

TOFAS OTO FABRİKA (TOASO.IS)**29 Temmuz 2002**

- Koç Holding Otomotiv Grubu Başkanı Aydın Çubukçu, Fiat'ın Stilo modelinin yanısıra Alfa Romeo üretimi ve montajının da Türkiye'ye kaydırmasının ihtimaller dahilinde, görüşmelerin devam ettiğini söyledi. Çubukçu Tofaş'ın "Fiat tesisleri arasında en kaliteli üretimi en verimli şekilde yapanların başında geldiğini ve tüm modellerin üretimi için en avantajlı aday" olduğunu belirtti.
- Hatırlanacağı üzere Fiat Yönetim Kurulu Başkanı Paolo Fresco Mayıs ayında Financial Times'ta yayınlanan röportajında 2001 yılı Aralık ayında açıklanan yeniden yapılandırma çalışmalarına ek bazı tedbirler alınacağını ve bu kapsamda bazı üretim hatlarının aralarında Polonya ve Türkiye'nin de bulunduğu merkezi ve doğu Avrupa ülkelerine kaydırılmasının gündeme gelebileceğini belirtmişti.
- Fiat'ın ana üretim tesisi olan Turin'deki Miafori fabrikasının yeni modellerin üretimi için giderek daha pahalı bir tesis haline gelmesi, söz konusu planın gerçekleşme ihtimalini güçlendiriyor. Üretim maliyetlerini kısmayı hedefleyen Fiat, Avrupa pazarına yönelik üretilen modellerin coğrafi olarak yakın diğer üretim tesislerine kaydırılması aşamasında bızce üretim kalitesi ve maliyet avantajı olarak tanımlanabilecek iki önemli faktörü gözönünde bulundurarak karar verecek. Biz Tofaş'ın Aydın Çubukçu'nun da belirttiği gibi rakiplerine göre önemli avantajlara sahip olduğunu düşünüyoruz.

Tofaş'ın motor ve şanzuman üretim biriminin Fiat ve GM'un iştiraki olan PowerTrain tarafından satın alınması da Tofaş'ın üretim kalitesinin ulaştığı noktayı göstermek açısından oldukça önemli.

Tofaş bünyesinde Fiat işbirliğiyle kurulmakta olan "Mükemmeliyet Merkezi" 2005 yılına kadar yapacağı çalışmalarla tüm Fiat grubunun araçlarında kullanılacak koltukları geliştirmeyi ve üretmeyi hedefliyor.

Son olarak Doblo'nun 3 yeni modeliyle birlikte lansmanı yapılan Albea'nın projesinin Tofaş Oto Fabrika tarafından geliştirilmiş olması da Tofaş'ın arge yatırımlarının meyvelerinden biri.

Yeni bir ya da birden fazla modelin Türkiye'ye kaydırılması satışlara katkısının yanısıra, Tofaş'ın iç pazardaki daralmadan dolayı istediği seviyeye çıkaramadığı kapasite kullanım oranının artarak karlılığın yükselmesine de yardımcı olacaktır. Ancak yeni modelin üretimi için ek yatırım gerekip gerekmeyeceği, üretim kaydırma kararının satışa ne zaman yansımaya başlayacağı ve kar marjının ne seviyede olacağı halen belirsiz.

Aydın Çubukçu Fiat'ın yaşadığı finansal sorunları 2004 yılına kadar çözememesi durumunda General Motors'dan kendisini satın almasını isteyeceğini bu durumda Tofaş'ın GM'in ortağı olarak faaliyetlerine devam edeceğini söyledi. Tofaş'ın Fiat global üretim ağı içindeki konumunu güçlendirmesi Fiat'ın GM tarafından satın alınması durumunda pozisyonunu korumasına yardımcı olacaktır.

Otomotiv Sanayicileri Derneği verilerine göre Tofaş'ın ihracatı 2002 yılı ilk altı aylık döneminde Avrupa ekonomilerindeki yavaşlamaya ve 11 Eylül 2001 saldırılarının yarattığı belirsizlik ortamına bağlı olarak yılın ilk yarısında %24 düşerek 42,082 adede geriledi. Bu gerilemenin Fiat'ın yaşadığı sorunlardan da beslendiğini tahmin ediyoruz. Bilindiği üzere Doblo'nun satış ve pazarlama sorumlulukları Fiat'a ait. Buna karşın lansmanı bu yıl yapılan Albea'nın ihracattaki gerilemenin önüne geçmek için kullanılacağını düşünüyoruz. İhracattaki daralmanın yılsonu itibarıyla %10 seviyesine gerileyeceğini tahmin ediyoruz.

Doblo'nun iç pazarda hafif ticari araç segmentinde kendine yer açması kolay olmasına rağmen ekonomik kirz ve siyasi belirsizlik nedeniyle beklenen canlanmanın gerçekleşmemesi ihracattaki kayıpları iç pazarda telafi etme imkanını sınırlıyor. İç pazardaki satışların yılsonu itibarıyla %5 daralacağı tahmin ediyoruz.

Euro'nun ABD Doları karşısında değer kazanması Şirket'in satış gelirinin Yılsonu net satış geliri tahminimizi USD800 milyon olarak revize ettik. Faiz, Vergi ve Amortisman Öncesi Kar (FVAÖK) tahminimiz ise USD92 milyon.

Finansal performanstaki gerileme beklentimize karşın Tofaş, binek ve ticari araç üreticisi olan Ford Otosan ve ticari araç üreticileri Anadolu Isuzu ve Karsan'la piyasa çarpanları bazında karşılaştırıldığında iskontolu işlem görmektedir.

Öte yandan Şirket 1998'den bugüne ortalama Firma Değeri/Satış çarpanına oranla %29 iskontoludur. Bu doğrultuda Tofaş için "AL" olan yatırım görüşümüzü koruyoruz.

Tablo 1: Benzer Şirket Karşılaştırması

	FD/FVAÖK		FD/Satış	
	2001	2002 T	2001	2002 T
Anadolu Isuzu	6.4	5.8	1.1	1.0
Ford Otosan	a.d.	19.9	3.0	1.4
Karsan Otomotiv	28.7	9.8	1.4	0.5
Tofas Oto. Fab.	7.0	6.2	0.8	0.7
Ortalama	14.1	10.4	1.6	0.9

Kaynak: Strateji Menkul Değerler

Bu raporda yer alan tüm bilgi ve veriler güvenilir olduğuna inanılan, halka açık kaynaklardan alınmıştır. Raporda yer alan bilgilerin doğru ve eksiksiz olması amacıyla gereken tüm dikkat ve özen gösterilmiştir. Bu bilgilerin kullanılması sonucu doğabilecek sonuçlardan, bilgilerdeki eksiklik ya da yanlışlıktan Strateji Menkul Değerler A.S. sorumlu tutulamaz. Bu yayında yer alan görüş ve düşüncelerin Strateji Menkul Değerler A.S. yönetimi için hiçbir bağlayıcılığı yoktur.

Bu bilgi ve verilerin amacı, profesyonel yatırımcılara enformasyon vermek olup, kişilerin yatırım kararlarını söz konusu bilgilere bağlı kalmadan verdikleri varsayıdır. Bu nedenle, yayınlanan hiçbir görüş ya da düşünce bir yatırım önerisinde bulunma hedefi ya da adı geçen hisselerin alınıp satılması tavsiyesi niteliğinde değildir. Strateji Menkul Değerler A.S.'nin bağlı kuruluşları, çalışanları, yöneticileri, ortakları, hakkında rapor yazılan şirket ile danışmanlık niteliğinde zaman zaman doğrudan ya da dolaylı olarak birebir ilişkiye girmiş olabilir ya da herhangi bir hisse senedi işlemi gerçekleştirmiş olabilirler.

2002 Strateji Menkul Değerler A.S.

Tüm hakları saklıdır. Strateji Menkul Değerler'in izni alınmadan, elektronik, mekanik, fotokopi, kayıt cihazı veya başka bir yöntemle, bu yayınların bir kısmı ya da tamamının kopyası çıkarılamaz, bilgisayar sistemlerine aktarılamaz.