

Tofaş Fabrika

7/27/2018

2018 2.Ç Mali Tablo Analizi

AL

Gerçekleşen ve Tahminler

2Ç18 FAVÖK rakamı beklentilerin oldukça üzerinde TOASO 2Ç18'de 344 milyon TL piyasa beklentisinin üzerinde, bizim 387 milyon TL net kar beklentimizin biraz altında yıllık bazda %18 artış ile 368 milyon TL net kar rakamı açıkladı. 2Ç18'de kur farkı giderlerinin neden olduğu net finansman giderlerindeki artış ve ertelenmiş vergi gelirindeki düşüş (2Ç18: 10 milyon TL; 2Ç17: 30 milyon TL) oldukça başarılı operasyonel performansın net kara yansımalarını sınırladı. Tofaş 2Ç18'de beklentilerin oldukça üzerinde (İş Yatırım: 585 milyon TL; Piyasa: 544 milyon TL) 646 milyon TL FAVÖK rakamı açıkladı. Şirketin satış gelirleri ise beklentilerle uyumlu 5.1 milyar TL olarak gerçekleşti.

Son Çeyrekte Öne Çıkanlar

Satış hacmindeki daralmaya rağmen ciroda artış Şirket yurtiçi pazardaki fiyat artışları ve kurun ihracat gelirlerine olumlu etkisi sonucunda satış gelirlerini yıllık bazda %12 artırdı. 2Ç18'de şirketin toplam satış hacmi yıllık bazda %14 düşüşle 91 bin adede geriledi. TL'nin Avro karşısında değer kaybı neticesinde ihracat hacmindeki %6'lık düşüşe rağmen ihracat gelirleri 2Ç18'de yıllık bazda %23 artışla 3.8 milyar TL'ye ulaştı. Diğer taraftan yurtiçi satış hacmindeki %33'lük keskin düşüş nedeniyle şirketin yurtiçi satış gelirleri 2Ç18'de yıllık bazda %12 düşüşle 3.8 milyar TL'ye geriledi.

Ciro büyümesinin üzerinde FAVÖK artışı Tofaş 2Ç18'de ihracat gelirlerinde döviz riskinden korunma (hedge account) muhasebesinin etkisi ile kurun olumlu etkisi ve maliyet / değer optimizasyonu sayesinde yıllık bazda %33 artışla 646 milyon TL FAVÖK rakamı elde etti. FAVÖK marjı ise 2Ç17'deki %10.8'den ve 1Ç18'deki %11.6'dan 2Ç18'de %12.8'e yükseldi.

Değerleme üzerindeki etki ve Görünüm

Şirket 2018 yılı yurtiçi satış adet beklentilerini düşürdü Tofaş 2018 yılı için önceki 930 bin – 950 bin yurtiçi hafif araç pazar beklentisini 800 – 820 bin adete çekti. Şirketin yeni pazar beklentisi 2017'eki 950 bin adetlik pazara kıyasla %14-%16 daralmaya işaret ediyor. Bununla birlikte şirket 2018 için kendi yurtiçi satış adet hedefini de bir önceki 100 bin -110 bin adetten 90 bin -95 bin adete düşürdü. Revize yurtiçi satış adet beklentisi 2017'e göre %23-%27 düşüşe işaret ediyor. Şirket 2018 yılı için önceki 270 bin – 290 bin ihracat adet beklentisinde ise değişikliğe gitmedi. 1Y18'de Tofaş'ın 180 bin adetlik ihracatı göz önünde bulundurduğumuzda ihracat hedefinin ulaşılabilir olduğunu düşünüyoruz. Şirket yatırım harcamaları beklentisini ise 150 – 170 milyon Avro'dan 120 – 140 milyon Avro'ya düşürdü.

AL tavsiyemizi koruyoruz TOASO için hedef fiyatımızı makro tahminlerimizdeki güncelleme, yurtiçi hafif araç pazarı projeksiyonlarımızdaki değişiklik, işletme sermayesi ihtiyacı tahminlerimizde yukarı yönlü revizyon ve 2Ç18 sonuçlarının ardından tahminlerimizde yaptığımız değişiklikler sonucu 36.80TL'den 34.15 TL'ye yükseltiyoruz. Hisse 2018T 5.6x Firma Değ./FAVÖK ve 7.4x F/K çarpanları ile sırasıyla 5.9x ve 10.8x yurtdışı benzer şirket çarpan ortalamasına göre iskontolu işlem görüyor.

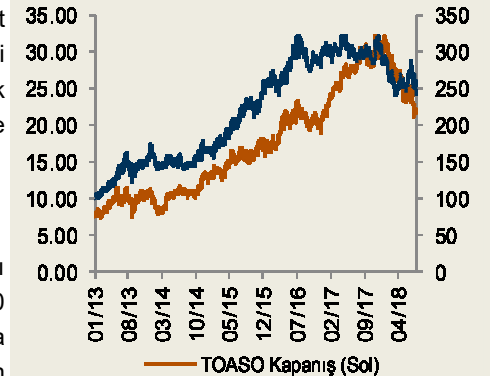
Yükselme Potansiyeli*

55%

Kodu	TOASO	
Fiyat Bilgileri	TL	USD
Kapanış 26 07 2018	22.02	4.56
12 Aylık Hedef Fiyat TL	34.15	7.12
12 Aylık Önceki Hedef Fiyat TL	36.80	8.76
Piyasa Değeri (mn)	11,010	2,281
Halka Açık PD (mn)	2,655	550
Ortalama İşlem Hacmi (3Ay)	28.8	6.3
Hisse sayısı (mn)		500
Takas Saklama Oranı (%)		24.11
Çarpanlar	2018T	2019T
F/K	7.4	6.1
PD/DD	2.6	2.2
FD/FAVÖK	5.6	5.0

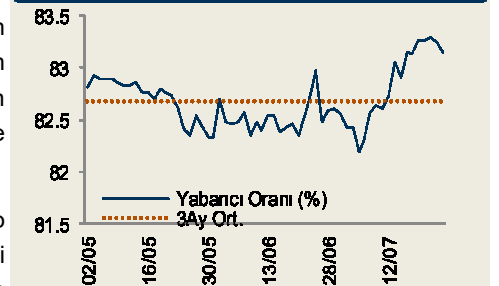
Fiyat Performansı (%)	1 Ay	3 Ay	12 Ay
TL	-6	-12	-24
ABD \$	-9	-26	-44
BIST-100 Relatif	-7	-3	-15

Fiyat / BIST-100'e Göreceli Fiyat



52 Hafta Fiyat Aralığı (TL) 21.24 32.09

Yabancı Oranı (%)



Esra Şirinel

esirinel@isyatirim.com.tr

+90 212 350 25 72

Tofaş Fabrika

Özet Mali Tablolar (TL mn)

Gelir Tablosu (TL mn)

	2016G*	2017G*	2018T	2019T	2020T
Satış Geliri	14,605	17,468	20,039	22,770	26,547
FAVÖK	1,367	2,001	2,454	2,783	3,210
Net Kar	970	1,283	1,493	1,799	1,990

Nakit Akım Tablosu (TL mn)

Net Kar	970	1,283	1,493	1,799	1,990
Amortisman Giderleri	523	697	747	734	796
İşletme Sermayesi Değ.	221	(38)	(806)	(462)	(30)
Faaliyetlerden Gelen Nakit Akımı	1,725	1,941	1,443	2,081	2,756
Sabit Sermaye Yatırımları	1,219	629	684	820	633
Serbest Nakit Akımı	507	1,312	759	1,261	2,123

Bilanço (TL mn)

Maddi Duran Varlıklar	2,351	2,350	2,287	2,372	2,211
Nakit & Nakit Benzerleri	2,383	3,239	3,093	3,282	4,107
Toplam Varlıklar	11,848	13,875	14,791	15,287	16,468
Kısa Vadeli Borçlar	2,037	2,580	2,317	2,448	2,649
Toplam Borç	5,016	5,811	5,858	5,497	5,145
Toplam Özsermaye	2,957	3,583	4,276	5,030	5,760

Rasyolar

Net Borç/FAVÖK	1.9	1.3	1.1	0.8	0.3
FAVÖK Marjı	9.4	11.5	12.2	12.2	12.1
Net Kar Marjı	6.6	7.3	7.5	7.9	7.5

Değerleme Oranları

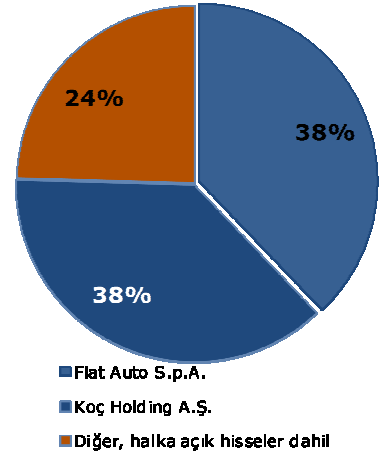
Firma Değeri/Satışlar	0.8x	0.8x	0.7x	0.6x	0.5x
Firma Değeri/FAVÖK	8.3x	6.8x	5.6x	4.9x	4.3x
Firma Değeri/Yatırım Sermayesi	3.1x	2.7x	2.3x	2.2x	2.4x
Fiyat/Kazanç	9.1x	8.6x	7.4x	6.1x	5.5x
Serbest Nakit Akım Verimi	6%	12%	7%	11%	19%
Temettü Verimi	3.3%	2.6%	5.7%	9.5%	11.4%

*Yılıçi ortalama PD kullanılmıştır.

Şirket Künyesi

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

Ortaklık Yapısı



Tofaş Fabrika

2Q18 Finansal Özet

Tofaş Otomobil Fab. (milyon TL)	İS YatırımÇonsensus									
	2Ç18	1Ç18T	1Ç18T	2Ç17	YoY	1Ç18	QoQ	6A18	6A17	YoY
Net Satışlar	5,050	5,105	5,123	4,499	12%	4,441	14%	9,492	8,597	10%
Brüt Kar Marjı	12.8%	-	-	10.4%	2.4pp	11.1%	1.7pp	12.0%	10.3%	1.7pp
Esas Faaliyet Kar (*)	454	-	-	301	51%	326	39%	780	574	36%
Esas Faaliyet Kar Marjı	9.0%	-	-	6.7%	2.3pp	7.3%	1.6pp	8.2%	6.7%	1.5pp
Düzeltilmiş VAFÖK (**)	646	585	574	486	33%	515	26%	1,161	918	26%
Düzeltilmiş VAFÖK Marjı	12.8%	11.5%	11.2%	10.8%	2.0pp	11.6%	1.2pp	12.2%	10.7%	1.6pp
Net Finansman Gideri (-) (***)	-19	-	-	12	n.m.	54	n.m.	35	25	41%
Net Kar	368	387	344	312	18%	325	13%	693	575	21%
Net Kar Marjı	7.3%	7.6%	6.7%	6.9%	0.3pp	7.3%	0.0pp	7.3%	6.7%	0.6pp

(*) İş Ortaklıklarının kar/zararındaki paylar ve diğer gelir giderler çıkarılmıştır

(**) Düzeltilmiş FAVÖK= Esas Faaliyet Karı+Amortisman

(***) Diğer gelirler ve diğer giderler olarak raporlanan kur farkı gelir / giderleri dahildir

(****) Research Turkey Analist Anketi sonuçlarıdır

Kaynak : Şirket Raporu

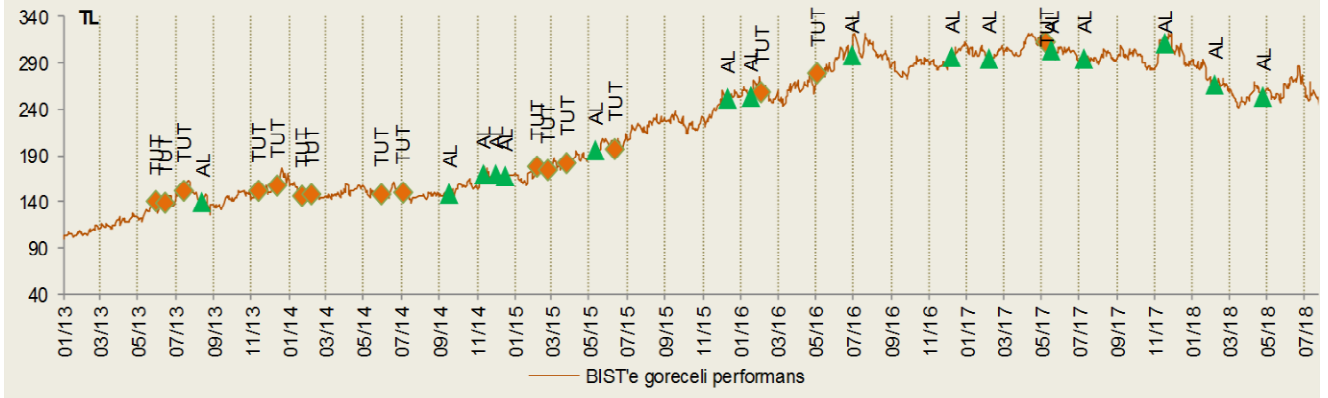
Tahminlerimizdeki Değişiklikler

	YENİ			ESKİ		
	2018T	2019T	2020T	2018T	2019T	2020T
Yurtiçi Hafif Araç Pazarı (Bin Adet)	800	716	762	950	998	1043
Tofaş Toplam Satış Hacmi (Bin Adet)	372	365	390	399	403	420
Yurtiçi Hafif Araç Pazarı (Bin Adet)	92	88	92	118	118.4	122.5
İhracat	280	277	298	282	284.7	297.7
Satış Gelirleri - TL mn	20,039	22,770	26,547	20,778	23,392	26,299
FAVÖK - TL mn	2,454	2,783	3,210	2,344	2,628	2,946
FAVÖK Marjı	12.2%	12.2%	12.1%	11.3%	11.2%	11.2%
Net Kar - TL mn	1,493	1,799	1,990	1,460	1,741	1,869
İşletme Sermayesi/Ciro	-5.8%	-5.80%	-5.80%	-1.2%	1.0%	0.9%

Kaynak : İş Yatırım

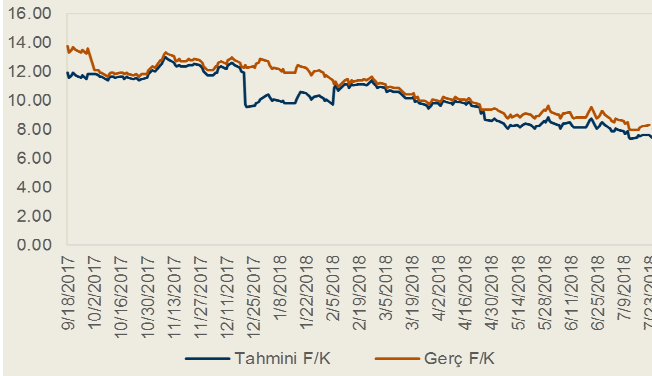
Tofaş Fabrika

Fiyat / Öneriler



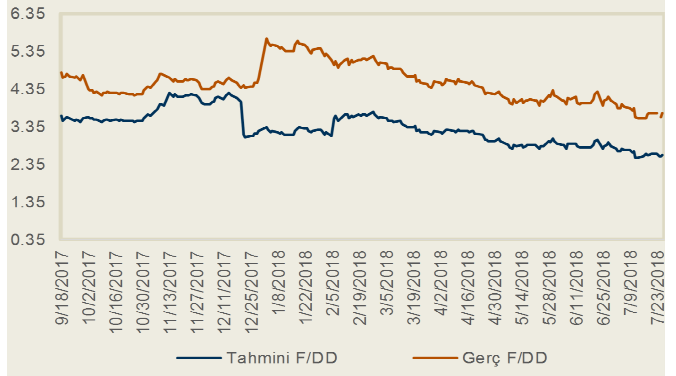
Kaynak : BIST/İs Yatırım tahminleri

Tahmini F/K & Gerçekleşen F/K



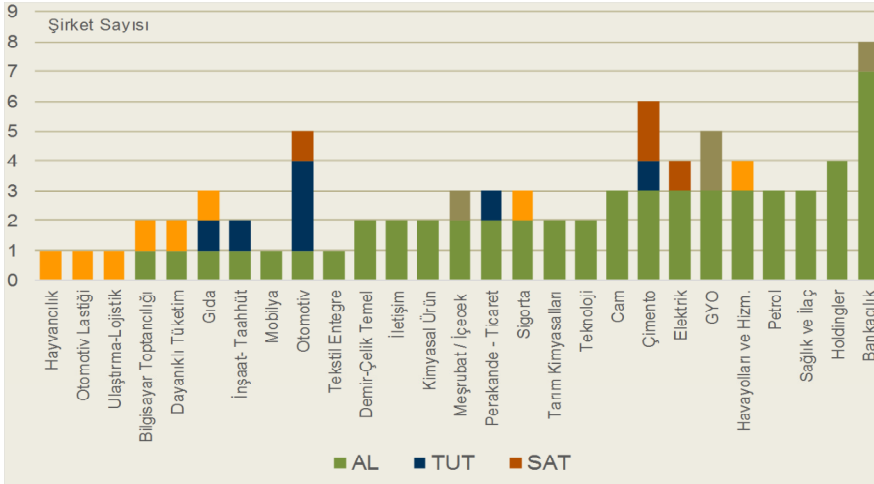
Kaynak : BIST/İs Yatırım tahminleri

Tahmini F/DD & Gerçekleşen F/DD

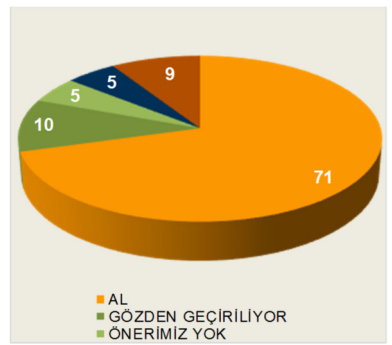


Kaynak : BIST/İs Yatırım tahminleri

Sektörel Öneriler



Takip Listesi Öneri Dağılımı (%)



Tofaş Fabrika

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.