yılıçi | 12 Ay |
|------------------|------|--------|-------|
| TL               | -2.8 | 47.1   | 28.4  |
| ABD \$           | -4.4 | 31.2   | 4.6   |
| BIST-100 Relatif | -8.8 | -1.5   | -23.1 |

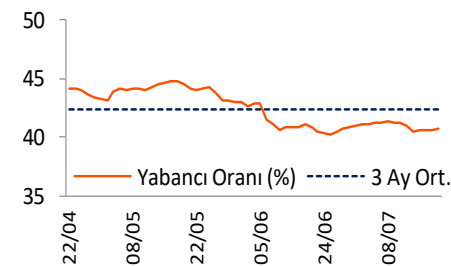
| Çarpanlar | 2023 | 2024 | 2025 |
|-----------|------|------|------|
| F/K       | 6.7  | 8.8  | 7.9  |
| PD/DD     | 4.5  | 3.7  | 3.2  |
| FD/FAVÖK  | 9.0  | 10.9 | 8.7  |

## Fiyat / BIST-100'e Göreceli Fiyat



52 Hafta Fiyat Aralığı (₺) 702.14 1222.00

Yabancı Oranı (%) Cari (%): 40.55



Esra Şirinel

esirinel@isyatirim.com.tr

+90 212 350 25 72

Ford Otosan

Ortaklık Yapısı (%)

|                               |      |
|-------------------------------|------|
| Ford Deutschland Holding GmbH | 41.0 |
| Koç Holding Anonim Şirketi    | 38.7 |
| Diğer                         | 20.3 |

Faaliyet Konusu

Motorlu kara nakil vasıtalarının (kamyon, minibüs, kamyonet ve binek otomobili) imalat ve montajı, parçalarının üretimi ve bu ürünlerin satışı, ithal ve ihracı

| Gelir Tablosu (mn ₺)            | 2022G          | 2023G          | 2024T          | 2025T          | 2026T          | Bilanço (mn ₺)                   | 2022G          | 2023G          | 2024T          | 2025T          | 2026T          |
|---------------------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| <b>Net Satış Gelirleri</b>      | <b>322,556</b> | <b>411,906</b> | <b>432,395</b> | <b>492,222</b> | <b>502,369</b> | <b>Dönen Varlıklar</b>           | <b>91,321</b>  | <b>102,969</b> | <b>111,171</b> | <b>126,337</b> | <b>129,190</b> |
| <b>Brüt Kar (Zarar)</b>         | <b>36,599</b>  | <b>55,248</b>  | <b>47,056</b>  | <b>56,185</b>  | <b>54,314</b>  | Nakit ve Nakit Benzerleri        | 16,666         | 15,225         | 18,161         | 20,673         | 21,099         |
| Operasyonel Giderler            | 11,813         | 18,602         | 18,107         | 19,535         | 20,149         | Ticari Alacaklar                 | 42,595         | 45,590         | 47,858         | 54,479         | 55,602         |
| <b>Esas Faaliyet Karı</b>       | <b>24,786</b>  | <b>36,646</b>  | <b>28,949</b>  | <b>36,650</b>  | <b>34,164</b>  | Stoklar                          | 23,275         | 29,352         | 31,713         | 35,885         | 36,874         |
| Faal. Diğer Gelirler (Giderler) | 2,485          | 7,371          | 321            | 327            | 322            | Diğer Dönen Varlıklar            | 8,784          | 12,803         | 13,440         | 15,299         | 15,615         |
| Net Finansman Gelir (Gideri)    | -1,794         | 611            | 6,066          | 2,392          | 857            | <b>Duran Varlıklar</b>           | <b>82,986</b>  | <b>114,038</b> | <b>139,659</b> | <b>162,640</b> | <b>160,425</b> |
| <b>Vergi Öncesi Kar (Zarar)</b> | <b>25,447</b>  | <b>47,428</b>  | <b>35,336</b>  | <b>39,369</b>  | <b>35,343</b>  | Ticari Alacaklar                 | 26             | 17             | 18             | 20             | 20             |
| Vergi Giderleri (Gelirleri)     | -2,283         | -1,627         | -1,767         | -1,968         | -1,767         | Maddi Duran Varlıklar            | 47,915         | 57,197         | 78,111         | 93,719         | 91,664         |
| <b>Net Kar</b>                  | <b>27,730</b>  | <b>49,056</b>  | <b>37,103</b>  | <b>41,337</b>  | <b>37,111</b>  | Maddi Olmayan Duran Varlık       | 14,364         | 18,778         | 21,592         | 23,437         | 22,340         |
| <b>Düzeltilmiş Net Kar</b>      | <b>27,730</b>  | <b>49,056</b>  | <b>37,103</b>  | <b>41,337</b>  | <b>37,111</b>  | Diğer Uzun Vadeli Varlıklar      | 20,681         | 38,045         | 39,938         | 45,464         | 46,401         |
| Vergi Sonrası Faaliyet Karı     | 27,009         | 37,903         | 30,397         | 38,483         | 35,873         | <b>Toplam Varlıklar</b>          | <b>174,307</b> | <b>217,007</b> | <b>250,829</b> | <b>288,976</b> | <b>289,615</b> |
| <b>FAVÖK</b>                    | <b>31,981</b>  | <b>42,710</b>  | <b>35,315</b>  | <b>43,897</b>  | <b>41,561</b>  | <b>Kısa Vadeli Yükümlülükler</b> | <b>76,203</b>  | <b>94,134</b>  | <b>103,947</b> | <b>125,173</b> | <b>128,123</b> |
|                                 |                |                |                |                |                | Finansal Borçlar                 | 21,781         | 33,964         | 39,172         | 51,821         | 52,812         |
|                                 |                |                |                |                |                | Ticari Borçlar                   | 49,673         | 52,565         | 56,792         | 64,264         | 66,035         |
|                                 |                |                |                |                |                | Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler  | 4,749          | 7,605          | 7,983          | 9,088          | 9,275          |
|                                 |                |                |                |                |                | <b>Uzun Vadeli Yükümlülükler</b> | <b>46,963</b>  | <b>49,866</b>  | <b>58,477</b>  | <b>61,937</b>  | <b>55,616</b>  |
|                                 |                |                |                |                |                | Finansal Borçlar                 | 40,699         | 41,791         | 50,001         | 52,289         | 45,768         |
|                                 |                |                |                |                |                | Ticari Borçlar                   | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              |
|                                 |                |                |                |                |                | Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler  | 6,264          | 8,074          | 8,476          | 9,649          | 9,848          |
|                                 |                |                |                |                |                | <b>Özkaynaklar</b>               | <b>51,142</b>  | <b>73,008</b>  | <b>88,405</b>  | <b>101,866</b> | <b>105,877</b> |
|                                 |                |                |                |                |                | Ana Ortaklığa Ait Özkaynak       | 51,142         | 73,008         | 88,405         | 101,866        | 105,877        |
|                                 |                |                |                |                |                | Ödenmiş Sermaye                  | 351            | 351            | 244            | 195            | 165            |
|                                 |                |                |                |                |                | Rezerv ve Diğer Kalemler         | 23,061         | 23,601         | 51,059         | 60,334         | 68,602         |
|                                 |                |                |                |                |                | Dönem Net Karı (Zararı)          | 27,730         | 49,056         | 37,103         | 41,337         | 37,111         |
|                                 |                |                |                |                |                | <b>Toplam Kaynaklar</b>          | <b>174,307</b> | <b>217,007</b> | <b>250,829</b> | <b>288,976</b> | <b>289,615</b> |

| Büyümeler & Opr. Perf. | 2022G | 2023G | 2024T | 2025T | 2026T |
|------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>Büyümeler</b>       |       |       |       |       |       |
| Net Satışlar           | -     | 28%   | 5%    | 14%   | 2%    |
| Faaliyet Karı          | -     | 48%   | -21%  | 27%   | -7%   |
| FAVÖK                  | -     | 34%   | -17%  | 24%   | -5%   |
| Net Kar                | -     | 77%   | -24%  | 11%   | -10%  |

| Operasyonel Performans        | 2022G | 2023G | 2024T | 2025T | 2026T |
|-------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Brüt Marj                     | 11.3% | 13.4% | 10.9% | 11.4% | 10.8% |
| Faaliyet Kar Marjı            | 7.7%  | 8.9%  | 6.7%  | 7.4%  | 6.8%  |
| FAVÖK Marjı                   | 9.9%  | 10.4% | 8.2%  | 8.9%  | 8.3%  |
| Efektif Vergi Oranı           | 9.0%  | 3.4%  | 3.5%  | 2.8%  | 2.3%  |
| Net Kar Marjı                 | 8.6%  | 11.9% | 8.6%  | 8.4%  | 7.4%  |
| Özkaynak Karlılığı            | -     | 79.0% | 46.0% | 43.5% | 35.7% |
| Aktif Karlılığı               | -     | 25.1% | 15.9% | 15.3% | 12.8% |
| Yatırım Sermayesi Karlılığı   | -     | 42.8% | 27.4% | 28.8% | 25.1% |
| Operasyonel Nakit Akışı / S:  | 10.6% | 12.3% | 9.0%  | 8.9%  | 8.6%  |
| Serbest Nakit Akışı / Satışla | 0.0%  | 4.5%  | 2.0%  | 3.8%  | 7.7%  |

| Rasyo Analizi             | 2022G  | 2023G  | 2024T  | 2025T  | 2026T  |
|---------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Düzeltilmiş F / K (x)     | 11.8   | 6.7    | 8.8    | 7.9    | 8.8    |
| FD / FAVÖK (x)            | 12.0   | 9.0    | 10.9   | 8.7    | 9.2    |
| FD / Satışlar (x)         | 1.2    | 0.9    | 0.9    | 0.8    | 0.8    |
| PD / Defter Değeri (x)    | 6.4    | 4.5    | 3.7    | 3.2    | 3.1    |
| Hisse Başı Kazanç (mn ₺)  | 79.02  | 139.80 | 152.25 | 212.04 | 225.58 |
| Hisse Başı Temettü (mn ₺) | 39.11  | 52.50  | 127.63 | 256.93 | 428.76 |
| Temettü Verimi            | 5.4%   | 5.8%   | 3.6%   | 3.6%   | 3.6%   |
| Net Borç (Nakit) (mn ₺)   | 45,813 | 60,531 | 71,012 | 83,436 | 77,481 |
| Net Borç / FAVÖK (x)      | 1.4    | 1.4    | 2.0    | 1.9    | 1.9    |
| Net Borç / Özsermaye (x)  | 0.9    | 0.8    | 0.8    | 0.8    | 0.7    |

Kaynak: İş Yatırım

| Nakit Akım (mn ₺)                 | 2022G          | 2023G          | 2024T          | 2025T          | 2026T          |
|-----------------------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| <b>İşletme Faal. Kay. Net Nal</b> | <b>34,249</b>  | <b>50,573</b>  | <b>38,797</b>  | <b>43,628</b>  | <b>43,073</b>  |
| Düzeltilme Öncesi Kar             | 27,730         | 49,056         | 37,103         | 41,337         | 37,111         |
| Amortisman & İtfa Payları         | 7,196          | 6,065          | 6,366          | 7,247          | 7,397          |
| İşletme Sermayesindeki Değ.       | -5,548         | -6,992         | -7,238         | -7,878         | -2,487         |
| Diğer Faaliyetlerden Nakit A      | 4,871          | 2,445          | 2,566          | 2,921          | 2,981          |
| <b>Yatırım Faal. Kay. Nakit</b>   | <b>-34,199</b> | <b>-32,072</b> | <b>-30,094</b> | <b>-24,700</b> | <b>-4,244</b>  |
| Sabit Sermaye Yatırımları         | -13,161        | -31,175        | -30,094        | -24,700        | -4,244         |
| Diğer Yat. Faal. Nakit Akışı      | -21038         | -896           | 0              | 0              | 0              |
| <b>Serbest Nakit Akım</b>         | <b>50</b>      | <b>18,501</b>  | <b>8,702</b>   | <b>18,928</b>  | <b>38,829</b>  |
| <b>Finansman Faal. Kay. Nak</b>   | <b>-6,343</b>  | <b>-8,571</b>  | <b>13,434</b>  | <b>3,199</b>   | <b>-24,127</b> |
| Finansal Borçlardaki Değişir      | 7,775          | 11,314         | 36,565         | 32,771         | 10,724         |
| Temettü Ödemeleri                 | -13,722        | -18,424        | -21,598        | -27,827        | -33,070        |
| Diğer Fin. Faal. Nakit Akışı      | -395           | -1,460         | -1533          | -1,745         | -1,781         |
| <b>Net Nakit Değişimi</b>         | <b>-6,293</b>  | <b>9,931</b>   | <b>22,137</b>  | <b>22,127</b>  | <b>14,702</b>  |

\*Tahminler ve açıklanan geçmiş finansal sonuçlar, 2023 yıl sonu itibariyle TL'nin satın alma gücüne göre düzenlenmiştir. Enflasyon muhasebesine tabii şirketler finansal sonuçlarını, ilgili dönem sonundaki satın alma gücüne göre endekslenmiş halini paylaşmaktadır. Finansal sonuçlar, enflasyon tahminlerimizi baz alarak oluşturduğumuz aşağıdaki katsayılar kullanılarak ilgili yıl sonunun satın alma gücüne göre endekslenbilir.

2024: 1.44

2025: 1.8

2026: 2.13

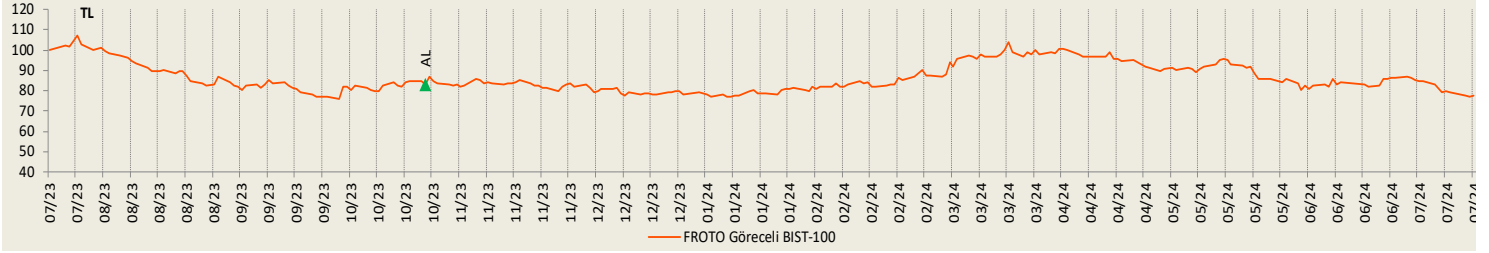
**Ford Otosan**

---

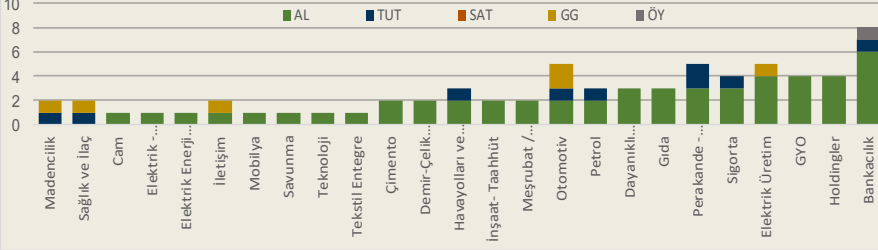
UMS-29 etkisi olmadan, Ford Otosan'ın 2023'teki 14 milyar ABD dolarına kıyasla yıllık %15 artışla 2024'te 16.1 milyar ABD doları net satış gelirin'e ulaşmasını ve FAVÖK marjında ise yıllık bazda 2.0 yüzde puan erozyon hesaplıyoruz. Zayıf yurt içi satışlar, yurt içi pazardaki rekabetin artması ve ihracatın payının (2023'teki %73'den 2024'te %78'e) yükselmesi, 2024 için marj daralma tahminimizin arkasındaki temel nedenleri oluşturuyor.

## Ford Otosan

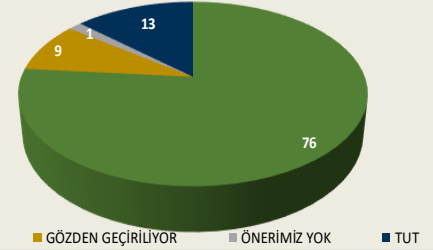
### Göreceli Getiri / Öneriler



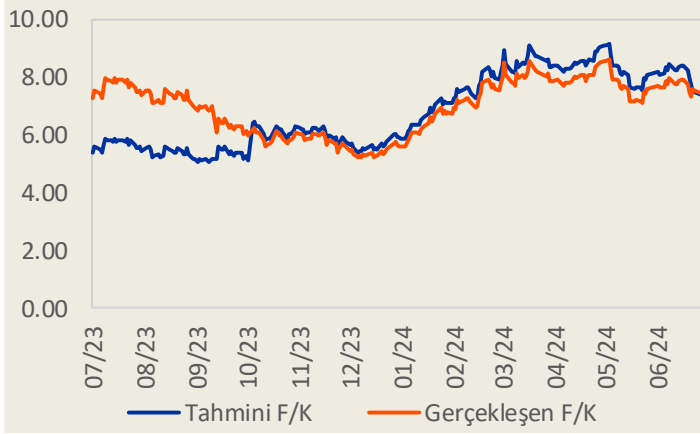
### Şirket Sayısı



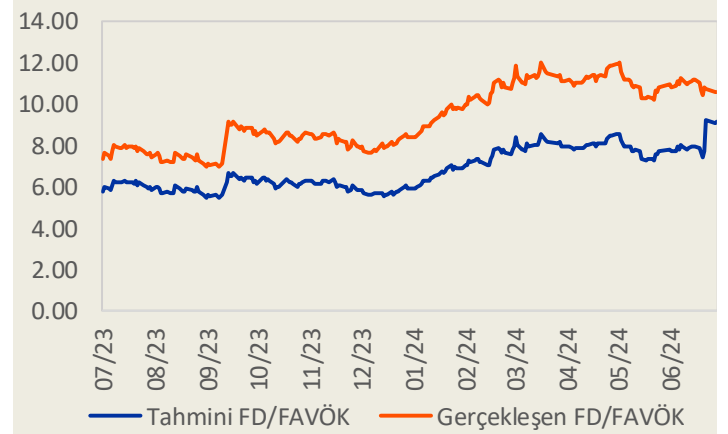
### Takip Listesi Dağılımı



### Tahmini F/K & Gerçekleşen F/K



### Tahmini FD/FAVÖK & Gerçekleşen FD/FAVÖK



Burada yer alan bilgiler İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından bilgilendirme amacı ile hazırlanmıştır. Yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Herhangi bir yatırım aracının alım-satım önerisi ya da getiri vaadi olarak yorumlanmamalıdır. Bu görüşler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

Burada yer alan fiyatlar, veriler ve bilgilerin tam ve doğru olduğu garanti edilemez; içerik, haber verilmeksizin değiştirilebilir. Tüm veriler, İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan alınmıştır. Bu kaynakların kullanılması nedeni ile ortaya çıkabilecek hatalardan İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş. sorumlu değildir.

## Tofaş Fabrika

22/07/2024

## Hedef Fiyat Değişikliği

AL

## Yükselme Potansiyeli 72%

TOASO için hedef fiyatımız güncellenen makro varsayımlar, yurt içi otomotiv pazarı tahminimizdeki yukarı yönlü revizyon, 1Ç24 mali sonuçlarının tahminlerimize yansıtılması ve değerlendirme metodolojimizin eşit ağırlık verdiğimiz İNA - benzer şirket çarpan analizinden salt İNA'na değiştirilmesi nedeniyle hisse başına 510TL/hisseye (Önceki: 416,20 TL/hisse) yükseltiyoruz. Zayıf satış hacmi nedeniyle 2024 yılı için cansız finansal performans beklentimize rağmen, TOASO hisseleri için, PSA birleşme yoluyla %30'un üzerine çıkması beklenen pazar payı ile yurt içi otomotiv pazarındaki potansiyel liderliğini, birleşmenin etkisiyle yaratılacak olan sinerjinin yurt içi operasyonlarda maliyetleri azaltma potansiyelini, iç pazarda artan rekabet avantajını, orta vadede KKO'yu artıracak yeni nesil araç projelerini ve yeni eklenen markalara ürün sunma potansiyeli de olan yeni projelerini göz önünde bulundurarak AL önerimizi koruyoruz.

Stellantis birleşmesinin tamamlanması için Rekabet Kurulu onayı bekleniyor. Stellantis Otomotiv'in yerel pazarda satın alınmasına ilişkin Rekabet Kurulu'nun düzenleyici onay sürecinin son aşamaya geldiğine inanıyoruz. Muhafazakar olmak adına olası birleşmeden 2024 tahminlerimize herhangi bir katkı koymadık. Stellantis birleşmesi ile ilgili ticari faaliyetlerin Tofaş çatısı altında konsolidasyonunun 2025 yılının ilk çeyreğinde başlayacağını öngörüyoruz. PSA markalarının yurt içi hafif araç pazar payını 1Y24'de 2,1 yüzde puan artırarak %15,6'ya yükselttiğini hatırlatmak isteriz. Birleşmenin, optimize edilmiş bayi ağı, personel maliyetleri ve dağıtım maliyetlerindeki düşüş yoluyla kayda değer operasyonel sinerji yaratması, Tofaş'ın iç pazardaki fiyatlama gücünü artırması ve rekabet gücünü artırması bekleniyor.

Yeni projelere ilişkin gelişmeler Rekabet Kurulu'nun onayının ardından hızlanabilir. 2023 ortasında Doblo üretiminin aşamalı olarak durdurulmasının ardından Fiorino'nun üretimi de 1Y24'de sona erdi. Tofaş'ın geçen yıl duyurduğu, 2025 yılında ticari lansmanını hedeflediği, beş markaya üretilecek yeni orta boy "KO" hafif ticari araç projesini hatırlatmak isteriz. Tofaş'ın daha önceki projelerine benzer şekilde, "KO" projesinin üretiminin ağırlıklı olarak ihracat pazarlarına tahsis edileceğini ve geçmişteki projelere benzer maliyet+kar marjı ihracat anlaşmalarına sahip olacağını varsayıyoruz.

Tipo/Egea'nın yerini alacak yeni araç projesi bekleniyor. Tipo/Egea'nın 2025 yılı sonunda üretiminin sonlandırılması planı dikkate alındığında, yeni araç modelinin 2026'da piyasaya sürülebileceğini tahmin ediyoruz. Stellantis'in Türkiye'deki tek üretim merkezi olan Tofaş için, Stellantis'in çatısı altındaki diğer markaların ortak paylaşımlı platformlu araç modelleri için de üretim sunma potansiyelinin orta-uzun vadede oluşabileceğini düşünüyoruz. Yeni projeler sayesinde şirketin KKO'nun 2027 yılında %90'a ulaşacağını varsayıyoruz.

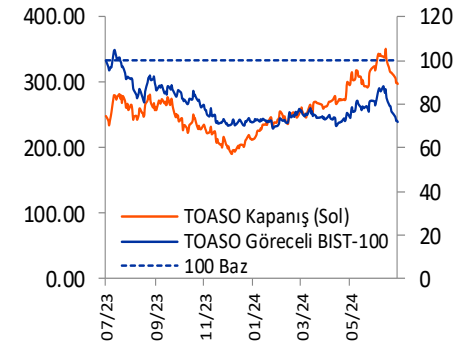
| Fiyat Bilgileri          | TL      |
|--------------------------|---------|
| Kapanış                  | 297.25  |
| 12 Aylık Hedef Fiyat*    | 510.00  |
| 12 Aylık Önc.Hedef Fiyat | 416.20  |
| Piyasa Değeri (mn)       | 148,625 |
| Halka Açık PD (mn)       | 35,833  |
| Ort. İşlem Hacmi (3Ay)   | 1336.7  |
| Hisse sayısı (Adet mn)   | 500     |
| Takas Saklama Oranı (%)  | 24      |
| Yabancı Oranı (%)        | 35      |

\*Güncelleme tarihi: 21/07/2024

| Fiyat Perf. (%)  | 1 Ay  | Yılıçi | 12 Ay |
|------------------|-------|--------|-------|
| TL               | -5.8  | 52.7   | 21.8  |
| ABD \$           | -7.3  | 36.2   | -0.8  |
| BIST-100 Relatif | -11.6 | 2.2    | -27.1 |

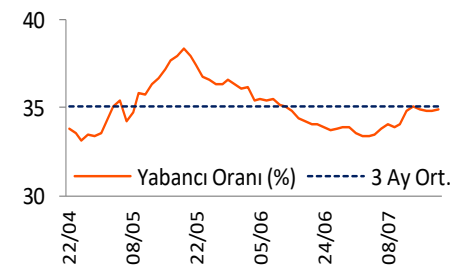
| Çarpanlar | 2023 | 2024 | 2025 |
|-----------|------|------|------|
| F/K       | 8.8  | 12.4 | 5.9  |
| PD/DD     | 3.6  | 3.4  | 2.4  |
| FD/FAVÖK  | 6.2  | 9.4  | 5.7  |

## Fiyat / BIST-100'e Göreceli Fiyat



52 Hafta Fiyat Aralığı (₺) 191.02 350.50

Yabancı Oranı (%) Cari (%): 34.80



Esra Şirinel

esirinel@isyatirim.com.tr

+90 212 350 25 72



## Tofaş Fabrika

### Ortaklık Yapısı (%)

|                            |       |
|----------------------------|-------|
| Stellantis Europe Spa      | 37.86 |
| Koç Holding Anonim Şirketi | 37.62 |
| Diğer                      | 24.52 |

### Faaliyet Konusu

Motorlu araçlar, montaj ve yarı montaj ürünler, ürün grupları ile bu araçların motor, aksam, yedek parça ve aksesuarlarının imalat ve montajı.

| Gelir Tablosu (mn ₺)            | 2022G          | 2023G          | 2024T         | 2025T          | 2026T          |
|---------------------------------|----------------|----------------|---------------|----------------|----------------|
| <b>Net Satış Gelirleri</b>      | <b>124,019</b> | <b>127,601</b> | <b>93,660</b> | <b>188,738</b> | <b>217,386</b> |
| <b>Brüt Kar (Zarar)</b>         | <b>16,010</b>  | <b>23,159</b>  | <b>15,608</b> | <b>23,476</b>  | <b>27,227</b>  |
| Operasyonel Giderler            | 5,188          | 7,431          | 5,566         | 7,827          | 8,542          |
| <b>Esas Faaliyet Karı</b>       | <b>10,822</b>  | <b>15,729</b>  | <b>10,043</b> | <b>15,649</b>  | <b>18,686</b>  |
| Faal. Diğer Gelirler (Giderler) | -1,571         | -1,721         | 1,911         | 1,945          | 1,916          |
| Net Finansman Gelir (Gideri)    | 1,415          | 4,199          | 867           | 9,574          | 10,956         |
| <b>Vergi Öncesi Kar (Zarar)</b> | <b>10,778</b>  | <b>18,327</b>  | <b>12,941</b> | <b>27,411</b>  | <b>31,837</b>  |
| Vergi Giderleri (Gelirleri)     | 1,404          | 3,243          | 2,290         | 4,851          | 5,634          |
| <b>Net Kar</b>                  | <b>9,374</b>   | <b>15,083</b>  | <b>10,651</b> | <b>22,560</b>  | <b>26,203</b>  |
| <b>Düzeltilmiş Net Kar</b>      | <b>9,374</b>   | <b>15,083</b>  | <b>10,651</b> | <b>22,560</b>  | <b>26,203</b>  |
| Vergi Sonrası Faaliyet Karı     | 9,412          | 12,945         | 8,266         | 12,880         | 15,379         |
| <b>FAVÖK</b>                    | <b>18,115</b>  | <b>19,667</b>  | <b>12,933</b> | <b>21,474</b>  | <b>25,395</b>  |

| Büyümler & Opr. Perf. | 2022G | 2023G | 2024T | 2025T | 2026T |
|-----------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>Büyümler</b>       |       |       |       |       |       |
| Net Satışlar          | -     | 3%    | -27%  | 102%  | 15%   |
| Faaliyet Karı         | -     | 45%   | -36%  | 56%   | 19%   |
| FAVÖK                 | -     | 9%    | -34%  | 66%   | 18%   |
| Net Kar               | -     | 61%   | -29%  | 112%  | 16%   |

### Operasyonel Performans

|                               |        |        |        |       |       |
|-------------------------------|--------|--------|--------|-------|-------|
| Brüt Marj                     | 12.9%  | 18.1%  | 16.7%  | 12.4% | 12.5% |
| Faaliyet Kar Marjı            | 8.7%   | 12.3%  | 10.7%  | 8.3%  | 8.6%  |
| FAVÖK Marjı                   | 14.6%  | 15.4%  | 13.8%  | 11.4% | 11.7% |
| Efektif Vergi Oranı           | -13.0% | -17.7% | -12.3% | -9.8% | -8.3% |
| Net Kar Marjı                 | 7.6%   | 11.8%  | 11.4%  | 12.0% | 12.1% |
| Özkaynak Karlılığı            | -      | 48.1%  | 28.2%  | 47.7% | 42.1% |
| Aktif Karlılığı               | -      | 19.8%  | 14.0%  | 22.4% | 19.7% |
| Yatırım Sermayesi Karlılığı   | -      | 82.5%  | 33.0%  | 33.7% | 35.9% |
| Operasyonel Nakit Akışı / S:  | 16.1%  | 6.1%   | 10.1%  | 10.7% | 10.6% |
| Serbest Nakit Akışı / Satışla | 14.9%  | 4.4%   | 1.5%   | 2.7%  | 9.0%  |

| Rasyo Analizi             | 2022G  | 2023G   | 2024T  | 2025T  | 2026T   |
|---------------------------|--------|---------|--------|--------|---------|
| Düzeltilmiş F / K (x)     | 14.1   | 8.8     | 12.4   | 5.9    | 5.0     |
| FD / FAVÖK (x)            | 6.7    | 6.2     | 9.4    | 5.7    | 4.8     |
| FD / Satışlar (x)         | 1.0    | 1.0     | 1.3    | 0.6    | 0.6     |
| PD / Defter Değeri (x)    | 5.1    | 3.6     | 3.4    | 2.4    | 1.9     |
| Hisse Başı Kazanç (mn ₺)  | 18.75  | 30.17   | 30.67  | 81.22  | 111.78  |
| Hisse Başı Temettü (mn ₺) | 14.88  | 8.99    | 36.00  | 34.51  | 123.17  |
| Temettü Verimi            | 8.0%   | 3.3%    | 7.3%   | 7.3%   | 7.3%    |
| Net Borç (Nakit) (mn ₺)   | -8,337 | -13,025 | -1,669 | -2,668 | -16,434 |
| Net Borç / FAVÖK (x)      | a.d    | a.d     | a.d    | a.d    | a.d     |
| Net Borç / Özsermaye (x)  | a.d    | a.d     | a.d    | a.d    | a.d     |

Kaynak: İş Yatırım

\*Tahminler ve açıklanan geçmiş finansal sonuçlar, 2023 yıl sonu itibariyle TL'nin satın alma gücüne göre düzenlenmiştir. Enflasyon muhasebesine tabii şirketler finansal sonuçlarını, ilgili dönem sonundaki satın alma gücüne göre endekslenmiş halini paylaşmaktadır. Finansal sonuçlar, enflasyon tahminlerimizi baz alarak oluşturduğumuz aşağıdaki katsayılar kullanılarak ilgili yıl sonunun satın alma gücüne göre endekslenbilir.

2024: 1.44

2025: 1.8

2026: 2.13

| Bilanço (mn ₺)                | 2022G         | 2023G         | 2024T         | 2025T          | 2026T          |
|-------------------------------|---------------|---------------|---------------|----------------|----------------|
| <b>Dönen Varlıklar</b>        | <b>55,198</b> | <b>60,504</b> | <b>40,298</b> | <b>81,943</b>  | <b>94,364</b>  |
| Nakit ve Nakit Benzerleri     | 19,804        | 24,856        | 14,049        | 28,311         | 32,608         |
| Ticari Alacaklar              | 24,643        | 18,418        | 13,519        | 27,242         | 31,377         |
| Stoklar                       | 5,554         | 9,712         | 7,212         | 15,270         | 17,571         |
| Diğer Dönen Varlıklar         | 5,197         | 7,518         | 5,518         | 11,120         | 12,808         |
| <b>Duran Varlıklar</b>        | <b>18,601</b> | <b>18,163</b> | <b>32,970</b> | <b>46,067</b>  | <b>43,818</b>  |
| Maddi Duran Varlıklar         | 9,233         | 8,816         | 24,451        | 32,849         | 29,803         |
| Maddi Olmayan Duran Varlık    | 5,596         | 4,292         | 4,807         | 5,740          | 5,402          |
| Diğer Uzun Vadeli Varlıklar   | 3,771         | 5,055         | 3,711         | 7,478          | 8,613          |
| <b>Toplam Varlıklar</b>       | <b>73,799</b> | <b>78,667</b> | <b>73,268</b> | <b>128,011</b> | <b>138,182</b> |
| <b>Kısa Vadeli Yükümlülük</b> | <b>43,007</b> | <b>35,566</b> | <b>22,915</b> | <b>51,983</b>  | <b>52,921</b>  |
| Finansal Borçlar              | 8,355         | 6,738         | 1,553         | 7,147          | 1,322          |
| Ticari Borçlar                | 31,310        | 23,561        | 17,496        | 37,045         | 42,626         |
| Diğer Kısa Vadeli Yükümlülük  | 3,342         | 5,267         | 3,866         | 7,791          | 8,973          |
| <b>Uzun Vadeli Yükümlülük</b> | <b>4,943</b>  | <b>6,222</b>  | <b>11,656</b> | <b>20,165</b>  | <b>16,775</b>  |
| Finansal Borçlar              | 3,112         | 5,093         | 10,827        | 18,495         | 14,852         |
| Diğer Uzun Vadeli Yükümlülük  | 1,831         | 1,129         | 829           | 1,670          | 1,924          |
| <b>Özkaynaklar</b>            | <b>25,849</b> | <b>36,880</b> | <b>38,697</b> | <b>55,863</b>  | <b>68,486</b>  |
| Ana Ortaklığa Ait Özkaynak    | 25,849        | 36,880        | 38,697        | 55,863         | 68,486         |
| Ödenmiş Sermaye               | 500           | 500           | 347           | 278            | 234            |
| Rezerv ve Diğer Kalemler      | 15,975        | 21,296        | 27,699        | 33,025         | 42,049         |
| Dönem Net Karı (Zararı)       | 9,374         | 15,083        | 10,651        | 22,560         | 26,203         |
| <b>Toplam Kaynaklar</b>       | <b>73,799</b> | <b>78,668</b> | <b>73,268</b> | <b>128,011</b> | <b>138,182</b> |

| Nakit Akım (mn ₺)                   | 2022G         | 2023G         | 2024T         | 2025T          | 2026T          |
|-------------------------------------|---------------|---------------|---------------|----------------|----------------|
| <b>İşletme Faal. Kay. Net Nakit</b> | <b>19,959</b> | <b>7,753</b>  | <b>9,479</b>  | <b>20,233</b>  | <b>22,934</b>  |
| Düzeltilme Öncesi Kar               | 9,374         | 15,083        | 10,651        | 22,560         | 26,203         |
| Amortisman & İfta Payları           | 7,294         | 3,938         | 2,891         | 5,825          | 6,709          |
| İşletme Sermayesindeki Deç          | 8,320         | -5,563        | 125           | 287            | -258           |
| Diğer Faaliyetlerden Nakit A        | -5,028        | -5,705        | -4,187        | -8,438         | -9,719         |
| <b>Yatırım Faal. Kay. Nakit</b>     | <b>-1,493</b> | <b>-2,095</b> | <b>-8,044</b> | <b>-15,155</b> | <b>-3,325</b>  |
| Sabit Sermaye Yatırımları           | -1,494        | -2,055        | -8,044        | -15,155        | -3,325         |
| Diğer Yat. Faal. Nakit Akışı        | 1             | -41           | 0             | 0              | 0              |
| <b>Serbest Nakit Akım</b>           | <b>18,466</b> | <b>5,658</b>  | <b>1,435</b>  | <b>5,078</b>   | <b>19,609</b>  |
| <b>Finansman Faal. Kay. Nak</b>     | <b>-9,827</b> | <b>1,578</b>  | <b>-2,085</b> | <b>15,312</b>  | <b>-13,359</b> |
| Finansal Borçlardaki Değişir        | -3,493        | 2,760         | 4,164         | 15,738         | -5,466         |
| Temettü Ödemeleri                   | -7,438        | -4,494        | -8,681        | -5,325         | -13,536        |
| Diğer Fin. Faal. Nakit Akışı        | 1,103         | 3,312         | 2431          | 4,899          | 5,643          |
| <b>Net Nakit Değişimi</b>           | <b>8,639</b>  | <b>7,236</b>  | <b>-650</b>   | <b>20,390</b>  | <b>6,251</b>   |

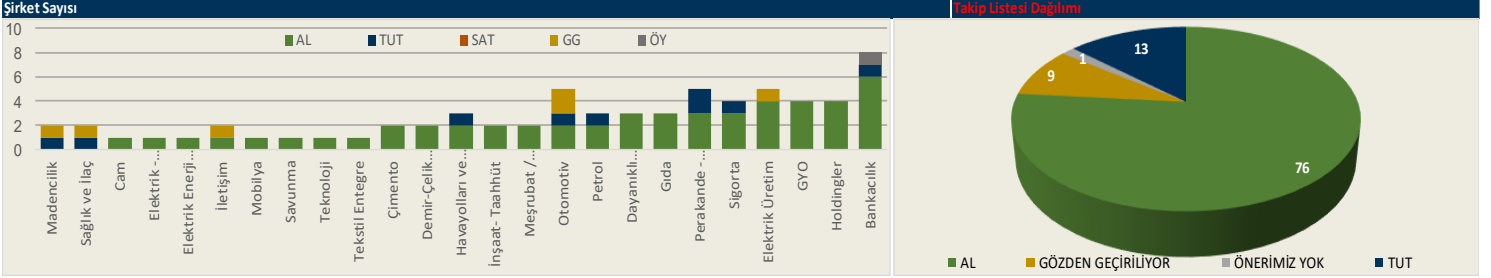
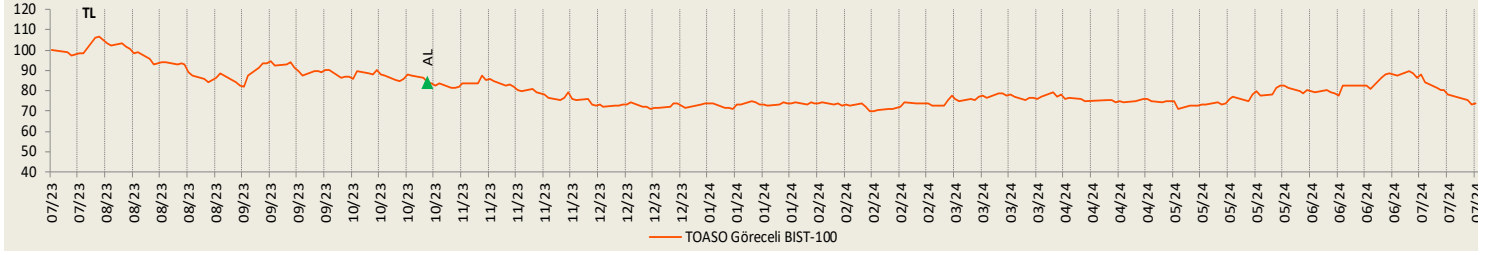
**Tofaş Fabrika**

2024 finansal açıdan cansız bir yıl. Hafif ticari araç modellerinin bulunmaması sonucu ihracatın zayıf seyretmesi, binek araç segmentinde eskiyen ürün gamı, Çin menşeli oyuncuların artan pazar payı ile yurt içi pazardaki yoğun rekabet koşulları nedeniyle Tofaş'ın 2024 yılında daha zayıf bir mali performans sergilemesini bekliyoruz. Tofaş, 2024 yılı için yurt içi satış hacmini 140 – 160 bin adet (İş Yatırım: 135bin adet), ihracat hacmini ise 60 – 70 bin adet (İş Yatırım: 60 bin adet) olarak tahmin ederek toplam satış hacminde 2023 yılına göre %12 ila %23 daralma öngörüyor. Şirket, 2024 için 200 milyon Avro yatırım harcaması bütçesi ayırıyor ve 2024 için %10'luk vergi öncesi kar marjı öngörüyor.

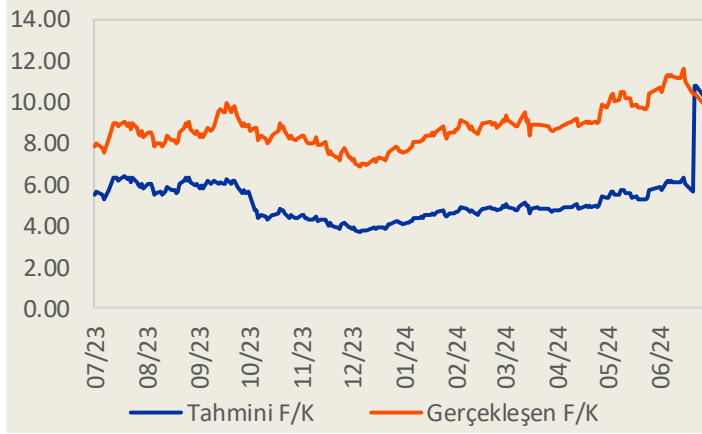
UMS- 29 düzenlemeleri hariç tutulduğunda, Tofaş'ın 2024'te %26'lık satış hacim düşüşüne bağlı olarak yıllık bazda %20 düşüşle 3,5 milyar ABD Doları net satış geliri elde edeceğini hesaplıyoruz. Şirketin toplam satış hacminin 2024 yılında bir önceki yıla göre %26 düşüşle 194 bin adede düşeceğini varsayıyoruz. Toplam 164 bin adetlik üretim hacmi tahminimizle KKO'nun ise 2023'deki yaklaşık %60'dan 2024'de %40'a gerileyeceğini öngörüyoruz. İç pazarda artan rekabet koşulları ve gerileyen KKO nedeniyle şirketin FAVÖK marjında yıllık 3.3 yüzde puan düşüş tahmin ediyoruz. Stellantis birleşmesi ile ilgili Rekabet Kurulu onayının 2Y24'te gerçekleşmesi 2024 tahminlerimiz açısından yukarı yönlü bir potansiyel oluşturabilir.

## Tofaş Fabrika

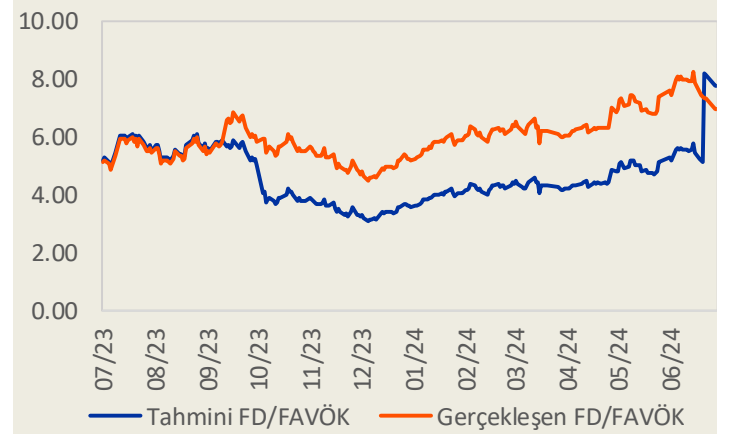
### Göreceli Getiri / Öneriler



### Tahmini F/K & Gerçekleşen F/K



### Tahmini FD/FAVÖK & Gerçekleşen FD/FAVÖK



Burada yer alan bilgiler İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından bilgilendirme amacı ile hazırlanmıştır. Yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Herhangi bir yatırım aracının alım-satım önerisi ya da getiri vaadi olarak yorumlanmamalıdır. Bu görüşler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

Burada yer alan fiyatlar, veriler ve bilgilerin tam ve doğru olduğu garanti edilemez; içerik, haber verilmeksizin değiştirilebilir. Tüm veriler, İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan alınmıştır. Bu kaynakların kullanılması nedeni ile ortaya çıkabilecek hatalardan İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş. sorumlu değildir.

## Doğuş Otomotiv

22/07/2024

## Hedef Fiyat Değişikliği

TUT

Yükselme Potansiyeli 23%

DOAS için hisse başına 324 TL hedef fiyatımız ile TUT tavsiyemizi koruyoruz. Yurt içi otomotiv pazarında beklediğimiz daralma nedeniyle 2024'de yılında şirketin satış hacimlerinde beklenen düşüş ve faaliyet marjlarında yaşanabilecek olası erozyonun yanı sıra Doğuş Holding'in kayıtlı 22 milyon nominal hissesinin potansiyel satışı DOAS hisseleri üzerinde bir baskı yaratacağını düşünüyoruz.

Doğuş Otomotiv, 2023 yılında elde ettiği 138 bin adetlik rekor satış hacminin ardından, 2024 yılında 900 bin adete gerilemesini tahmin ettiği yurt içi otomotiv pazarında (ağır ticari dahil) Skoda hariç toplam 105 bin adetlik satış hacmine ulaşmayı hedeflemektedir. Şirket 2024'de genel müdürlük, lojistik, yedek parça, eğitim alanları ve iştirakler, yenilenebilir enerji yatırımları, makine-ekipman yatırımları, test araçları, bilişim ve dijitalleşme ve elektrikli araç şarj istasyonları yatırımlarına odaklanarak toplam 4 milyar TL yatırım harcaması planlıyor.

Şirkete kıyasla 2024 yılı için daha yüksek olan (1084 bin adetlik) yurtiçi otomotiv pazarı tahminiz neticesinde, Doğuş Otomotiv'in, 2024 yılında satış hacminin bir önceki yıla göre %21 düşüşle 110 bin adet olacağını öngörüyoruz. Doğuş Otomotiv'in hafif araç pazarında toptan pazar payının artan rekabet koşulları sonucu 2023'teki %14'ten 2024'te %13,3'e gerileyeceğini öngörüyoruz.

UMS-29 düzenlemesi öncesinde şirketin FAVÖK marjının 2024 yılında iç pazardaki şiddetli rekabetin körüklediği satış kampanyaları, artan satış indirimleri ve filo satışları nedeniyle 2023'e göre 4,3 yüzde puan gerileyeceğini öngörüyoruz.

Denizcilik sektöründe ağırlığını arttırıyor. Doğuş Marin Services, Haziran 2024'te hizmetlerini Turgutreis-Bodrum ile Muğla'ya kadar genişletti. Doğuş Otomotiv, denizcilik pazarında ürün gamının büyümesini, gelişmesini ve çeşitlenmesini sağlamak amacıyla Aerofoils GmbH ve B-SHIVER S.R.L ile yeni dağıtım anlaşmaları imzaladı. Şirket ayrıca ABERG Service Sp. ile distribütörlük anlaşması imzaladı. Zo.o, Wielton grup markalarına ait yarı römork ürünlerine orijinal yedek parça sağlayacak. Yeni işletmelerin şirket finansallarına sınırlı katkı sağlamasını bekliyoruz.

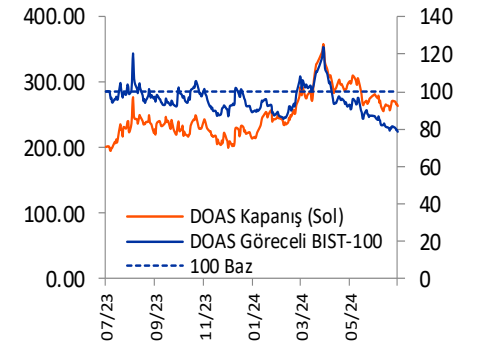
| Fiyat Bilgileri          | TL     |
|--------------------------|--------|
| Kapanış                  | 264.00 |
| 12 Aylık Hedef Fiyat*    | 324.00 |
| 12 Aylık Önc.Hedef Fiyat | 321.91 |
| Piyasa Değeri (mn)       | 58,080 |
| Halka Açık PD (mn)       | 20,026 |
| Ort. İşlem Hacmi (3Ay)   | 966.5  |
| Hisse sayısı (Adet mn)   | 220    |
| Takas Saklama Oranı (%)  | 34     |
| Yabancı Oranı (%)        | 17     |

\*Güncelleme tarihi: 21/07/2024

| Fiyat Perf. (%)  | 1 Ay  | Yılıçi | 12 Ay |
|------------------|-------|--------|-------|
| TL               | -4.1  | 14.8   | 30.6  |
| ABD \$           | -5.7  | 2.4    | 6.4   |
| BIST-100 Relatif | -10.0 | -23.1  | -21.8 |

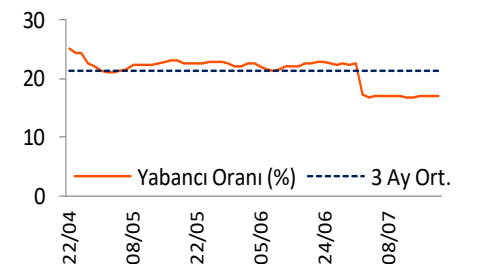
| Çarpanlar | 2023 | 2024 | 2025 |
|-----------|------|------|------|
| F/K       | 2.6  | 4.0  | 3.6  |
| PD/DD     | 1.2  | 1.0  | 0.9  |
| FD/FAVÖK  | 2.0  | 2.9  | 3.6  |

## Fiyat / BIST-100'e Göreceli Fiyat



52 Hafta Fiyat Aralığı (₺) 196.11 357.68

Yabancı Oranı (%) Cari (%): 17.05



Esra Şirinel

esirinel@isyatirim.com.tr

+90 212 350 25 72

## Doğuş Otomotiv

### Ortaklık Yapısı (%)

|                                   |      |
|-----------------------------------|------|
| Doğuş Holding Anonim Şirketi      | 65.6 |
| Diğer                             | 24.7 |
| Doğuş Otomotiv Servis Ve Tic.A.Ş. | 9.8  |

### Faaliyet Konusu

Şirket, VW marka grubunun binek araç ve hafif ticari araç, Sacania marka ağır ticari araç ithalatı ve dağıtımını, satış sonrası ve perakende hizmetleri ile Araç Muayene İstasyonu gibi diğer otomotiv hizmetleri gibi iş kollarını yürütmektedir

| Gelir Tablosu (mn ₺)            | 2022G          | 2023G          | 2024T          | 2025T          | 2026T          | Bilanço (mn ₺)                   | 2022G         | 2023G         | 2024T         | 2025T         | 2026T         |
|---------------------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>Net Satış Gelirleri</b>      | <b>139,576</b> | <b>149,708</b> | <b>129,745</b> | <b>132,141</b> | <b>137,576</b> | <b>Dönen Varlıklar</b>           | <b>34,864</b> | <b>33,318</b> | <b>32,873</b> | <b>34,456</b> | <b>38,042</b> |
| <b>Brüt Kar (Zarar)</b>         | <b>29,138</b>  | <b>32,230</b>  | <b>24,502</b>  | <b>21,851</b>  | <b>21,710</b>  | Nakit ve Nakit Benzerleri        | 14,079        | 8,929         | 9,082         | 9,911         | 12,382        |
| Operasyonel Giderler            | 9,181          | 8,696          | 8,718          | 9,106          | 9,759          | Ticari Alacaklar                 | 8,716         | 12,919        | 12,441        | 12,671        | 13,192        |
| <b>Esas Faaliyet Karı</b>       | <b>19,957</b>  | <b>23,534</b>  | <b>15,785</b>  | <b>12,745</b>  | <b>11,951</b>  | Stoklar                          | 11,260        | 10,683        | 10,668        | 11,180        | 11,745        |
| Faal. Diğer Gelirler (Giderler) | 6,408          | 3,180          | 1,788          | 1,926          | 1,926          | Diğer Dönen Varlıklar            | 809           | 786           | 681           | 694           | 723           |
| Net Finansman Gelir (Gideri)    | -2,075         | -5,320         | -5,267         | -846           | 1,805          | <b>Duran Varlıklar</b>           | <b>43,359</b> | <b>34,760</b> | <b>44,033</b> | <b>49,826</b> | <b>54,050</b> |
| <b>Vergi Öncesi Kar (Zarar)</b> | <b>27,911</b>  | <b>25,961</b>  | <b>17,368</b>  | <b>19,086</b>  | <b>21,030</b>  | Ticari Alacaklar                 | 0             | 0             | 0             | 0             | 0             |
| Vergi Giderleri (Gelirleri)     | 2,886          | 6,137          | 4,342          | 4,772          | 5,258          | Özkaynak Yönt. Değ. Yat.         | 8,202         | 8,541         | 10,750        | 12,515        | 13,978        |
| Azınlık Payları                 | 397            | 141            | 92             | 101            | 112            | Maddi Duran Varlıklar            | 14,068        | 11,759        | 16,642        | 19,604        | 21,977        |
| <b>Net Kar</b>                  | <b>24,627</b>  | <b>19,683</b>  | <b>12,934</b>  | <b>14,213</b>  | <b>15,661</b>  | Maddi Olmayan Duran Varlıklar    | 587           | 521           | 764           | 913           | 1,036         |
| <b>Düzeltilmiş Net Kar</b>      | <b>24,627</b>  | <b>19,683</b>  | <b>12,934</b>  | <b>14,213</b>  | <b>15,661</b>  | Diğer Uzun Vadeli Varlıklar      | 20,503        | 13,939        | 15,877        | 16,795        | 17,059        |
| Vergi Sonrası Faaliyet Karı     | 17,893         | 17,970         | 11,838         | 9,559          | 8,963          | <b>Toplam Varlıklar</b>          | <b>78,223</b> | <b>68,078</b> | <b>76,906</b> | <b>84,281</b> | <b>92,092</b> |
| <b>FAVÖK</b>                    | <b>21,428</b>  | <b>24,753</b>  | <b>16,841</b>  | <b>13,821</b>  | <b>13,071</b>  | <b>Kısa Vadeli Yükümlülükler</b> | <b>22,656</b> | <b>18,506</b> | <b>17,970</b> | <b>16,296</b> | <b>16,017</b> |

| Büyümler & Opr. Perf. | 2022G | 2023G | 2024T | 2025T | 2026T |
|-----------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>Büyümler</b>       |       |       |       |       |       |
| Net Satışlar          | -     | 7%    | -13%  | 2%    | 4%    |
| Faaliyet Karı         | -     | 18%   | -33%  | -19%  | -6%   |
| FAVÖK                 | -     | 16%   | -32%  | -18%  | -5%   |
| Net Kar               | -     | -20%  | -34%  | 10%   | 10%   |

| Operasyonel Performans             | 2022G  | 2023G  | 2024T  | 2025T  | 2026T  |
|------------------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Brüt Marj                          | 20.9%  | 21.5%  | 18.9%  | 16.5%  | 15.8%  |
| Faaliyet Kar Marjı                 | 14.3%  | 15.7%  | 12.2%  | 9.6%   | 8.7%   |
| FAVÖK Marjı                        | 15.4%  | 16.5%  | 13.0%  | 10.5%  | 9.5%   |
| Efektif Vergi Oranı                | -16.3% | -23.7% | -19.9% | -16.9% | -14.5% |
| Net Kar Marjı                      | 17.6%  | 13.1%  | 10.0%  | 10.8%  | 11.4%  |
| Özkaynak Karlılığı                 | -      | 43.4%  | 27.8%  | 25.4%  | 24.3%  |
| Aktif Karlılığı                    | -      | 26.9%  | 17.8%  | 17.6%  | 17.8%  |
| Yatırım Sermayesi Karlılığı        | -      | 110.8% | 59.9%  | 49.4%  | 46.7%  |
| Operasyonel Nakit Akışı / Satışlar | 2.3%   | 1.7%   | 1.3%   | 3.0%   | 3.6%   |
| Serbest Nakit Akışı / Satışlar     | 1.4%   | -1.7%  | -2.1%  | 0.6%   | 1.2%   |

| Rasyo Analizi             | 2022G  | 2023G | 2024T | 2025T | 2026T  |
|---------------------------|--------|-------|-------|-------|--------|
| Düzeltilmiş F / K (x)     | 2.1    | 2.6   | 4.0   | 3.6   | 3.3    |
| FD / FAVÖK (x)            | 2.3    | 2.0   | 2.9   | 3.6   | 3.8    |
| FD / Satışlar (x)         | 0.4    | 0.3   | 0.4   | 0.4   | 0.4    |
| PD / Defter Değeri (x)    | 1.0    | 1.2   | 1.0   | 0.9   | 0.8    |
| Hisse Başı Kazanç (mn ₺)  | 70.97  | 89.19 | 73.76 | 95.73 | 123.10 |
| Hisse Başı Temettü (mn ₺) | 18.13  | 30.19 | 1.73  | 1.88  | 2.31   |
| Temettü Verimi            | 10.8%  | 12.4% | 10.5% | 10.5% | 10.5%  |
| Net Borç (Nakit) (mn ₺)   | -2,757 | 1,885 | 2,713 | -370  | -3,776 |
| Net Borç / FAVÖK (x)      | a.d    | 0.1   | 0.2   | a.d   | a.d    |
| Net Borç / Özsermaye (x)  | a.d    | 0.0   | 0.1   | a.d   | a.d    |

Kaynak: İş Yatırım

| Nakit Akım (mn ₺)                   | 2022G          | 2023G         | 2024T         | 2025T         | 2026T         |
|-------------------------------------|----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>İşletme Faal. Kay. Net Nakit</b> | <b>3,148</b>   | <b>2,618</b>  | <b>1,715</b>  | <b>3,965</b>  | <b>4,904</b>  |
| Düzeltilme Öncesi Kar               | 25,024         | 19,824        | 12,934        | 14,213        | 15,661        |
| Amortisman & İfta Payları           | 1,471          | 1,219         | 1,057         | 1,076         | 1,121         |
| İşletme Sermayesindeki Değ.         | -5,436         | -5,136        | -3,939        | -2,834        | -3,037        |
| Diğer Faaliyetlerden Nakit Akışı    | -17,912        | -13,289       | -8,337        | -8,491        | -8,840        |
| <b>Yatırım Faal. Kay. Nakit</b>     | <b>-1,182</b>  | <b>-5,177</b> | <b>-4,411</b> | <b>-3,171</b> | <b>-3,302</b> |
| Sabit Sermaye Yatırımları           | -3,624         | -772          | -4,411        | -3,171        | -3,302        |
| Diğer Yat. Faal. Nakit Akışı        | 2,442          | -4,405        | 0             | 0             | 0             |
| <b>Serbest Nakit Akım</b>           | <b>1,965</b>   | <b>-2,559</b> | <b>-2,697</b> | <b>793</b>    | <b>1,602</b>  |
| <b>Finansman Faal. Kay. Nakit</b>   | <b>-11,051</b> | <b>-263</b>   | <b>-2,890</b> | <b>-5,732</b> | <b>-5,181</b> |
| Finansal Borçlardaki Değişim        | -2,762         | 3,083         | 3,203         | -446          | 431           |
| Temettü Ödemeleri                   | -6,291         | -6,662        | -8,967        | -8,213        | -8,659        |
| Diğer Fin. Faal. Nakit Akışı        | -1,997         | 3,317         | 2,874         | 2,927         | 3,048         |
| <b>Net Nakit Değişimi</b>           | <b>-9,085</b>  | <b>-2,821</b> | <b>-5,586</b> | <b>-4,938</b> | <b>-3,578</b> |

\*Tahminler ve açıklanan geçmiş finansal sonuçlar, 2023 yıl sonu itibarıyla TL'nin satın alma gücüne göre düzenlenmiştir. Enflasyon muhasebesine tabii şirketler finansal sonuçlarını, ilgili dönem sonundaki satın alma gücüne göre endekslenmiş halini paylaşmaktadır. Finansal sonuçlar, enflasyon tahminlerimizi baz alarak oluşturduğumuz aşağıdaki katsayılar kullanılarak ilgili yıl sonunun satın alma gücüne göre endekslenbilir.

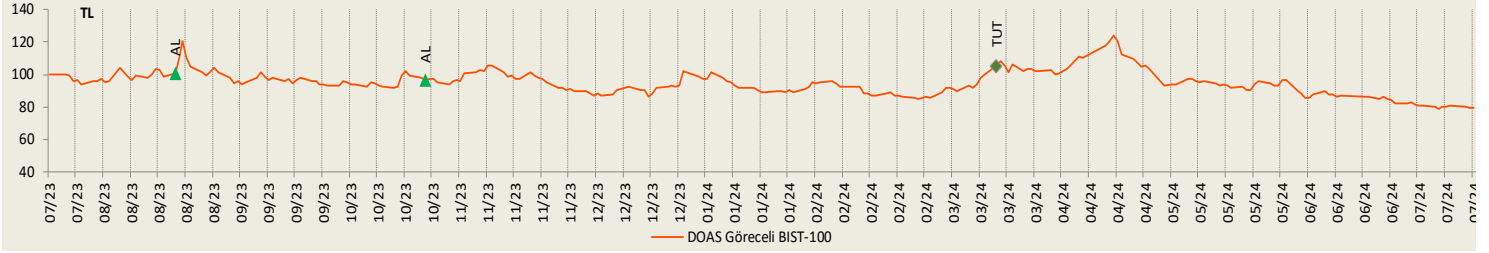
2024: 1.44

2025: 1.8

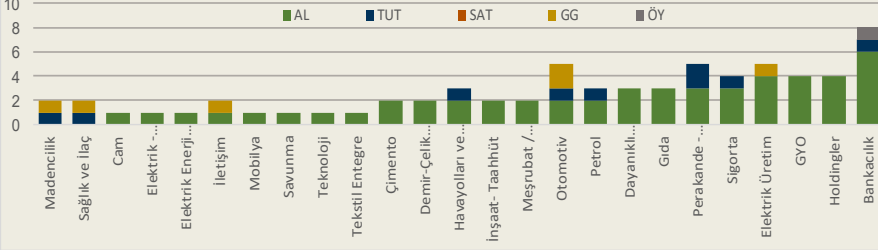
2026: 2.13

## Doğu Otomotiv

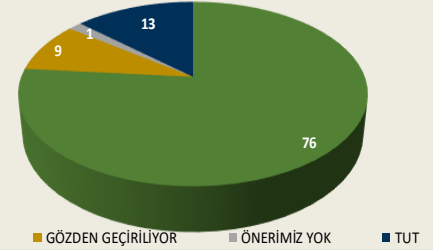
### Göreceli Getiri / Öneriler



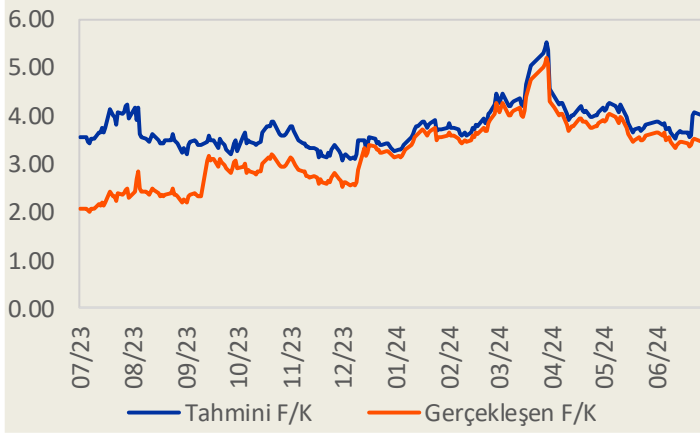
### Şirket Sayısı



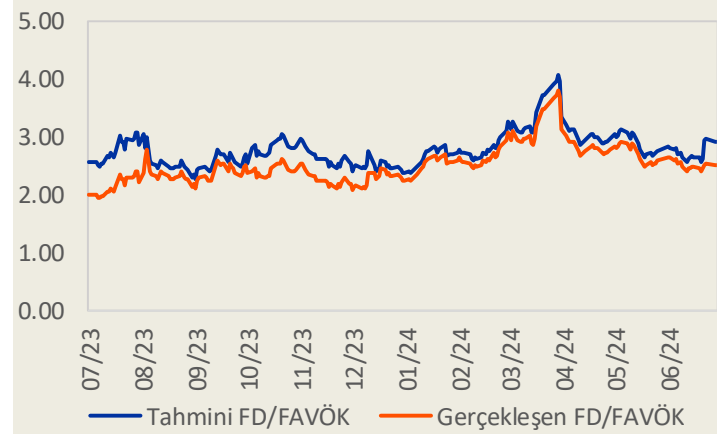
### Takip Listesi Dağılımı



### Tahmini F/K & Gerçekleşen F/K



### Tahmini FD/FAVÖK & Gerçekleşen FD/FAVÖK



Burada yer alan bilgiler İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından bilgilendirme amacı ile hazırlanmıştır. Yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Herhangi bir yatırım aracının alım-satım önerisi ya da getiri vaadi olarak yorumlanmamalıdır. Bu görüşler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

Burada yer alan fiyatlar, veriler ve bilgilerin tam ve doğru olduğu garanti edilemez; içerik, haber verilmeksizin değiştirilebilir. Tüm veriler, İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan alınmıştır. Bu kaynakların kullanılması nedeni ile ortaya çıkabilecek hatalardan İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş. sorumlu değildir.

## Türk Traktör

22/07/2024

## Hedef Fiyat Değişikliği

TUT

## Yükselme Potansiyeli 35%

Güncellenen makro varsayımlar, 1Ç24 mali sonuçlarının tahminlerimize yansıtılması ve değerlendirme metodolojimizin eşit ağırlık verdiğimiz İNA - benzer şirket çarpan analizinden salt İNA'ne değiştirilmesi nedeniyle TTRAK için hedef fiyatımızı hisse başına 1.120TL'ye (Önceki: 937TL/hisse) revize ediyoruz. 2024'de zayıf iç pazar ile gerileyen kar marjları nedeniyle hisse için TUT tavsiyemizi koruyoruz.

Rekor bir yıl olan 2023'ün ardından 2024 yılında yurt içi traktör pazarında daralma. Türkiye traktör pazarı Ziraat Bankası'nın traktör alımına sağladığı teşvikli kredi faiz oranları, Tarımsal Ürün Fiyat Endeksi ile Girdi Fiyat Endeksi arasındaki olumlu fark, tarımsal üretimdeki artış (yıllık bazda %6,2 artış) ve tarıma devlet desteğinin devam etmesi sayesinde, 10 yıllık tarihi ortalaması olan yaklaşık 60 bin adetinde oldukça üzerinde yıllık %17 artışla 2023 yılında 78 bin adetlik rekor seviyeye ulaştı. Başarılı bir 2023 yılının ardından Türkiye traktör iç pazarının, yüksek baz yılı etkisi ve yeni traktör alımlarında kullanılan kredilerde Ziraat Bankası'nın azalan payı, mahsul rekoltesinde beklenen düşüş ve yağışların zayıflaması nedeniyle 2024 yılında %20 daralma ile 63 bin adede (Türk Traktör: 60 Bin—68 Bin) gerileyeceğini bekliyoruz. Ziraat Bankası'nın yeni traktör alımlarında teşvik sonrasındaki %29.4 faiz oranına rağmen çiftçilere kredi başvurularında zorlayıcı ek şartlar talep etmesiyle yeni alınan traktör kredilerinde payı 2023'teki %69'dan (2022'de %71) Mayıs 2024'te %33'e düştü. Sonuç olarak, Türk Traktör Finans'ın kredi kullanımındaki payı 2023'teki %3 seviyesinden Mayıs 2024'te %38'e yükseldi. Türkiye İstatistik Kurumu'nun ilk tahminlerine göre 2024'de tahıl üretiminin %2 oranında azalacağını, sebze ve meyve üretiminin ise %2 oranında gerileyeceğini öngörüyoruz. Nisan ayında yağışlar her bölgede tarihi ortalamalara göre %24 ila %70, 2023 yılının aynı dönemine göre ise %36 ila %83 oranında azaldı.

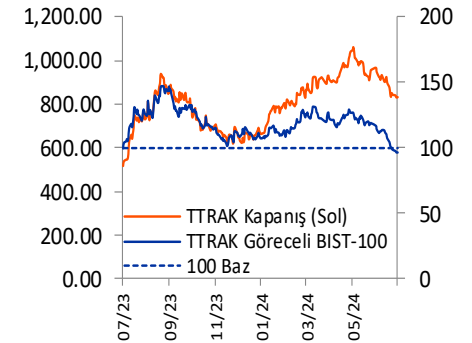
2021-2023 dönemindeki iç pazar payı kaybının geri kazanılması hedefleniyor. Türk Traktör'ün yurt içi perakende pazar payının 2021 yılına kadar %45 ile %51 arasında olduğunu hatırlatmak isteriz. Pandemi sürecinde tedarik zinciri sorunları nedeniyle yaşanan üretim aksaklıkları nedeniyle Türk Traktör'ün yurt içi perakende pazar payı 2022'de %42'ye, 2023'de ise %44'e geriledi. Şirket, pazarlama faaliyetlerine ağırlık vererek ve çeşitli ertelemelerin ardından 1 Temmuz olarak planlanan Faz 3'ten Faz 5'e geçiş dönemini değerlendirerek yurt içi pazar payını yeniden kazanmayı hedeflemektedir (Türk Traktör, 2022 yılında ihracat pazarları Faz 5 çekici modellerinin üretimine başlamıştır). Nitekim şirketin yurt içi pazar payı 5A23'teki %42,8'den 5A24'te %49,1'e yükseldi. Şirket, 2023 yılındaki 36 bin adetlik yurt içi satış hacmini 2024 yılında 31 bin — 35 bin adet (İş Yatırım: 32 bin) olarak hedefliyor. Şirketin iç pazar satış hedefi toptan pazar payının 2023'teki %46'dan 2024'te %51-%52'ye artacağına işaret ediyor.

| Fiyat Bilgileri                | TL       |
|--------------------------------|----------|
| Kapanış                        | 832.00   |
| 12 Aylık Hedef Fiyat*          | 1,120.00 |
| 12 Aylık Önc. Hedef Fiyat      | 937.04   |
| Piyasa Değeri (mn)             | 83,256   |
| Halka Açık PD (mn)             | 20,764   |
| Ort. İşlem Hacmi (3Ay)         | 489.2    |
| Hisse sayısı (Adet mn)         | 100      |
| Takas Saklama Oranı (%)        | 25       |
| Yabancı Oranı (%)              | 30       |
| *Güncelleme tarihi: 21/07/2024 |          |

| Fiyat Perf. (%)  | 1 Ay  | Yılıçi | 12 Ay |
|------------------|-------|--------|-------|
| TL               | -13.2 | 24.8   | 61.7  |
| ABD \$           | -14.6 | 11.3   | 31.8  |
| BIST-100 Relatif | -18.5 | -16.4  | -3.1  |

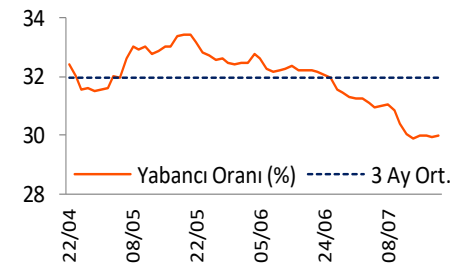
| Çarpanlar | 2023 | 2024 | 2025 |
|-----------|------|------|------|
| F/K       | 7.9  | 10.9 | 11.1 |
| PD/DD     | 4.2  | 4.1  | 4.5  |
| FD/FAVÖK  | 5.2  | 6.4  | 5.7  |

## Fiyat / BIST-100'e Göreceli Fiyat



52 Hafta Fiyat Aralığı (₺) 543.04 1063.00

Yabancı Oranı (%) Cari (%): 29.95



Esra Şirinel

esirinel@isyatirim.com.tr

+90 212 350 25 72

Türk Traktör

| Ortaklık Yapısı (%)        | Faaliyet Konusu |
|----------------------------|-----------------|
| Cnh Österreich Gmbh        | 37.5            |
| Koç Holding Anonim Şirketi | 37.5            |
| Diğer                      | 25.0            |

| Gelir Tablosu (mn ₺)            | 2022G         | 2023G         | 2024T         | 2025T         | 2026T         | Bilanço (mn ₺)                | 2022G         | 2023G         | 2024T         | 2025T         | 2026T         |
|---------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|-------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>Net Satış Gelirleri</b>      | <b>41,397</b> | <b>58,436</b> | <b>56,437</b> | <b>59,449</b> | <b>60,425</b> | <b>Dönen Varlıklar</b>        | <b>19,452</b> | <b>28,774</b> | <b>24,814</b> | <b>24,811</b> | <b>25,215</b> |
| <b>Brüt Kar (Zarar)</b>         | <b>6,449</b>  | <b>15,591</b> | <b>14,236</b> | <b>15,677</b> | <b>15,951</b> | Nakit ve Nakit Benzerleri     | 7,278         | 14,189        | 12,416        | 11,890        | 12,085        |
| Operasyonel Giderler            | 3,905         | 3,589         | 4,514         | 4,662         | 4,754         | Ticari Alacaklar              | 3,463         | 2,780         | 2,333         | 2,458         | 2,498         |
| <b>Esas Faaliyet Karı</b>       | <b>6,267</b>  | <b>12,051</b> | <b>9,722</b>  | <b>11,015</b> | <b>11,197</b> | Stoklar                       | 6,333         | 10,006        | 8,565         | 8,884         | 9,027         |
| Faal. Diğer Gelirler (Giderler) | -523          | -708          | -822          | -886          | -886          | Diğer Dönen Varlıklar         | 2,660         | 1,558         | 1,500         | 1,580         | 1,606         |
| Net Finansman Gelir (Gideri)    | 1,381         | 816           | 143           | -1,253        | -905          | <b>Duran Varlıklar</b>        | <b>6,554</b>  | <b>8,572</b>  | <b>9,965</b>  | <b>11,071</b> | <b>11,489</b> |
| <b>Vergi Öncesi Kar (Zarar)</b> | <b>4,554</b>  | <b>12,137</b> | <b>9,042</b>  | <b>8,876</b>  | <b>9,406</b>  | Maddi Duran Varlıklar         | 6,007         | 4,576         | 6,743         | 7,659         | 8,021         |
| Vergi Giderleri (Gelirleri)     | -244          | -2,795        | 2,261         | 2,219         | 2,352         | Maddi Olmayan Duran Varlık    | 3,755         | 2,352         | 2,706         | 2,869         | 2,916         |
| <b>Net Kar</b>                  | <b>4,310</b>  | <b>9,342</b>  | <b>6,782</b>  | <b>6,657</b>  | <b>7,055</b>  | Diğer Uzun Vadeli Varlıklar   | 575           | 536           | 516           | 544           | 552           |
| <b>Düzeltilmiş Net Kar</b>      | <b>6,798</b>  | <b>9,371</b>  | <b>6,782</b>  | <b>6,657</b>  | <b>7,055</b>  | <b>Toplam Varlıklar</b>       | <b>26,006</b> | <b>37,345</b> | <b>34,779</b> | <b>35,883</b> | <b>36,704</b> |
| Vergi Sonrası Faaliyet Karı     | 6,602         | 14,826        | 12,152        | 13,768        | 13,996        | <b>Kısa Vadeli Yükümlülük</b> | <b>15,190</b> | <b>18,105</b> | <b>14,918</b> | <b>17,503</b> | <b>18,712</b> |
| <b>FAVÖK</b>                    | <b>7,207</b>  | <b>13,230</b> | <b>10,861</b> | <b>12,215</b> | <b>12,417</b> | Finansal Borçlar              | 5,459         | 5,722         | 4,355         | 6,516         | 7,548         |

| Büyümeler & Opr. Perf. | 2022G | 2023G | 2024T | 2025T | 2026T |
|------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>Büyümeler</b>       |       |       |       |       |       |
| Net Satışlar           | -     | 41%   | -3%   | 5%    | 2%    |
| Faaliyet Karı          | -     | 92%   | -19%  | 13%   | 2%    |
| FAVÖK                  | -     | 84%   | -18%  | 12%   | 2%    |
| Net Kar                | -     | 117%  | -27%  | -2%   | 6%    |

| Operasyonel Performans        | 2022G | 2023G  | 2024T  | 2025T  | 2026T  |
|-------------------------------|-------|--------|--------|--------|--------|
| Brüt Marj                     | 15.6% | 26.7%  | 25.2%  | 26.4%  | 26.4%  |
| Faaliyet Kar Marjı            | 15.1% | 20.6%  | 17.2%  | 18.5%  | 18.5%  |
| FAVÖK Marjı                   | 17.4% | 22.6%  | 19.2%  | 20.5%  | 20.5%  |
| Efektif Vergi Oranı           | -8.4% | -23.1% | -19.9% | -16.9% | -14.5% |
| Net Kar Marjı                 | 10.4% | 16.0%  | 12.0%  | 11.2%  | 11.7%  |
| Özkaynak Karlılığı            | -     | 69.3%  | 37.8%  | 38.3%  | 42.9%  |
| Aktif Karlılığı               | -     | 29.5%  | 18.8%  | 18.8%  | 19.4%  |
| Yatırım Sermayesi Karlılığı   | -     | a.d    | 199.0% | 107.3% | 102.4% |
| Operasyonel Nakit Akışı / S:  | 16.5% | 16.9%  | 6.4%   | 10.2%  | 12.2%  |
| Serbest Nakit Akışı / Satışla | 11.0% | 15.0%  | 1.7%   | 7.3%   | 9.8%   |

| Rasyo Analizi             | 2022G  | 2023G  | 2024T  | 2025T  | 2026T  |
|---------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Düzeltilmiş F / K (x)     | 10.9   | 7.9    | 10.9   | 11.1   | 10.5   |
| FD / FAVÖK (x)            | 9.6    | 5.2    | 6.4    | 5.7    | 5.6    |
| FD / Satışlar (x)         | 1.7    | 1.2    | 1.2    | 1.2    | 1.1    |
| PD / Defter Değeri (x)    | 8.0    | 4.2    | 4.1    | 4.5    | 4.6    |
| Hisse Başı Kazanç (mn ₺)  | 80.76  | 93.36  | 85.08  | 98.64  | 122.00 |
| Hisse Başı Temettü (mn ₺) | 0.00   | 0.00   | 2.67   | 2.70   | 2.97   |
| Temettü Verimi            | 8.3%   | 6.4%   | 6.4%   | 6.4%   | 6.4%   |
| Net Borç (Nakit) (mn ₺)   | -2,461 | -6,574 | -6,832 | -4,145 | -3,308 |
| Net Borç / FAVÖK (x)      | a.d    | a.d    | a.d    | a.d    | a.d    |
| Net Borç / Özsermaye (x)  | a.d    | a.d    | a.d    | a.d    | a.d    |

Kaynak: İş Yatırım

| Nakit Akım (mn ₺)                 | 2022G         | 2023G         | 2024T         | 2025T         | 2026T         |
|-----------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>İşletme Faal. Kay. Net Nal</b> | <b>6,827</b>  | <b>9,886</b>  | <b>3,594</b>  | <b>6,052</b>  | <b>7,362</b>  |
| Düzeltilme Öncesi Kar             | 4,310         | 9,342         | 6,782         | 6,657         | 7,055         |
| Amortisman & İtfa Payları         | 941           | 1,180         | 1,139         | 1,200         | 1,220         |
| İşletme Sermayesindeki Değ        | 101           | -1,159        | -1,166        | -547          | -451          |
| Diğer Faaliyetlerden Nakit A      | 2,326         | 524           | -3,160        | -1,258        | -461          |
| <b>Yatırım Faal. Kay. Nakit</b>   | <b>-2,269</b> | <b>-1,106</b> | <b>-2,662</b> | <b>-1,728</b> | <b>-1,467</b> |
| Sabit Sermaye Yatırımları         | -1,600        | -1,726        | -2,662        | -1,728        | -1,467        |
| Diğer Yat. Faal. Nakit Akışı      | -1,056        | 0             | 0             | 0             | 0             |
| <b>Serbest Nakit Akım</b>         | <b>4,558</b>  | <b>8,780</b>  | <b>932</b>    | <b>4,324</b>  | <b>5,896</b>  |
| <b>Finansman Faal. Kay. Nak</b>   | <b>-1,603</b> | <b>-3,857</b> | <b>-348</b>   | <b>-3,518</b> | <b>-3,846</b> |
| Finansal Borçlardaki Değişir      | 2,872         | 443           | 5,928         | 1,865         | 1,223         |
| Temettü Ödemeleri                 | -2,789        | -3,146        | -6,277        | -5,383        | -5,070        |
| Diğer Fin. Faal. Nakit Akışı      | -1,181        | 999           | 0             | 0             | 0             |
| <b>Net Nakit Değişimi</b>         | <b>6,138</b>  | <b>7,096</b>  | <b>584</b>    | <b>806</b>    | <b>2,050</b>  |

\*Tahminler ve açıklanan geçmiş finansal sonuçlar, 2023 yıl sonu itibariyle TL'nin satın alma gücüne göre düzenlenmiştir. Enflasyon muhasebesine tabii şirketler finansal sonuçlarını, ilgili dönem sonundaki satın alma gücüne göre endekslenmiş halini paylaşmaktadır. Finansal sonuçlar, enflasyon tahminlerimizi baz alarak oluşturduğumuz aşağıdaki katsayılar kullanılarak ilgili yıl sonunun satın alma gücüne göre endekslenbilir.

2024: 1.44

2025: 1.8

2026: 2.13



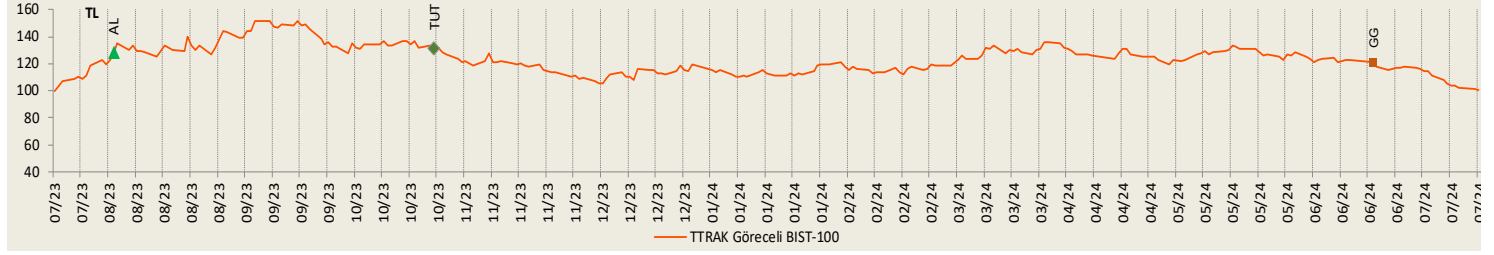
İhracat pazarları da umut verici değil. 2023'te 1,8 milyon olan dünya traktör pazarı büyüklüğünün 2024'te %5 oranında daralarak 1,7 milyona gerilemesi bekleniyor. Türk Traktör'ün ihracatının %80'inin yapıldığı Kuzey Amerika ve Avrupa traktör pazarının 2024'te sırasıyla %13 ve %10 daralması bekleniyor. 2024 yılı için ihracat hacmini 14-15,5 bin adet aralığında belirleyen Türk Traktör'ün, ihracat hacmi 2024'de 2023'teki 16 bin adede kıyasla %6 ila %13'lük bir düşüşe işaret ediyor.

Türk Traktör'ün 2024 yılında iç pazara 32 bin, ihracat pazarlarına ise 14 bin traktör satacağını tahmin ediyoruz; bu da 2024 yılında toplam satış hacminde 2023 yılına göre %11'lik bir düşüşe işaret ediyor. 2024'de Faz 3 motordan Faz 5'e geçiş nedeniyle sektörde artması beklenen traktör perakende satış fiyatının (Faz 5'in teknolojisi daha pahalı olduğundan) Türk Traktör resmi olarak planlanan resmi geçiş tarihi olan 1 Temmuz'dan önce Faz 5 traktörlerinin satışına başladığı için rakiplerine göre şirketin finanslarına daha sınırlı olacaktır.

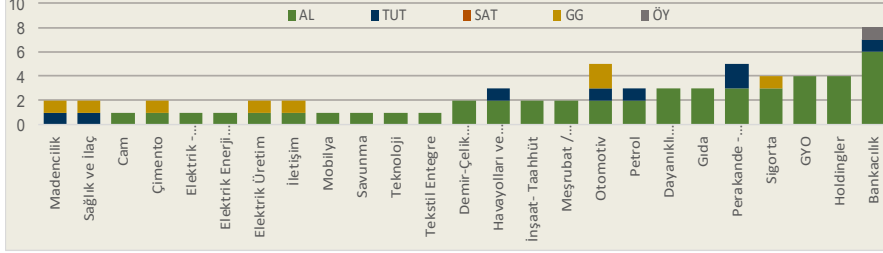
Karlılıkta düşüş. Türk Traktör'ün 2024'te 2023'e kıyasla i) düşük satış hacmi ve KKO ii) yurt içi pazardaki rekabetin artması iii) Ziraat Bankası'nın desteğini azalttığı traktör iç pazarda talebi arttırmak için pazarlama kampanyalarına odaklanması ve iv) pazar payı kayıplarını geri almak adına pazarlama faaliyetlerinin artırılması sonucu daha zayıf bir karlılığa sahip olacağını öngörüyoruz.

## Türk Traktör

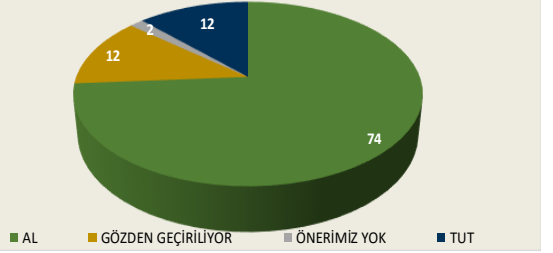
### Göreceli Getiri / Öneriler



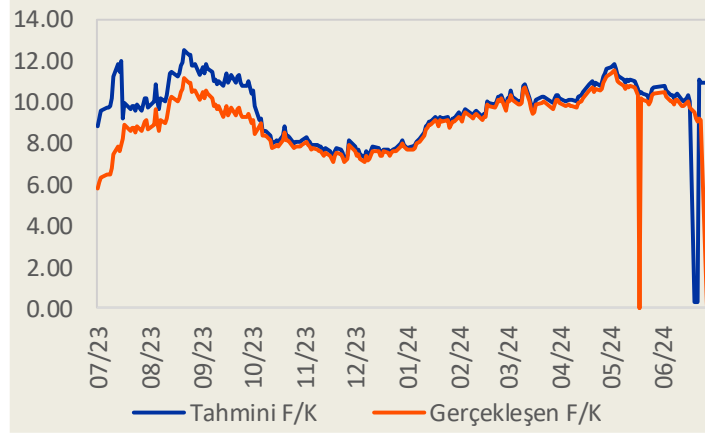
### Şirket Sayısı



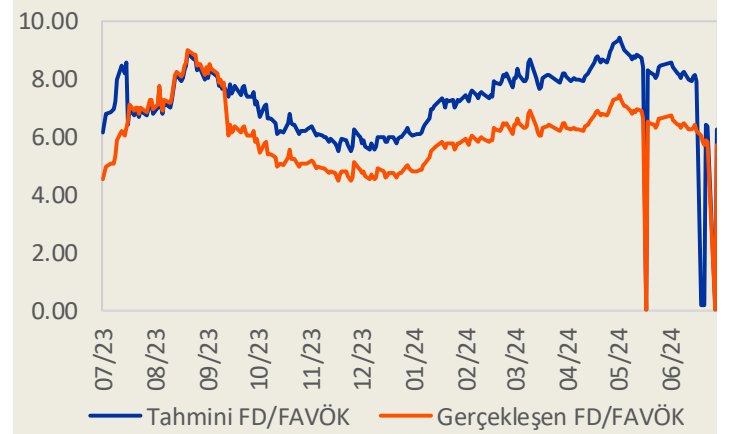
### Takip Listesi Dağılımı



### Tahmini F/K & Gerçekleşen F/K



### Tahmini FD/FAVÖK & Gerçekleşen FD/FAVÖK



Burada yer alan bilgiler İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından bilgilendirme amacı ile hazırlanmıştır. Yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Herhangi bir yatırım aracının alım-satım önerisi ya da getiri vaadi olarak yorumlanmamalıdır. Bu görüşler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

Burada yer alan fiyatlar, veriler ve bilgilerin tam ve doğru olduğu garanti edilemez; içerik, haber verilmeksizin değiştirilebilir. Tüm veriler, İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan alınmıştır. Bu kaynakların kullanılması nedeni ile ortaya çıkabilecek hatalardan İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş. sorumlu değildir.