

Ford Otosan

Parite etkisinden dolayı düşen marjlar

Mehmet Mumcu

Analist

mmumcu@sekeryatirim.com

Ford yılın dördüncü çeyreğinde bizim (407mn TL) ve piyasa beklentisinin (459mn TL) üzerinde, 510mn TL net kâr açıkladı (4Ç16: 317mn TL). Gerçekleşen kâr rakamı önceki yılın aynı çeyreğine göre 61% oranında artış göstermiştir.

Şirket, 4Ç17'de satış gelirlerini yıllık bazda 45% oranında artırdı. 4Ç17'de yıllık bazda yaklaşık 5.3% daralan yurtiçi otomotiv pazarından pozitif ayrılarak 5.5% perakende satış artışı gösteren Ford'un ihracat performansındaki önemli ölçüde artış devam etti ve satış gelirlerini bizim beklentimize (8.4mr TL) ve ortalama piyasa beklentisine (8.1mr TL) paralel olarak 8.2mr TL (4Ç16: 5.6mr TL)'ye taşıdı.

Ford, yılın dördüncü çeyreğinde bizim beklentimizin (679mn TL) ve piyasa beklentisinin (656mn TL) gerisinde, 595mn TL FAVÖK açıkladı (4Ç16: 419mn TL). FAVÖK marjı ise önceki yılın aynı dönemine göre 0.2 düşüş göstererek 7.2% seviyesine gerilerken, bizim beklentimiz ve piyasanın beklentisi olan 8.0%'in de gerisinde kalmıştır. Brüt kârlılık 4Ç17'de düzenli olarak artan EUR/TL kurunun etkisiyle yurtiçi pazara yansıtılamayan artan hammadde fiyatları ve ithalat maliyeti etkisiyle 10.2% seviyesine gerilemiştir (4Ç16: 11.2% - 3Ç17: 11.4% - MY16: 11.4%). Operasyonel giderler üzerindeki efektif kontrol sürdürülmüş olup satışlara oranı 4.4% seviyesinde tutulmuştur (4Ç16: 5.9% - 3Ç17: 4.6% - MY16: 5.8%).

2018 yılı beklentileri: Şirket, 950-1,000 bin adet yurtiçi otomotiv pazarı, 110-120 bin adet Ford Otosan yurtiçi perakende satış beklentisi, 295-305 bin adet ihracat, 370-380 bin adet üretim adedi ve EUR 210mn-230mn bandında yatırım harcaması beklentisi sundu. Yatırım harcamalarında öngörülen önemli seviyede artışın sebebi ise sürdürme yatırım harcamalarına ek olarak Ağır Ticari Araç tarafında yatırıma başlanan ve 2020 yılına kadar toplamda 49.5mn EUR yatırım yapılacak olan yeni şanzıman ve bazı modellerde yapılacak olan makyajlama çalışmalarıdır. Transit Custom modelinin makyajlanmış halinin Şubat ayı sonunda yapılacak olan lansmanı, 2018 yılı ortalarında çıkacak olan yenilenmiş Courier modeli ve aynı şekilde satış hacmi görece az olan Connect'in makyajlanmış halinin satışlara olumlu etkisi olabilir. Şirketin muhafazakar tahminlerine binayen ihracat hacminde daha yüksek satış adetlerine ulaşması da sürpriz olmaz. Öte yandan şu an senelik 440 bin adet olan kapasite, Eylül ayında 455 bin seviyelerine kadar çıkacak. Temettü verimi tarafında ise geçtiğimiz seneye göre önemli bir değişiklik beklenmiyor.

Ford Otosan için hedef fiyatımızı 54.00 TL ve tavsiyemizi "TUT" olarak koruyoruz. İhracatta gösterdiği performansla üretim ve satış rekoru kıran şirketin, yurtdışında oluşturduğu ihracat yapılanmaları önem taşıyor. Yurtiçi pazarda ise binek oto kaynaklı olarak; Ford Motor Company'nin global stratejik yapılanmasında Ford Otosan'ı konumlandığı yerde pazar payından ziyade kârlılık odaklı olmasından ötürü gelecek yıllarda da önemli bir sıçrama beklemiyoruz. Son kapanış fiyatına göre 6% kayıp potansiyeli taşıyan Ford Otosan hisseleri 2018T 11.1x F/K ve 8.9x FD/FAVÖK çarpanlarıyla işlem görürken benzer şirketleri ise 2018T 8.0x F/K ve 9.1x FD/FAVÖK çarpanlarıyla işlem görmektedir.

Para birimi: TLm	2015/12	2016/12	2017/12	2018T	2019T	2020T
F/K	23,95	21,10	13,53	11,06	9,52	9,26
PD/DD	6,59	6,37	5,45	4,49	3,77	3,32
FD/FAVÖK	15,85	14,78	10,98	8,88	7,83	6,98
FD/Satışlar	1,31	1,20	0,87	0,72	0,64	0,58
Net Satışlar	16.746	18.289	25.341	30.604	34.194	37.776
Net Kar	842	955	1.490	1.822	2.118	2.176
Hisse Başına Kar (12 ay)	2,40	2,72	4,25	5,19	6,04	6,20

"TUT"
Hedef Fiyat: 54.00 TL

	TL	US\$	
Fiyat	57,45	15,13	
BİST 100	114.495	30.159	
US\$ (MB Alış):	3,7936		
52 Hafta Yüksek:	63,40	16,97	
52 Hafta Düşük:	33,15	9,08	
Bloomberg/Reuters Kodu:	FROTO.TI / FROTO.IS		
Hisse Senedi Sayısı (Mn):	351		
	(Mn TL)	(Mn US\$)	
Piyasa Değeri:	20.160	5.314	
Halka Açık PD:	3.629	956	
	S1A	S1Y	YB
TL Getiri (%):	0,7	72,0	-4,6
US\$ Getiri (%):	0,3	66,1	-4,6
BİST 100 Göreceli Getiri (%):	0,8	33,1	-3,9
Gün. Ort. İşlem Hacmi (TL Mn):	14,3		
Gün. Ort. İşlem Hacmi (US\$ Mn):	3,9		
Beta	0,83		
Yıllık Volatilite (Hisse)	0,26		
Yıllık Volatilite (BİST 100)	0,16		
Ortaklık Yapısı	%		
Koç Holding	41,0		
Ford Motor Company	41,0		
Halka Açık	18,0		
Toplam	100,0		



Tablo 1: Özet Gelir Tablosu

Milyon TL	2014	2015	2016	2017	Yıllık	4Ç16	4Ç17	Yıllık	3Ç17	Çeyreklik
Satış Gelirleri	11.925	16.746	18.289	25.341	40,4%	5.649	8.203	47,8%	5.486	49,5%
Brüt Kar	1.131	1.860	2.086	2.637	64,5%	634	837	84,5%	628	33,3%
Brüt Kar Marjı	9,5%	11,1%	11,4%	10,4%		11,2%	10,2%		11,4%	
Operasyonel Kar	527	981	1.029	1.526	86,2%	302	474	86,9%	374	26,7%
Operasyonel Kar Marjı	4,4%	5,9%	5,6%	6,0%		5,3%	5,8%		6,8%	
FAVÖK	831	1.386	1.485	2.000	66,7%	419	595	-29,5%	491	21,0%
FAVÖK Marjı	7,0%	8,3%	8,1%	7,9%		7,4%	7,2%		9,0%	
Net Kar	595	842	955	1.490	41,5%	317	510	166,2%	346	47,5%
Net Kar Marjı	5,0%	5,0%	5,2%	5,9%		5,6%	6,2%		6,3%	

Kaynak: Şeker Yatırım - Araştırma, Finnet, Denetim Raporları

Tablo 2: Temel Finansal Tablolar

BİLANÇO (TL Mn)	2014/12	2015/12	2016/12	2016/09	2017/09	%Değ
Maddi Duran Varlıklar	3.128	3.251	3.303	3.293	3.330	1,6
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	520	540	553	555	614	2,4
Diğer Uzun Vadeli Kıymetler	628	607	755	686	953	24,4
Ticari Alacaklar	1.606	1.784	2.158	1.572	2.531	21,0
Hazır Değerler	577	980	1.189	607	1.495	21,3
Diğer Kısa Vadeli Varlıklar	775	1.267	1.329	1.829	1.457	4,9
Toplam Aktifler	7.235	8.428	9.286	8.542	10.380	10,2
Uzun Vadeli Borçlar	1.360	1.301	1.504	1.319	1.877	15,6
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	149	244	311	286	375	27,5
Kısa Vadeli Borçlar	990	1.260	1.348	1.354	1.651	7,0
Kısa Vadeli Ticari Borçlar	1.796	2.314	2.617	2.008	2.459	13,1
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	185	250	342	277	381	36,8
Toplam Yükümlülükler	4.481	5.368	6.123	5.244	6.742	14,0
Toplam Özsermaye	2.754	3.060	3.164	3.298	3.638	3,4
Toplam Pasifler	7.235	8.428	9.286	8.542	10.380	10,2
GELİR TABLOSU (TL Mn)	2014/12	2015/12	2016/12	2016/09	2017/09	%Değ
Net Satışlar	11.925	16.746	18.289	12.640	17.138	9,2
SMM	10.794	14.887	16.203	11.188	15.338	8,8
Brüt Kâr	1.131	1.860	2.086	1.452	1.800	12,2
Faaliyet Giderleri	604	879	1.057	725	748	20,2
Net Esas Faaliyet Kârı/(Zararı)	527	981	1.029	727	1.052	4,9
Net Diğer Gelir/(Gider)	15	55	82	16	76	48,0
Yatırım Faaliyetlerinden Gelir/(Gider)	(3)	(2)	(6)	(2)	(1)	A.D.
Finansman Gelir/(Gider)	(148)	(168)	(135)	(86)	(141)	A.D.
Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımlar	-	-	-	-	-	A.D.
Vergi Öncesi Kâr	390	866	970	656	986	12,1
Vergi	(204)	24	15	18	7	(37,9)
Net Kâr(Zarar)	595	842	955	638	980	13,5
Azinlık Payları	-	-	-	-	-	A.D.
Ana Ortaklık Payları	595	842	955	638	980	13,5

Kaynak: Şeker Yatırım - Araştırma, Finnet, Denetim Raporları

Tablo 3: Temel Finansal Rasyolar

FİNANSAL ORANLAR	2014/12	2015/12	2016/12	2016/09	2017/09
Özsermaye Kârlılığı	%21,6	%27,5	%30,2	%28,0	%35,7
Aktif Kârlılığı	%8,2	%10,0	%10,3	%10,8	%12,5
Brüt Kâr Marjı	%9,5	%11,1	%11,4	%11,5	%10,5
Net Kâr Marjı	%5,0	%5,0	%5,2	%5,0	%5,7
FAVÖK Marjı	%7,0	%8,3	%8,1	%8,4	%8,2
T.Fin. Borç/Özsermaye	%85,3	%83,7	%90,2	%81,1	%97,0

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 dayanarak 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