Şeker Yatırım

Tofaş

Yurtdışı satışlardaki güçlü seyir sürüyor

Mehmet Mumcu
Analist
mmumcu@sekeryatirim.com

Tofaş yılın ilk çeyreğinde piyasa beklentisinin (TL 250mn) haff üzerinde, bizim beklentimizin (TL 276mn) ise hafif aşağısında bir performans göstererek TL 262mn net kâr açıkladı (1Ç16: TL 240mn). Gerçekleşen kâr rakamı önceki yılın aynı çeyreğine göre 9.1% artış, bir önceki çeyreğe göre ise 6.5% azalış göstermiştir.

Şirket, 1Ç17'de satış gelirlerini yıllık bazda 51% oranında artırarak yine güçlü bir performans sergiledi. Adet bazında satışlar, geçen yılın aynı dönemine göre 24% oranında artış gösterirken itici güç yine Egea modeli olmuştur. Daralan yurtiçi otomotiv pazarında pozitif ayrışarak, otomobil segmentinde 0.6 yp, hafif+orta ticari araç segmentinde ise 1.9 yp pazar payı artıran Tofaş, EUR/TL paritesinin şirketin yurtdışında rekabet gücünü artırdığı bir çeyreği daha geride bırakırken, TL 4.1 milyar net satış geliri elde ederek ortalama piyasa beklentisi ve bizim beklentimizin (TL 4.0 milyar) hafif üzerinde performans göstermiştir. Dikkat çeken bir diğer nokta ise; yurtdışı satışlar 1Ç17'de 9 y.p artış göstererek toplam satışların 79%'unu oluşturmuştur. (1Ç16: 70%) Çeyreksel kıyaslamada ise, adet bazında araç satışları 4Ç16'ya göre %21 oranında düşüş göstermiştir (Mevsimsellik etkisi).

Tofaş, satış gelirlerinde piyasa beklentilerine paralel sonuç açıklamasına karşın, bizim beklentimizin (TL 398mn) ve piyasa beklentisinin (TL TL 386mn) üzerinde performans gösterek, TL 432mn FAVÖK açıkladı (1Ç16: TL 284mn). FAVÖK marjı 1Ç16'daki gibi yine 10.5% seviyesinde gerçekleşirken, brüt kârlılıkta ise yıllık bazda 0.8 yp düşüş göstererek 10.3% seviyesine gerilenmiştir. Artan çelik levha/sac fiyatları brüt marjı baskılayan ana faktör olmuştur. Öte yandan, artan satış hacminden kaynaklı olarak operasyonel giderlerin satışlara oranı 1Ç16'daki 4.7%'den 3.6%'ye gerilemiştir ve FAVÖK seviyesinde kayıp yaşatmamıştır.

2017 yılında yaklaşık 38% (Eski: 31%) satış büyümesi öngördüğümüz Tofaş, kapasite kullanım oranının 100% seviyelerine yakın seyretmesi sebebiyle, açıklamış olduğu 150-200mn EUR yatırıma ek olarak gelecek yıllarda kapasite artışına da gitme ihtiyacı duyacaktır. (2017 yılı üretim beklentimiz: 430-440 bin adet, yaklaşık 98% kapasite kullanım oranı).

Tofaş için tavsiyemizi "AL" olarak korurken hedef fiyatımızda güncellemeye giderek TL 33.92'ye çıkartıyoruz (Eski: TL 29.06). 1Ç17 sonuçlarının ardından; Tofaş'ın yurtdışı pazarlardaki tatmin edici satış hacimleri ve daralan Türkiye pazarında rakiplerinden ayrışan başarılı performansını yansıttığımız modelimiz sonucunda hedef fiyatımızı revize ederek 14.7% getiri potansiyeli ile "AL" önerimizi sürdürüyoruz. 2017T 11.3x F/K çarpanı ve 9.26x FD/FAVÖK çarpanıyla işlem gören Tofaş'ın yurtiçi ve yurtdışı benzer şirketleri ise sırasıyla 9.7x F/K oranı ve 6.7x FD/FAVÖK rasyoları ile işlem görmektedir.

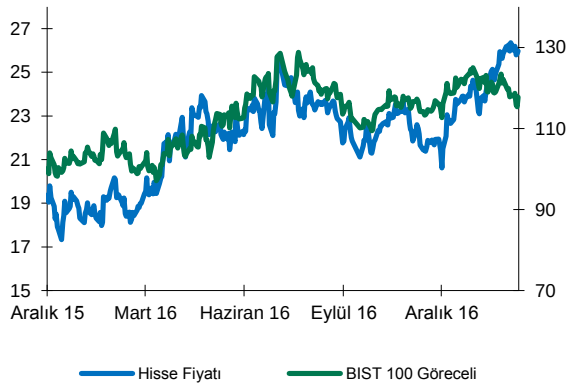
	2015	2016	1Ç16	1Ç17	2017T	2018T
F/K	17,80	15,24	17,08	14,91	11,27	9,20
PD/DD	5,73	5,00	6,05	5,27	3,89	3,12
FD/FAVÖK	15,87	12,41	15,53	11,20	9,26	7,82
FD/Satışlar	1,71	1,19	1,61	1,09	0,86	0,76
Net Satışlar (TL Mn)	9.921	14.236	10.505	15.619	19.652	22.269
Net Kar (TL Mn)	831	970	866	992	1.313	1.608
Hisse Başına Kar (TL)	1,66	1,94	1,73	1,98	2,63	3,22

"AL"
Hedef Fiyat: 33.92 TL
Önceki: 29.06 TL

	TL	US$
Fiyat	26,42	7,17
BİST 100	88.578	24.025
US$ (MB Alış):	3,68	
52 Hafta Yüksek:	26,42	8,81
52 Hafta Düşük:	18,13	5,98
Bloomberg/Reuters Kodu:	TOASO.TI / TOASO.IS	
Hisse Senedi Sayısı (Mn):	500	
	(TL Mn)	**(US$ Mn)**
Piyasa Değeri:	13.210	3.585
Halka Açık PD:	3.170	860

	S1A	S1Y	YB
TL Getiri (%):	7,9	43,6	7,2
US$ Getiri (%):	12,9	14,4	3,0
BİST 100 Göreceli Getiri (%):	-0,7	15,0	-5,4
Gün. Ort. İşlem Hacmi (TL Mn):	21,7		
Gün. Ort. İşlem Hacmi (US$ Mn):	7,1		
Beta	0,88		
Yıllık Volatilite (Hisse)	0,32		
Yıllık Volatilite (BİST 100)	0,21		

Ortaklık Yapısı	%
Koç Holding	37,9
Fiat Auto S.p.A	37,9
Halka Açık	24,2
Toplam	**100,0**



Satış hacmi 1Ç17'de 97,048 adet ile bir önceki senenin aynı dönemine oranla 24% artış göstermiştir (1Ç16: 78,601 adet). Tofaş bu dönemde 93,763 adet araç üretimi ile yıllık bazda 19% üretim artışı yakalamıştır. (1Ç16: 79,103 adet).

Araç tanımı: Adet	MY15	MY16	1Ç16	1Ç17	4Ç16	%Δ 1Ç16-1Ç17	%Δ 4Ç16-1Ç17	%Δ 2015-2016
Yerli	**278.002**	**380.327**	**76.181**	**94.926**	**119.776**	**24,6%**	**-20,7%**	**36,8%**
Yeni Doblo	133.962	135.964	32.991	26.322	36.857	-20,2%	-28,6%	1,5%
MCV	90.411	81.419	17.597	16.711	22.447	-5,0%	-25,6%	-9,9%
Egea	10.157	80.794	21.176	15.704	25.745	-25,8%	-39,0%	695,5%
Egea Hatchback	0	49.390	28	34.589	19.953	A.D	73,4%	n/a
Egea Station Wagon	0	19.871	0	0	12.265	n/a	-100,0%	n/a
Linea	35.375	7.653	1.541	1.600	2.509	3,8%	-36,2%	-78,4%
Doblo	8.097	5.236	2.848	0	0	-100,0%	n/a	-35,3%
İthal Araçlar	**18.810**	**11.700**	**2.420**	**2.122**	**3.750**	**-12,3%**	**-43,4%**	**-37,8%**
Ducato	9.028	5.465	1.192	968	1.901	-18,8%	-49,1%	-39,5%
Fiat 500	3.582	2.224	422	251	631	-40,5%	-60,2%	-37,9%
Jeep	3.567	2.007	344	307	643	-10,8%	-52,3%	-43,7%
Fullback	0	457	0	327	257	n/a	27,2%	n/a
Grande Punto	1.311	563	110	102	109	-7,3%	-6,4%	-57,1%
Alfa Romeo	868	625	267	115	113	-56,9%	1,8%	-28,0%
Panda Futura	152	133	39	16	37	-59,0%	-56,8%	-12,5%
Maserati	73	72	8	9	44	12,5%	-79,5%	-1,4%
Ferrari	11	17	3	1	5	-66,7%	-80,0%	54,5%
Fiat 124 Spider	0	2	0	0	2	n/a	-100,0%	n/a
Freemont 4x4	91	43	7	0	2	-100,0%	-100,0%	-52,7%
Lancia	2	0	0	0	0	n/a	n/a	-100,0%
Bravo	1	2	2	0	0	-100,0%	n/a	100,0%
Transit Satış	124	90	26	26	6	0,0%	333,3%	-27,4%
Total	**296.812**	**392.027**	**78.601**	**97.048**	**123.526**	**23,5%**	**-21,4%**	**32,1%**

Kaynak: Şeker Yatırım - Araştırma, Finnet, Denetim Raporları

Tofaş'ın 2017 beklentileri adet bazında, Egea modelinin satışlarında yakalanan ivme ile, 2016 yılının 15% üzerindedir. 2017 yılı beklentilerini revize eden Tofaş, Türkiye Otomotiv Pazarı'nda (Hafif Araç) 880-900 bin adetlik hacme ulaşılmasını bekliyor. (Eski: 870-880 bin adet) Nisan ayı verilerinin de ardından şirketin yurtiçi satış adedi beklentisi 110-120 bin aralığı (Eski: 110-115 bin aralığı) olarak revize edilirken, yurtdışı satış adedi beklenti aralığı ise 300-330 bin adet (Eski: 330-340 bin adet) olarak güncellenmiştir. Bu bağlamda, şirketin 2016 yılı 3. Çeyrekte almış olduğu ek yeni yatırımın devreye alınması ile birlikte, 2017 senesi üretim kapasitesinin 440-450 bin adet olması ve yaklaşık 98% kapasite kullanım oranı beklemekteyiz. Şirketin üretim beklenti aralığı ise geniş bir banda, 400-440 bin adet, revize edilmiştir. (Eski: 430-440 bin adet)

Tofaş'ın 2017 yılı satış tahminimizi 19.7 milyar TL'ye yükseltiyoruz. Şirket beklentilerine paralel olarak, 2017 yılı satış adetlerinde 2016 yılına göre adet bazında 12% yükseliş (Yurtiçi büyümesi olmaksızın, yurtdışı satış adetlerinde 12-15% bandında büyüme) bekliyoruz.

Tablo 1: Özet Gelir Tablosu

Milyon TL	1Ç16	1Ç17	Yıllık	4Ç16	Çeyreklik
Satış Gelirleri	**2.716**	**4.098**	**%50,9**	**4.756**	**-13,8%**
Brüt Kar	**302**	**420**	**%39,3**	**486**	**-13,5%**
Brüt Kar Marjı	*%11,1*	*%10,3*		*%10,2*	
Operasyonel Kar	**174**	**273**	**%56,8**	**289**	**-5,6%**
Operasyonel Kar Marjı	*%6,4*	*%6,7*		*%6,1*	
FAVÖK	**284**	**432**	**%52,0**	**442**	**-2,3%**
FAVÖK Marjı	*%10,5*	*%10,5*		*%9,3*	
Net Kar	**240**	**262**	**%9,1**	**281**	**-6,6%**
Net Kar Marjı	*%8,9*	*%6,4*		*%5,9*	

Tablo 2: Temel Finansal Tablolar

BİLANÇO (TL Mn)	2014/12	2015/12	2016/12	2016/03	2017/03	% Değ
Maddi Duran Varlıklar	1.621	2.112	2.321	1.916	2.327	9,9
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	895	1.284	1.770	1.615	1.788	37,9
Diğer Uzun Vadeli Kıymetler	792	1.264	1.505	1.298	1.598	19,1
Ticari Alacaklar	845	1.037	1.361	831	1.306	31,3
Hazır Değerler	1.686	2.387	2.216	2.242	2.673	(7,2)
Diğer Kısa Vadeli Varlıklar	1.285	1.784	2.657	2.198	2.621	49,0
Toplam Aktifler	**7.124**	**9.867**	**11.830**	**10.100**	**12.314**	**19,9**
Uzun Vadeli Borçlar	1.312	2.554	2.979	2.513	3.165	16,6
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	210	203	201	199	198	(0,9)
Kısa Vadeli Borçlar	1.286	1.832	2.037	2.358	1.797	11,2
Kısa Vadeli Ticari Borçlar	1.830	2.448	3.355	1.922	3.567	37,1
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	246	247	300	662	782	21,2
Toplam Yükümlülükler	4.883	7.284	8.872	7.654	9.508	21,8
Toplam Özsermaye	2.241	2.582	2.957	2.446	2.805	14,5
Toplam Pasifler	**7.124**	**9.867**	**11.830**	**10.100**	**12.314**	**19,9**

GELİR TABLOSU (TL Mn)	2014/12	2015/12	2016/12	2016/03	2017/03	%Değ
Net Satışlar	7.440	9.921	14.236	2.716	4.098	43,5
SMM	6.516	8.781	12.888	2.439	3.705	46,8
Faiz, Ücret, Prim, Komisyon ve Diğer Gelirler	60	76	100	25	27	31,3
Brüt Kâr	983	1.217	1.448	302	420	19,0
Faaliyet Giderleri	450	508	604	128	147	19,0
Net Esas Faaliyet Kârı/(Zararı)	534	709	844	174	273	19,0
Net Diğer Gelir/(Gider)	(1)	(22)	(43)	(24)	(55)	A.D.
Finansman Gelir/(Gider)	(61)	(69)	(3)	23	13	A.D.
Vergi Öncesi Kâr	**472**	**618**	**798**	**173**	**231**	29,1
Vergi	(102)	(213)	(172)	(67)	(32)	A.D.
Net Kâr(Zarar)	**574**	**831**	**970**	**240**	**262**	**16,8**
Azınlık Payları	-	-	-	-	-	A.D.
Ana Ortaklık Payları	574	831	970	240	262	**16,8**

Kaynak: Şeker Yatırım - Araştırma, Finnet, Denetim Raporları

Tablo 3: Temel Finansal Rasyolar

FİNANSAL ORANLAR	2014/12	2015/12	2016/12	2016/03	2017/03
Özsermaye Kârlılığı	%27,7	%34,4	%35,0	%32,0	%37,8
Aktif Kârlılığı	%8,8	%9,8	%8,9	%7,9	%8,9
Brüt Kâr Marjı	%13,2	%12,3	%10,2	%11,1	%10,3
Net Kâr Marjı	%7,7	%8,4	%6,8	%8,9	%6,4
VAFÖK Marjı	%11,2	%10,8	%9,6	%10,5	%10,5
Fin. Borç/Özsermaye	%115,9	%169,9	%169,6	%199,1	%176,9

Kaynak: Şeker Yatırım - Araştırma, Finnet, Denetim Raporları

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 dayanılarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

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

Şeker Yatırım Menkul Değerler A.Ş.- Büyükdere Cad. No:171 Metrocity A Blok Kat 4-5

ŞİŞLİ /İSTANBUL Tel: 0212 334 33 33, Pbx Fax: 0212 334 33 34,

arastirma@sekeryatirim.com