

## Tofaş

## Grevden neredeyse etkilenmeyen sonuçlar...

Kıvanç Uysal  
Analist  
kuysal@sekeryatirim.com

Tofaş 2Ç15'de 193 milyon TL net kâr açıkladı (yıllık bazda: +%43,6, çeyreklik bazda: -%5,9). Açıklanan tutar 187 milyon TL'lik tahminimizin hafif üzerinde ve 195 milyon TL'lik piyasa beklentisinin hafif altında bulunuyor. Tahminimizle gerçekleşen tutar arasındaki farkın ana kaynağı beklentimizin altında kalan operasyonel giderler/satışlar rasyosu ve beklentimizin üzerindeki ertelenmiş vergi gelirleri olmuştur.

Net kârın yıllık bazda %43,6'lık büyümesinin altında güçlü net satışlar büyümesinin yanında, ertelenmiş vergi gelirlerinin de desteği bulunuyor... Net kârdaki dikkate değer büyümenin altında yatan ana faktör, 30 Haziran itibarıyla yıllık bazda %49,2 büyüyen yurt içi pazarın etkisiyle yıllık bazda %40,1 oranında büyüyen net satışlar olmuştur. Bunun yanında, yeni otomobil yatırımı için kurumlar vergisi kaynaklı yatırım teşviklerinin kullanılması ile oluşan 40,4 milyon TL'lik ertelenmiş vergi geliri (2Ç14: 19,1 milyon TL) de net kârdaki yükselişe katkıda bulunmuştur. Diğer yandan, daha oynak ve yukarı yönlü hareket eden Euro/TL paritesinin etkisiyle oluşan 12,2 milyon TL'lik net finansal giderler (2Ç14: 15,2 milyon TL net finansal gelir) ise net kâr olumsuz etkileyen faktör olmuştur.

Tofaş 8,5x 2015T FD/FAVÖK rasyosuyla işlem görmekte olup, bu oran emsallerinin 7,3x olan rasyosuna kıyasla %16 oranında primli olduğuna işaret ederken, F/K oranına göre ise şirket 8,4x ile emsallerine kıyasla %20 iskontolu işlem görmektedir. Tofaş için "AL" önerimizi korurken, hedef fiyatımızı yurt içi pazar tahminimizdeki yukarı yönlü revizyonumuz ve gerçekleşen adetlere paralel yükselttiğimiz ileriye dönük adet tahminlerimize dayanarak 19,10 TL olarak revize ediyoruz.

	2013/12	2014/12	2014/06	2015/06	2015T
F/K	20,04	15,15	17,88	12,35	7,70
PD/DD	4,58	3,88	4,59	4,07	2,97
FD/FAVÖK	12,67	12,35	12,12	11,24	8,19
FD/Satışlar	1,46	1,38	1,46	1,19	0,92
Net Satışlar (TL Mn)	7.038	7.440	3.496	4.681	11.159
Net Kar (TL Mn)	434	574	269	399	1.129
Hisse Başına Kar (TL)	0,87	1,15	0,54	0,80	2,26

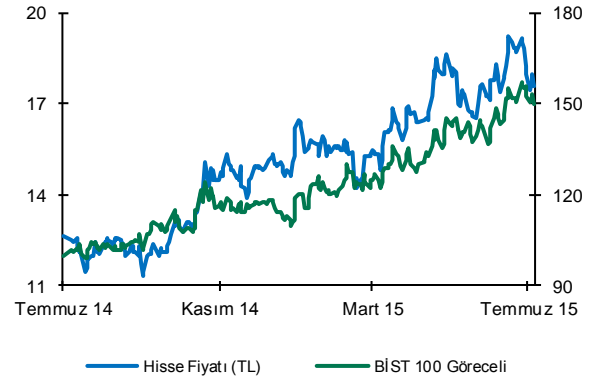
AL  
Hedef Fiyat: 19,10 TL  
Önceki: 17,60 TL

	TL	US\$
Fiyat	17,40	6,27
BİST 100	78.164	28.181
US\$ (MB Alış):	2,78	
52 Hafta Yüksek:	19,20	7,22
52 Hafta Düşük:	11,35	5,05
Bloomberg/Reuters Kodu:	TOASO.TI / TOASO.IS	
Hisse Senedi Sayısı (Mn):	500	
	(TL Mn)	(US\$ Mn)
Piyasa Değeri:	8.700	3.131
Halka Açık PD:	2.088	753

	S1A	S1Y	YB
TL Getiri (%):	0,0	39,5	15,9
US\$ Getiri (%):	-3,0	6,9	-3,5
BİST 100 Göreceli Getiri (%):	3,9	46,5	27,1
Gün. Ort. İşlem Hacmi (TL Mn):	19,9		
Gün. Ort. İşlem Hacmi (US\$ Mn):	8,1		

Beta	1,24
Yıllık Volatilite (Hisse)	0,31
Yıllık Volatilite (BİST 100)	0,20

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



**Net satışlardaki yükselişi %49,5 oranında artan yurt içi satış adetleri ve TL'nin Euro karşısındaki değer kaybı destekledi...** Detaya bakıldığında, yurt içi satışlar, yıllık bazda %49,5 oranında artan satış adetlerinin yanında daha çok lüks otomobil içeren satış kompozisyonunun da etkisiyle yıllık bazda %115,9 oranında yükseldi. Aynı zamanda, ihracatlar ise yıllık bazda %13,6 artan satış adetlerinin desteğiyle yıllık bazda %19,0 oranında yükseldi. Hem yurt içi satışlar hem de yurt dışı satışlar Euro'nun TL karşısındaki değer kazancından olumlu etkilendi. Gerçekleşen verilere dayanarak, 2015T yurt içi satış beklentimizi 112.600 adede çıkarıyoruz. Şirket, yurt içi satış tahminini 120.000-125.000 olarak tutmaya devam ediyor.

**2Ç15'de %10,9 ile, 2Ç14'ün %12,3'üne kıyasla daha düşük FAVÖK marjı...** Yıllık bazda kıyaslandığında daha çok hafif ticari araç içeren satışların marja pozitif katkısı ve %5,0'e gerileyen operasyonel giderler/net satışlar rasyosunun olumlu etkisine rağmen, FAVÖK marjındaki gerilemeyi fabrikadaki grevler sonucunda üretimdeki aksamaya ithaf ediyoruz. 2Ç15'deki düşük operasyonel giderler/net satışlar rasyosunu göz önünde bulundurarak 2015T FAVÖK marjı tahminimizi %11,3'e çıkarıyoruz.

Tablo 1: Özet Gelir Tablosu

Milyon TL	1Y14	1Y15	Yıllık	2Ç14	2Ç15	Yıllık	1Ç15	Çeyreklik
<b>Satış Gelirleri</b>	<b>3.496</b>	<b>4.681</b>	<b>%33,9</b>	<b>1.820</b>	<b>2.550</b>	<b>%40,1</b>	<b>2.131</b>	<b>%19,7</b>
<b>Brüt Kar</b>	<b>479</b>	<b>605</b>	<b>%26,3</b>	<b>240</b>	<b>323</b>	<b>%34,7</b>	<b>282</b>	<b>%14,6</b>
<i>Brüt Kar Marjı</i>	<i>%13,7</i>	<i>%12,9</i>		<i>%13,2</i>	<i>%12,7</i>		<i>%13,2</i>	
<b>Operasyonel Kar</b>	<b>287</b>	<b>365</b>	<b>%27,4</b>	<b>137</b>	<b>196</b>	<b>%42,8</b>	<b>169</b>	<b>%15,9</b>
<i>Operasyonel Kar Marjı</i>	<i>%8,2</i>	<i>%7,8</i>		<i>%7,5</i>	<i>%7,7</i>		<i>%7,9</i>	
<b>FAVÖK</b>	<b>458</b>	<b>540</b>	<b>%17,9</b>	<b>223</b>	<b>279</b>	<b>%25,1</b>	<b>261</b>	<b>%7,1</b>
<i>FAVÖK Marjı</i>	<i>%13,1</i>	<i>%11,5</i>		<i>%12,3</i>	<i>%10,9</i>		<i>%12,2</i>	
<b>Net Kar</b>	<b>269</b>	<b>399</b>	<b>%48,5</b>	<b>135</b>	<b>193</b>	<b>%43,6</b>	<b>205</b>	<b>-%5,9</b>
<i>Net Kar Marjı</i>	<i>%7,7</i>	<i>%8,5</i>		<i>%7,4</i>	<i>%7,6</i>		<i>%9,6</i>	

Tablo 2: Temel Finansal Tablolar

BİLANÇO (TL Mn)	2012/12	2013/12	2014/12	2014/06	2015/06	%Değ
Maddi Duran Varlıklar	1.256	1.261	1.621	1.243	1.714	37,9
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	684	623	895	616	972	57,9
Diğer Uzun Vadeli Kıymetler	548	654	795	681	1.020	49,9
Ticari Alacaklar	766	511	845	469	733	56,4
Hazır Değerler	1.637	1.673	1.686	2.108	1.442	(31,6)
Diğer Kısa Vadeli Varlıklar	1.162	1.206	1.282	1.226	1.799	46,7
<b>Toplam Aktifler</b>	<b>6.053</b>	<b>5.928</b>	<b>7.124</b>	<b>6.343</b>	<b>7.682</b>	<b>21,1</b>
Uzun Vadeli Borçlar	1.345	1.281	1.312	1.380	2.027	46,8
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	190	183	196	174	200	14,7
Kısa Vadeli Borçlar	90	59	328	243	265	9,0
Kısa Vadeli Ticari Borçlar	1.343	1.370	1.830	1.354	1.816	34,1
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	1.024	1.137	1.218	1.296	1.239	(4,4)
Toplam Yükümlülükler	3.991	4.029	4.883	4.447	5.546	24,7
Toplam Özsermaye	2.062	1.899	2.241	1.896	2.136	12,6
<b>Toplam Pasifler</b>	<b>6.053</b>	<b>5.928</b>	<b>7.124</b>	<b>6.343</b>	<b>7.682</b>	<b>21,1</b>
<b>GELİR TABLOSU (TL Mn)</b>	<b>2012/12</b>	<b>2013/12</b>	<b>2014/12</b>	<b>2014/06</b>	<b>2015/06</b>	<b>%Değ</b>
Net Satışlar	6.705	7.038	7.440	3.496	4.681	33,9
SMM	5.924	6.216	6.516	3.045	4.112	35,0
Faiz, Ücret, Prim, Komisyon ve Diğer Gelirler	53	52	60	28	35	26,6
Brüt Kâr	834	874	983	479	605	26,3
Faaliyet Giderleri	354	387	450	192	239	24,7
Net Esas Faaliyet Kârı/(Zararı)	480	487	534	287	365	27,4
Net Diğer Gelir/(Gider)	52	(113)	(1)	(36)	(12)	A.D.
Yatırım Faaliyetlerinden Gelir/(Gider)	-	-	-	-	-	A.D.
Finansman Gelir/(Gider)	(35)	103	(61)	3	(17)	A.D.
Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımlar	-	-	-	-	-	A.D.
<b>Vergi Öncesi Kâr</b>	<b>497</b>	<b>477</b>	<b>472</b>	<b>254</b>	<b>336</b>	<b>32,4</b>
Vergi	55	43	(102)	(15)	(62)	A.D.
<b>Net Kâr(Zarar)</b>	<b>442</b>	<b>434</b>	<b>574</b>	<b>269</b>	<b>399</b>	<b>48,5</b>
Azınlık Payları	-	-	-	-	-	A.D.
Ana Ortaklık Payları	442	434	574	269	399	48,5

Kaynak: Şeker Yatırım

Tablo 3: Temel Finansal Rasyolar

FİNANSAL ORANLAR	2012/12	2013/12	2014/12	2014/06	2015/06
Özsermaye Kârlılığı	%21,4	%22,9	%25,6	%25,7	%33,0
Aktif Kârlılığı	%7,3	%7,3	%8,1	%7,7	%9,2
Brüt Kâr Marjı	%12,4	%12,4	%13,2	%13,7	%12,9
Net Kâr Marjı	%6,6	%6,2	%7,7	%7,7	%8,5
VAFÖK Marjı	%12,3	%11,5	%11,2	%13,1	%11,5
U.V. Borç/Özsermaye	%65,2	%67,5	%58,5	%72,8	%94,9

Kaynak: Şeker Yatırım

## Şeker Yatırım

**UYARI NOTU:** Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri, yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. 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.

**Şeker Yatırım Menkul Değerler A.Ş. - Büyükdere Cad. No:171 Metrocity A Blok Kat 4-5 34330 Şişli / İSTANBUL**

**Tel: 0212 334 33 33, Pbx Fax: 0212 334 33 34, [arastirma@sekeryatirim.com](mailto:arastirma@sekeryatirim.com)**