

Kısa Vadeli Öneri	Endekse Paralel Getiri	Hedef Fiyat (TL)	20,50	FD/FAVÖK (Cari):	4,5x							
Uzun Vadeli Öneri	TUT	Kapanış Fiyatı (TL)	19,68	F/K (Cari):	7,2x							
UFRS Gelir Tablosu - Özet												
Açıklanan												
(mn TL)	2Ç19	1Ç19	Çeyreksel %	2Ç18	Yıllık %	6A19	6A18	Yıllık %	Beklenti		Sapma %	
									VKY	Kons.	VKY	Kons.
Net Satışlar	5.289	3.981	32,8%	5.050	4,7%	9.270	9.492	-2,3%	5.169	5.286	2%	0%
Brüt Kar	672	582	15,4%	647	3,8%	1.254	1.139	10,1%	-	-	m.d.	m.d.
FAVÖK	637	609	4,6%	646	-1,5%	1.245	1.161	7,3%	651	620	-2%	3%
Net Dönem Karı	408	325	25,8%	368	11,0%	733	693	5,8%	388	384	5%	7%
Brüt Kar Marjı	12,7%	14,6%	-1,9 yp	12,8%	-0,1 yp	14%	12%	1,5 yp	m.d.	m.d.	m.d.	m.d.
FAVÖK Marjı	12,0%	15,3%	-3,3 yp	12,8%	-0,8 yp	13,4%	12,2%	1,2 yp	12,6%	11,7%	-0,6 yp	0,3 yp
Net Kar Marjı	7,7%	8,2%	-0,4 yp	7,3%	0,4 yp	8%	7%	0,6 yp	7,5%	7,3%	0,2 yp	0,5 yp

Kaynak: Şirket, Research Turkey, VKY Araştırma ve Strateji

Kısaltmalar: yp: yüzde puan, m.d.: mümkün değil, a.d.: anlamlı değil, Ç: Çeyrek, A: Ay, Y: Yarıyıl, VKY: Vakıf Yatırım, Kons: Konsensüs

Sürpriz yok (=)

Tofaş, 2Ç19'da beklentilere paralel yıllık bazda %11 artışla 408 mn TL net kâr açıklarken, finansal sonuçlarda operasyonel tarafta da herhangi bir sürprizle karşılaşmadık. Bu nedenle açıklanan sonuçların, son dönemde BIST100 endeksinde paralel performans gösteren Şirket hisseleri üzerinde etkisinin "nötr" olmasını bekliyoruz. Diğer yandan, tahminlerimizle uyumlu 2Ç19 sonuçlarının ardından değerlendirme ve önerimizde herhangi bir değişikliğe gitmiyoruz; 20,50 TL hedef fiyat, kısa vadeli "Endekse Paralel Getiri", uzun vadeli "TUT" önerimizi devam ettiriyoruz.

- **Beklentilerle uyumlu satış performansı** - Tofaş'ın 2Ç19'da net satış gelirleri beklentilere paralel yıllık bazda %4,7 artışla 5,3 mlr TL seviyesinde gerçekleşti (yurt içi +%4, ihracat +%5, diğer satışlar +%7). Bu dönemde toplam satış hacminde yaşanan yıllık %17,3'lük daralmanın (yurt içi -%19, ihracat -%16,8), yurt içinde fiyat ayarlamaları, ihracatta ise kurun destekleyici etkisiyle telafi edildiğini görüyoruz.
- **Operasyonel kârda sürpriz yok** - Şirketin 2Ç19'da FAVÖK'ü beklentilere ve geçen yılın aynı dönemine paralel 637 mn TL olurken, FAVÖK marjı tahminimizin 0,6 puan altında %12 seviyesinde gerçekleşti. Operasyonel giderlerdeki kontrollü seyre rağmen, brüt kâr marjının beklentimizin hafif altında kalması, FAVÖK marjındaki sapmanın ana unsuru oldu.
- **Kur etkisiyle net finansman giderlerinde artış** - Şirketin 2Ç19'da net finansman giderleri 48 mn TL'ye yükselerek (2Ç18: 19,3 mn TL) net kârı baskıladı. Söz konusu artışta 61,6 mn TL'ye yükselen (2Ç18: 20 mn TL) net kambiyo zararları etkili olurken, aynı dönemde kaydedilen 12,3 mn TL'lik net faiz geliri ise kur kaynaklı negatif etkiyi kısmen de olsa telafi etti.
- **Net borç pozisyonunda düşüş** - Şirketin 1Ç19 sonu itibarıyla 2,9 mlr TL seviyesinde olan net borç pozisyonu 2Ç19 sonu itibarıyla 1,9 mlr TL seviyesine gerileyerek, net borç/FAVÖK rasyosunu 1,1x'den 0,72x'ye çekti.
- **Şirket 2019 beklentilerinde kısmi revizyona gitti** - Tofaş, yurt içinde ÖTV teşvikinin Haziran sonu itibarıyla uzatılmaması ve sonrasında talepte gözlenen ilave negatif etki sebebiyle, 2019 yılına ilişkin toplam yurt içi perakende hafif araç pazarı beklentisini 430-450 bin seviyesinden 380-400 bin seviyesine (VKY Araştırma Tahmin: %43 düşüşle 355 bin adet), 140 mn Avro seviyesindeki yatırım harcaması beklentisini 120 mn Avro'ya revize ederken, adet bazında yurt içi satış (60-65 bin araç) ve ihracat (200-220 bin araç) beklentilerini değiştirmede.
- **Değerleme ve öneri** - Genel olarak beklentilerimizle uyumlu 2Ç19 sonuçlarının ardından tahminlerimizde herhangi bir değişikliğe gitmiyoruz. Bu doğrultuda, Tofaş için hedef fiyatımızı 20,50 TL seviyesinde koruyor, mevcut durumda önemli bir katalist görmediğimizden kısa vadeli önerimizi "Endekse Paralel Getiri", uzun vadeli önerimizi "TUT" yönünde devam ettiriyoruz.

01 Ağustos 2019 Perşembe

Gelir Tablosu (mn TL)	Açıklanan								Beklenti		Sapma %	
	2Ç19	1Ç19	Çeyreksel %	2Ç18	Yıllık %	6A19	6A18	Yıllık %	VKY	Kons.	VKY	Kons.
Net Satışlar	5.289	3.981	33%	5.050	5%	9.270	9.492	-2%	5.169	5.286	2%	0%
SMM	-4.617	-3.399	36%	-4.403	5%	-8.016	-8.353	-4%	-	-	m.d.	m.d.
Brüt Kar	672	582	15%	647	4%	1.254	1.139	10%	-	-	m.d.	m.d.
Operasyonel Gider	-188	-190	-1%	-193	-3%	-378	-359	5%	-	-	m.d.	m.d.
FVÖK	484	392	23%	454	7%	876	780	12%	-	-	m.d.	m.d.
FAVÖK	637	609	5%	646	-1%	1.245	1.161	7%	651	620	-2%	3%
Op. Olmayan Gelir/Gider	-65	-71	-9%	-89	-27%	-136	-94	45%	-	-	m.d.	m.d.
VÖK	419	321	31%	365	15%	739	686	8%	-	-	m.d.	m.d.
Net Dönem Karı	408	325	26%	368	11%	733	693	6%	388	384	5%	7%
Brüt Kar Marjı	13%	15%	-1,9 yp	13%	-0,1 yp	14%	12%	1,5 yp	m.d.	m.d.	m.d.	m.d.
FAVÖK Marjı	12%	15%	-3,3 yp	13%	-0,8 yp	13%	12%	1,2 yp	12,6%	11,7%	-0,6 yp	0,3 yp
Net Kar Marjı	8%	8%	-0,4 yp	7%	0,4 yp	8%	7%	0,6 yp	7,5%	7,3%	0,2 yp	0,5 yp

Bilanço (mn TL)	6A19		3A19		6A18		6A18	
	6A19	3A19	6A18	3A18	6A19	6A18	6A18	6A18
Dönen Varlıklar	7.722	7.030	10%	7.441	4%	7.722	7.441	4%
Hazır Değerler	2.714	2.278	19%	2.385	14%	2.714	2.385	14%
Menkul Kıymetler	395	770	-49%	1	76219%	395	1	76219%
KV Ticari Alacaklar	2.232	1.743	28%	1.915	17%	2.232	1.915	17%
Stoklar	1.080	878	23%	1.418	-24%	1.080	1.418	-24%
Diğer Dönen Varlıklar	1.301	1.359	-4%	1.722	-24%	1.301	1.722	-24%
Duran Varlıklar	5.626	5.710	-1%	6.073	-7%	5.626	6.073	-7%
Aktif Toplamı	13.348	12.739	5%	13.513	-1%	13.348	13.513	-1%
KV Borçlar	7.205	6.435	12%	6.824	6%	7.205	6.824	6%
KV Finansal Borçlar	2.570	3.000	-14%	1.954	32%	2.570	1.954	32%
KV Ticari Borçlar	4.316	3.040	42%	4.500	-4%	4.316	4.500	-4%
Diğer KV Borçlar	319	395	-19%	370	-14%	319	370	-14%
UV Borçlar	2.630	3.176	-17%	3.471	-24%	2.630	3.471	-24%
UV Finansal Borçlar	2.429	2.945	-18%	3.259	-25%	2.429	3.259	-25%
UV Ticari Borçlar	0	0	a.d.	0	a.d.	0	0	a.d.
Diğer UV Borçlar	201	231	-13%	211	-5%	201	211	-5%
Öz Sermaye	3.513	3.128	12%	3.219	9%	3.513	3.219	9%
Pasif Toplamı	13.348	12.739	5%	13.513	-1%	13.348	13.513	-1%
Net Borç	1.890	2.897	-35%	2.828	-33%	1.890	2.828	-33%
Alacak Tahsilat Süresi	42	40		34		42	34	
Stok İşleme Süresi - Yıllık	28	29		26		28	26	
Ticari Borç Ödeme Süresi - Yıllık	90	90		86		90	86	
Nakit Döndürme Süresi	-8	-9		-16		-8	-16	

Kaynak: Şirket, Research Turkey, VKY Araştırma ve Strateji

Kısaltmalar: yp: yüzde puan, m.d.: mümkün değil, a.d.: anlamlı değil, Ç: Çeyrek, A: Ay, Y: Yarıyıl, VKY: Vakıf Yatırım, Kons: Konsensüs

Vakıf Yatırım Araştırma ve Strateji

Sezai ŞAKLAROĞLU, ACIFE

Genel Müdür Yardımcısı - Hisse Senedi Strateji, SGMK

Selahattin AYDIN	Müdür	Teknik Strateji, Çimento, Cam, Demir Çelik, Taahhüt, Küçük ve Orta Ölçekli Şirketler
Mehtap İLBİ	Müdür Yardımcısı	Savunma, Havacılık, Perakende, Gıda-İçecek, Beyaz Eşya, Otomotiv, Enerji, Telekomünikasyon
Tuğba SAYGIN	Müdür Yardımcısı	Bankacılık, Sigortacılık, GYO, Holdingler
Nazlıcan ŞAHAN	Analist	Makro Ekonomi, Strateji, SGMK
Umut Deniz PAK	Analist	Kantitatif Analiz
Ekin Cem EKE	Analist	Veri Tabanı

Akat Mah. Ebulula Mardin Cad. No:18 Park Maya Sitesi F-2/A Blok
Beşiktaş 34335 İSTANBUL
+90 212 352 35 77

Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, yatırım ve kalkınma bankaları ile müşteri arasında imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde ve yetkili kuruluşlar tarafından kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler ise genel niteliktedir. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler, mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Gerek bu yayındaki, gerekse bu yayında kullanılan kaynaklardaki hata ve eksikliklerden ve bu yayındaki bilgilerin kullanılması sonucunda yatırımcıların ve/veya ilgili kişilerin uğrayabilecekleri doğrudan ve/veya dolaylı zararlardan, kâr yoksunluğundan, manevi zararlardan ve her ne şekilde ve surette olursa olsun üçüncü kişilerin uğrayabileceği her türlü zararlardan dolayı Vakıf Yatırım Menkul Değerler A.Ş. sorumlu tutulamaz.