

## Yatırımcının 2010 Otomotiv Karnesi

Türk otomotiv sektörünün halka açık altı şirketi var: Tofaş (Fiat), Ford Otosan, Doğu Otomotiv, Karsan, Otocar ve Anadolu Isuzu. Otomotiv şirketlerimizin hisse senetleri IMKB'de oldukça ilgi gören kağıtlar. Eğer borsada yatırımcı değilseniz, bu şirketlerin finansal performansları sizi ilgilendirmeyebilir diye düşünebilirsiniz ama halka açıklığı sayesinde sürekli yayınlanan finansal tabloları, Türk otomotiv şirketlerinin yapılarını, yönetim stratejilerini, performanslarını ve finansal durumlarını ortaya koyuyor. Bu köşede yılda iki defa halka açık şirketlerimizin finansal tablolarını hem otomotivci hem de yatırımcı gözünden inceleyeceğiz, bu şirketleri daha yakından tanımaya, nasıl yönetildiklerini anlamaya, onlarla ilgili güncel bilgilerimizi finansal sonuçlarla ilişkilendirmeye çalışacağız. Analizimiz üç aşamadan oluşuyor: Temel finansal verilerin bir özeti, bu veriler kullanılarak üretilmiş metrikler ve son olarak da özet yorumlar.

### 1. Bölüm: Temel Veriler

Gelir Tablosu Özetleri (bin TL)

	Tofaş			Ford Otosan			Doğu Otomotiv			Karsan			Otocar			Isuzu		
	2009	2010	Değişim	2009	2010	Değişim	2009	2010	Değişim	2009	2010	Değişim	2009	2010	Değişim	2009	2010	Değişim
Satış Gelirleri	5.098.754	6.410.219	% 26	5.574.356	7.649.412	% 37	2.129.485	3.428.300	% 61	292.346	553.947	% 89	503.244	517.396	% 3	256.420	339.928	% 33
(-) Satışların Maliyeti	4.599.740	5.704.776	% 24	4.907.090	6.664.537	% 36	1.827.658	2.943.411	% 61	295.315	550.511	% 86	376.467	426.300	% 13	233.749	296.309	% 27
<b>Brüt Kar</b>	499.014	705.443	% 41	667.266	984.875	% 48	301.827	484.889	% 61	(2.969)	3.436	(% 216)	126.777	91.096	(% 28)	22.671	43.619	% 92
(-) Faaliyet Gideri	219.878	317.316	% 44	277.827	374.659	% 35	224.256	283.109	% 26	22.920	32.403	% 41	68.328	65.455	(% 4)	42.896	42.226	(% 2)
<b>Faaliyet Karı</b>	279.136	388.127	% 39	389.439	610.216	% 57	77.571	201.780	% 160	(25.889)	(28.967)	% 12	58.449	25.641	(% 56)	(20.225)	1.393	(% 107)
(-) Diğer Gelir/ Giderler	9.215	(3.612)	(% 139)	(19.098)	(8.778)	(% 54)	36.217	9.100	(% 75)	(38.794)	(16.507)	(% 57)	(22.774)	(5.564)	(% 76)	(4.263)	(8.422)	% 98
<b>Vergi Öncesi Kar</b>	269.921	391.739	% 45	408.537	618.994	% 52	41.354	192.680	% 366	(64.683)	(45.474)	(% 30)	35.675	20.077	(% 44)	(24.488)	(7.029)	(% 71)

Satış ve karlılık grafiklerine temel oluşturan veriler gelir tablolarından geliyor. Bu tablolar ile şirketlerin satış gelirleri, faaliyet giderleri ve elde ettikleri kâr miktarlarını hem bir önceki yıl kendi verileriyle hem de birbiriyle karşılaştırmak mümkün.

Burada her kalemi tek tek incelemeyeceğiz ama en karlı otomotiv şirketimiz Ford Otosan (619 milyon TL), karını 2010 yılında en çok artıran marka ise Doğu Otomotiv (%366) görünüyor. Otocar büyük oyunculara oranla mütevazî de olsa karlı bir şirket

iken Anadolu Isuzu ve geçtiğimiz günlerde New York taksi ihalesini son elemeye kaybeden Karsan ise zarar eden otomotiv markalarımız. Özellikle Karsan'ın zararı dikkate değer ölçüde: son iki yılda 100 milyon TL üzerinde zarar etmiş durumda. Önemli bir nokta da Karsan'ın 2009 yılında Brüt kar satırında dahi zarar, 2010 yılında da sadece küçük bir kar gösterebilmesi; yani Karsan ürettiği ürünü ancak maliyetine, kimi zaman maliyetinin altında bir fiyatla satmak zorunda kalıyor.

Bilanço Özetleri (bin TL)

	Tofaş			Ford Otosan			Doğu Otomotiv			Karsan			Otocar			Isuzu		
	2009	2010	Değişim	2009	2010	Değişim	2009	2010	Değişim	2009	2010	Değişim	2009	2010	Değişim	2009	2010	Değişim
<b>Varlıklar</b>																		
Dönen Varlıklar	1.986.767	2.772.360	% 40	1.566.054	2.229.357	% 42	523.577	712.515	% 36	109.747	155.137	% 41	361.465	431.597	% 19	199.248	244.550	% 23
Duran Varlıklar	2.380.417	2.511.775	% 6	1.199.276	1.105.723	(% 8)	695.431	786.854	% 13	200.350	260.366	% 30	176.515	204.042	% 16	80.068	85.479	% 7
<b>Toplam Varlıkları</b>	4.367.184	5.284.135	% 21	2.765.330	3.335.080	% 21	1.219.008	1.499.369	% 23	310.097	415.502	% 34	537.980	635.639	% 18	279.316	330.029	% 18
<b>Kaynaklar</b>																		
Kısa Vadeli Borçlar	1.758.341	2.045.947	% 16	784.539	1.167.505	% 49	548.645	667.262	% 22	172.641	242.737	% 41	287.403	363.282	% 26	103.878	160.874	% 55
Uzun Vadeli Borçlar	1.186.605	1.532.313	% 29	331.148	412.531	% 25	137.297	94.655	(% 31)	22.732	61.926	% 172	77.454	98.856	% 28	9.086	7.362	(% 19)
Özkaynaklar	1.422.238	1.705.875	% 20	1.649.643	1.755.044	% 6	533.066	737.452	% 38	114.723	110.839	(% 3)	173.123	173.501	% 0	166.352	161.793	(% 3)
<b>Toplam Kaynaklar</b>	4.367.184	5.284.135	% 21	2.765.330	3.335.080	% 21	1.219.008	1.499.369	% 23	310.097	415.502	% 34	537.980	635.639	% 18	279.316	330.029	% 18

Bilanço büyüklükleri ilk bakışta gündelik hayatta bizim için çok anlamlı değil gibi görünse de şirket yapılarını karşılaştırmak için önemli: Şirketlerin kar/zarar dışındaki finansal yapısının sağlıklı olup olmadığını sergiliyor. Bilanço'daki varlıklar şirketin sahip olduklarını, kaynaklar bölümü ise bunların nasıl finanse edildiğini anlatıyor. Bu tablolarda da yıllık değişimler önemli. Tüm otomotiv markaları 2010 yılında bilanço büyümesi sağlamış, yani ticari olarak büyümüşler. Yüzdesele anlamda en fazla büyüyen Karsan. Bilanço'dan görüldüğü kadarıyla Karsan, muhtemelen taksi projesini hayata geçirmek için gereken kaynağı kredi ile finanse etmiş. Benzer şekilde

Tofaş da bilanço büyümesini daha çok uzun vadeli kredi ve özkaynak artışı ile finanse etmiş. Doğu Otomotiv ise %23'lük bilanço büyümesini ağırlıklı olarak özkaynak artırarak (sermaye artışı) ile finanse etmeyi tercih etmiş gibi görünüyor. Bunun bir göstergesi de Doğu Otomotiv'in uzun vadeli borçlarının 2010 yılında %31 oranında düşmüş olması. Ford Otosan ve Anadolu Isuzu varlık artışını ağırlıklı olarak kısa vadeli kredilerle, Otocar ise her iki tür krediyi de dengeli kullanarak finanse etmiş. Önemli not: Bu farklar herhangi bir şekilde doğru/yanlış stratejileri göstermiyor, sadece şirketlerin finansman yönetiminde sahip oldukları değişik yaklaşımları sergiliyor.

### 2. Bölüm: Analiz

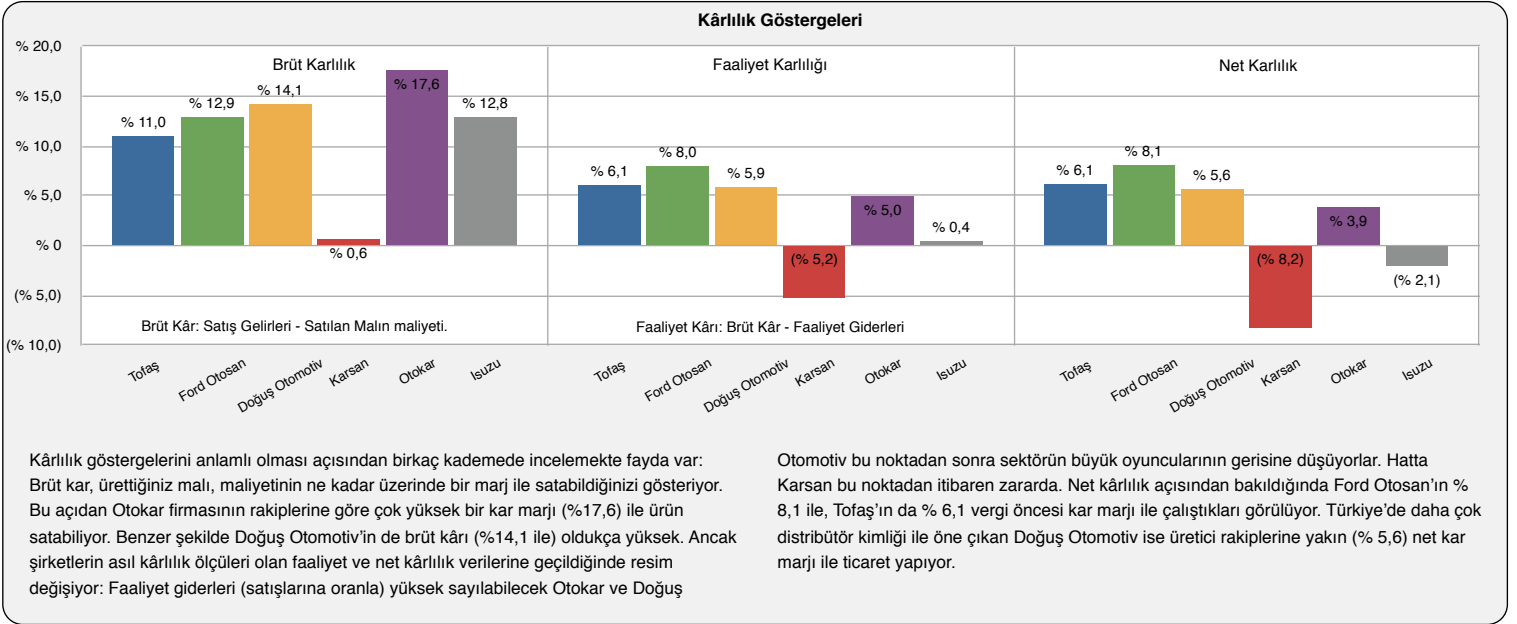
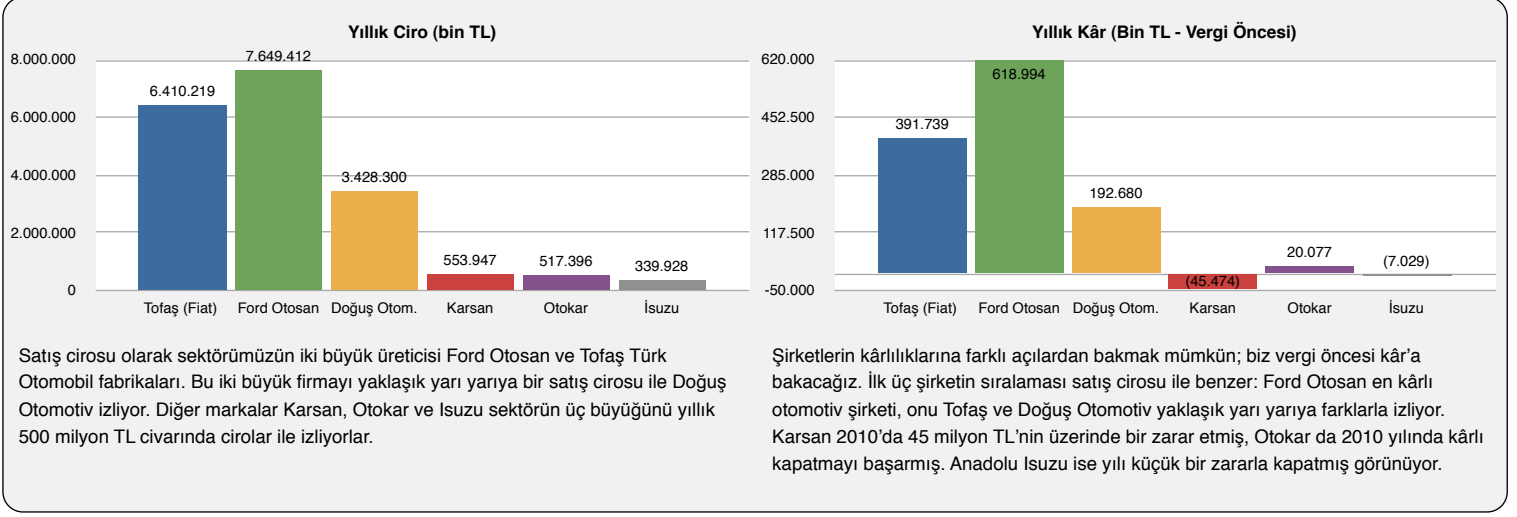
Karlılık, Verimlilik ve Likidite Oranları

	Tofaş		Ford Otosan		Doğu Otomotiv		Karsan		Otocar		Isuzu	
	2009	2010	2009	2010	2009	2010	2009	2010	2009	2010	2009	2010
<b>Brüt Karlılık</b>	% 9,8	% 11,0	% 12,0	% 12,9	% 14,2	% 14,1	(% 1,0)	% 0,6	% 25,2	% 17,6	% 8,8	% 12,8
<b>Faaliyet Karlılığı</b>	% 4,8	% 6,1	% 7,0	% 8,0	% 3,6	% 5,9	(% 8,9)	(% 5,2)	% 11,6	% 5,0	(% 7,9)	% 0,4
<b>Net Karlılık</b>	% 5,3	% 6,1	% 7,3	% 8,1	% 1,9	% 5,6	(% 22,1)	(% 8,2)	% 7,1	% 3,9	(% 9,5)	(% 2,1)
<b>Cari Oran</b>	1,13	1,36	2,00	1,91	0,95	1,07	0,64	0,64	1,26	1,19	1,92	1,52
<b>Asit Test</b>	0,96	1,20	1,63	1,51	0,42	0,46	0,27	0,35	0,81	0,91	0,78	0,68
<b>Finansal Kaldıraç</b>	0,67	0,68	0,40	0,47	0,56	0,51	0,63	0,73	0,68	0,73	0,40	0,51

Cari Oran: Şirketin kısa vadeli borçlarını bir yıl içinde ödeyebileceği (1'den büyük olması beklenir)

Asit Test: Şirketin kısa vadeli borçlarını stoklarını satmaksızın ödeyebileceği becerisi.

Finansal Kaldıraç: Şirketin özkaynak kullanmadan (borçlanarak) büyüme becerisi.



### 3. Bölüm: Özet

Verilerini incelediğimiz firmalar hakkında yorum yapmadan önce belirtmek gereken bir nokta var: Finansal analiz tamamen pozitif bir bilim değil; yani verilerle yorumlar arasında yüzde yüz bir sebep sonuç ilişkisi olmayabilir, ya da verilerin işaret ettiği durumlar kimi zaman farklı nedenlerle açıklanabilir. Bir şirket ortaklık yapısı, finansal durumu, yönetim yaklaşımları ve rekabet koşulları gibi unsurların oluşturduğu karmaşık bir yapı. Dolayısıyla çok sayıda performans metriği var ve bu rakamlar farklı bakış açılarından bakıldığında farklı anlamlar ifade edebilir. Finansal analiz daha çok uzun dönemli yapıldığında ve benzer sektördeki firmaların pozisyonlarını karşılaştırmak amaçlı kullanıldığında anlamlı oluyor. Öncelikle **Tofaş** ile başlayalım: Karlılık oranları iyi, likidite oranları (nakit pozisyonu) güçlü ama yine de ticaretini ağırlıklı kredi kullanarak yapmayı tercih ediyor: Finansal kaldıraç oranı 0,50'nin üzerinde yani toplam varlıklarının yarısından daha fazla kredi kullanıyor. Cari oran (net çalışma sermayesi) ve asit testleri gayet iyi, yani kısa vadede krizlere karşı dayanıklı. Türkiye'nin en kârlı otomotiv üreticisi değil ama finansal verileri liderlik potansiyeli taşıdığını gösteriyor. Tofaş, 2010 yılında vergi öncesi karını artıran 3 otomotiv markasından biri. **Ford Otosan** uzun süredir toplam otomotiv pazarında satış adetleri anlamında pazar lideri ve finansal tabloları da buna paralel bir çizgide görünüyor: Halka açık otomotiv markaları arasında cirosu ve net kar marjı (%8,1 ile) en yüksek ve en çok kar eden otomotiv markası. Cari oranı, yani kısa vadeli borçlarını ödeme gücü çok yüksek, hatta biraz fazla yüksek. Bazı analistler bu kadar yüksek bir cari oranın, şirketin aşırı yüksek bir nakit pozisyonuna sahip

olduğunu ve bu naktin daha üretken bir şekilde kullanılabileceği alanlar olabileceğini iddia edebilir. Ancak bu durum şirket yönetiminin kimi fırsatları kaçırmamak üzere tercih ettiği bilinçli bir politika da olabilir. Benzer şekilde Asit testi de çok yüksek olan Ford Otosan'ın, elinde bulundurduğu yüksek nakit ile her türlü krizde borçlarını ödeme gücü olduğunu söyleyebiliriz. Finansal kaldıraç 0,50'nin altında, yani ticaretini çok fazla kredi kullanmadan gerçekleştiriyor. **Doğu Otomotiv**'i incelerken gözden kaçırmamak gereken çok önemli bir nokta var: Doğu, Tofaş ve Ford'dan farklı olarak Türkiye'de üretici değil distribütör kimliği ile rekabet ediyor. Bu açıdan finansal verilerinin farklı yapıda olması gayet normal. Diğer taraftan temsil ettiği sekiz otomotiv markası ile çok geniş bir ürün yelpazesine sahip olan Doğu Otomotiv'in göze batan en önemli özelliği hem Ford hem de Tofaş'tan daha yüksek olan brüt kar marjı. Her ne kadar bu durum faaliyet giderlerinin yüksekliği nedeniyle net karlılığa dönüşmüyor olsa da firmanın ve temsil ettiği markaların gücünü gösteriyor. Cari oranı, yani net çalışma sermayesi ve ödeme gücü neredeyse ideal seviyede olan Doğu Otomotiv'in diğer likidite oranı ilginç: Asit test sonucu 1'in epey altında olan Doğu Otomotiv'in dönen varlıklarının çok büyük bir kısmı ürün stoğu. Ford Otosan ve Tofaş'ın aksine dönen varlıklarını nakitte tutmak yerine ürün stoğuna yatırarak değerlendiren Doğu Otomotiv bu strateji ile pazardaki fırsatları değerlendirme konusunda hazırlıklı olmayı hedefliyor olabilir. Ancak bu durum ani ve derin bir krize yüksek stoklu yakalanmasına neden olabilir. Doğu Otomotiv'in finansal kaldıraç, yani kredi kullanma alışkanlığı Ford Otosan'dan biraz daha fazla, Tofaş'tan ise düşük.

**Karsan** otomotiv markalarımız arasında en maceracı: Geçtiğimiz aylarda New York'taki taksi ihalesine katılarak dikkatleri üzerine çeken Karsan ihaleyi alamadı ama ilk üçe girebilmeyi başararak kendine özgü ve tasarıma dayalı bir rekabet gücüne sahip olduğunu kanıtladı. Ne yazık ki Türkiye'deki finansal sonuçları parlak değil, 2010 yılında ancak küçük bir brüt kar elde eden ve diğer tüm karlılık metriklerinde zarar gösteren Karsan'ın likidite oranları kötü durumda: Nakit pozisyonu zayıf, çalışma sermayesi düşük, borçlanma kabiliyeti az. Karsan'ın peşinde koştuğu projeyi kaçırmışının ardından varlığını devam ettirebilmesi için mutlaka kaynak bulması ya da özkaynak artırması gerekiyor. Ticari/askeri araç üreticilerinden **Otocar** tüm markalarımız arasında en yüksek brüt kar marjına sahip firma. Ancak Doğu Otomotiv'e benzer nedenlerle yüksek faaliyet giderleri Otocar'ın net karlılık verisini aşağı çekiyor. Yıllık olarak cirosuna oranla oldukça mütevazı bir kar elde eden Otocar'ın işletme sermayesi iyi, asit test verileri (stoklarını satmadan kısa vadeli borçlarını ödeyebileceği) de kötü değil. Otocar da Karsan gibi oldukça yüksek oranda kredi kullanarak ticaret yapıyor. Ticari araç üreticilerimizden **Anadolu Isuzu**'nun finansal performansı ise karışık bir görünüm sergiliyor: Çok yüksek bir brüt kar marjı, ancak yine yüksek faaliyet giderleri ve net olarak para kazanamayan bir marka. Isuzu da enteresan olan nokta cari oranının, yani işletme sermayesinin ve asit testi sonuçlarının aslında oldukça iyi olması. Belli ki bu markamız güçlü nakit pozisyonuna rağmen bu durumu kârlı bir operasyona dönüştürmekte zorlanıyor. Daha fazlası için: [www.yalcinarsan.com](http://www.yalcinarsan.com)