

FROTO 4Ç16 MALİ ANALİZ ve DEĞERLEME

FROTO			
Fiyat	35,96		
HEDEF FİYAT	37,80		
İskonto /prim	-4,87%		
Hisse Endeks Pay %	1,21		
XU100	88.830,41		
XBANK	152.556,82		
XUSIN	94.315,31		
FD/DD Cari	4,53		
F/K Cari	13,28		
PD/DD Cari	4,01		
En yüksek son 1 yıl	38,96		
En düşük son 1 yıl	27,78		
XU100 Getiri YB %	13,68		
Hisse Getiri YB %	18,18		
Piyasa Değeri Mn usd	3.459,14		
	2015	2016	2017T
NET KAR	842	955	1.108
SATIŞLAR	16.746	18.289	21.764
EBITDA	1.386	1.485	1.693



Ford Otosan'ın dolar bazlı haftalık grafiğinde ana direnç seviyesi 10,435 usd olurken, destek seviyeleri ise 9,1175 usd ve 7,8570 (ana trend desteği ve stop-loss) olarak dikkat çekmektedir.

Ford Otosan 4Ç16 döneminde elde ettiği 4Ç15'e göre %11,42 artışa işaret eden 317.3 mn TL'lik dönem karı piyasa beklentisi 241 mn TL'nin %31,5 üzerinde gerçekleşmiştir.

Karın beklentilerin bu denli üzerinde gerçekleşmesinin nedenlerine baktığımızda ; operasyonel performanstaki başarı, faiz ve kambiyo giderlerindeki gerileme ve 3 mn TL'lik ertelenmiş vergi geliri olduğunu görmekteyiz.

Yıllık baz da ise Ford Otosan'ın karının %13,5'lik yükselişle 842 mn TL'den 955 mn TL'ye çıktığını görmekteyiz.

Operasyonel taraftaki başarı ki şirketin Pazar payı 2016 yılında 1,1 puanlık gerilemeyle %11,4 olarak gerçekleşmiştir, binek araç segmentinde rekabetçilikle fiyatını artırarak ve filo satışlarını azaltarak karlılığa odaklanması sayesinde olmuştur.

Euro bazlı ihracat gelirleri, yatırımlar sonrası yüksek serbest nakit akımı, esnek ve düşük maliyetli üretim, Ford Motor Company ve iştiraklerine yapılan alacaklarında 14 günlük tahsilat Vadesi , Avrupa Ticari araç büyümesinden faydalanan Etkin konum (ihracat yaptığı 3,5 tona kadar olan segmentin büyümeye devam etmesi) , Ford'un Avrupa'ya sattığı Transit araçlardaki Ford Otosan'ın %81'lik payı, artan KKO, sürdürülebilir temettü politikası (2016 karına göre %6,3'lük temettü verimi beklentimiz bulunmaktadır), 2017 yurtiçi Pazar daralması beklentimize paralel beklentilerinin yanında bunu ihracat ile telafi edileceği beklentisi, %60 INA ve %40 Uluslararası benzer şirket çarpanlarına göre bulduğumuz 37,80 TL hedef fiyatımızla ENDEKSE PARALEL GETİRİ tavsiyesinde bulunmaktayız.

FROTO 4Ç16 MALİ ANALİZ ve DEĞERLEME

FROTO	Milyon 4Ç15	Milyon 1Ç16	Milyon 2Ç16	Milyon 3Ç16	Milyon 4Ç16	Milyon 2015/12K	Milyon 2016/12K	Yıllık Değişim
Hazır Değerler	980	1.038	793	607	1.189	980	1.189	21,3%
Stoklar	1.000	1.203	1.311	1.475	1.054	1.000	1.054	5,4%
Maddi Duran Varlıklar	3.251	3.238	3.290	3.293	3.303	3.251	3.303	1,6%
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	540	545	559	555	553	540	553	2,4%
TOPLAM AKTİFLER	8.428	8.820	8.772	8.542	9.286	8.428	9.286	10,2%
KISA VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER	3.824	4.154	3.931	3.639	4.308	3.824	4.308	12,7%
Finansal Borçlar	701	723	773	591	772	701	772	10,1%
UZUN VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER	1.545	1.753	1.654	1.605	1.815	1.545	1.815	17,5%
Finansal Borçlar	1.301	1.492	1.371	1.319	1.504	1.301	1.504	15,6%
ÖZ SERMAYE (ANA ORTAKLIĞA AİT)	3.060	2.913	3.186	3.298	3.164	3.060	3.164	3,4%
Sermaye	351	351	351	351	351	351	351	0,0%
SATIŞ GELİRLERİ	5.016	4.185	4.614	3.840	5.649	16.746	18.289	9,2%
SMM	4.462,0	3.720,2	4.085,8	3.381,8	5.015,3	14.887	16.203	8,8%
smm/satış geliri	89,0%	88,9%	88,5%	88,1%	88,8%			
BRÜT ESAS FAALİYET KARI/ZARARI	553,8	465,3	528,6	458,1	634,1	1.860	2.086	12,2%
FAALİYET GİDERLERİ (-)	261,3	213,3	250,8	260,7	332,3	879	1.057	20,2%
NET ESAS FAALİYET KARI/ZARARI	292,5	252,0	277,9	197,4	301,7	981	1.029	4,9%
D. FAAL. GELİR VE KARLAR	44,8	38,9	48,3	63,4	130,9	234	281	20,4%
D. FAAL. ZARARLAR VE GİDERLER (-)	50,1	53,9	42,3	38,1	65,1	178	199	11,8%
FAALİYET KARI VEYA ZARARI	287,2	237,0	283,8	222,7	367,5	1.036	1.111	7,2%
VERGİ ÖNCESİ KAR/ZARAR	282,7	210,0	266,3	179,9	314,0	866	970	12,1%
Ö.VERGİ VE YASAL YÜKÜMLÜLÜKLER (-)	-2,1	6,9	5,2	6,0	-3,3	24	15	-37,9%
Dönem Vergi Gelir/Gideri	-28,9	5,9	5,6	15,3	39,2	46	66	42,8%
Ertelenmiş Vergi Gelir/Gideri	-26,8	-1,1	0,3	9,3	42,5	22	51	129,7%
ANA ORT. PAYLARI NET DÖNEM K/Z	284,8	203,1	261,1	173,9	317,3	842	955	13,5%

2016 yılında toplam araç satışı hafif gerileme ile 1 milyon seviyesinde gerçekleşmiştir. (2015'de 1.006 ve 2016'da ise 1.004 bin adet) Ford Otosan'ın payına baktığımızda ise 1,1 puanlık gerileme ile VW'in %13,4 ve Renault'un %12,1 Pazar paylarının ardından 3'ncü sırada ve %11,4 seviyesinde olduğunu görmekteyiz. Bu bilinçli bir stratejiydi şirket Pazar payı yerine kar odaklı strateji uyguladı ve bunu mali tablolarına olumlu bir şekilde yansıttı.

Şirketin 4Ç16'da yurt içi satış gelirleri %15 , yurtdışı satış gelirleri ise adet bazında gerilemeye karşın kur etkisiyle %11 artış göstermesiyle ciro'nun yıllık bazda %12,63 ve bir önceki çeyreğe göre %41'lik artışla 18,296 mn TL'ye çıktığını görmekteyiz. (4Ç16 5,649 mn TL). Hem araç fiyatlarındaki artış, hem kurun ihracat üzerindeki olumlu etkisi , hem de SMM'deki gerilemenin brüt kar marjına olumlu etkisi satış gelirlerindeki ana itici güç oldular.

Satışlara adetsel baktığımızda ise yurtiçi satışların 4Ç15'e göre %7,7 artışına karşın ihracatın %6,8 azaldığı görülmektedir. Kurun şirket üzerindeki olumlu etkisini açıklamak için Avrupa Ticari araç pazarının gelişimine bakmak gerekir. Ford Otosan'ın segmentindeki (3,5 ton ağırlığına kadar) Avrupa Ticari Araç pazarı yıllık %11,9 büyüme göstermiştir. Ford markalı araçların payı 2015 yılındaki %12,6'dan 2016 yılında %13,2'ye yükselirken, satışların artışı ise %17 seviyesinde gerçekleşmiş ve Ford'un Avrupa'ya sattığı Transit araçlarda Ford Otosan'ın payı %81 seviyesinde olmuştur.

Şirketin 4Ç16'da FAVÖK'ü, 409 mn TL olan piyasa tahmininin üzerinde yıllık %5 artışla 419 mn TL olurken, FAVÖK marjı yurtiçi satışlardaki kar marjı daha yüksek olan ticari satışlar sayesinde ve brüt kar marjındaki 0,2 baz puanlık iyileşmenin etkisi ile sınırlı daralma göstererek (yıllık bazda 0,6 baz puan azalarak) %7,4 seviyesinde gerçekleşti.

FROTO 4Ç16 MALİ ANALİZ ve DEĞERLEME

	4Ç16	3Ç16	4Ç15	2016	2015
Brüt Kar marjı	11,20	11,90	11,00	11,40	11,10
Ebitda (mn)	419	313	400	1.485	1.386
Ebitda Marjı	7,40	8,10	8,00	8,10	8,30
Net kar Marjı	5,60	4,50	5,70	5,20	5,00
Net Borç (mn)	1.663	2.067	1.580	1.580	1.773

Şirketin 2017 beklentilerine baktığımızda ; ağır ticari araç dahil yurtiçi otomotiv pazarının 850-900 bin adet, yurtiçi satışlarının 105-115 bin adet aralığında olmasını Pazar daralmasının ağırlıklı olarak otomobil segmentinde gerçekleşmesini beklediklerini görmekteyiz.

Şirketin kendi beklentisi ise toplam satış adedinde 375-395 bin aralığı, bu da perakende satışta 105-115 bin, ihracat'da 270-280 bin (2016'ya göre %5-9 aralığı artış) olarak belirlemesinden kaynaklanıyor. Diğer taraftan otomatik vitesli Transit ve Custom modellerinin 2017'de lanse edilecek olması satışlara itici güç olacaktır. İhracat hedefindeki artışın Ford'un en büyük ihracat pazarı İngiltere'nin Brexit'in olumsuz etkilerine rağmen alınmış olması iddialı bir yaklaşımdır.

Üretim adedi olarak beklentileri ise 340-350 bin adette, (Yıllık üretim kapasitesi 415,000 olan Ford Otosan'nın Gölcük'de Transit &Custom üretimi 290k, Yeniköy'de Courier üretimi 110k ve İnönü'de Cargo üretimi ise 15k'dır.). Kapasite kullanım oranı beklentileri ise %82/84 seviyesindedir ki 2016 yılında Gölcük Fabrikası KKO'nı %82 seviyesinde gerçekleştirmiştir.

Ford Otosan 2017'de yatırım harcamalarının 180-200 mn Euro seviyesinde gerçekleşmesini bekliyor. Şirketin tahminleri Ford Motor Company'nin 2017 bütçesi paralelinde plandığı siparişleri, talebe ilişkin güçlü beklentileri neticesinde stok yükseltme planları dahilinde ve üretimin Euro bazlı ucuzlamasının etkisi ile filo satışlarına yönelme hedefleri doğrultusunda olduğunu bilmekteyiz. (2016'da filo satışlarını azaltmıştı)

Bizim beklentilerimiz ise toplam otomobil pazarının 920 bin adet bandında gerçekleşmesi, Binek araç pazarındaki daralmanın %11 ve hafif ticari araç pazarındaki küçülmenin ise %3 seviyelerinde gerçekleşmesi yönündedir. Bu durum da Ford Otosan'ın perakende satış hacminin yurtiçinde 115k seviyesinde 110k seviyesine gerilemesini beklemekteyiz ki bu şirketin beklentisinin orta noktasıdır. Ford Otosan'ın gelirlerinin %70'i ve üretiminin %80'i ihracat kaynaklı olduğundan yurtiçindeki piyasa daralmasından kısmen etkilenmektedir. Önemli nokta İngiltere pazarındaki (ihracatın %31'i İngiltereye yapılmaktadır) gelişmeler olacaktır. 2017 Avrupa otomotiv pazarındaki büyüme beklentisi %1-2 aralığındadır, İngiltere pazarı ise 2016 yılında %1 büyüme kaydetmiştir. Bu durumda Ford Otosan'ın ihracatta %5-9 bandında büyüme beklentisi; İngilteredeki düşük araç stok seviyesinden, Avrupa filo pazarına yönelmesinden ve TL'deki değer kaybının yarattığı rekabetçi ortamdan kaynaklanmaktadır düşüncesindeyiz.

FROTO 4Ç16 MALİ ANALİZ ve DEĞERLEME

M.Baki Atılal
Araştırma - Bölüm Başkanı
m.baki@turkishyatirim.com

Turkish Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin diğer raporlarına;

www.turkishyatirim.com

www.turkborsa.net

<https://twitter.com/turkishyatirim>

<https://twitter.com/turkborsanet>

<https://tr-tr.facebook.com/turkborsa>

adreslerinden ulaşabilirsiniz.

ÇEKİNCE :

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 bilgi ve fikirler, Turkish Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan derlenerek ve sadece bilgi vermek amacıyla hazırlanmıştır. Turkish Yatırım Menkul Değerler A.Ş., bu bilgilerin doğruluğu veya bütünlüğü konusunda bir garanti veremez. Bu rapordaki görüşler, tahmin ve projeksiyonlar, raporu hazırlayan analistlerin fikirlerini yansıtmaktadır. Analistler, görüş ve tahminlerini haber vermeksizin değiştirme hakkına sahiptirler. Turkish Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ve personeli, bu rapordaki bilgilerin eksikliğinden veya yanlışlığından dolayı hiçbir şart altında sorumlu tutulamaz.