

## FORD OTOSAN

### Tavsiyemizi "AL" a yükseltiyoruz

Ford Otosan'ın 2019'da güçlü ihracat performansının katkısı ve daralan yurtiçi satışların ciro payının %14'e kadar gerileyeceği varsayımıyla diğer sanayi hisselerinden olumlu yönde ayrışacağını düşünüyoruz. Euro olarak elde edilen maliyet artı marj bazlı ihracat cirosu TL'deki değer kaybıyla toplam satışları desteklerken, yurtiçi satışlardaki daralmayı dengeleyecektir. Böylelikle euro bazında yatay seviyede net kâr performansı bekliyoruz ve 2019'da %7,3 temettü verimi öngörüyoruz. Ford Otosan'da son dönemde BIST-100 endeksinin altında görülen hisse performansı nedeniyle tavsiyemizi "AL" a ve hedef fiyatı 64 TL'ye yükseltiyoruz. Ford Otosan 6,2x 2019T FD/FAVÖK rasyosuyla on yıllık ortalamasının %15 altında işlem görmektedir. Ayrıca Ford Motor ve Volkswagen'in olası işbirliği sonucu Volkswagen'in Transporter modelinin Ford Otosan'ın Gölcük fabrikasında üretilmesi ihtimali gerçekleşirse Ford Otosan'ın büyüme hikayesini destekleyecektir.

**Güçlü ihracat performansı, Avrupa'daki makro zayıflığa rağmen devam ediyor** – Ford'un ürettiği Transit ailesinin pazar payı kazanımları, hafif ticari araç pazarının Avrupa'da büyümeye devam etmesi (11A18'de %14 yükseldi.) ve Ford Otosan'ın görece maliyet ve fiyatlamadaki avantajlı durumu, Ford Otosan'ın 11A18'de ihracatında %12 büyümeye neden oldu. Böylelikle 2018 sonunda Ford Otosan'ın 330 bin ihracat adedini gerçekleştirmesinin mümkün olduğunu düşünüyoruz. 2019'da Avrupa hafif araç pazarı için beklentiler özellikle İngiltere ve İtalya'daki makro görünümdeki bozulma nedeniyle daha temkinlidir. Bu nedenle 2019'da Ford Otosan'ın ihracatında sadece %2 büyüme öngördük. Ancak Ford Motor ve Volkswagen arasındaki olası işbirliği sonucu Volkswagen'in Transporter modelinin Ford Otosan tarafından üretilmesi ihtimali gerçekleşirse Ford Otosan'ın büyüme hikayesini destekleyecektir.

**Yurtiçinde 2019'da beklenen daralmaya karşı nispeten korunaklı** – TL'deki değer kaybı ve yurtiçi pazarda görülen daralma sonrası 2019'da yurtiçi satışların Ford Otosan'ın cirosundaki payının %30'dan %19'lara gerileyeceğini öngörüyoruz. 2019'da da yurtiçi satış hacimlerinde beklediğimiz %20 daralma ve TL'deki değer kaybı nedeniyle yurtiçi ciro payının %14'e gerilemesini bekliyoruz. Böylece 2019'de euro bazında yatay ciro performansı tahmin ediyoruz.

**İstikrarlı temettü hikayesi** - Ford Otosan'ın, 2018'de ihracatındaki büyüme ve TL'deki değer kaybı sonrası marjlardaki artışın artan finansal giderleri dengeleyeceğini ve euro bazında yatay seviyede net kâr gerçekleştireceğini düşünüyoruz. Hisse başına 2019'da 3,8 TL temettü dağıtılacağını tahmin ediyoruz ve %7,5 temettü verimi öngörüyoruz.

### Tavsiye

AL

Hedef fiyat

(Önceki TUT)

Getiri potansiyeli

TL64

23%

### Hisse bilgileri

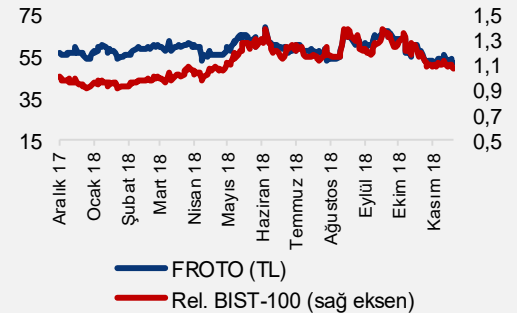
Hisse Kodu	FROTO TI
Hisse fiyatı (19/12/2018)	52,2
Hisse fiyat aralığı (52 haftalık)	51 / 68
Piyasa Değeri (TL mn - USD mn)	18300,0 - 3432,5
halka açıklık oranı	351 - 18%

Ortalama işlem hacmi	1 Ay	3 Ay	12 Ay
USD mn	3,5	3,8	5,0

Fiyat performansı	1 Ay	3 Ay	YBB
TL	-1%	-15%	-8%
USD	-1%	1%	-35%
performans	1%	-11%	14%

Tahminler (TL mn)	2017	2018T	2019T
Net satışlar	25.341	32.796	38.086
FAVÖK	2.000	2.772	3.256
Net kâr	1.490	2.012	2.441

Değerleme	2017	2018T	2019T
F/K	12,3x	9,1x	7,5x
F/DD	5,0x	4,9x	3,8x
FD/FAVOK	9,7x	7,5x	6,2x
FD/Net satışlar	0,8x	0,6x	0,5x
Temettü verimi	4,3%	6,6%	7,3%



— FROTO (TL)

— Rel. BIST-100 (sağ eksen)

Ece Mandacı, CFA

+90 212 355 2679

[ece.mandaci@tacirler.com.tr](mailto:ece.mandaci@tacirler.com.tr)

## Faaliyetlerle ilgili ana veriler

	2015	2016	2017	2018T	2019T	2020T
<b>Hacimler (bin adet)</b>	<b>381</b>	<b>373</b>	<b>413</b>	<b>400</b>	<b>393</b>	<b>413</b>
Yurtiçi	127	116	115	70	56	68
İhracat	254	257	297	330	337	346
<b>Büyüme %</b>	<b>35%</b>	<b>-2%</b>	<b>11%</b>	<b>-3%</b>	<b>-2%</b>	<b>5%</b>
Yurtiçi	40%	-9%	0%	-39%	-20%	20%
İhracat	32%	1%	16%	11%	2%	3%
<b>Net satışlar (TL milyon)</b>	<b>16.746</b>	<b>18.289</b>	<b>25.341</b>	<b>32.796</b>	<b>38.086</b>	<b>46.608</b>
Yurtiçi	6.023	6.002	7.511	6.093	5.472	7.594
İhracat	10.723	12.287	17.830	26.703	32.614	39.014
<b>Büyüme %</b>	<b>35%</b>	<b>9%</b>	<b>39%</b>	<b>29%</b>	<b>16%</b>	<b>22%</b>
Yurtiçi	29%	0%	25%	-19%	-10%	39%
İhracat	39%	15%	45%	50%	22%	20%
<b>Ciro dağılımı</b>						
Yurtiçi	36%	33%	30%	19%	14%	16%
İhracat	64%	67%	70%	81%	86%	84%
<b>Euro milyon</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018T</b>	<b>2019T</b>	<b>2020T</b>
Net satışlar	6.161	6.058	6.952	6.882	6.731	7.297
FAVÖK	510	492	549	582	575	620
Vergi öncesi kâr	319	321	406	441	458	486
Net kâr	310	316	409	422	431	466
<b>Büyüme %</b>						
Net satışlar	13%	-2%	15%	-1%	-2%	8%
FAVÖK	34%	-3%	12%	6%	-1%	8%
Vergi öncesi kâr	78%	1%	26%	9%	4%	6%
Net kâr	14%	2%	29%	3%	2%	8%
Euro/TL ortalama	3,0166	3,3382	4,1136	5,6697	6,8367	7,9652
Euro/TL kapanış	3,1776	3,6939	4,5155	6,0000	7,2494	8,5072

Kaynak: Ford Otosan ve Tacirler Yatırım

## PROJEKSİYONLAR

Bilanço	2016	2017	2018T	2019T	2020T
Nakit ve benzerleri	1.189	1.806	1.579	3.031	4.690
Ticari alacaklar	2.158	3.357	4.345	5.045	6.174
Stoklar	1.054	1.152	1.968	2.094	2.469
Diğer dönen varlıklar	275	512	756	877	1.072
<b>Dönen varlıklar</b>	<b>4.676</b>	<b>6.827</b>	<b>8.647</b>	<b>11.048</b>	<b>14.407</b>
Finansal yatırımlar	19	17	12	14	16
Maddi duran varlıklar	3.303	3.536	3.978	4.438	4.625
Maddi olmayan duran varlıklar	553	690	792	792	792
Diğer duran varlıklar	736	941	1.119	1.300	1.590
<b>Duran varlıklar</b>	<b>4.610</b>	<b>5.185</b>	<b>5.901</b>	<b>6.544</b>	<b>7.023</b>
<b>Toplam varlıklar</b>	<b>9.286</b>	<b>12.012</b>	<b>14.548</b>	<b>17.592</b>	<b>21.431</b>
Kısa vadeli borçlanmalar	1.348	1.784	2.888	3.473	4.062
Ticari borçlar	2.617	3.817	5.065	5.877	7.230
Diğer kısa vadeli yükümlülükler	342	449	456	529	648
<b>Kısa vadeli yükümlülükler</b>	<b>4.308</b>	<b>6.050</b>	<b>8.409</b>	<b>9.880</b>	<b>11.940</b>
Uzun vadeli borçlanmalar	1.504	1.820	1.933	2.335	2.740
Diğer uzun vadeli yükümlülükler	311	446	449	522	639
<b>Uzun vadeli yükümlülükler</b>	<b>1.815</b>	<b>2.266</b>	<b>2.382</b>	<b>2.857</b>	<b>3.379</b>
<b>Özkaynaklar</b>	<b>3.164</b>	<b>3.696</b>	<b>3.757</b>	<b>4.856</b>	<b>6.112</b>
Ana ortaklığa ait	3.164	3.696	3.757	4.856	6.111
Kontrol gücü olmayan paylar	0	0	0	0	1
<b>Toplam kaynaklar</b>	<b>9.286</b>	<b>12.012</b>	<b>14.548</b>	<b>17.592</b>	<b>21.431</b>
Net borç	1.663	1.798	3.242	2.778	2.112
Net işletme sermayesi	527	755	1.547	1.611	1.840
Net işletme sermayesi (operasyon)	595	693	1.247	1.263	1.414
Yatırılan sermaye	4.383	4.982	6.317	6.841	7.257
<b>Oranlar</b>					
<b>Karlılık</b>					
Özsermaye kârlılığı	30,7%	43,4%	54,0%	56,7%	54,2%
Net kâr	5,2%	5,9%	6,1%	6,4%	6,4%
Aktif devri	2,1x	2,4x	2,5x	2,4x	2,4x
Kaldıraç	2,8x	3,1x	3,6x	3,7x	3,6x
Aktif kârlılığı	10,8%	14,0%	15,2%	15,2%	15,2%
Yatırılan sermaye kârlılığı	19,0%	26,1%	31,1%	31,1%	33,3%
<b>Kaldıraç</b>					
Net borç/toplam varlıklar	31%	30%	33%	33%	32%
Net borç/özsermaye	0,53	0,49	0,86	0,57	0,35
Net borç/FAVÖK	1,12	0,90	1,17	0,85	0,53

Gelir tablosu	2016	2017	2018T	2019T	2020T
<b>Net satışlar</b>	<b>18.289</b>	<b>25.341</b>	<b>32.796</b>	<b>38.086</b>	<b>46.608</b>
Brüt kâr	2.086	2.637	3.452	4.037	4.722
Faaliyet giderleri	1.057	1.111	1.257	1.481	1.789
Esas faaliyet kârı	1.029	1.526	2.194	2.556	2.933
<b>FAVÖK</b>	<b>1.485</b>	<b>2.000</b>	<b>2.772</b>	<b>3.256</b>	<b>3.959</b>
Net diğer gelir	76	179	236	164	219
Net finansman geliri	-135	-224	-328	-131	-48
Vergi öncesi kâr	970	1.481	2.103	2.589	3.104
Vergi gideri	15	-9	91	148	131
<b>Net kâr</b>	<b>955</b>	<b>1.490</b>	<b>2.012</b>	<b>2.441</b>	<b>2.973</b>

## Nakit akış tablosu

Nakit akış tablosu	2016	2017	2018T	2019T	2020T
<b>FAVÖK</b>	<b>1.485</b>	<b>2.000</b>	<b>2.772</b>	<b>3.256</b>	<b>3.959</b>
Vergi gideri	206	305	483	562	645
Yatırımlar	538	849	1.020	1.160	1.212
İşletme sermayesi değişir	41	228	792	64	229
<b>Serbest nakit akışı</b>	<b>701</b>	<b>618</b>	<b>478</b>	<b>1.470</b>	<b>1.873</b>

## Büyüme ve marjlar

Büyüme ve marjlar	2016	2017	2018T	2019T	2020T
Net satışlar	9,2%	38,6%	29,4%	16,1%	22,4%
FAVÖK	7,2%	34,6%	38,6%	17,4%	21,6%
Net kâr	13,5%	56,0%	35,0%	21,3%	21,8%
Brüt marj	11,4%	10,4%	10,5%	10,6%	10,1%
Esas faaliyet kâr marjı	5,6%	6,0%	6,7%	6,7%	6,3%
FAVÖK marjı	8,1%	7,9%	8,5%	8,5%	8,5%
Net marj	5,2%	5,9%	6,1%	6,4%	6,4%
Serbest nakit akışı marjı	3,8%	2,4%	1,5%	3,9%	4,0%

## Hisse başına (TL)

Hisse başına (TL)	2016	2017	2018T	2019T	2020T
Net kâr	2,72	4,25	5,73	6,96	8,47
Özsermaye	9,02	10,53	10,71	13,84	0,00
Temettü	1,89	2,25	3,43	3,82	4,89

## Değerleme

Değerleme	2016	2017	2018T	2019T	2020T
F/K	19,2x	12,3x	9,1x	7,5x	6,2x
F/DD	5,8x	5,0x	4,9x	3,8x	3,0x
FD/FAVOK	13,1x	9,7x	7,5x	6,2x	4,9x
FD/Net satışlar	1,1x	0,8x	0,6x	0,5x	0,4x
Temettü verimi	3,6%	4,3%	6,6%	7,3%	9,4%
Serbest nakit akışı verimi	3,8%	3,4%	2,6%	8,0%	10,2%

Kaynak: Tacirler Yatırım Araştırma

\* Bütün rakamlar milyon TL olarak ifade edilmiştir.

## Yatırım Merkezlerimiz

**Genel Müdürlük**

Nispetiye Cad. B-3 Blok Kat: 7-9  
Akmerkez Etiler - İSTANBUL  
0 212 355 46 46

**Adana**

Cemal Paşa Mah. Gazipaşa Bul.  
Cemal Uğurlu Apt. Kat: 1 D: 4 ADANA

(0 322) 457 77 55

**Ankara**

Remzi Oğuz Arık Mah. Tunalı Hilmi Cad.  
Yaprak Apt. No: 94 Kat: 2 D: 9  
Kavaklıdere Çankaya - ANKARA

(0 312) 435 18 36

**Antalya**

Şirinyalı Mah. İsmet Gökşen Cad. Özden  
Apt. No:82/6 Muratpaşa - ANTALYA

(0 242) 248 45 20

**Bakırköy**

İstanbul Cad. Bakırköy İş Merkezi No:  
6 Kat: 4 D: 14 Bakırköy - İSTANBUL

(0 212) 570 52 59

**Bursa**

Muradiye Mah. Çekirge Cad. Koçer Apt.  
No: 49 Kat: 2 D: 4 Osmangazi - BURSA

(0 224) 225 64 10

**Denizli**

Saraylar Mah. 2. Ticari Yol No: 32 Kat: 5  
DENİZLİ

(0 258) 265 87 85

**Erenköy**

Bağdat Cad. Çubukçu Apt. No: 333  
Kat: 2 D: 4 Kadıköy - İSTANBUL

(0 216) 348 82 82

**Gaziantep**

İncilipinar Mah. Gazimuhtarpaşa Bul.  
Kepkepzade Park İş Merkezi B Blok No:  
18 Kat: 1 D: 5 GAZİANTEP

(0 342) 232 35 35

**Girne**

Şehit Necati Gürkaya Mevkii Çağdaş Apt.  
Kat: 1 D: 1 Girne - KKTC

(0 392) 815 14 55-55-56

**İzmir**

Şair Eşref Bul. Ragıp Şanlı İş Merkezi  
No: 6 Kat: 3 D: 306 Çankaya - İZMİR

(0 232) 445 01 61

**İzmit**

Hürriyet Cad. Kaya İşhanı No: 39/5 İzmit -  
KOCAELİ

(0 262) 323 11 33

**İzmit İrtibat**

Ömerağa Mah. Alemdar Cad. İ. Kolaylı  
Apt. No: 8 Kat: 2 İzmit KOCAELİ

(0 262) 260 01 01

**Karadeniz Ereğli**

Murtaza Mah. Hamamüstü Sok. İ. Esat  
Taneri İş Merkezi No: 19 Kat: 2  
Karadeniz Ereğli - ZONGULDAK

(0 372) 316 40 50

**Kartal**

Üsküdar Cad. Cevat Kayacan Apt. No:  
26 Kat: 4 D: 8 Kartal - İSTANBUL

(0 216) 306 22 71 - 306 22 06

**Kayseri**

Cumhuriyet Mah. Sultan Hamam Cad.  
Kavuncu İş Merkezi No: 17 Kat: 1 D: 2  
KAYSERİ

(0 352) 221 08 68 - 222 82 51

**Mersin**

Çankaya Mah. Bahri Ok İş Merkezi B  
Blok No: 78 MERSİN

(0 324) 238 11 89

## Uyarı Notu

Bu raporda yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmakta olup finansal bilgi ve genel yatırım tavsiyesi kapsamında hazırlanmıştır ve hiçbir şekilde 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.

Yatırım Danışmanlığı hizmeti talep edilmesi halinde; yatırımcının Tacirler Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ile Yatırım Danışmanlığı sözleşmesi imzalamış olması, Yerindelik Testi'ni tamamlamış ve risk grubunun belirlemiş olması zorunludur.

Bu raporda yer alan her türlü bilgi, yorum ve tavsiye uygunluk testi ile tespit edilecek risk grubunuz ve getiri beklentiniz ile uyumlu olmayabilir. Dolayısıyla, uygunluk testi neticesinde risk grubunuz tespit edilmeden sadece burada yer alan bilgilere dayanılarak yatırım kararı verilmesi amaç, bilgi ve tecrübenize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

Bu rapor herhangi bir sürede belirli bir getirinin sağlanacağına dair bir taahhüt içermemekte olup, zaman içerisinde piyasa koşullarında meydana gelen değişiklikler nedeniyle yorum ve tavsiyelerde değişiklikler söz konusu olabilir. Bu raporda bahsedilen yatırım araçlarının fiyatları ve değerleri yatırımcıların menfaatlerine aykırı olarak hareket edebilir ve netice itibarıyla yatırımcılar anaparalarını kaybetme riski ile karşı karşıya kalabilirler. Bu raporda yer alan geçmiş performans verileri gelecekte elde edilecek sonuçların bir garantisi olarak kabul edilemez.

Bu raporda yer alan tüm bilgiler ve görüşler yatırımcıları bilgilendirmek amacıyla, Tacirler Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından güncel ve güvenilir kaynaklardan temin edilmiş olmakla beraber, Tacirler Yatırım Menkul Değerler A.Ş. söz konusu bilgilerin doğru ve tam olduğunu taahhüt etmemektedir. Raporlardaki yorumlardan, bilgilerin tam veya doğru olmaması ve/veya güncellenme nedeniyle doğabilecek maddi ve manevi zararlardan Tacirler Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ve çalışanları sorumlu tutulamaz.

Bu rapor, sadece gönderildiği kişilerin kullanımı içindir. Bu raporun tümü veya bir kısmı Tacirler Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin yazılı izni olmadan çoğaltılamaz, yayınlanamaz veya üçüncü kişilere gösterilemez, ticari amaçla kullanılamaz. Aksi halde, Tacirler Yatırım Menkul Değerler A.Ş. uğramış olduğu bütün zarar ve ziyanı talep etme hakkını saklı tutar.