

Ford Otosan

Arge indirimi ve yatırım teşviğiyle desteklenen kârlılık

Mehmet Mumcu
Analist
mmumcu@sekeryatirim.com

Ford yılın dördüncü çeyreğinde piyasa beklentisinin ve bizim beklentimizin oldukça üzerinde 317,3mn TL net kâr açıkladı (4Ç15: 284,8mn TL). Gerçekleşen kâr rakamı önceki yılın aynı çeyreğine göre %11,4, bir önceki çeyreğe göre ise %82,4 oranında artış göstermiştir. Bizim tahminimiz şirketin 4Ç16'da 232mn TL net kâr elde etmiş olabileceği yönündeyken, piyasadaki ortalama beklenti 241mn TL net kâr seviyesindeydi. Şirketin 12A16'da kümüle net kâr rakamı ise 955,3mn TL seviyesine ulaşmış oldu (12A15: 841,9mn TL net kâr).

Şirketin, 4Ç16'da satış gelirleri yıllık bazda %12,6 oranında, bir artış kaydetmiştir. Bu artışa karşın; adet bazında toplam satışların, geçen yılın aynı dönemine göre %2 oranında gerilediğini görürken, adet bazında yurtiçi satışlar 7,7% artış göstermiş, yurtdışı satışlar ise 6,8% gerilemiştir. Yurtdışı satışlardaki bu daralmanın sebepleri ise Transit ve Transit Custom modellerinin satışında yaşanan 5,7% ve 10,1%'lik düşüşlerdir. Gelir bazında artışta ise TL'nin Euro karşısında değer kaybetmesinin doğrudan etkisi olmuştur. Yıllık bazda ise, 2016 yılında araç satışları adet bazında 2% gerilerken, satış gelirleri 12,6% oranında gelişme göstermiştir.

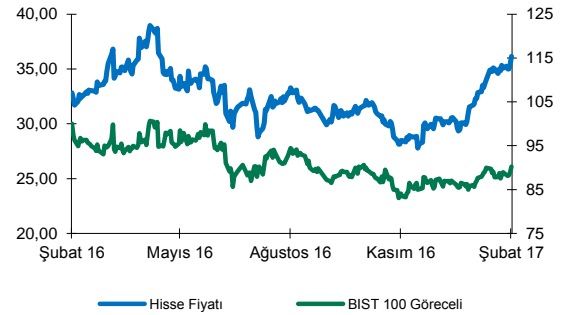
FAVÖK marjı önceki yılın aynı dönemine göre 0,6 puan azalış göstererek %7,4 seviyesine gelirken, önceki çeyreğe göre 0,7 puan azalmıştır. Öte yandan, yıllık bazda FAVÖK marjı 8,1% olarak gerçekleşirken, 2015 yılındaki 8,3% seviyesinin 0,2 puan gerisinde kalmıştır. 2017 yılı FAVÖK marjı beklentimiz ise 2016 yılındaki gerilemenin aksine 8,6% seviyesindedir.

Ford'un 2017 yılı satış gelirlerinde yaklaşık 14% büyüme öngörüyoruz. Bu gelir artışının büyük kısmının Transit Custom modelinin yurtdışı satışlarındaki artışından kaynaklanacağını düşünüyoruz. (2017 yılı toplam satış beklentimiz yaklaşık 380 bin adet).

	2014/12	2015/12	2016/12	2017T
F/K	21,32	15,06	13,28	11,36
PD/DD	4,60	4,14	4,01	3,30
FD/FAVÖK	17,26	10,35	9,66	7,96
FD/Satışlar	1,20	0,86	0,78	0,69
Net Satışlar (TL Mn)	11.925	16.746	18.289	20.877
Net Kar (TL Mn)	595	842	955	1.116
Hisse Başına Kar (TL)	1,70	2,40	2,72	3,18

“TUT”
Hedef Fiyat: 36,79 TL

	TL	US\$	
Fiyat	36,14	9,86	
BİST 100	88.830	24.230	
US\$ (MB Alış):	3,6637		
52 Hafta Yüksek:	38,96	13,77	
52 Hafta Düşük:	27,78	7,84	
Bloomberg/Reuters Kodu:	FROTO.TI / FROTO.IS		
Hisse Senedi Sayısı (Mn):	351		
	(Mn TL)	(Mn US\$)	
Piyasa Değeri:	12.682	3.461	
Halka Açık PD:	2.283	623	
	S1A	S1Y	YB
TL Getiri (%):	13,6	10,1	18,2
US\$ Getiri (%):	16,5	-11,5	13,7
BİST 100 Göreceli Getiri (%):	5,4	-9,8	4,0
Gün. Ort. İşlem Hacmi (TL Mn):	14,7		
Gün. Ort. İşlem Hacmi (US\$ Mn):	4,8		
Beta	0,85		
Yıllık Volatilité (Hisse)	0,29		
Yıllık Volatilité (BİST 100)	0,21		
Ortaklık Yapısı	%		
Koç Holding	41,0		
Ford Motor Company	41,0		
Halka Açık	18,0		
Toplam	100,0		



Satış hacmi 4Ç16'da bir önceki döneme oranla 42,2% artarken, bir önceki senenin aynı dönemine oranla 2,0% azalış göstermiştir (4Ç16: 107k adet - 4Ç15: 109k adet - 3Ç16: 75k adet). Ford, 4Ç16'da yurtiçi pazarda Hafif Ticari Araç segmentinde yer alan Transit Courier satışlarında yaşanan önemli sıçrayışın yanında Orta Ticari Araç segmentinde yer alan Transit Custom ve Ranger, Ağır Ticari Araç segmentinde yer alan Cargo modellerindeki satış artışıyla yurtiçinde kaybettiği bir miktar Pazar payını dengeleyebilmiştir. İhracat tarafında ise; bir önceki döneme kıyasla görülen düşüşün ana sebebi Orta Ticari Araç segmentinde yer alan Transit ve Transit Custom modellerindeki satışların gerilemesi olmuştur. Hafif Ticari Araç ve Ağır Ticari Araç segmentlerinde ise minör büyümeler sağlanmıştır. Şirketin 4Ç16'da yurtiçi satış hacminin 23,6%'sını oluşturan Binek Araç segmentinde bir önceki yılın aynı çeyreğine oranla 6,9% hacimsel daralış yaşanırken 2016 yılı toplamında ise 24% daralma yaşanmıştır. Tüm yıla baktığımızda ise satış adetlerindeki 2% düşüşün en büyük sebebi olarak, bir önceki yıla göre Ticari Segment pazarı küçülürken büyüyen Binek Araç segmentinde kârlılık odaklı çalışmayı tercih eden Ford'un Binek Araç segmentindeki kaybının yanında Ağır Ticari Araç segmentindeki gerilemeden bahsedebiliriz. Bu bilgiler doğrultusunda, Ford Otosan'ın Binek Araç'taki kârlılık odaklı büyümeye odaklandığını, Ticari Araç segmentinde ise özellikle yurtdışı satışlara odaklanarak bir büyüme planı içinde olduğunu söyleyebiliriz.

Araç Sayısı: Bin adet	2015	2016	Yıllık	4Ç15	4Ç16	Yıllık	3Ç16	Çeyreklik
Toplam Yurtiçi	127,1	115,8	-8,9%	35,8	38,6	7,7%	22,2	74,2%
Binek Araç	43,7	33,2	-24,0%	9,8	9,1	-6,9%	5,9	54,9%
Hafif Ticari Araç	37,6	40,3	7,2%	11,6	14,6	25,7%	7,8	87,3%
Transit Courier	34,7	37,5	8,0%	10,8	13,9	29,0%	7,1	95,2%
Transit Connect	3,0	2,9	-2,2%	0,9	0,7	-15,3%	0,7	5,7%
Orta Ticari Araç	37,8	36,7	-3,0%	12,4	12,9	3,6%	7,6	69,9%
Transit	30,0	27,6	-7,9%	9,9	9,6	-3,6%	5,7	67,3%
Transit Custom	6,7	7,0	4,8%	2,1	2,4	11,9%	1,5	60,0%
Ranger	1,1	2,0	82,5%	0,4	0,9	148,0%	0,4	148,7%
Cargo	7,9	5,5	-30,5%	2,0	2,0	0,4%	0,9	121,4%
Toplam İhracat	253,6	257,2	1,4%	73,5	68,5	-6,8%	53,2	28,9%
Binek Araç	0,4	0,4	11,0%	0,1	0,1	16,3%	0,1	5,7%
Hafif Ticari Araç	30,1	33,1	9,7%	7,9	8,3	5,5%	7,1	18,1%
Transit Courier	30,1	33,1	9,7%	7,9	8,3	5,4%	7,1	17,9%
Transit Connect	0,0	0,0	-8,3%	0,0	0,0	n/a	0,0	n/a
Orta Ticari Araç	222,4	222,9	0,2%	65,2	59,7	-8,5%	45,8	30,2%
Transit	93,0	93,1	0,1%	24,0	22,7	-5,7%	18,6	21,6%
Transit Custom	129,4	129,8	0,3%	41,1	37,0	-10,1%	27,2	36,0%
Ranger	0,0	0,0	-27,3%	0,0	0,0	-39,1%	0,0	366,7%
Cargo	0,7	0,9	17,4%	0,3	0,4	23,4%	0,2	147,6%
Toplam Satış	380,7	373,0	-2,0%	109,4	107,1	-2,0%	75,3	42,2%
Toplam Otomotiv Pazarı	1.005,9	1.004,3	-0,2%	316,3	353,9	11,9%	201,1	76,0%
Ford Perakende	126,5	114,8	-9,2%	39,1	38,9	-0,5%	22,5	73,2%
Pazar payı	12,6%	11,4%	-1,1%	12,4%	11,0%	-11,0%	11,17%	-1,6%

Kaynak: Şeker Yatırım - Araştırma, Finnet, Denetim Raporları

Ford Otosan 2017'de, iç pazarda adet bazında büyüme beklememesine karşın dış pazarda yaklaşık 7%'lik bir büyüme beklemektedir. Şirketin KAP'a yapmış olduğu açıklamada, yurtiçi satış adedi 105-115 bin arası iken, yurtdışı satış adedi ise 270-280 bin adet olarak beklenmektedir (7% artış 275 bin olan orta nokta alınarak hesaplanmıştır). Bu bağlamda, şirketin yeni yatırımlarıyla gelen hacimsel büyüklük 2016 yılını 80% kapasite kullanım oranı ile sonuçlandırırken, 2017 senesi üretim adedinin 340-345 bin adet olması, Pazar payı hedefinin ise 2015 seviyeleri olduğunu söyleyebiliriz (2016 Pazar payı: 11,4% - 2015 yılı pazar payı: 12,6%).

Ford Otosan için 2017 yılı satış tahminimiz 20,9 milyar TL. 2017 yılında Türkiye otomotiv pazarındaki genel olumsuz beklentiye ve Ford'un öngörüsüne paralel olarak beklediğimiz yaklaşık 875 bin adetlik otomotiv pazarında (yaklaşık 13%'lik pazar daralması), Ford'un tüm segment satışlarında daralma bekliyoruz. Buna karşın, Ford Motor Company'nin 2016 yılı kârının beklenti üstünde gelişinin yarattığı olumlu algı ve analist toplantısında konusu geçtiği şekilde yeni filo anlaşmalarına da paralel olarak, yurtdışı satışlarında ise büyüme öngörüyoruz. Yurtdışı satışlardaki büyümenin şirket beklentilerinin altında olacağını düşünmekle beraber daha konservatif yaklaşıyor, adetsel bakıldığında Transit Custom modeli dışında ciddi bir sıçrayış öngörmüyoruz. Transit Custom modelindeki artışın olası sebeplerinin filo anlaşmalarının getireceği avantaj ve EUR/TL kurundan ötürü olacağını düşünüyoruz. Courier ve Cargo modellerinin satışında ise geçtiğimiz sene kadar olmasa da minör bir artış bekliyoruz.

Ford Otosan'ın 4Ç16 Brüt kâr marjı bir önceki yılın aynı dönemine kıyasla 0,2 y.p. artarken, bir önceki çeyreğe kıyasla 0,7 y.p daralma görülmüştür. (4Ç16: 11,2% - 4Ç15: 11,0% - 3Ç16: 11,9% - FY16: 11,4% - FY15: 11,1%). Brüt kâr marjındaki bir önceki seneye göre görülen artışın sebebi ise maliyet azaltıcı önlemlerin yerinde olması ve EUR/TL dalgalanmalarına karşı başarılı olarak ayarlanan satış miksi ve fiyatlama politikası olarak belirtilmektedir.

Ford Otosan'ın 4Ç16 FAVÖK marjı bir önceki yılın aynı dönemine kıyasla 0,6 y.p. azalırken, bir önceki çeyreğe kıyasla da 0,7 y.p azalmıştır. (4Ç16: 7,4% - 4Ç15: 8,0% - 3Ç16: 8,1% - FY16: 8,1% - FY15: 8,3%). Brüt marjdaki artışa rağmen FAVÖK marjının bu seviyelerde kalmasının temel sebepleri arasında EUR/TL dalgalanmalarından ötürü satışlara oranla ağırlığı artan Garanti Giderleri ve Personel Maliyetlerindeki artıştır. Mali tablolarda operasyonel giderlerde görünenin aksine, AR-GE giderlerindeki önemli artış ise AR-GE gelirleriyle netlendiğinde 2015 yılına kıyasla daha az olumsuz yansımıştır.

Ford Otosan'ın 4Ç16 Net Kârı bir önceki yılın aynı dönemine kıyasla 11,4%'lük artış göstermiş ve 317 mn TL olmuştur. Yıllık olarak baktığımızda ise 2016 yılı net kâr marjı 2015 yılı net kâr marjı olan 5,7%'den 5,6%'ya gerilemiştir (FY16: 955,3 mn TL - FY15: 841,9 mn TL). Net Kâr artışında karşımıza çıkan en önemli konu Net Finansal Giderler kalemindeki ciddi seviyedeki azalış olmuştur (FY16: -135mn TL - FY15: -168mn TL). 2015 yılında ilk 3 çeyrekte yazılmış olan büyük çaplı net Finansman Giderlere karşın, 2016 yılındaki Finansman Giderlerinin büyük çoğunluğu son 2 çeyrekteki kur dalgalanmalarından kaynaklanmıştır. Vergi tarafında ise şirketin yatırım aktiviteleri doğrultusunda elde etmiş olduğu Yatırım Teşvik Geliri kaleminde 2015 yılı ile benzer seviyelerde gelir elde edilmiştir (FY16: 87,8mn TL - FY15: 84,3 mn TL).

2017 yıl sonu hedef fiyatımızı TRY 36,79 olarak güncelliyoruz. Dördüncü çeyreğe ilişkin açıklanan yılsonu finansal sonuçları, şirketin 2017 yılı beklentileri ve kurduğumuz finansal model neticesinde; Ford Otosan için önerimizi "Markete Paralel Getiri" olarak korumaya devam ederken 28 Ekim 2016 tarihli raporumuzdaki TRY 37,00 olan hedef fiyat beklentimizi TRY 36,79 olarak değiştiriyor ve cari fiyatına göre 1,8% getiri potansiyeli öngörüyoruz. Bu önerimizde, Ford Otosan F/K ve FD/FAVÖK oranları, rapor tarihi itibarıyla 2017T dönemi için sırasıyla 11,36x ve 7,96x iken, benzer şirketler sırasıyla 6,7x ve 9,7x çarpanlarıyla işlem görmektedir.

Tablo 1: Özet Gelir Tablosu

Milyon TL	2015	2016	Yıllık	4Ç15	4Ç16	Yıllık	3Ç16	Çeyreklik
Satış Gelirleri	16.746	18.289	%9,2	5.016	5.649	%12,6	3.840	%47,1
Brüt Kar	1.860	2.086	%12,2	554	634	%14,5	458	%38,4
<i>Brüt Kar Marjı</i>	<i>%11,1</i>	<i>%11,4</i>		<i>%11,0</i>	<i>%11,2</i>		<i>%11,9</i>	
Operasyonel Kar	981	1.029	%4,9	292	302	%3,2	197	%52,9
<i>Operasyonel Kar Marjı</i>	<i>%5,9</i>	<i>%5,6</i>		<i>%5,8</i>	<i>%5,3</i>		<i>%5,1</i>	
FAVÖK	1.386	1.485	%7,2	400	419	%4,7	313	%34,0
<i>FAVÖK Marjı</i>	<i>%8,3</i>	<i>%8,1</i>		<i>%8,0</i>	<i>%7,4</i>		<i>%8,1</i>	
Net Kar	842	955	%13,5	285	317	%11,4	174	%82,4
<i>Net Kar Marjı</i>	<i>%5,0</i>	<i>%5,2</i>		<i>%5,7</i>	<i>%5,6</i>		<i>%4,5</i>	

Kaynak: Şeker Yatırım - Araştırma, Finnet, Denetim Raporları

Tablo 2: Temel Finansal Tablolar

BİLANÇO (TL Mn)	2013/12	2014/12	2015/12	2016/12	%Değ
Maddi Duran Varlıklar	2.231	3.128	3.251	3.303	1,6
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	415	520	540	553	2,4
Diğer Uzun Vadeli Kıymetler	901	628	607	755	24,4
Ticari Alacaklar	1.451	1.606	1.784	2.158	21,0
Hazır Değerler	238	577	980	1.189	21,3
Diğer Kısa Vadeli Varlıklar	754	775	1.267	1.329	4,9
Toplam Aktifler	5.991	7.235	8.428	9.286	10,2
Uzun Vadeli Borçlar	1.220	1.360	1.301	1.504	15,6
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	138	149	244	311	27,5
Kısa Vadeli Borçlar	1.072	990	1.260	1.348	7,0
Kısa Vadeli Ticari Borçlar	1.182	1.796	2.314	2.617	13,1
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	143	185	250	342	36,8
Toplam Yükümlülükler	3.755	4.481	5.368	6.123	14,0
Toplam Özsermaye	2.237	2.754	3.060	3.164	3,4
Toplam Pasifler	5.991	7.235	8.428	9.286	10,2

GELİR TABLOSU (TL Mn)	2013/12	2014/12	2015/12	2016/12	%Değ
Net Satışlar	11.405	11.925	16.746	18.289	9,2
SMM	10.277	10.794	14.887	16.203	8,8
Brüt Kâr	1.128	1.131	1.860	2.086	12,2
Faaliyet Giderleri	570	604	879	1.057	20,2
Net Esas Faaliyet Kâr/(Zararı)	558	527	981	1.029	4,9
Net Diğer Gelir/(Gider)	112	15	55	82	48,0
Yatırım Faaliyetlerinden Gelir/(Gider)	(4)	(3)	(2)	(6)	A.D.
Finansman Gelir/(Gider)	(213)	(148)	(168)	(135)	A.D.
Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımlar	-	-	-	-	A.D.
Vergi Öncesi Kâr	452	390	866	970	12,1
Vergi	(189)	(204)	24	15	(37,9)
Net Kâr (Zarar)	641	595	842	955	13,5
Azınlık Payları	-	-	-	-	A.D.
Ana Ortaklık Payları	641	595	842	955	13,5

Kaynak: Şeker Yatırım - Araştırma, Finnet, Denetim Raporları

Tablo 3: Temel Finansal Rasyolar

FİNANSAL ORANLAR	2013/12	2014/12	2015/12	2016/12
Özsermaye Kârlılığı	%30,3	%23,8	%29,0	%30,7
Aktif Kârlılığı	%12,1	%9,0	%10,7	%10,8
Brüt Kâr Marjı	%9,9	%9,5	%11,1	%11,4
Net Kâr Marjı	%5,6	%5,0	%5,0	%5,2
FAVÖK Marjı	%6,5	%7,0	%8,3	%8,1
T.Fin. Borç/Özsermaye	%102,4	%85,3	%83,7	%90,2

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