

FORD OTOSAN

Büyüme dinamikleri güçlü ancak çarpanları makul değerde

Ford Otosan yılbaşından bu yana %52 yükselirken, BIST-100 endeksinin %10 üzerinde performans gösterdi. İhracat görünümündeki iyileşme ve kârlılıktaki artış hissedeği yükselişte etkili oldu. Son olarak şirket Eylül 2018'e kadar iki fazda tamamlanmak üzere %10 kapasite artışı yatırımı yapacağını duyurdu. Tüm bu gelişmeleri dikkate alarak net satış ve kâr tahminlerimizi yükseltiyor, risksiz getiri oranını düşürüyor ve yeni makro kurları modelimize yansıtıyoruz. Sonuç olarak hedef fiyatı 48 TL'ye (önceki 39TL) yükseltiyoruz. Hissede görülen yükseliş ve çarpanların makul değerde olması nedeniyle Ford Otosan'da TUT tavsiyemizi sürdürüyoruz. Ford Otosan 8,5x 12 aylık FD/FAVÖK çarpanıyla beş yıllık ortalamasına yakın işlem görmektedir.

2Ç17 operasyonel sonuçları beklentilere paralel, net kâr beklentilerin üzerinde açıklandı - Ford Otosan 2Ç17'de 362 milyon TL net kâr, %39 yıllık büyüme oranıyla açıklayarak beklentilerin üzerinde performans gösterdi. FAVÖK beklentiler dahilinde 477 milyon TL seviyesinde gerçekleşirken, şirket beklentimizin üzerinde net kur farkı geliri ve ertelenmiş vergi geliri açıkladı. Net satışlar %36 yıllık artışla 6.258 milyon TL seviyesine ulaştı. İhracat gelirleri %49 artarken, yurtiçi gelirleri yıllık %12 büyüdü. İhracatın toplam satışlardaki oranı 500 baz puan yıllık artışla %74 seviyesine ulaştı. Toplam hacimler 10% artışla 107 bin adet seviyesine yükseldi. 2Ç17'de ihracat hacimleri %20 büyürken, yurtiçi hacimler %7 yıllık daraldı. Güçlü Avro/TL ve yurtiçindeki fiyat artışları da satış büyümesini destekledi. FAVÖK %22 yıllık artarak 85 baz puan marj daralmasına neden oldu. Fiyat yükselişi ve kapasite kullanım oranındaki iyileşmeye rağmen, enflasyonist baskı ve hammadde maliyetlerindeki yükseliş trendi FAVÖK marjının %7,6 seviyesine azalmasına neden oldu.

2017 ve 2018 beklentilerimizi yukarı revize ediyoruz - Ford Otosan, Ford markasının Avrupa hafif ticari araç pazarında pazar payı elde etmesi ve Avrupa pazarındaki toparlanmadan (1Y17'de yıllık %5 pazar büyümesi) olumlu etkilenmektedir. Bu doğrultuda 1Y17'de Ford Otosan'ın ana olarak Avrupa pazarını hedeflediği ihracatı %12 yıllık büyüyerek 152 bin adede yükselmiştir. Şirketin yıl sonu için hedeflediği ve 10 bin adet yukarı revize ettiği 290-300 bin adet bandında ihracatın mümkün olabileceğini düşünüyor ve ihracat tahminimizi 2017 ve 2018 için %10 yükseltiyoruz. Net satışlar ve kâr tahminlerimizde de çift haneli artışlar gerçekleştirdik. Ayrıca yeni makro tahminlerimizi modele yansıtırken, risksiz getiri oranını 50 baz puan azaltarak %10,5 olarak modelimize dahil ettik. Böylelikle hedef fiyatımız %23 yükseldi.

Tavsiye

TUT

Hedef fiyat

TL48

Getiri potansiyeli

6%

Hisse bilgileri

Hisse Kodu	FROTO TI		
Hisse fiyatı (04-08-2017)	45,1		
Hisse fiyat aralığı (52 haftalık)	27 / 46		
Piyasa Değeri (TL mn - USD mn)	15819,0 - 4483,0		
Hisse adedi (mn) & halka açıklık oranı	351 - 18%		
Ortalama işlem hacmi	1 Ay	3 Ay	12 Ay
USD mn	4,3	4,2	3,8

Fiyat performansı

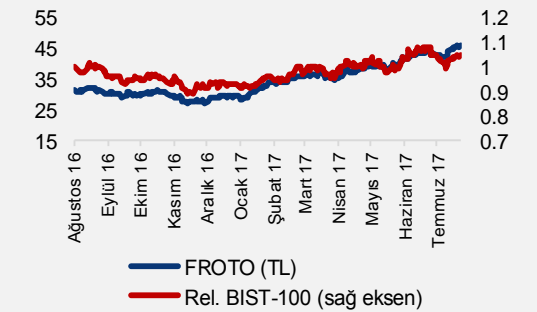
	1 Ay	3 Ay	YBB
TL	6%	15%	52%
USD	6%	15%	52%
BIST -100'e göre performans	-1%	-2%	10%

Tahminler (TL mn)

	2016	2017T	2018T
Net satışlar	18.289	24.420	27.781
FAVÖK	1.485	1.884	2.260
Net kâr	955	1.263	1.579

Değerleme

	2016	2017T	2018T
F/K	16,6x	12,5x	10,0x
F/DD	5,0x	4,3x	3,8x
FD/FAVOK	11,4x	8,9x	7,3x
FD/Net satışlar	0,9x	0,7x	0,6x
Temettü verimi	4,2%	4,8%	6,8%



Ece Mandacı, CFA

+90 212 355 2679

ece.mandaci@tacirler.com.tr

Tahminlerde revizyonlar

	Eski Tahminler			Yeni Tahminler		Tahminlerde değişiklik	
Ford Otosan							
Satış hacimleri	373	377	386	404	413	7%	7%
Yurtiçi	116	113	117	113	116	0%	0%
İhracat	257	264	269	291	297	10%	10%
Net satışlar	18.289	21.224	23.665	24.420	27.781	15%	17%
FAVÖK	1.485	1.708	1.911	1.884	2.260	10%	18%
Net kâr	955	962	1.062	1.263	1.579	31%	49%
FAVÖK marjı	8,1%	8,0%	8,1%	7,7%	8,1%	-0,33pp	0,06pp
Net marj	5,2%	4,5%	4,5%	5,2%	5,7%	0,64pp	1,19pp
Makro tahminler							
EUR/TL ortalama	3,338	3,914	4,222	4,042	4,433	3%	5%
USD/TL ortalama	3,019	3,745	4,069	3,688	4,003	-2%	-2%

Kaynak: Tacirler Yatırım Araştırma

PROJEKSİYONLAR

Balance Sheet	2015	2016	2017E	2018E	2019E	Income statement	2015	2016	2017E	2018E	2019E
Cash	980	1.189	1.386	1.524	1.941	Revenues	16.746	18.289	24.420	27.781	30.968
Accounts receivables	1.784	2.158	2.881	3.278	3.654	Gross profit	1.860	2.086	2.355	2.862	3.179
Inventory	1.000	1.054	1.472	1.663	1.853	Operating expenses	879	1.057	1.033	1.240	1.339
Other current assets	267	275	366	417	463	Operating profit	981	1.029	1.323	1.621	1.840
Current assets	4.031	4.676	6.105	6.882	7.912	EBITDA	1.386	1.485	1.884	2.260	2.521
Financial investments	13	19	21	22	24	Other income, net	53	76	63	63	93
Net fixed assets	3.251	3.303	3.587	3.854	3.909	Financial income, net	-168	-135	-93	-23	-46
Intangible assets	540	553	553	553	553	Earnings before taxes	866	970	1.293	1.662	1.887
Other non-current assets	594	736	806	839	935	Tax expense	24	15	29	83	189
Non-current assets	4.397	4.610	4.966	5.268	5.421	Net earnings	842	955	1.263	1.579	1.698
Total assets	8.428	9.286	11.072	12.150	13.333	Cashflow statement					
Short-term financial loans	1.260	1.348	1.382	1.481	1.604	EBITDA	1.386	1.485	1.884	2.260	2.521
Accounts payables	2.314	2.617	3.667	4.142	4.619	Taxes Paid	196	206	265	324	368
Other short-term payables	250	342	457	520	580	Capital expenditures	560	538	846	906	736
Current liabilities	3.824	4.308	5.506	6.143	6.802	Chg. in NWC	88	41	68	100	77
Long-term financial loans	1.301	1.504	1.488	1.368	1.481	Free cashflows to firm	542	701	706	929	1.340
Other long-term payables	244	311	415	472	526	Growth & margins					
Non-current liabilities	1.545	1.815	1.903	1.840	2.007	Revenues	40,4%	9,2%	33,5%	13,8%	11,5%
Shareholders' equity	3.060	3.164	3.663	4.167	4.524	EBITDA	66,7%	7,2%	26,9%	20,0%	11,5%
Parent company	3.060	3.164	3.663	4.167	4.524	Net earnings	41,5%	13,5%	32,2%	25,0%	7,6%
Minorities	0	0	0	0	0	Gross margin	11,1%	11,4%	9,6%	10,3%	10,3%
Total liabilities & equity	8.428	9.286	11.072	12.150	13.333	Operating margin	5,9%	5,6%	5,4%	5,8%	5,9%
Net debt	1.580	1.663	1.484	1.324	1.143	EBITDA margin	8,3%	8,1%	7,7%	8,1%	8,1%
Net working capital	487	527	595	696	772	Net margin	5,0%	5,2%	5,2%	5,7%	5,5%
Net working capital (Operating)	470	595	686	799	887	Free cashflow margin	3,2%	3,8%	2,9%	3,3%	4,3%
Invested Capital	4.277	4.383	4.735	5.102	5.234	Per share (TL)					
Ratios						EPS	2,40	2,72	3,60	4,50	4,84
Profitability						BVPS	8,72	9,02	10,44	11,88	12,89
ROE	29,0%	30,7%	37,0%	40,3%	39,1%	DPS	1,14	1,89	2,18	3,06	3,82
Net margin	5,0%	5,2%	5,2%	5,7%	5,5%	Valuation					
Asset turnover	2,1x	2,1x	2,4x	2,4x	2,4x	P/E	18,8x	16,6x	12,5x	10,0x	9,3x
Leverage	2,7x	2,8x	3,0x	3,0x	2,9x	P/BV	5,2x	5,0x	4,3x	3,8x	3,5x
ROA	10,7%	10,8%	12,4%	13,6%	13,3%	EV/EBITDA	12,2x	11,4x	8,9x	7,3x	6,5x
ROIC	18,8%	19,0%	23,2%	26,4%	28,5%	EV/Sales	1,0x	0,9x	0,7x	0,6x	0,5x
Leverage						Dividend Yield	2,5%	4,2%	4,8%	6,8%	8,5%
Financial debt/Total assets	30%	31%	26%	23%	23%	Free cashflow yield	3,4%	4,4%	4,5%	5,9%	8,5%
Net debt/Equity	0,52	0,53	0,41	0,32	0,25						
Net debt/EBITDA	1,14	1,12	0,79	0,59	0,45						

Source: Tacirler Investment

* All figures are stated in millions of TL unless otherwise stated.

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.