

Tofaş

Yurtiçi pazarda pozitif ayrışma

Mehmet Mumcu

Analist

mmumcu@sekeryatirim.com

Tofaş yılın ikinci çeyreğinde piyasa beklentisinin (TL 272mn) hafif üzerinde, bizim beklentimize ise paralel (TL 295mn) bir sonuçla TL 312mn net kâr açıkladı (2Ç16: TL 239mn). Gerçekleşen kâr rakamı önceki yılın aynı çeyreğine göre 31%, bir önceki çeyreğe göre ise 19% artış göstermiştir.

Şirket, 2Ç17'de satış gelirlerini yıllık bazda 23% oranında artırarak yine güçlü bir performans sergiledi. Tofaş, TL 4.5 milyar net satış geliri elde ederek ortalama piyasa beklentisi ve bizim beklentimize (TL 4.5 milyar) paralel performans göstermiştir. Adet bazında satışlar, geçen yılın aynı dönemine göre 0.2% oranında artış gösterirken itici güç EUR/TL kurundaki yükselmeye paralel gerçekleşmiştir. Daralan yurtiçi otomotiv pazarında pozitif ayrışmayı sürdüren Tofaş, otomobil segmentinde yıllık bazda 2.6 yp pazar payı artırırken, hafif+orta ticari araç segmentinde ise 1.6 yp düşüş yaşamıştır. Satış adetlerinde ise yıllık bazda yaklaşık 5% büyüme görülürken (Pazar: 9% düşüş), çeyrek bazda 62% büyüme elde edilmiştir. Yurtdışı satışlarda yıllık bazda 1.4%, çeyrek bazda ise 4.6% düşüş yaşanmıştır.

Tofaş, satış gelirlerinde piyasa beklentilerine paralel sonuç açıklamasına karşın, bizim beklentimizin (TL 449mn) ve piyasa beklentisinin (TL 434mn) üzerinde performans göstererek, TL 470mn FAVÖK açıkladı (2Ç16: TL 338mn). FAVÖK marjı 1Ç17'deki gibi güçlü kalarak 10.4% (Şeker: 10.0% - Consensus: 9.5%) seviyesinde gerçekleşirken - (2Ç16: 9.3%) - brüt kârlılıkta ise yıllık bazda 0.6 yp artış göstererek 10.4% seviyesine gelinmiştir. İhracat payının azalması (ihracat: daha düşük kâr marjı) ve yurtiçi pazardaki güçlü büyüme (yurtiçi: daha yüksek kâr marjı) kâr marjındaki artışının ana sebebidir. Operasyonel giderlerin satışlara oranı 1Ç17'deki gibi yine kontrollü gerçekleşerek 3.7% seviyesinde tutulabilmiştir. Ar-ge giderlerinin satışlara oranı artma eğilimindeyken, genel yönetim giderleri ve satış pazarlama giderlerinde geçtiğimiz seneye kıyasla önemli seviyede düşüşler gözlemekteyiz. Operasyonel giderler tarafındaki bu gelişmeleri şirket için uzun vadede oldukça olumlu buluyoruz.

2017 yılında 38% satış büyümesi öngördüğümüz Tofaş, 2Ç17 sonuçlarının ardından, şirket yurtiçi otomotiv pazarı beklentisini 920-940 bin (Eski: 880-900 bin) adete revize ederken, Tofaş markalarının satış adedi beklentisini 115-125 bin (Eski: 110-120 bin) adet aralığına yükseltmiştir. Biz ise, pazar beklentimizi revize etmememize karşın (Şeker Yatırım: 875-900 bin), Tofaş'ın pazar payı ve satış adetlerinin modelimizle uyumlu seyrettiğini görmekteyiz. (2017 yılı üretim beklentimiz: 430-440 bin adet).

Tofaş için tavsiyemizi "AL" olarak korurken hedef fiyatımızı TL 33.92 olarak koruyoruz. 2Ç17 sonuçlarının ardından; Tofaş'ın yurtdışı pazarlardaki tatmin edici satış hacimleri ve daralan Türkiye pazarında rakiplerinden ayrışan başarılı performansını yansıttığımız modelimiz sonucunda 7.7% getiri potansiyeli ile "AL" önerimizi sürdürüyoruz. 2017T 11.5x F/K çarpanı ve 9.0x 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

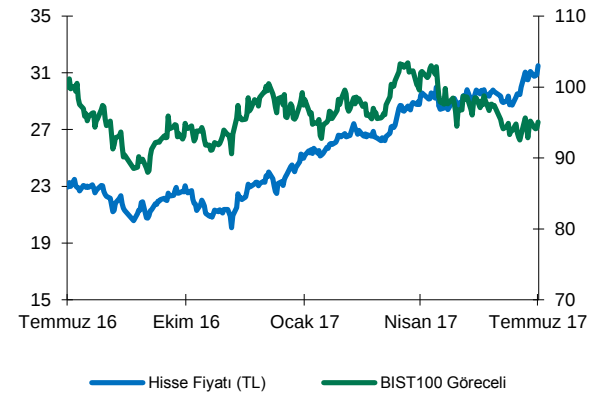
	TL	US\$
Fiyat	31,50	8,93
BİST 100	108.392	30.739
US\$ (MB Alış):	3,52	
52 Hafta Yüksek:	31,50	8,93
52 Hafta Düşük:	20,09	5,83
Bloomberg/Reuters Kodu:	TOASO.TI / TOASO.IS	

Hisse Senedi Sayısı (Mn):	500
	(TL Mn) (US\$ Mn)
Piyasa Değeri:	15.730 4.464
Halka Açık PD:	3.775 1.071

	S1A	S1Y	YB
TL Getiri (%):	6,1	37,2	31,2
US\$ Getiri (%):	5,0	17,1	30,3
BİST 100 Göreceli Getiri (%):	-2,4	-4,9	-5,4
Gün. Ort. İşlem Hacmi (TL Mn):	17,9		
Gün. Ort. İşlem Hacmi (US\$ Mn):	5,2		

Beta	0,92
Yıllık Volatilité (Hisse)	0,22
Yıllık Volatilité (BİST 100)	0,15

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



Satış hacmi 2Ç17'de 106,483 adet ile bir önceki senenin aynı dönemine oranla 0.2% artış göstermiştir (2Ç16: 106,228 adet). Tofaş bu dönemde 102,859 adet araç üretimi ile yıllık bazda 2% daha az üretim gerçekleştirmiştir. (2Ç16: 103,920 adet).

Araç tanımı: Adet	MY15	MY16	2Ç16	2Ç17	1Ç17	% Δ 2Ç16-2Ç17	% Δ 1Ç17-2Ç17	% Δ 2015-2016
Yerli	278.002	380.327	103.284	103.825	94.926	0,5%	9,4%	36,8%
Yeni Doblo	133.962	135.964	41.080	32.322	26.322	-21,3%	22,8%	1,5%
MCV	90.411	81.419	23.186	20.075	16.711	-13,4%	20,1%	-9,9%
Egea	10.157	80.794	20.131	18.263	15.704	-9,3%	16,3%	695,5%
Egea Hatchback	0	49.390	14.073	30.546	34.589	A.D	-11,7%	n/a
Egea Station Wagon	0	19.871	0	0	0	n/a	n/a	n/a
Linea	35.375	7.653	2.426	2.619	1.600	8,0%	63,7%	-78,4%
Doblo	8.097	5.236	2.388	0	0	-100,0%	n/a	-35,3%
İthal Araçlar	18.810	11.700	2.944	2.658	2.122	-9,7%	25,3%	-37,8%
Ducato	9.028	5.465	1.125	1.158	968	2,9%	19,6%	-39,5%
Fiat 500	3.582	2.224	601	536	251	-10,8%	113,5%	-37,9%
Jeep	3.567	2.007	609	561	307	-7,9%	82,7%	-43,7%
Fullback	0	457	112	122	327	8,9%	-62,7%	n/a
Grande Punto	1.311	563	219	80	102	-63,5%	-21,6%	-57,1%
Alfa Romeo	868	625	160	65	115	-59,4%	-43,5%	-28,0%
Panda Futura	152	133	36	32	16	-11,1%	100,0%	-12,5%
Maserati	73	72	14	17	9	21,4%	88,9%	-1,4%
Ferrari	11	17	9	5	1	-44,4%	400,0%	54,5%
Fiat 124 Spider	0	2	0	49	0	n/a	n/a	n/a
Freemont 4x4	91	43	27	0	0	-100,0%	n/a	-52,7%
Lancia	2	0	0	0	0	n/a	n/a	-100,0%
Bravo	1	2	0	0	0	n/a	n/a	100,0%
Transit Satış	124	90	32	33	26	3,1%	26,9%	-27,4%
Total	296.812	392.027	106.228	106.483	97.048	0,2%	9,7%	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 tekrar yukarı yönlü revize eden Tofaş, Türkiye Otomotiv Pazarı'nda (Hafif Araç) 920-940 bin adetlik hacme ulaşılmasını bekliyor (Yılbaşı: 870-880 bin adet → 1Ç17 ardından: 880-900 bin adet). Yurtiçi satış adedi beklentisi de 115-125 bin aralığı (Yılbaşı: 110-115 bin → 1Ç17 ardından: 110-120 bin) olarak tekrar revize edilirken, yurtdışı satış adedi beklenti aralığını ise 300-330 bin adet aralığı (Yılbaşı: 330-340 bin adet → 1Ç17 ardından: 300-330 bin adet) olarak sabit bırakmıştır. 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 beklentimizi sürdürmekteyiz. Şirketin üretim beklenti aralığı ise geniş bir bantta, 400-440 bin adet, olarak sabit tutulmuştur. (Yılbaşı: 430-440 bin → 1Ç17 ardından: 400-440 bin)

Tofaş'ın 2017 yılı satış tahminimizi 19.7 milyar TL olarak koruyoruz. 2017 yılı satış adetlerinde, 2016 yılına göre adet bazında 12% yükseliş (Yurtiçi büyümesi olmaksızın, yurtdışı satış adetlerinde 12-15% bandında büyüme) beklentimizi sürdürüyoruz. (6A17 itibarıyla gerçekleşen büyümeler → Yurtiçi: 4.1% büyüme - Yurtdışı: 14.3% büyüme)

Tablo 1: Özet Gelir Tablosu

Milyon TL	2Ç16	2Ç17	Yıllık	1Ç17	Çeyreklik
Satış Gelirleri	3.652	4.499	23,2%	4.098	9,8%
Brüt Kar	357	467	30,9%	420	11,2%
<i>Brüt Kar Marjı</i>	<i>9,8%</i>	<i>10,4%</i>		<i>10,3%</i>	
Operasyonel Kar	209	301	43,9%	273	10,4%
<i>Operasyonel Kar Marjı</i>	<i>5,7%</i>	<i>6,7%</i>		<i>6,7%</i>	
FAVÖK	338	470	38,9%	432	8,8%
<i>FAVÖK Marjı</i>	<i>9,3%</i>	<i>10,4%</i>		<i>10,5%</i>	
Net Kar	239	312	30,5%	262	19,1%
<i>Net Kar Marjı</i>	<i>6,6%</i>	<i>6,9%</i>		<i>6,4%</i>	

Tablo 2: Temel Finansal Tablolar

BİLANÇO (TL Mn)	2014/12	2015/12	2016/12	2016/06	2017/06	% Değ
Maddi Duran Varlıklar	1.621	2.112	2.321	2.069	2.320	9,9
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	895	1.284	1.770	1.603	1.758	37,9
Diğer Uzun Vadeli Kıymetler	792	1.264	1.505	1.335	1.690	19,1
Ticari Alacaklar	845	1.037	1.361	1.631	1.919	31,3
Hazır Değerler	1.686	2.387	2.216	1.635	2.111	(7,2)
Diğer Kısa Vadeli Varlıklar	1.285	1.784	2.657	2.313	2.574	49,0
Toplam Aktifler	7.124	9.867	11.830	10.586	12.371	19,9
Uzun Vadeli Borçlar	1.312	2.554	2.979	2.611	2.923	16,6
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	210	203	201	196	199	(0,9)
Kısa Vadeli Borçlar	1.286	1.832	2.037	2.251	1.905	11,2
Kısa Vadeli Ticari Borçlar	1.830	2.448	3.355	2.427	3.744	37,1
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	246	247	300	392	533	21,2
Toplam Yükümlülükler	4.883	7.284	8.872	7.878	9.303	21,8
Toplam Özsermaye	2.241	2.582	2.957	2.708	3.068	14,5
Toplam Pasifler	7.124	9.867	11.830	10.586	12.371	19,9

GELİR TABLOSU (TL Mn)	2014/12	2015/12	2016/12	2016/06	2017/06	%Değ
Net Satışlar	7.440	9.921	14.236	6.368	8.597	43,5
SMM	6.516	8.781	12.888	5.761	7.763	46,8
Faiz, Ücret, Prim, Komisyon ve Diğer Gelirler	60	76	100	52	54	31,3
Brüt Kâr	983	1.217	1.448	659	888	19,0
Faaliyet Giderleri	450	508	604	275	314	19,0
Net Esas Faaliyet Kârı/(Zararı)	534	709	844	383	574	19,0
Net Diğer Gelir/(Gider)	(1)	(22)	(43)	10	(89)	A.D.
Finansman Gelir/(Gider)	(61)	(69)	(3)	(21)	34	A.D.
Vergi Öncesi Kâr	472	618	798	371	519	29,1
Vergi	(102)	(213)	(172)	(108)	(56)	A.D.
Net Kâr(Zarar)	574	831	970	480	575	16,8
Azınlık Payları	-	-	-	-	-	A.D.
Ana Ortaklık Payları	574	831	970	480	575	16,8

Kaynak: Şeker Yatırım - Araştırma, Finnet, Denetim Raporları

Tablo 3: Temel Finansal Rasyolar

FİNANSAL ORANLAR	2014/12	2015/12	2016/12	2016/06	2017/06
Özsermaye Kârlılığı	%27,7	%34,4	%35,0	%32,2	%36,9
Aktif Kârlılığı	%8,8	%9,8	%8,9	%8,1	%9,3
Brüt Kâr Marjı	%13,2	%12,3	%10,2	%10,3	%10,3
Net Kâr Marjı	%7,7	%8,4	%6,8	%7,5	%6,7
VAFÖK Marjı	%11,2	%10,8	%9,6	%9,8	%10,5
Fin. Borç/Özsermaye	%115,9	%169,9	%169,6	%179,5	%157,3

Kaynak: Şeker Yatırım - Araştırma, Finnet, Denetim Raporları

Şeker Yatırım

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 güvenilirliğine 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