

Türkiye'nin ihracat ağırlıklı çalışan otomotiv şirketi olarak Ford Otosan'ı beğeniyor ve yeni elektrikli araç yatırımı ile oluşturduğu güçlü büyüme beklentisi ile uzun vadeli takip edilmesi gereken bir hisse olarak düşünüyoruz.

- * **Karlılık devam edecek:** Ford Otosan 4. çeyrekte açıkladığı beklentilerin üzerindeki net satış ve net kar rakamları ile son dönemde sürdürdüğü yükselişin devam edeceği sinyallerini verdi.
- * **Kapasite artırımı ile birlikte elektrikli araç yatırımları gündemde:** Şirket, gerek yurtiçinde gerekse de ana pazarı olan Avrupa'da, hafif ticari araçlar pazarında lider konumunu sürdürerek, pandemi döneminde bu segmentteki artan talebi karşılayabilecek en iyi şirket olarak öne çıkmaktadır. Bu nedenle Gölcük ve Yeniköy fabrikalarının tam kapasite çalışmaya başlamaları ile önümüzdeki dönemde kapasite artırımına gitmelerini bekliyoruz. Bu kapasite artırımına ilişkin olarak ilk açıklamalar geçtiğimiz Aralık ayında yapılmış ve Şirket 2026 yılı ortasına kadar yaklaşık 20 milyar TL'ye varan bir dizi yatırım yaparak mevcut 450.000 adet olan üretim kapasitesini %44 oranında artırarak 650.000 adete çıkartmayı planladığını açıklamıştır. Bu yatırım programı içinde en önemli adım ise 136 bin adetlik elektrik bataryası montaj hattının kurulmasıdır.
- * **Ford-VW işbirliği ölçek ekonomisi bazında iyileşme getirecek.** Geçtiğimiz Haziran ayında Ford ve Volkswagen arasındaki anlaşmada Ford Custom modeli ile VW Transporter modelinin bir bileşimi olan yeni araç, Türkiye'de Ford Otosan fabrikalarında üretilecek. Yeni kapasite artırım programının bir kısmı da bu projeye ayrılmış durumda. Böylece önümüzdeki dönemde Şirket'in kapasite kullanımını oldukça yüksek bir seviyede tutmaya devam ederek ölçek ekonomisinden faydalanacağını öngörüyoruz.
- * **Ford E-Transit modeli tüm dünyada sadece Ford Otosan tarafından üretilecek:** Ford, sürdürülebilirlik stratejisi çerçevesinde 2050 yılına kadar karbon nötr kalma hedefi çerçevesinde elektrifikasyona ve hibrid araçlara doğru bir geçiş gerçekleştirmektedir. Ford'un tam otomatik hafif ticari elektrikli aracı olan E-Transit'in de tamamen Ford Otosan tarafından üretilmesi ve satışına 2022 yılı Baharı itibariyle başlanması planlanmaktadır.
- * **İhracat ağırlıklı satışlarla önümüzdeki dönemde %25'in üzerinde büyüme:** Bu planlar çerçevesinde Şirket'in net satışlarının projeksiyon dönemimizde, kur etkisi de dikkate alınarak yıllık %25'in üzerinde büyüyerek 2021 yılında 62,7 milyar TL'ye ve 2022 yılında elektrikli araç satışlarının da etkisi ile 79,5 milyar TL'ye çıkacağını tahmin ediyoruz.
- * **Avantajlı maliyet yapısı karlılığı destekliyor.** Pandemi dönemini, maliyet azaltıcı önlemleri hayata geçirerek verimli bir şekilde geçiren Şirket'in önümüzdeki 5 yıllık dönemde VFAOK marjını %11 seviyelerine yakın tutmasını beklemekteyiz.
- * Bu varsayımlar çerçevesinde Ford Otosan için **Hedef Piyasa Değerini 67,5 Milyar TL ve Hedef Fiyatı da 192 TL olarak belirlemekteyiz.** Bu hedeflerimiz çerçevesinde şirketin 12/02/2021 tarihli piyasa değerine göre 2021 yılında F/K oranı 13,35x ve FD/VFAOK oranını ise 8,4x olarak tahmin ediyoruz. Şirket'in son bir yılda BIST Endeksinin %80 üzerinde performans gösterdiğini de dikkate alarak **hisse önerimizi TUT olarak vermekteyiz.**

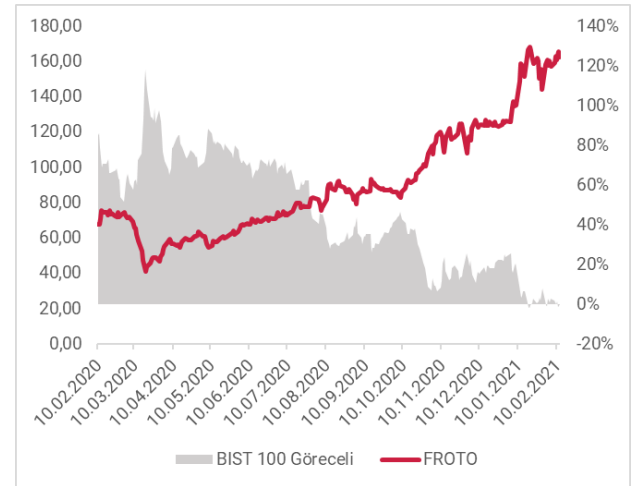
Öneri ve Hedef Fiyat

Hisse Kodu	FROTO
Hedef Fiyat (TL)	192,21
Hisse Fiyat (TL)	162,40
Yükselme Potansiyeli	18%
Hisse Öneri	TUT
Piyasa Değeri (mİn TL)	56.988
Firma Değeri (mİn TL)	56.664
Net Borçluluk (mİn TL)	-43
Halka Açıklık Oranı	18%
Hissede Yabancı Oranı (%)	76,32
Hisse Sayısı	350.910.000

Kaynak: Piyasa verileri 12/02/2021 tarihli kapanış verileridir.

Hisse Fiyat Performansı

Fiyat Performansı (%)	Son 1 Ay	Son 1 Yıl	YBB
FROTO - BIST 100 Göreceli	6,36	70,54	23,72
FROTO - Hisse Performans	7,34	118,36	29,30
Ortalama Hacim (mİn TL)	1,73	0,71	1,76



Temel Finansal Veriler

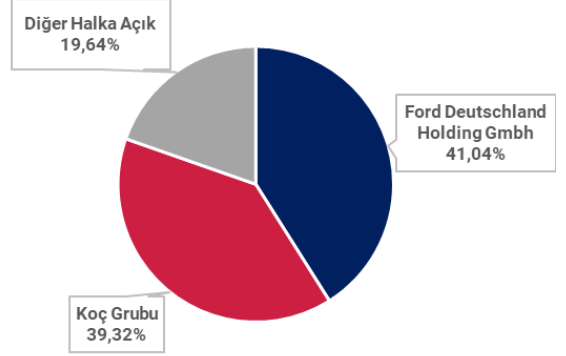
Temel Göstergeler (mİn TL)	2018	2019	2020
Net Satışlar	33.292	39.209	49.451
VFAOK	2.854	3.198	5.722
Net Kar	1.683	1.959	4.195
Amortisman	569	776	917
Temettü Ödeme Oranı (%)	72%	66%	29%

Kaynak: Şirket verisi, Dinamik Menkul Değerler

Şirket Hakkında Genel Bilgi

- * Türkiye’de kurulmuş olan ve faaliyet gösteren Ford Otomotiv Sanayi A.Ş.’nin (“Şirket”), faaliyet konusu özellikle ticari sınıf araçlar olmak üzere motorlu araçların imalatı, montajı ve satışı, binek araçların ithalatı, satışı ve bu araçların yedek parçalarının üretimi, ithalatı ve satışlarıdır. Şirket, 1959 yılında kurulmuş olup halihazırda Ford Grubu ve Koç Grubu şirketleri ortaklığı olarak faaliyetine devam etmektedir. Halka açık olan A grubu hisselerin payı 31/12/2020 tarihi itibarıyla Şirket’in paylarının %19,64’ünü oluşturmaktadır. Şirket’in ticari sicile kayıtlı adresi Akpınar Mahallesi, Hasan Basri Cad. No: 2 Sancaktepe, İstanbul’dur.
- * Şirket’in Kocaeli yerleşkesinde Transit ve Transit Custom model araçları ürettiği Gölcük Fabrikası ve Transit Courier model aracı ürettiği Yeniköy Fabrikası; Eskişehir yerleşkesinde ise Ford Trucks Kamyon Fabrikası ile Kamyon ve Transit araçlarına üretim yapan Motor ve Aktarma Organları Fabrikası bulunmaktadır.

Ortaklık Yapısı



Kaynak: Şirket verisi

Değerleme Özeti

- * Ford Otosan için yaptığımız değerlendirme temel olarak İndirgenmiş Nakit Akım Analizi (“INA”) ve Temettü İndirgeme Modeline (“TIM”) dayanmaktadır. Şirket’in vermiş olduğu hedefler, yeni yatırım planları ve analizlerimiz çerçevesinde Şirket için 2025 yılına kadar bir gelir tablosu projeksiyonu yapılmıştır ve bu projeksiyonlarda Şirket’in net satışlarının 2021 ve 2022 yıllarında kur etkisini dikkate alarak yıllık %25’in üzerinde büyüyerek 2021 yılında 62,7 milyar TL’ye ve 2022 yılında elektrikli araç satışlarının da başlaması ile 79,5 milyar TL’ye çıkacağını tahmin ediyoruz.
- * 2021 ve 2022 yılları için, önümüzdeki 5 yıl boyunca artan yatırım tutarına istinaden amortismanlarda bir artış ve enflasyon oranındaki düşüş beklentisi ile yatırımlardan kaynaklanan finansman giderlerinin ağırlıklı olarak önümüzdeki ilk iki yıl finansal tablolara etki edeceği varsayımı ile net kar marjının sırasıyla 2021 yılında %6,8 ve 2022 yılında %7,3 seviyelerinde gerçekleşmesini bekliyoruz. VFAOK marjının da sırasıyla %10,7 ve %10,8 olarak gerçekleşmesini beklemekteyiz.
- * Şirket 2020 yılında Cumhurbaşkanlığı kararıyla yalnızca bir kere temettü dağıtmış olmasına rağmen geçmişte gerçekleşen temettü dağıtım oranının ortalama %55 civarında olduğunu gözlemlemekteyiz. Yatırım dönemine girilecek olması nedeniyle geçmişte olduğu kadar yüksek bir temettü oranı olmasa bile, Şirket’in mali yapısının elvermesi ve yeni projelerden gelen nakit akımlarının yatırımları karşılayabilecek seviyede olduğunu düşündüğümüzden önümüzdeki dönemlerde de %55 civarında bir temettü ödeme oranının gerçekleşebileceğini tahmin ediyoruz.

Değerleme Çarpanları

	2020	2021T	2022T
Fiyat/Kazanç	13,58	13,35	9,79
FD/ Net Satışlar	1,15	0,90	0,71
FD / VFAOK	9,90	8,44	6,62

Tahminler	2020	2021T	2022T
Net Satışlar	49.451	62.704	79.508
VFAOK	5.722	6.713	8.555
Net Kar	4.195	4.269	5.819

Kaynak: Şirket verisi, Dinamik Menkul Değerler

SONUÇ

- * Şirket’in 2025 sonrası artık büyüme oranını Türkiye’nin uzun vadeli büyüme oranı olan %5 ile eşdeğer olarak aldığımızda Şirket’in Hedef Piyasa Değerini INA yöntemine göre 69,54 Milyar TL ve TIM yöntemin göre de 65,3 Milyar TL olarak belirlemekteyiz. Bu iki yönteme eşit ağırlık verilerek Şirket’in nihai Hedef Piyasa Değerini 67,5 Milyar TL ve Hedef Fiyatı da 192 TL olarak belirlemekteyiz. Bu hedeflerimiz çerçevesinde şirketin 12/02/2021 tarihli piyasa değerine göre 2021 yılında F/K oranı 13,35x ve FD/VFAOK oranını ise 8,4x olarak tahmin ediyoruz. Şirket’in son bir yılda BIST Endeksinin %80 üzerinde performans gösterdiğini dikkate alarak **hisse önerimizi TUT olarak vermekteyiz.**

INA ve TIM Yöntemlerine Göre Değerleme

000’TL	INA	TIM
Toplam INA	17.634.672	13.431.835
Artık Deger	51.870.539	51.870.539
Toplam Firma Değeri	69.505.211	65.302.374
Net Borç	-43.199	-43.199
Hedef Piyasa Değeri (000’TL)	69.548.410	65.345.573
Hisse Adedi	350.910.000	350.910.000
Hisse Başı Fiyat (TL)	198	186
Hedef Piyasa Değeri	67.446.991	
Hedef Fiyat (TL)	192	

Finansal Analiz

- * 2020 yılında Türkiye otomotiv endüstrisi her segmentte büyümüş ve yıllık bazda %62 oranında artarak 791.397 adet satışa ulaşmıştır. Bu satışlar arasında hafif ticari araçların payı, ticari araçlardaki güçlü birikmiş talep, pandemi dönemindeki e-ticaret işindeki büyüme ve düşük otomotiv kredi faiz oranlarının desteklemesi ile bir önceki yıla göre 2 puan artarak %12 seviyelerine ulaşmıştır. (2019:%10). Ford Otosan, bu segmentteki liderliğini %39,1 ile tüm zamanların en yüksek Pazar payı ile sürdürmüş tüm segmentlerde ise %12,4 ile 3 sırada yer almıştır.
- * Yurtiçi pazardaki bu güçlü talebi, Avrupa pazarında ticari araçlara olan rekor talep ile birleştirerek çok iyi değerlendiren Ford Otosan, 4. çeyrekte yakaladığı satış performansı ile yıllık bazda satış gelirlerini beklentilerin de üzerinde artırarak, 49.451 milyon TL olarak açıkladı. Bu dönemde, Avrupa'daki tüm ticari araç satışlarının %73'ünü gerçekleştiren Şirket'in ihracat gelirleri de %61 artış göstererek 34.626 milyon TL'ye çıkmıştır. Bu rakamlar ile Şirket'in ihracat gelirlerinin toplam satışlar içindeki payı %70 olarak gerçekleşmiştir.
- * Yıllık olarak bakıldığında her ne kadar ihracat adetleri bir önceki yıla oranla %24 oranında düşmüş olsa da yurtiçinden gelen yüksek toptan talebi ile yıllık satış adedi bazındaki düşüş, %7 ile sınırlı kalmıştır. Bu düşüşe rağmen, yıllık satış gelirlerindeki %26'ya varan artış, yurtiçindeki talebin karlı bir şekilde karşılandığını göstermektedir.
- * Ford Otosan, 2020 4. çeyrekte 1.922 milyon TL kar açıklayarak 2020 yıl sonunu bir önceki yıla göre karını, iki katın üzerinde artırarak 4.195 milyon TL net kar ile kapattı. Bu kar artışının en büyük nedeni 4. çeyrekte yurtiçi satışların, gerek ertelenmiş talep gerekse de pandemi döneminde artan evlere servis hizmetinin oluşturduğu talep ile beklenenin üzerinde büyüyerek 20,9 milyar TL'ye çıkması olarak görüyoruz. Bu rakamlar Ford Otosan'ın 4. çeyrekte, çeyreklik bazda tüm zamanların en yüksek satış adedine ulaşması ile gerçekleşmiş ve üretimin full kapasite (%108) çalışması ile de desteklenmiştir.
- * Karlılığı destekleyen bir başka faktör de Şirket'in COVID-19 dönemini maliyet azaltıcı ilave önlemler ile etkin gider yönetimi yanında ihracatlarda maliyet+kar yöntemi ile yapılan satışlardır. Bu dönemde Şirket 4. çeyrekte yakaladığı performans ile bir önceki yıl %10,2 olan Brüt Kar marjını %12,5 seviyelerine çıkartmıştır. Brüt kar marjındaki bu 230 baz puanlık artış son dönemdeki ihracat satışlarından gelen kur farkı gelirleri ile desteklenerek VFAOK (diğer gelir/gider dahil) Karı marjının %11,6 seviyelerine çıkmasını sağlamıştır.
- * Her ne kadar kur etkisi ile finansal giderler, bir önceki yıla göre %48 oranında artmışsa da net kara olan etkisi minimum olarak gerçekleşmiş ve Net Kar marjı bir önceki döneme göre 350 baz puan artarak %8,5 seviyelerinde gerçekleşmiştir.
- * Ford Otosan, 2020 yıl sonu itibariyle bilançosunda taşıdığı yüksek nakit pozisyonu ile net borçtan net nakit pozisyonuna geçmiştir. Şirket taşıdığı nakit pozisyonu ile gerek önümüzdeki yatırım dönemi için uygun maliyetli uzun vadeli kredi bulmak konusunda, gerekse de yüksek finansal borçlarına rağmen kısa vadeli borç ödemelerinde bir risk görmemektediriz.

Toplam Araç Satışları (Adet)

	2018	2019	2020
Yurtdışı Satış	328.892	334.455	254.146
HCV	1.817	2.671	2.510
MCV	288.362	292.790	230.065
LCV	38.713	38.994	21.571
Yurtiçi Satış	65.768	48.464	100.151
HCV	3.526	2.841	5315
MCV	22.536	17.187	33155
LCV	20.719	16.976	35978
PC	18.987	11.460	25703
Toplam	394.660	382.919	354.297

Şirket Karlılık ve Likidite Rasyoları

	2020	2019	2018
Likidite Rasyoları			
Nakit Oran	0,65	0,37	0,19
Likit Oran	1,11	0,85	0,63
Cari Oran	1,41	1,17	1,02
Faaliyet Karlılık Oranları			
Aktif Karlılığı (%)	21,38	13,09	13,08
Özsermaye Karlılığı (%)	85,09	47,51	47,18
Yatırım Karlılığı (ROI)	46,27	29,80	28,54
Karlılık Oranları (%)			
Brüt Kar Marjı	12,5%	10,2%	10,4%
VFAÖK Marjı	11,6%	8,2%	8,6%
Net Kar Marjı	8,5%	5,0%	5,1%

Kaynak: Şirket verisi, Dinamik Menkul Değerler

Özet Finansal Tablolar

Karşılaştırmalı Gelir Tablosu (000'TL)

000'TL	2018/12	2019/12	2020/12
NET SATIŞLAR	33.292.030	39.209.019	49.451.407
SATIŞLARIN MALİYETİ	29.833.459	35.193.802	43.264.878
BRÜT KAR (ZARAR)	3.458.571	4.015.217	6.186.529
FAALİYET GİDERLERİ (-)	1.187.929	1.441.578	1.819.704
Genel Yönetim Giderleri	312.143	372.893	516.688
Pazarlama Giderleri	507.218	649.102	843.565
Araştırma ve Geliştirme Giderleri	368.568	419.583	459.451
NET ESAS FAALİYET KARI/ZARARI	2.270.642	2.573.639	4.366.825
ESAS FAALİYETLERDEN DİĞER GELİRLER	581.129	633.778	854.776
ESAS FAALİYETLERDEN DİĞER GİDERLER	566.898	785.389	415.940
ESAS FAALİYET KARI (ZARARI)	2.284.873	2.422.028	4.805.661
YATIRIM FAALİYETLERİNDEN GELİRLER	410	422	2549
YATIRIM FAALİYETLERİNDEN GİDERLER	3.855	714	1359
ÖZKAYNAK YÖNTEMİYLE DEĞERLENEREN YATIRIMLARIN KARLARINDAN (ZARARLARINDAN) PAYLAR	-94	-933	
FİNANSMAN GELİRİ (GİDERİ) ÖNCESİ FAALİYET KARI (ZARARI)	2.281.334	2.420.803	4.806.851
FİNANSMAN GELİRLERİ	1.981.623	1.185.601	1.855.354
FİNANSMAN GİDERLERİ	2.501.845	1.656.231	2.553.875
SÜRDÜRÜLEN FAALİYETLER VERGİ ÖNCESİ KARI (ZARARI)	1.761.112	1.950.173	4.108.330
SÜRDÜRÜLEN FAALİYETLER VERGİ (GİDERİ) GELİRİ	77.916	-9.311	-86.583
Dönem Vergi (Gideri) Geliri	16.969	21.242	39.799
Ertelenmiş Vergi (Gideri) Geliri	60.947	-30.553	126.382
SÜRDÜRÜLEN FAALİYETLER DÖNEM KARI (ZARARI)	1.683.196	1.959.484	4.194.913
DÖNEM KARI (ZARARI)	1.683.196	1.959.484	4.194.913
Amortisman	569.203	775.988	916.575
VFAÖK	2.853.982	3.197.083	5.722.236

Kaynak: Şirket verisi, Dinamik Menkul Değerler

Özet Finansal Tablolar

Karşılaştırmalı Bilanço (000*TL)

	2018	2019	2020
Dönen Varlıklar	7.395.461	10.156.798	17.604.522
Nakit ve Nakit Benzerleri	1.392.772	3.202.952	8.124.073
Ticari Alacaklar	3.141.189	4.105.093	5.754.182
Stoklar	1.864.645	1.827.399	2.449.043
Diğer Dönen Varlıklar	996.855	1.021.354	1.277.224
Duran Varlıklar	5.788.979	6.249.574	6.744.657
Finansal Yatırımlar ve İştirakler	13.341	22.355	44.767
Maddi Duran Varlıklar	3.922.747	4.436.548	4.403.373
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	823.342	930.910	973.758
Ertelenmiş Vergi	644.175	650.146	954.246
Diğer	385.374	209.615	368.513
TOPLAM AKTİFLER	13.184.440	16.406.372	24.349.179
Kısa Vadeli Yükümlülükler	7.219.612	8.645.371	12.480.781
Finansal Borçlar	2.804.263	3.648.110	3.932.881
Ticari Borçlar	4.022.687	4.545.420	7.747.793
Diğer Borçlar	215.686	295.431	466.273
Kısa Vadeli Karşılıklar	168.446	144.932	316.282
Dönem Vergi Karşılığı	8.530	11.478	17.552
Uzun Vadeli Yükümlülükler	2.071.589	3.096.080	4.824.496
Finansal Borçlar	1.678.554	2.559.936	4.147.993
Diğer Borçlar	59.987	73.520	41.992
Uzun Vadeli Karşılıklar	333.048	462.624	634.511
TOPLAM YÜKÜMLÜLÜKLER	9.291.201	11.741.451	17.305.277
Özkaynaklar	3.893.239	4.664.921	7.043.902
Ödenmiş Sermaye	350.910	350.910	350.910
Yedekler ve Diğer Sermaye Kalemleri	-385.180	-356.486	-969.850
Geçmiş Yıl Karları /Zararları	2.244.313	2.711.013	3.467.929
Net Dönem Karı / Zararı	1.683.196	1.959.484	4.194.913
TOPLAM YÜKÜMLÜLÜKLER VE ÖZKAYNAKLAR	13.184.440	16.406.372	24.349.179

Kaynak: Şirket verisi, Dinamik Menkul Değerler

Dinamik Menkul Değerler A.Ş.

Araştırma

Kültür Mah. Nispetiye Cad. Akmerkez
No: 56/13 B3 Blok Kat: 7 34340
Beşiktaş İSTANBUL

Telefon: (850) 450 36 65
Telefon: (212) 353 10 54
Faks: (212) 353 10 46

E-posta: arastirma@dinamikmenkul.com.tr

Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Bu görüşler 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 raporda yer alan bilgiler Dinamik Menkul Değerler A.Ş.'nin Araştırma Bölümü tarafından bilgi verme amacıyla hazırlanmış olup herhangi bir hisse senedi- nin alım satımına ilişkin bir teklif içermemektedir. Veriler, güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan alınmıştır. Bu kaynaklardaki hata ve eksikliklerden ve bu bilgilerin ticari amaçlı kullanılmasından doğabilecek zararlardan Dinamik Menkul Değerler A.Ş. hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. İşbu rapordaki tüm görüş ve tahminler, söz konusu rapor tarihiyle Dinamik Menkul Değerler A.Ş. Araştırma Bölümü'ne ait olup bu rapordaki tüm görüş ve bilgiler önceden haber veril- meksizin değiştirilebilir. Dinamik Menkul Değerler A.Ş. bu raporda adı geçen şirketlerin hisselerinde pozisyon sahibi olabilir veya işlem yapabilir.