

Bir sektöre ortak olmak

Bir çoğumuza kumar gibi görünse de, borsanın (İMKB'nin) özellikle son dönemde yaşadığımız ekonomik reformlar sayesinde ticari önemi, şeffaflığı ve sokaktaki insan açısından anlamı gitgide artıyor. Bu durum bizimki gibi ihtisaslaşmış sektörler için daha da anlamlı: Büyük oyuncuların kurumsal yapılara sahip olmaları sayesinde sektörümüzün halka açık olan markalarını her açıdan izleme imkanına sahibiz. Aslında sadece izlemek değil, aynı zamanda onlara ortak olma imkanına da sahibiz; yıllardır takip ettiğiniz, iyi yönetildiğini düşündüğünüz ve karlı bir operasyona sahip olacağını öngördüğünüz bir otomotiv şirketine ortak olmak sandığınızdan daha kolay.

Eskiden “borsada oynamak” diye bir tabir vardı. Şimdi ise “borsada yatırım yapmak” tabiri daha çok kullanılır oldu. Bilgiye ulaşmak kolaylaştıkça halkın ekonomik farkındalığı artıyor. Son on yılda yaşadığımız krizler sayesinde artık bir çok karmaşık ekonomik olaya daha aşinayız. Haberlerde duyduklarımız, gazetelerde okuduklarımız ve yakın çevremizden aldığımız bilgiyi kendi muhakememiz ile birleştirip ekonomik kararlar alıyor ve uyguluyoruz.

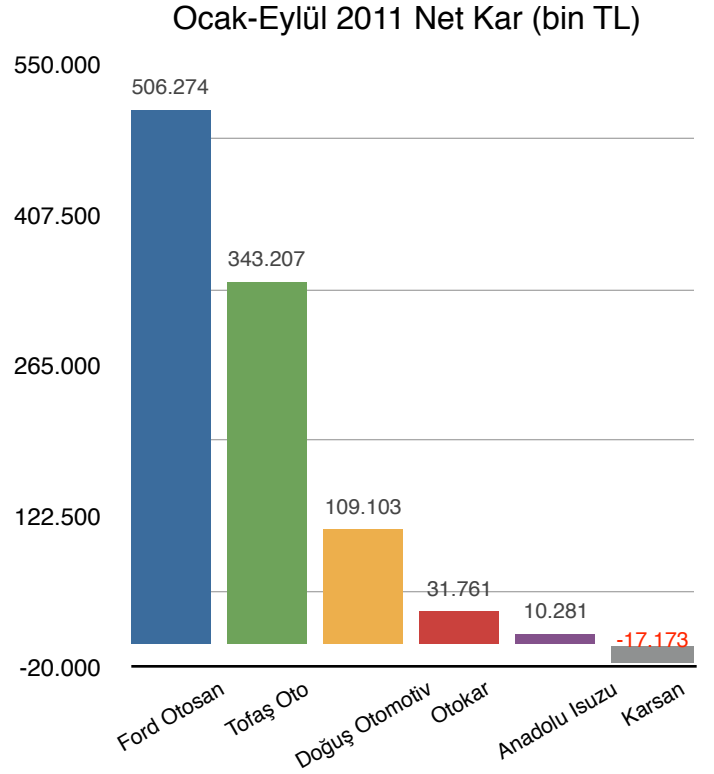
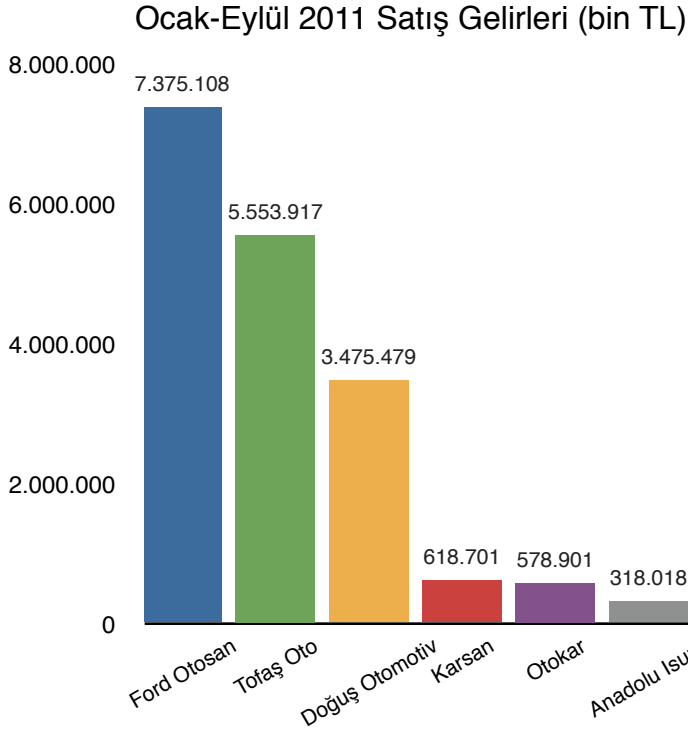
Borsa açısından bakıldığında, bireylerin bu kararları verirken değerlendirdikleri bilgi kimi zaman piyasadaki tabiriyle “tüyo”, yani herkes tarafından bilinmeyen bir bilgi, kimi zaman da analistlerin görüşü oluyor. Bizimki gibi kendi dinamikleri olan bir sektör için durum farklı; sektör hakkında genel bir bilgiye sahip olan bireyler, bunları dikkate alarak karar verebiliyorlar. Örneğin, Karsan'ın New York taksi ihalesine girecek olduğunu bilen (ya da öngörebilen) bir sektör meraklısı bu süreçte zamanında alım/satım yapması halinde para kazanmış olabilir. Diğer taraftan yanlış bir zamanlama izleyen, ya da ihalenin sonucunu hatalı tahmin eden bireysel yatırımcı da zarar etmiş olabilir.

Bu tür yatırımlar sadece bu tarz bilgilere bakılarak yapılmıyor. Şirketlerin mali yapıları ve finansal sonuçları, o şirketin iyi yönetilip yönetilmediğinin bir göstergesi ve hisse senedi değerini etkiliyor. Yine Karsan örneğinden yola çıkacak olursak şirketin New York taksi ihalesine katılıyor olması yatırımcı açısından ne kadar olumlu ise, internet sitesinden indirilebilen faaliyet raporlarında görünen ve uzun yıllardır devam eden büyük zararlar da bir o kadar olumsuz. Nitekim taksi ihalesi sürecinde hızla tırmanan Karsan hisseleri, ihalenin alınamama ihtimali ortaya çıktıktan sonra düşmeye başladı, ihale sonuçlanınca ise neredeyse dibe çakıldı. Karsan'ın finansal sonuçları bu kadar kötü olmasaydı, ihaleyi alamasa bile hisse senedi değeri muhtemelen bu kadar değer kaybetmeyecekti.

Şirketlerin finansal sonuçlarının bir başka önemi ise yıl sonundaki kar dağıtma pratiği. Eğer şirket kar ediyor ve bu karı dağıtmayı tercih ediyorsa, yıl sonlarında o şirketin hissedarları elinde tuttuğu hisse başına para kazanıyorlar.

Sözün özü: Eğer otomotiv gibi kendi içinde güçlü markaları, dinamikleri olan bir sektörün parçasıysanız ve onu iyi tanıyorsanız sahip olduğunuz bilgiyi yatırım yapma amaçlı kullanabilirsiniz. Lafı daha fazla uzatmadan dokuzuncu ay sonunda markaların internet sitelerinde yayınladıkları mali tablolarını kullanarak hesapladığımız verileri karşılaştırmalı olarak incelemeye başlayalım.

Ciro ve Karlılık: Ford ve Tofaş önde



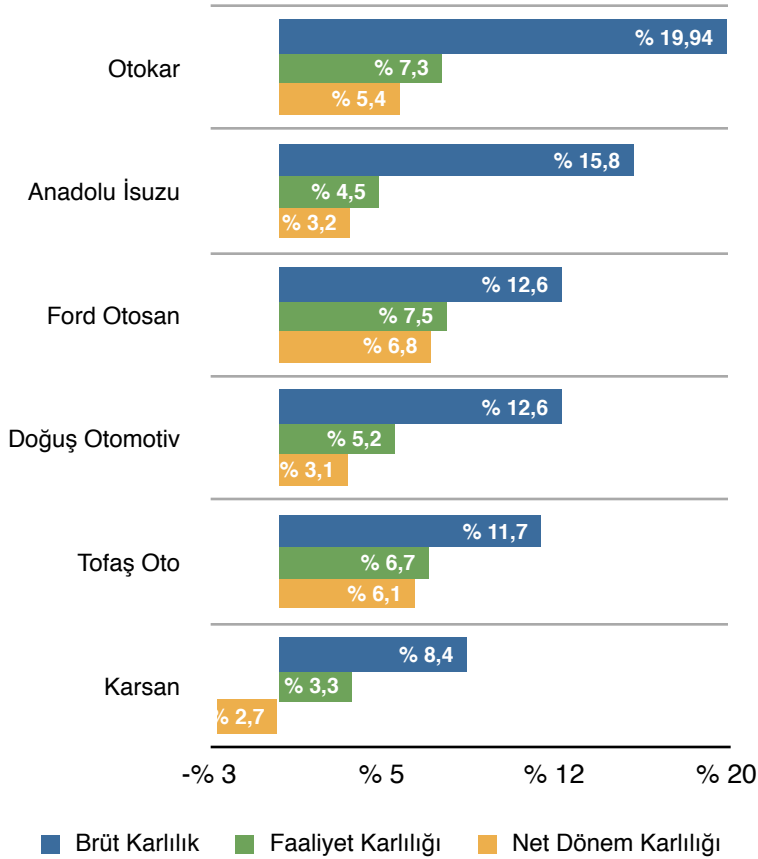
İlk inceleyeceğimiz metrikler en temel iki ekonomik gösterge: ciro (satış gelirleri) ve kar. Bu açılarından baktığımızda Ford Otosan'ın hem satış cirosunda (yaklaşık 7,3 milyar TL ciro ile) hem de aynı dönemde elde ettiği kar rakamında (yaklaşık 506 milyon TL) halka açık şirketler arasında sektör lideri olduğu görülüyor. Tofaş Oto da 5,5 milyar TL ciro ve 343 milyon TL net kar ile ikinci sırada. Ciro ve karlılıkta üçüncü sırayı Doğuş otomotiv alıyor. Bu karşılaştırmada ilgi çeken bir nokta üç büyük markadan sonra dördüncü büyük ciroya sahip olan Karsan'ın buna rağmen zarar ediyor, Otokar ve Anadolu Isuzu'nun ise nispeten mütevazı cirolarına rağmen kar edebilen şirketler olması.

Kar konusunda bir başka metrik de "kar marjı" kavramı. Bir markanın ürününü üzerine ne kadar kar koyarak sattığını gösteren bu metrik aynı zamanda markanın gücünün de bir simgesi. Ancak bu noktada elde ettiğimiz verileri incelerken tedbirli olmak gerekiyor, çünkü rekabetin yüksek olduğu kimi segmentlerde kar marjı göreceli olarak düşüyor: Örneğin Doğuş Otomotiv'in net kar marjının (%3,1) Otokar'dan (%5,4) daha düşük olması, markasının daha az güçlü olduğunun göstergesi olmayabilir; bu marka Otokar'a oranla daha yüksek rekabetin olduğu bir segmentte olduğu için bilinçli olarak fiyatlarını düşük tutmaya karar vermiş ya da tamamen farklı (örneğin faaliyet giderlerinin yüksek olması) gibi nedenlerle kar marjı karşılaştırma yaptığınız firmadan düşük çıkmış olabilir. Bir durumun birden fazla açıklaması olabiliyor.

Kar marjı konusunu incelerken üç değişik göstergeye bakıyoruz:

- Brüt karlılık = (Satış Geliri - Satılan Malın Maliyeti) / Satış Geliri
- Faaliyet Karlılığı = (Brüt karlılık - Faaliyet giderleri) / Satış Geliri
- Net Dönem Karlılığı = Vergi dahil tüm maliyetler düşüldükten sonra elde edilen net kar / Satış Geliri

Kar Marjı (Ocak-Eylül 2011)

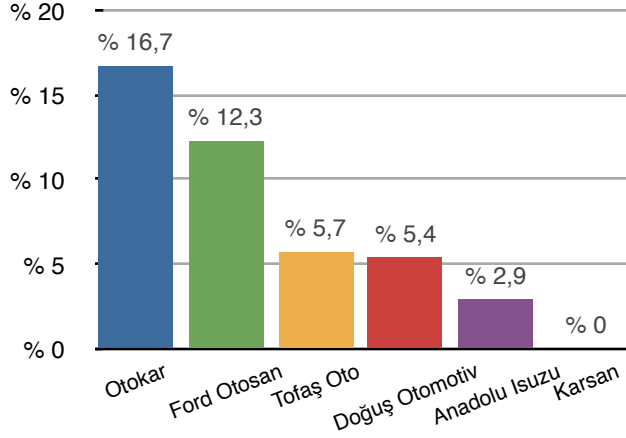


Kar marjı açısından ortaya çıkan tablo oldukça ilginç: Ciro ve net kar rakamları açısından lider olan Ford Otosan ve Doğuş Otomotiv'in, brüt kar marjı açısından liderliği Otokar (%19,9) ve Anadolu İsuзу'ya (%15,8) devrettiğini görüyoruz. Ancak bu durum yanıltıcı: Brüt kar marjı sadece ürün maliyetini dikkate alan, işletmesel maliyetleri hesaba katmayan bir metrik. Faaliyet karlılığı ve net kar marjlarına bakıldığında sektörün liderleri yine rakiplerinin önüne geçiyor. Benzer şekilde Doğuş Otomotiv de brüt kar marjı yüksek ancak yüksek işletme maliyetleri yüzünden diğer kar marjları göreceli olarak düşük bir marka. Yatırımcı açısından en anlamlı rakam olan Net dönem karı açısından en karlı firma % 6,8 ile Ford Otosan, ikinci ise % 6,1 ile Tofaş Oto. Karsan ise net karlılıkta sıfırın altına düşerek 2011'in ilk 9 ayı sonunda cirosunun % 2,7'si kadar (yani 17 milyon TL) zarar etmiş.

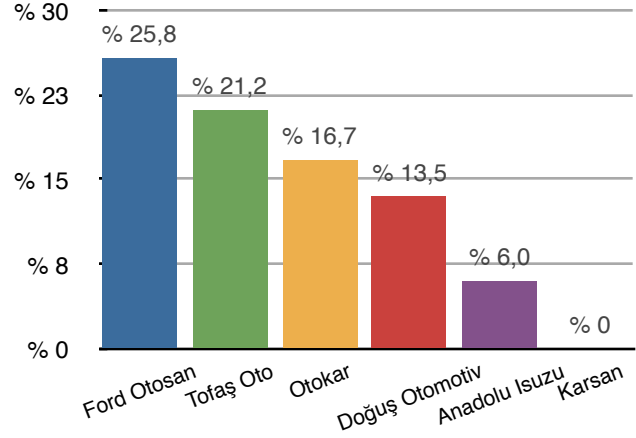
Verimlilik: Ne kadar kaynak ile ne kadar kar ediliyor?

Yatırımcı açısından kar dışında dikkate alınması gereken bir önemli unsur da verimlilik metrikleri. Yani şirket ne kadar kaynak kullanarak ne kadar kar elde ediyor? Bu konuda iki popüler metrik var. İlki varlıkların geri dönüşü, yani şirket ne kadar varlık (para, ekipman, demirbaş vs) kullanarak ne kadar kar elde ediyor (ROA: Return on Assets). İkincisi ise ne kadar özkaynak (sermaye) kullanarak bu karı elde ediyor. (ROE: Return on Equity). Bu açılarından bakıldığında Otomotiv markalarımızdan Otokar'ın %16,7 ile en yüksek varlık geri dönüşüne sahip olduğunu, Ford Otosan ve Tofaş'ın da Otokar'ı %12,3 ve %5,7 ile takip ettiği görülüyor. Sermayenin geri dönüşü açısından ise %25,8 ile Ford Otosan'ı birinci, %21,2 ile Tofaş'ı ikinci ve %16,7 ile Otokar'ı üçüncü sırada görüyoruz. Karsan ilk dokuz ay sonunda zararda olduğu için bu metrikleri hesaplanamıyor.

Varlıkların Geri Dönüşü (ROA)



Sermayenin Geri Dönüşü (ROE)



Hisse Başına Kazanç:

Son olarak da borsa yatırımcılarının en çok ilgilendiği unsurlardan biri olan hisse başına dağıtılan kar metriği geliyor. Her sene sonunda yıl sonu gelir tablosunda kar gösteren firmaların yönetim kurulları toplanarak elde edilen gelirin nasıl kullanılacağına karar veriyorlar. Bu karara göre çoğunlukla yaratılan karın bir kısmı hissedarlara kar payı olarak dağıtılıyor ve hisse başına kazanç dediğimiz kavram oluşuyor. Bu metriğin gerçek değeri teknik olarak sene sonuna kadar belli olmamasına rağmen yıl boyunca firmalar tarafından o gün itibarıyla hesaplanıp gelir tablolarının altında belirtiliyor. Bu açıdan 2011 yılı Eylül ayı sonu itibarıyla hisse başına en çok kazanç sağlayan marka 1,44 TL ile Ford Otosan olurken, Tofaş Oto hisseleri aynı dönemde 0,69 TL kazanç sağlamış görünüyor.

Ford Otosan	Tofaş Oto	Anadolu Isuzu	Otokar	Doğu Otomotiv	Karsan
1,44 TL	0,69 TL	0,0040 TL	0,00132 TL	-	-0,00088

Ne işimize yarayacak?

Bu konuyu otomotiv karnesi gündemine taşımamızın bir amacı var: Otomotiv dünyadaki büyük sektörler arasında en fazla takipçisi olanlarından biri. Bunun anlamı da hem adetsel hem de finansal açılarından sürekli ölçümleniyor ve raporlanıyor olması. Bu durum onu sektör meraklılarının bilinçli olarak yatırım yapabilecekleri bir araç haline getiriyor.

Sektörü yakından takip eden kişilerin doğru noktalara bakmaları halinde, otomotiv şirketlerinin potansiyelleri konusunda en az bir borsa uzmanı kadar, hatta kimi durumlarda daha yetkin olması mümkün. Bu tür raporlarda belirtilen rakamların, kullanılan tanım ve hesap yöntemlerinin karmaşık olduğuna kuşku yok. Ancak sektörümüzün meraklıları olarak bu metriklere, tanımlara ve terminolojiye olan farkındalığınız zamanla arttıkça sektörümüzü daha iyi anlayabilir, yorumlayabilir ve zamanı gelince bireysel olarak sevdiğimiz sektörde sadece bir gözlemci değil yatırımcı olabiliriz.

Sevgi ve saygılarımla,

Yalçın Arsan

Yazarın diğer yazıları için: www.yalcinarsan.com