

## Otomotivde Dönüşüm Hikayesi

### ■ Süregelen Liderlik Yolculuğu

Ford Otosan, 746.500 adet araç üretimi kapasitesiyle 2 ülkede 4 ayrı merkezde ticari araç başta olmak üzere farklı segmentlerle birlikte faaliyetlerini sürdürerek büyümeye devam ediyor. Güçlü marka bilinirliğiyle 9 yıldır üst üste Avrupa'nın lider ticari araç markası olan Ford Motor Company'nin bu performansında kritik rol oynayan Ford Otosan, ayrıca 8 yıldır üst üste Türkiye mal ihracat şampiyonluğunu sürdürüyor.

### ■ Finansal Performans Güçlü Kalmayı Sürdürdü

Ford Otosan, 2023 yılında devam eden güçlü talep, esnek üretim sistemi ve kur etkisinin pozitif katkısıyla güçlü ciro büyümesi yakaladı. Ekonomik aktiviteye yönelik endişelere rağmen operasyonel sürecin başarılı yönetilmesi sayesinde güçlü bir yıl geride kaldı. Satış gelirleri geçen yılın aynı dönemine göre reel %28 artarak 412 mlr TL'ye yükseldi. Artan yüksek marjlı yurt içi satış adetleri, devam eden fiyatlandırma disiplini, maliyet azaltma önlemleri sayesinde FAVÖK reel %34 artışla 43 mlr TL olarak gerçekleşti. Kapasite artışları, yeni nesil ve elektrikli modellerle çeşitlenen ürün gamı ve müşteri odaklı satış stratejisiyle güçlü finansal performansın devamını öngörüyoruz.

### ■ Talebe Göre Üretim Elastikiyeti

Ford Otosan, özellikle Romanya'daki Craiova fabrikasının satın alımı ile kapasite artışı sağlarken, üretim adetlerini de rekor seviyeye taşıdı. Şirket 2023'te tarihinin en yüksek üretim ve satış adedine ulaşırken, Türkiye ticari araç üretiminin %77'sini, Romanya araç üretiminin ise %37'sini gerçekleştirdi. Ayrıca, Ford Otosan elektrifikasyon dönüşümünü başarıyla sürdürüyor. 2024 yılı ortası gibi filoya katılmasını beklediğimiz elektrikli ve şarj edilebilir hibrit (PHEV) Custom modeli, ayrıca yıl sonuna doğru üretimine başlanması öngörülen Courier ve Puma modellerinin ise tam elektrikli modelinin yollarda olacak olmasını pozitif değerlendiriyoruz. Diğer taraftan Avrupa'daki pazar hakimiyeti, yenilenen ürün portföyü, filo yenileme ve son dönemde artan elektrikli araç talebini katalist olarak görüyoruz.

### ■ Cazip Değerleme

Ford Otosan'ı, büyüme ivmesi, güçlü bilanço ve serbest nakit akışı, yüksek yurtdışı satış payı, çeşitlendirilmiş ürün sepeti, elektrifikasyon sürecine geçiş esnekliği, maliyet-artı ihracat anlaşmaları ve benzerlerine kıyasla cazip çarpanlarını göz önüne alarak, indirgenmiş nakit akımı modelimizin neticesinde ulaştığımız %65 yükselme potansiyeli ile AL tavsiyesi veriyoruz.

### FROTO

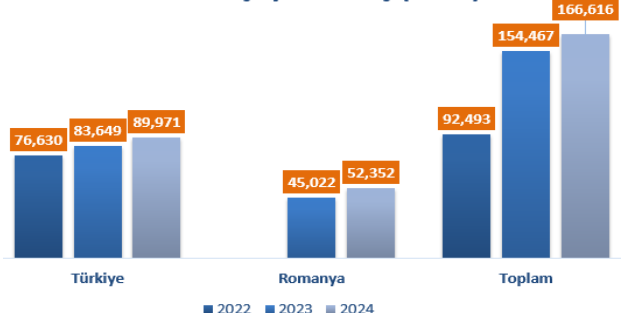
3.05.2024

Ford Otosan	
Tavsiye	AL
Halka Açıklık	18%
Piyasa D. (USD mn)	12,370.7
Piyasa D. (TRY mn)	399,686.5
Hedef P. D. (TRY mn)	651,368.1
Hisse Fiyat (TRY)	1,139.00
Hedef Değ.(TRY)	1,841.0
Yukarı Potansiyel	65%
Ort. Hac. (TRY mn)	818
Firma D. (TRY mn)	460217
En son bilanço	2023/12
Haftalık Getiri	4.40
Aylık Getiri	4.51
Yıllık Getiri	132.67
Haftalık Relatif	-0.63
Aylık Relatif	-7.45
Yıllık Relatif	2.70



Değerleme çarpanları	2023	2024	2025
FD/SNA	64.7	25.1	13.6
FD/FAVÖK	10.6	7.4	4.7
NB/FAVÖK	1.42	0.98	1.08
F/K	8.0	7.2	5.0
F/DD	6.6	5.1	3.2
Özs. Kar.	108%	78%	85%

### 1.Çeyrek Satış (Adet)



Kaynak: Finnet

## Yatırım Teması

Otomotiv sektörünün hem yurtiçinde hem de yurtdışında tekrar canlanmasıyla birlikte, güçlü bir 2023 yılını geride bırakan Ford Otosan, dört merkezde ve tüm segmentlerde faaliyet gösteren uluslararası otomotiv üreticisi olarak ön plana çıkıyor. Aynı zamanda pazar konumlamasının verdiği destekle birlikte finansal açıdan da güçlü sonuçların elde edildiği 2023 yılında, güçlü bilanço ve serbest nakit akışıyla dikkat çekiyor. Yurtiçinde devam eden talep ve fiyat artışı ile birlikte yüksek karlılık seviyesine ulaşan Ford Otosan, Türkiye'nin ihracat şampiyonu ve ticari araçlarda pazar lideri olmayı sürdürüyor.

Avrupa bölgesinde yaşanan ekonomik endişelere rağmen Craiova fabrikasının artan katkısıyla birlikte büyüme devam ediyor. Avrupa hafif ticari araç pazarında ise rekabet gücü yüksek ürünleriyle Ford Otosan Avrupa'daki pazar liderliğini sürdürüyor. Artan kapasite kullanımı, yeni nesil ve elektrikli modellerle çeşitlenen ürün gamı ile yüksek satış geliri elde edilirken, önümüzdeki dönemlerde koşulların iyileşmesiyle birlikte satış gelirlerinin büyümeye devam etmesini bekliyoruz. Bunun paralelinde 2024 yılının 1. çeyrek verilerine baktığımızda toplam satış adedi geçen yılın aynı dönemine göre %8 artış göstererek 166.616 adede yükseldi. Aynı zamanda ortalama araç yaşının özellikle ticari araçlarda 16.9'a yükselmesi nedeniyle filo yenileme ihtiyacının talep üzerinde pozitif etki yaratacağını düşünüyoruz.

Üretim tarafında Craiova fabrikasının da katılımıyla 2023 yılında, 746.500 adetlik üretim kapasitesine ulaşıldı. Bu gelişmelerle birlikte Türkiye'de 398 bin 794, Romanya'da 190 bin 964 adet olmak üzere toplamda 589 bin 758 adet üretim gerçekleştirerek tüm zamanların en yüksek üretim seviyesine ulaşıldı. 2024 yılının ilk çeyreğinde ise 171 bin üretim adedine ulaşılarak geçen yılın aynı dönemine göre %5'lik bir artış sağlandı. Kaliteli, verimli, düşük maliyetli üretim ve artan talebin de etkisiyle önümüzdeki dönemlerde üretimde yeni rekor seviyelerine ulaşabileceğini öngörüyoruz.

Yurtiçinde beklediğimiz daralmaya rağmen yüksek ihracat payı ve döviz bazlı gelir yapısı sayesinde, bu durumun kompanse edilebileceğini düşünüyoruz. Şirketin beklentilerine yakın olarak yurt içi satış adetlerinin 100-110 bin adet, yurtdışında ise 580-630 bin aralığında gerçekleşmesini öngörüyoruz. Artan kapasite kullanımı, ve özellikle Custom, Puma ve Courier modelleriyle birlikte 2024 yılında piyasaya sunulacak yeni tam elektrikli 5 model araç satışlarının da finansal performansını destekleyeceğini öngörüyoruz. Diğer taraftan 2024 yılı için 591 milyar TL satış geliri ve 61 milyar TL FAVÖK tahmin ediyoruz. FAVÖK marjı olarak %10 seviyesinin korunmasını bekleriz.

## Katalistler

- Ticari araçlarda minibüs ve kamyonet segmentinde sürdürülen pazar liderliği yılın geri kalanında olası bir binek araç talep düşmesi durumunda şirkete kıyaslamalı avantaj sağlanabilir.
- Talebe hitap eden modeller neticesinde yurtiçinde ve yurtdışında büyüyen pazar payı, üretim ve satış adetlerinde yükseliş.
- Gelirlerinin %81'inin Euro cinsi yurtdışı satışlar kaynaklanması nedeniyle yabancı para riskine karşı korunaklı bilanço yapısı. Maliyet üzerine Euro cinsi sabit kar payı ile fiyatlamanın adet bazında satış artışı olmasa dahi yaklaşık olarak enflasyona karşı koruma sağlaması.
- Elektrikli araç segmentinde atılan adımlar ve yeni yatırımlar. İlginin benzinli veya hibrit araçlara kayması durumunda üretimi kolayca kaydırabilme elastikiyeti.
- Romanya-Craiova (Yeni nesil Courier & Puma) fabrikasının satın alınmasıyla uluslararası faaliyetlerin genişlemesi ve büyüme ivmesine katkı.

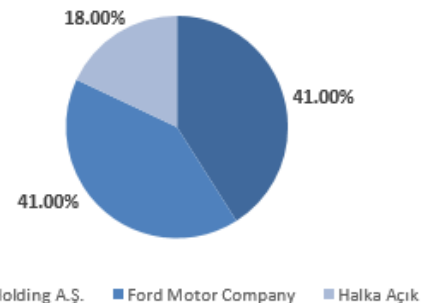
## Riskler

- Jeopolitik sebepler veya uluslararası ilişkilerdeki komplikasyonlar nedeniyle küresel tarafta yaşanabilecek hammadde temini konusunda sıkıntılar.
- Avrupa'daki yavaş büyümenin devam etmesi bir risk olsa da bunun sonucunda enflasyonun da düşük seyretmesi AMB'yi hızlı bir faiz indirimi döngüsüne sokabilir. Düşük faizler de otomobil talebini destekleyecektir.
- Ciroda payı düşük de olsa yurtiçindeki yükselen faiz ortamı ve finansmana erişimde yaşanan zorluklar.
- Sıkı maliye politikaları neticesinde yurtiçinde vergisel düzenleme riski. Bu durumun yurtiçi satışları kıyaslamalı düşük olan Ford Otosan'ın değerlemesinde anlamlı bir olumsuz etki yaratmasını öngörmeyiz.

## Şirket Geçmişi

Ford Otosan (Ford Otomotiv Sanayi A.Ş.), Ford Motor Company (%41) ve Koç Holding'in (%41) eşit oranda hisse sahibi oldukları halka açık (%18) bir şirkettir. 2004 yılından bu yana, Türkiye'nin en fazla ihracat yapan ilk üç şirketi arasında yer alan Ford Otosan, son 12 yıldır otomotiv sektörü ihracat şampiyonu ve son 8 yıldır Türkiye mal ihracatı şampiyonu olma başarısını göstermektedir.

## Ortaklık Yapısı



## İçindekiler

A. Otomotiv Sektörüne bakış	4
B. Finansal Performans	6
C. Üretim ve Kapasite	8
D. Değerleme & Projeksiyon	9
E. Finansal Tablolar	11
F. Sorumluluk Beyanı	13

## A. Otomotiv Sektörüne Bakış

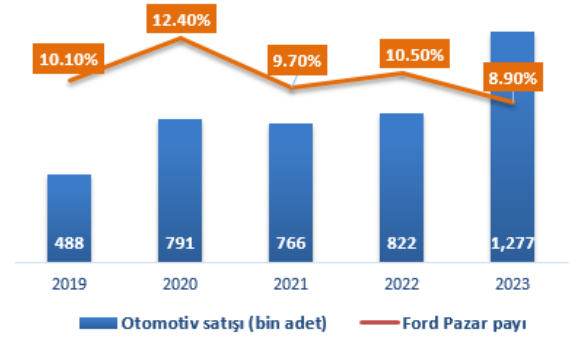
Otomotiv sektörü geçtiğimiz yıllarda tedarik sorunları kaynaklı olarak küresel yayılan zorlu süreçlerden geçti. Pandemiyle başlayan çip krizi, üretim ve lojistik sorunları, ardından başlayan Rusya-Ukrayna gerginliği otomotiv sektörünün ivme kaybetmesine neden oldu. 2022 yılına geldiğimizde ise küresel otomotiv pazarında yarı iletken tedariginde yaşanan rahatlama ve azalan jeopolitik risklerle birlikte başlayan iyileşme 2023 ve 2024 yılının ilk çeyreğinde devam etti.

Küresel çapta yaşanan sıkıntılara ek olarak Türkiye’de mevcut ekonomi politikaları, yüksek enflasyon ve döviz kurlarında yaşanan artış, eş zamanlı olarak düşük kredi faiz oranları yatırım amaçlı talebi tetikleyip otomobil fiyatlarını yükseliş trendinde tuttu. Özellikle 2022 ve 2023 yıllarında yüksek enflasyon ortamının kalıcı olabileceğine dair endişeler, tüketici taleplerini öne çekerek otomotiv sektörünün büyümesinde itici güç oldu. Geçen yılın sonlarına doğru ise aşırı şişik araç fiyatları, kredilerin pahalı ve daha zor ulaşılır hale gelmesi talebi baskıladı. Yine de tüm bu olumsuzluklara rağmen Türkiye’de otomotiv sektörü 2023 yılını güçlü bir şekilde tarihi rekor seviyesinde tamamladı.

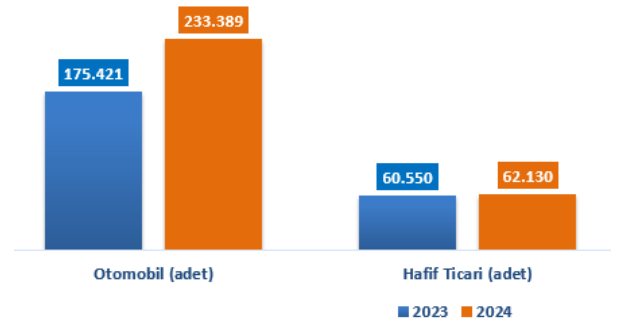
Türkiye otomotiv sektörüne rakamsal baktığımızda 2023 yılında yıllık adetsel bazda %55’lik bir büyüme yakalandı. Toplamda 1.277 milyon satış adedi elde edilerek hacimsel ve adetsel büyüme devam etti. Binek araç segmenti 2023 yılında %63’lük bir artış yaşarken, adetsel olarak 967 bine ulaştı. Hafif ticari araç segmenti ise %39 artışla 265 bin adet seviyesinden yılı tamamladı. Yurtiçi satışları toplam satışlarının %19’unu oluşturan Ford Otosan ise 2023 yılında perakende satışlarını %32 artırarak 114.039 adede çıkardı. Aynı zamanda %8,9 pazar payına ulaşarak 2023 yılını 3.sırada kapatmayı başardı. Özellikle hafif ve orta araç segmentinde öne çıkan Ford Otosan, Türkiye hafif ticari araç segmenti pazar payında 2. Sırada yer alırken, orta ticari araç segmentinde 1. Sıradaki yerini korudu.

2024 Yılıının ilk çeyreğine geldiğimizde ise açıklanan otomotiv verileri pozitif seyretmeye devam ediyor. ODM tarafından açıklanan verilere göre, Türkiye otomobil ve hafif ticari araç toplam pazarı, 2024 yılı Ocak-Mart döneminde bir önceki yılın aynı dönemine göre %25,2 oranında artarak 295.519 adet olarak gerçekleşti. Otomobil satışları, 2024 yılı Ocak-Mart döneminde geçen yıla göre %33,05 oranında artarak 233.389 adet, hafif ticari araç pazarı %2,6 artarak 62.130 adet oldu. Açıklanan Mart ayı verisi ile birlikte baktığımızda son 10 yılın en yüksek satış adetleri yakalandı. Mart ayı rakamlarının da açıklanmasıyla birlikte otomotiv sektörü 2024 yılının ilk çeyreğini tamamlamış oldu. 1Ç24’te hafif araç pazarı yıllık bazda %25 artışla 295.519 adet seviyesinde gerçekleşti. Segment bazında kırılımına baktığımızda ise binek araç segmenti %33 artışla sektörü destekleyen önemli unsur olurken, hafif ticari araç segmenti %2,6 artış yaşadı. Sıkı para politikasının devam ediyor oluşu olumsuz unsur olarak öne çıksa da 2024 yılının ilk 3 ayında otomotiv rakamlarının pozitif olduğunu görüyoruz. Buna ek olarak şirketlerin finansman desteği sağlaması ve ikinci el ile birinci el arasındaki fiyat makasının daralmasının sektörü olumlu etkileyen diğer bir unsur olabileceğini düşünüyoruz.

### Toplam Otomotiv Pazarı (Türkiye)

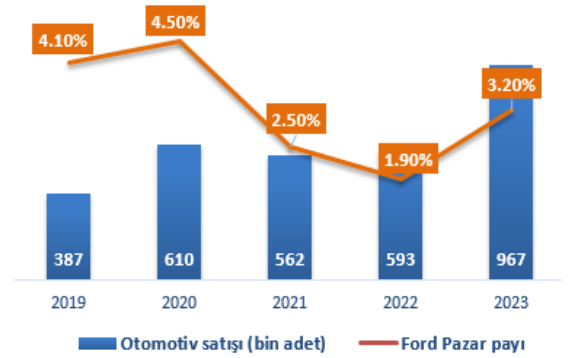


### Türkiye Otomotiv Pazarı (Ocak-Mart)



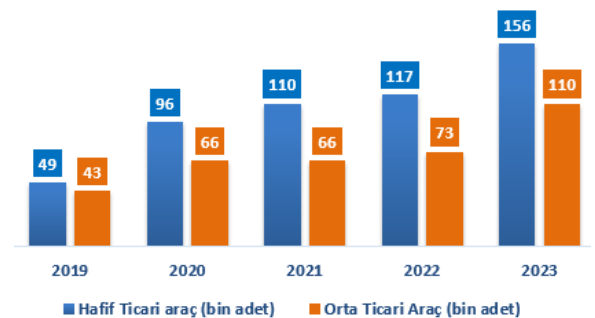
ODMD

### Binek Araç (Türkiye)



ODMD

### Hafif ve Orta Araç (Türkiye)



Üretim tarafında ise Türkiye’de 2023 yılı verilerine göre, toplam araç üretimi bir önceki yıla kıyasla % 9 artış göstererek 1 milyon 468 bin 393 adede ulaştı. Bu artış, sektörün güçlü bir toparlanma ve büyüme eğiliminde olduğunu gösteren diğer bir unsur olarak kabul edilebilir. Araç kırılımlarına baktığımızda ticari araç üretimi, önceki yıla göre % 5 düşüş gösterirken, hafif ticari araç grubunda % 7’lik bir azalma yaşandı. Buna karşılık, ağır ticari araç grubu % 16’lık bir artış gösterdi. Üretimle birlikte otomobil ihracatında da %16’lık bir artışın yaşandığı gözlemleniyor. 2023 yılında otomotiv ihracatı, bir önceki yıla göre % 5 artırarak 1 milyon 18 bin 247 adede ulaştı ve toplam ihracat değeri 35,7 milyar dolara yükseldi. Türkiye ihracatının yaklaşık %75’ini oluşturan Ford otosan ise Türkiye’nin otomotiv sektöründeki konumu güçlendirirken otomotiv ihracatında önemli role sahip olduğunun kanıtıyor. Otomotiv sektöründe kapasite kullanım oranlarında yaşanan artış, sektörün büyümesini destekler nitelikte. Özellikle kamyon grubunda % 91, otomobil ve hafif ticari araçlarda ise %74 seviyelerinde gerçekleşen kapasite kullanımı, sektöre pozitif bakışımızı pekiştiriyor.

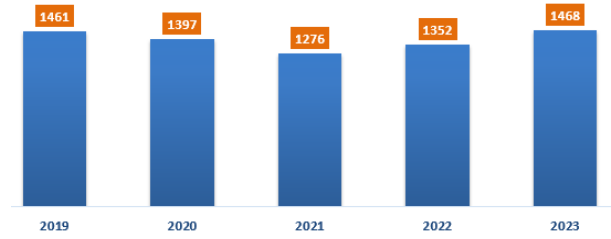
## Global Otomotiv Sektörü

Küresel çapta otomobil satışları, 2020 ve 2021 boyunca yavaşlayan küresel ekonominin etkisiyle düşüş eğilimi yaşarken, 2023’te arz kıtlığı, otomotiv sektöründe işten çıkarmalar ve Kuzey Amerika’daki grevler gibi çeşitli zorluklarla karşı karşıya kaldı. Tüm bu olumsuzluklara rağmen otomotiv sektöründe 2022 yılında başlayan toparlanma 2023 yılında da devam etti. Özellikle Kuzey Amerika pazarı, Doğu Avrupa ve Asya ile birlikte bu yıl en hızlı büyüyen bölgeler arasında yer aldı. Dünya genelinde 2022 yılında 67,3 olan küresel otomotiv satışları 2023 yılının sonuna geldiğimizde 75,3 milyona yükselerek, pandemi öncesi seviyelerin üzerine çıktı. 2024 yılında ise Dünya genelinde iyileşmeye başlayan ekonomik görünümle birlikte otomotiv satışlarının artmaya devam etmesini bekliyoruz. Ford Otosan’ın ana ihracat pazarı olan Avrupa’da ise binek araç ve van pazarı, 2023 yılında tedarik zincirindeki iyileşme, filoların yenilenmesi ve geçen yılın düşük bazının etkisiyle yıllık bazda sırasıyla %15 ve %16 büyüyerek, 10.400.801 ve 1.810.362 adede ulaştı. Ford Otosan’ın ihracat pazarları arasında en büyük paya sahip olan İngiltere’de van satışları %21 artış kaydederken, Almanya’daki artış %12,1 olmuştur. Fransa’da ise %8,9’luk bir artış kaydetti.

Şubat 2024’te Euro bölgesi otomobil pazarı geçen yılın aynı ayına göre %10,1 artarak 883.608 adede ulaştı. Elektrikli araçların pazar payı %12 seviyesine ulaşırken, benzinli modeller alıcılar için en popüler tercih olarak liderliğini korudu. Dört büyük AB pazarı arasında Fransa (+%13) ve İtalya (+%12,8) çift haneli büyüme kaydetti; bunu İspanya (+%9,9) ve Almanya (+%5,4) takip etti.

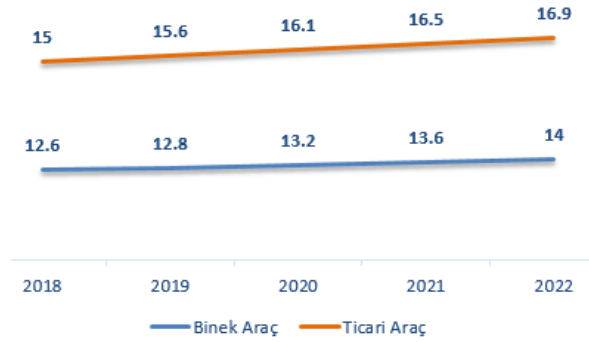
Küresel olarak baktığımızda pozitif seyreden otomotiv talebiyle birlikte kullanıcıların araç tercihleri de değişmeye başladı. Özellikle araç kullanma maliyetlerini düşürmek isteyen kullanıcılar, elektrikli araçlara olan talebi artırdı. Otomotiv satışları içerisinde payı artmaya başlayan elektrikli otomobil satışları 2021 yılında yaklaşık %9 oranında yer tutarken 2022 yılındaki toplam satışları %14 seviyesine ulaştı. 2024 yılında ise küresel elektrikli araç satışlarında %25 ila %30 arasında bir büyüme tahmin ediliyor.

## Türkiye Toplam Otomotiv Üretimi (Bin Adet)

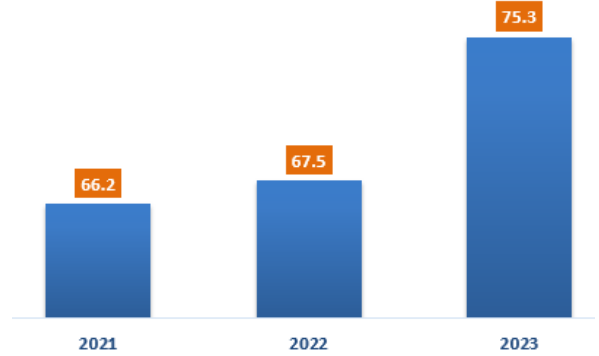


## ODMD

## Ortalama Türkiye Araç Yaşı

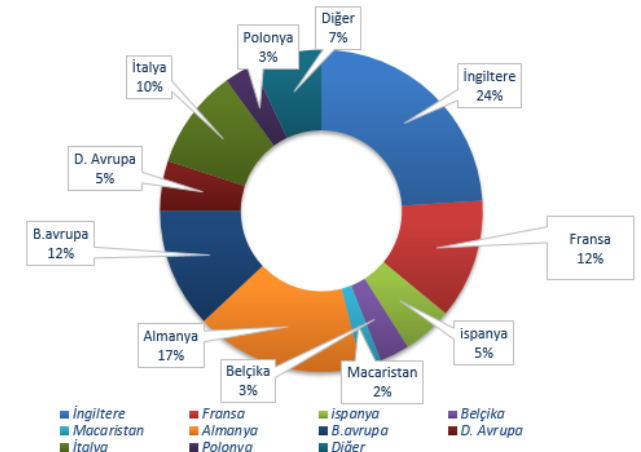


## Küresel Otomotiv Pazarı (milyon adet)



## OICA

## Ford Otosan İhracat Pazar Dağılımı

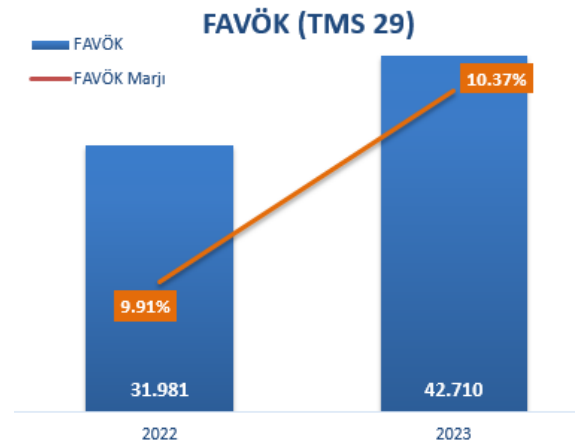
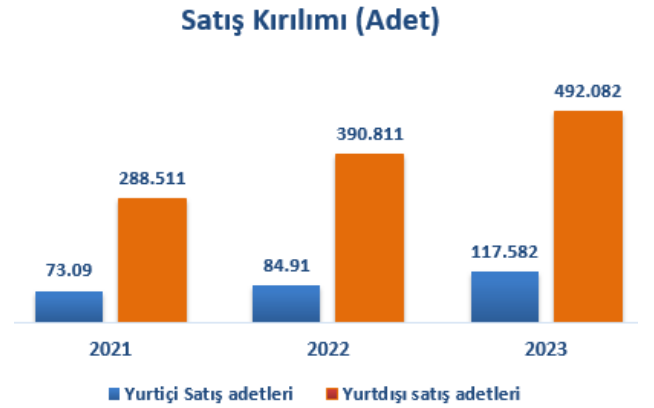
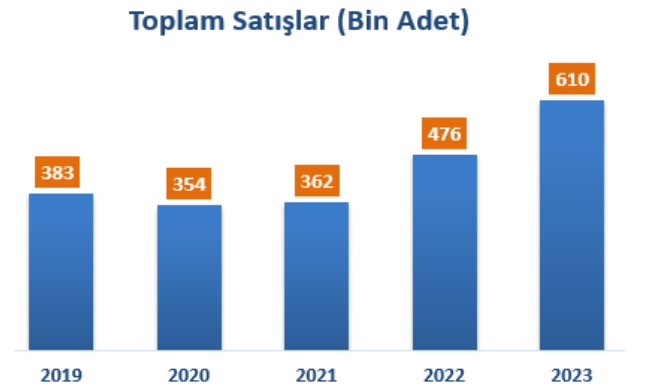
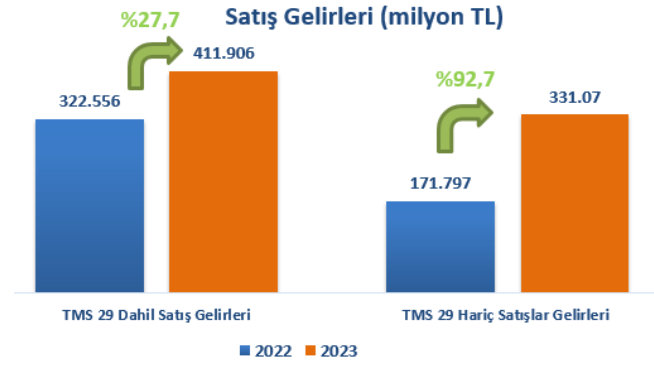
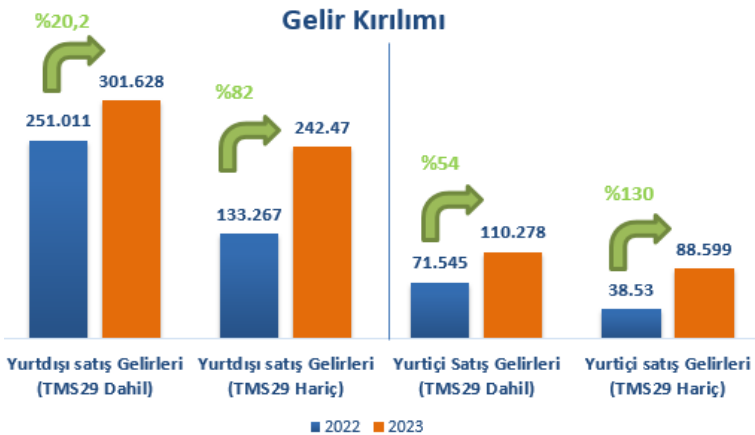


## B- Finansal Performans (TMS29 Dahil)

Ford Otosan satış gelirlerini 2023 yılında bir önceki yılın aynı dönemine göre %27,7 oranında artırarak 411.906 mlr TL'ye taşıdı. Satışlarının %20'sini oluşturan yurtiçi satış gelirleri yıllık bazda %54 artarak 110.278 mlr TL olarak gerçekleşirken, adetsel bazda ise yurtiçi satışları yıllık %38'lik artışla 118bin adete ulaştı. Satışlarının %80'ini oluşturan yurt dışı satış gelirleri ise, Romanya'daki Craiova Fabrikasının da pozitif etkisiyle %26 artış gösterdi ve aynı zamanda döviz kurunda yaşanan artışla birlikte 301.628 milyon TL seviyesine ulaştı. Yurt dışı satış adetleri gelirleri destekler nitelikte yıllık bazda %26 artarak 492 bin adet seviyesinde gerçekleşmiş oldu. Enflasyonun üzerinde artan ciro artışı ve güçlü satış adetlerinin 2024 yılında da devam edeceğini düşünüyoruz. Bu süreçte Craiova fabrikasının artan kapasitesiyle birlikte şirkete etkilerinin artarak devam edeceğini öngörüyoruz. Diğer taraftan tedarik tarafında yaşanan zorlukların azalması, özellikle yurtiçinde araç kredilerine ulaşımın zorlaşması ve yüksek faizlere rağmen enflasyonist ortamda araç alımlarının hala bir yatırım aracı olarak görülmesinin talep üzerinde pozitif etki yaracağını düşünüyoruz. Aynı zamanda Ford Otosan'ın elektrifikasyona dönüş süreci Avrupa tarafında yeni bir hikaye yaratabilir. Bu kapsamda 2024 yılı bir geçiş süreci olacak ve 2025 yılı itibariyle araç portföyünde, 1 adet binek, 5 adet hafif ticari ve 1 adet ağır ticari aracın elektrikli versiyonları üretilmiş olup, elektrifikasyon sürecinin tamamlanması planlanıyor. Talebe göre ufak modifikasyonlarla aynı bantta benzinli, hibrit ve elektrikli araçlara geçiş yapma esnekliği de Ford Otosan'a benzersiz bir avantaj yaratmakta. Avrupa tarafında sahip olunan pazar hakimiyeti, yüksek yenileme talebi ve elektrikli araçlara geçiş fırsatı Ford Otosan için önemli katalizörler olarak ön plana çıkabilir.

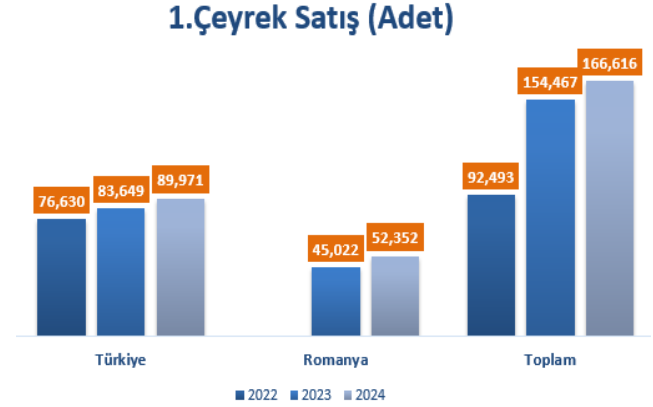
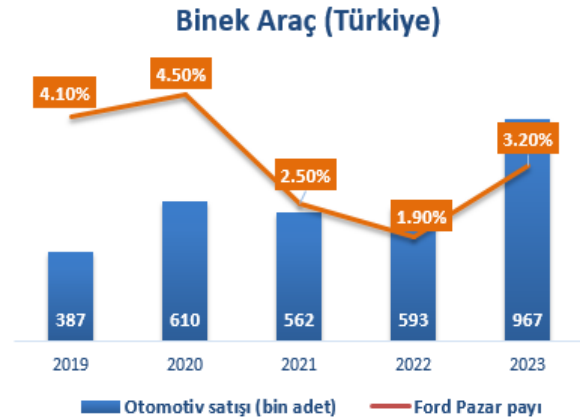
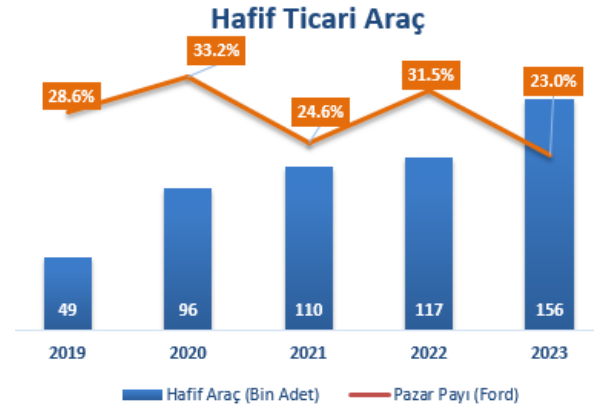
Başarılı satış performansı sonrasında karlılık, güçlü FAVÖK ile taçlandı. 2023 yılında FAVÖK reel %34 artışla 43 mlr TL'ye yükseldi. Hem yurtiçi hem de yurtdışında devam eden güçlü satışlara ek olarak devam eden fiyatlandırma disiplini, maliyet azaltıcı önlemler ve etkin gider yönetimi ve kur artışı FAVÖK'ü pozitif yönde etkileyen unsurlar oldu. FAVÖK marjı ise enflasyon muhasebesine rağmen yıllık bazda %10,7'den 2023 yılında %12,3 seviyesine yükseldi. Kur etkisi hariç tutulduğunda ise FAVÖK marjı 0.5 puan iyileşerek %10.5 seviyesinde gerçekleşti.

2023 Net Kâr ise yıllık %77 arttı ve ek deprem vergisi ile kısmen netlenen Ertelenmiş Vergi Geliri etkisine bağlı olarak 49.056 milyon TL seviyesinde gerçekleşti.



Kaynak:  
Ford  
Otosan

Ford Otosan'ın model bazlı satışlarına baktığımızda, yurt içinde faaliyetlerini binek araçlarda kârlılık, ticari araçlarda ise kârlı büyüme odağıyla sürdürüyor. 2023 yılının sonuna gelindiğinde yurt içinde şartların oldukça zorlu geçmesine rağmen adetsel büyümeye artarak devam etti. Binek araç satışları %63 artarak 967.341 adet ulaşırken, Ford Otosan'ın satışları bu segmentte %174 artışla, 30.936 adede ulaşmış ve Pazar payı %3,2'ye ulaşmıştır. 2024 yılının Ocak ayında ise yurtiçi binek araçlarda karlılık stratejisine devam etti ve 2023 yılının ocak ayına göre %392 artış yaşanarak 3.078 adet satış gerçekleşti. Bununla birlikte 2024 yılının Ocak ayında binek araç segmentinde %4,8'lik pazar payı yakaladı. Binek araçların yanı sıra Ford Otosan, yurtiçi faaliyetlerini ticari araçlarda kârlı büyüme odağıyla sürdürmektedir. %27,3'lük pazar payı ile Türkiye'nin ticari araç pazar lideri olmaya devam etmektedir. Hafif ticari araç satışları %33 artarak 155.567 adet ulaşırken, Ford Otosan'ın bu segmentteki satışları ise Courier modelinin yenilenme sürecinde olması nedeniyle %3 düşüş göstererek 35.837 adet olarak gerçekleşmiştir. Orta ticari araç satışları %50 artarak 109.727 adet olmuştur. Ford Otosan'ın bu segmentteki satışları ise %22 artışla 35.607 adet olarak gerçekleşirken %32,5 pazar payı ile segmentteki liderliğini sürdürmüştür. Son olarak Kamyon satışları %19 artarak 39.322 adet olarak gerçekleşmiştir. Bu sonuçlarla birlikte Satışları %30 artarak tüm zamanların en yüksek satış adedi olan 11.659'a yükselmiş ve pazar payı %29,7'ye ulaşmıştır. 2024 yılına geldiğimizde Mart ayında, geçen senenin Mart ayına göre %7,9 artış ile 34.219 adet araç satıldı. (2023 Mart: 31.703 adet) 2024 yılının 1. çeyreğinde geçen yılın aynı dönemine göre %7,6 artış ile 89.971 adete ulaştı. (2023 1Ç: 83.649 adet) 2024 yılının 1. Çeyreğinde Romanya'nın da 52.352 adet katkısıyla toplam satış adedi geçen seneye göre %8 artış göstererek 166.616 adede yükseldi.(Binek-ticari ve kamyon dahil)



Not: Binek-ticari(21.752) ve kamyon (2.542) dahil

2024 yılı beklentilerine bakıldığında yurt içi pazar beklentisi 800 - 900 bin adet, yurt içi satış adedi beklentisi 100 – 110 bin adet ve yurt dışı satış adedi beklentisi 560 – 610 bin adet seviyesinde paylaşıldı.2024 yılın ilk çeyreğinde gelen veriler ise konulan hedef doğrultusunda pozitif ilerlemeye devam ediyor. Yılın tamamı için perakende satış adedi beklentisi ortalama 105 bin adetken 2024 yılının ilk çeyreğinde 24.293 adet araç satışı gerçekleşti ve hedefin %23'ünü ulaşmış oldu. İhracat beklentisi ortalama 365 bin adetken ilk çeyrekte 89.971 adet araç ihracatı gerçekleşti ve hedefin %25'ine ulaşıldı. Yurt dışı satış adedi beklentilerinin 350 - 380 bin adetlik kısmı Türkiye'deki fabrikalardan, 210 - 230 bin adetlik kısmının ise Romanya fabrikasında gerçekleşmesi bekleniyor. Şirketin beklentilerine yakın olarak yurt içi satış adetlerinin 100-110 bin adet, yurtdışında ise 580-630 bin aralığında gerçekleşmesini öngörüyoruz. Özellikle yılın 2. Çeyreğinden sonra Avrupa tarafında ekonomik koşulların yumuşamaya başlamasının satışları pozitif etkileyeceğini ve iç pazarı telafi edeceğini düşünüyoruz.

Kaynak: Ford Otosan

	2023			2022		
	Yurtiçi satışlar	Yurtdışı satışlar	Toplam Satışlar	Yurtiçi satışlar	Yurtdışı satışlar	Toplam Satışlar
Puma	6.760	176.890	183.650	1.583	74.241	75.824
Transit	29.034	148.445	177.479	21.395	116.068	137.463
Custom	5.902	139.353	145.255	5.354	149.319	154.673
Courier	36.502	19.884	56.386	39.403	24.476	63.879
Diğer Binek Araçlar	25.248	21	46.248	4.509	-	4.509
Ford Truck	11.699	7.384	19.083	8.957	7.585	16.542
Ranger	1.744	-	1.744	956	6	962
Transit Connect	561	6	567.000	372	-	372
Ecosport	8	99	107.000	2.113	19.116	21.229
Rakun	124	-	124.000	268	-	268
<b>Toplam</b>	<b>117.582</b>	<b>492.082</b>	<b>609.664</b>	<b>84.910</b>	<b>390.811</b>	<b>475.721</b>

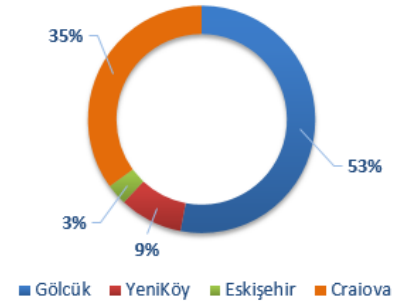
## C- Üretim ve Kapasite

Küresel otomotiv endüstrisinin en başarılı ve sürdürülebilir oyuncularından olan Ford Otosan, her geçen yıl daha da büyüyerek, yoluna devam ediyor. Kurulduğu tarih olan 1997 yılından bugüne geldiğimizde özellikle üretim kapasitesini 16 kat artırarak 746.500 adete ulaştırmayı başardı. Yıllar boyu devam eden güçlü faaliyetleri sonucunda pazardaki adını pekiştiren Ford Otosan, cirosunu 16 kat artırarak 14 milyar dolar seviyesine taşıdı.

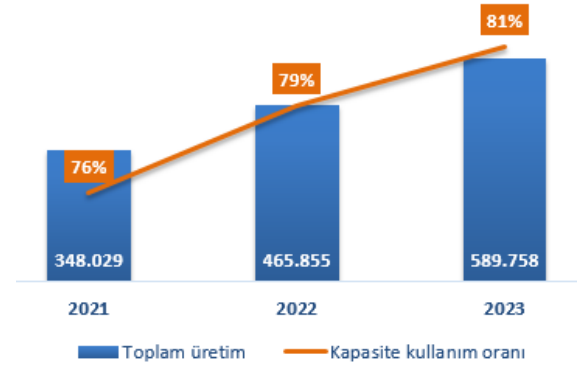
Üretim tarafında satış adetlerine benzer büyüme yakalandı ve 2022 yılında üretilen 465 bin adedin üzerine çıkılarak toplamda 589 bin adet araç üretildi. 2023 yılında Türkiye ve Romanya'daki 4 fabrikada binek ve ticari araç üretimi devam ederken, kapasite kullanım oranı %81'e ulaştı. Ticari araç üretim kapasitesi 474.500 adet ve araç üretim kapasitesi 272.000 adet olarak gerçekleşti. Kapasite artarken talep ve koşullar göz önünde bulundurularak 2025'e kadar tüm modellerin elektrikli seçeneklerinin de üretileceği bir iş modeli oluşturuldu.

Dünya çapında örnek gösterilen uluslararası bir otomotiv üreticisi haline gelen Ford Otosan büyümeye devam ederken, aynı zamanda kendi imzasını taşıyan yeni nesil Courier'in Romanya'da bulunan Ford Otosan Craiova fabrikasında seri üretimini başlattı. Yenilikçi ve trende uygun adımları ile sektörde öncü olurken, aynı zamanda Kocaeli'ndeki Yeniköy fabrikasını hayata geçirildi. Ford'un Avrupa ve Türkiye'de en çok tercih edilen ticari modeli Transit Custom'ın yeni nesil elektrikli versiyonuna da üretileceği Yeniköy Fabrikası, Ford Otosan'ın "Ford'un Avrupa'daki en büyük ticari araç üretim merkezi" konumunu da sağlamlaştırıyor. Doğrudan yaratacağı katma değer yanı sıra, hem üretim hem de kapasite artışında önemli yol oynayacak olan Yeniköy fabrikasının verimlilik anlamında şirkete pozitif katkı sağlayacağını düşünüyoruz. Böylelikle, toplam üretim adedinin ise 650 – 700 bin, toplam satış adedinin ise 660 – 720 bin adet düzeyinde gerçekleşmesi öngörülüyor. 2024 sonunda yatırım harcamalarının ise €900mn – 1.000 mlr seviyesinde gerçekleşmesini öngörülüyor. 2024 yılın 1. Çeyrek verilerine baktığımızda ise geçen yılın aynı dönemine göre üretimde %5'lik bir artışın yaşandığı görülüyor.

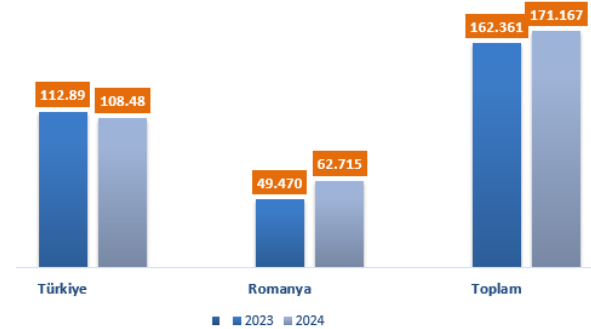
### Üretim Hattı



### Toplam Üretim (Adet)



### 1.Çeyrek Üretim (Adet)



Fabrikalar ve Ürünler (bin adet )	2014	2017	2018	2022	2023
<b>Gölcük</b>	<b>290</b>	<b>315</b>	<b>330</b>	<b>385</b>	<b>207</b>
Transit	140-160	170	160	190	207
Custom	130-150	160	180	195	-
<b>Yeniköy</b>	<b>110</b>	<b>110</b>	<b>110</b>	<b>68</b>	<b>245</b>
Connect	-	-	-	-	-
Courier	110	110	110	68	-
Yeni Custom	-	-	-	-	245
Eskişehir	15	15	15	18.7	22.5
Kamyon	15K	15K	15K	18.7	22.5
<b>Toplam Türkiye</b>	<b>415</b>	<b>440</b>	<b>455</b>	<b>471.7</b>	<b>474.5</b>
<b>Toplam Romanya</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>250</b>	<b>272</b>

Kaynak: Ford Otosan



## D- Değerleme ve Projeksiyon

Ford Otosan için güçlü beklentilerimizi modelimize yansıtarak 1841 TL hedef fiyat ile AL tavsiyesi veriyoruz. Modelimize %8 nominal TL terminal büyüme oranını dahil ettiğimizde Ford Otosan güncel fiyatına göre %65 yükseliş potansiyeli ile işlem görmektedir. Modellemede Risk primi %8, hesaplanan Beta 0.8 olmasına karşılık piyasa riskine denk 1'lik beta ve risksiz faiz oranı olarak en uzun vadeli tahvilin getirisi alınmıştır.

TRY mn	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
<b>Revenue</b>	<b>411,906</b>	<b>590,950</b>	<b>809,602</b>	<b>1,052,482</b>	<b>1,315,602</b>	<b>1,605,035</b>	<b>1,958,143</b>	<b>2,349,771</b>
<b>EBITDA</b>	<b>42,710</b>	<b>61,459</b>	<b>97,152</b>	<b>105,248</b>	<b>131,560</b>	<b>160,503</b>	<b>195,814</b>	<b>211,479</b>
<i>EBITDA Margin</i>	10%	10%	12%	10%	10%	10%	10%	9%
<b>EBIT</b>	<b>25,665</b>	<b>48,275</b>	<b>79,091</b>	<b>81,769</b>	<b>102,211</b>	<b>124,697</b>	<b>152,131</b>	<b>159,059</b>
Tax (-)	-1,627	12,069	19,773	20,442	25,553	31,174	38,033	39,765
Effective Tax Rate	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%
<b>NOPAT</b>	<b>27,293</b>	<b>36,207</b>	<b>59,318</b>	<b>61,327</b>	<b>76,658</b>	<b>93,523</b>	<b>114,098</b>	<b>119,294</b>
<i>NOPAT Margin</i>	6.6%	6.1%	7.3%	5.8%	5.8%	5.8%	5.8%	5.1%
Depreciation and Amortization (+)	17,045	13,183	18,061	23,479	29,349	35,806	43,684	52,420
Depreciation/Capex	55%	55%	55%	55%	55%	55%	55%	55%
Net Working Capital (NWC)	22,377	29,675	40,655	52,851	66,064	80,598	98,330	117,996
NWC / Revenue	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%
Change in Working Capital (-)	6,179	7,298	10,980	12,196	13,213	14,534	17,732	19,666
Change in Working Capital / Revenue	2%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%
Net Income	49,056	53,289	84,237	91,257	114,071	139,167	169,783	183,366
Net Income / EBITDA	87%	87%	87%	87%	87%	87%	87%	87%
Net Income Margin	11.9%	9.0%	10.4%	8.7%	8.7%	8.7%	8.7%	7.8%
CAPEX / Revenue	4.1%	4.1%	4.1%	4.1%	4.1%	4.1%	4.1%	4.1%
CAPEX (-)	31,175.13	24,112	33,034	42,944	53,680	65,490	79,897	95,877
<b>Free Cash Flows</b>	<b>6,983</b>	<b>17,979</b>	<b>33,366</b>	<b>29,666</b>	<b>39,115</b>	<b>49,306</b>	<b>60,153</b>	<b>56,172</b>

Risk Free Rate	29%	26%	23%	20%	18%	16%	14%	13%
Beta	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00
Risk Premium	8%	8%	8%	7%	7%	6%	6%	6%
Cost of Equity	37%	34%	31%	27%	25%	22%	20%	19%
Cost of Debt After Tax	28%	25%	23%	20%	19%	16%	15%	14%
Equity Percentage	78%	78%	78%	78%	78%	78%	78%	78%
Debt Percentage	22%	22%	22%	22%	22%	22%	22%	22%
WACC	34.8%	31.8%	29.1%	25.8%	23.6%	20.4%	18.8%	17.6%

### Present Value Calculation

Discount Factor	0.96	0.74	0.59	0.48	0.40	0.33	0.28
Discounted Cash Flows (1 year forward)	17,207	24,732	17,483	18,643	19,513	20,047	15,915

<b>PV of Free Cash Flows (1 year forward)</b>	<b>178,563</b>
Terminal Growth Rate	8.0%
Terminal Value	2,424,394.00
<b>PV of Terminal Value (1 year forward)</b>	<b>528,045</b>
Net Debt	60,531
<b>Fair Value</b>	<b>646,078</b>
Number of shares outstanding	351
<b>Estimated Stock Price, 12-month target (TRY)</b>	<b>1841.1</b>
Current Stock Price (TRY)	1114.0
<b>Potential</b>	<b>65%</b>

Otomotiv sektöründe faaliyet gösteren Ford Otosan dünya çapında faaliyet gösteren benzer şirketler ile karşılaştırdık. Bu karşılaştırmaya göre Ford Otosan önemli ölçüdeki büyümesine ek olarak hem F/K rasyosu hem de FD/FAVÖK ortalamalarının altında işlem görmektedir. Benzer şirket çarpanlarına göre FD/FAVÖK %24, F/K çarpanına göre ise %38 iskontolu olarak işlem görmektedir

Şirket	Piyasa Değeri (TRY)	FD/FAVÖK	F/K	FK (T)	FD/FAVÖK (T)
Ford Otomotiv Sanayi AS	₺399,668	10.82	8.18	7.2	7.4
Tofas Turk Otomobil Fabrikasi	₺131,125	6.00	8.69	5.62	3.37
Otokar Otomotiv Ve Savunma San	₺59,670	41.71	30.32	7.53	6.57
Piaggio & C SpA	₺35,849	4.31	10.22	9.04	4.14
Zhejiang Cfmoto Power Co Ltd	₺77,953	10.98	13.83	10.63	7.62
GT Capital Holdings Inc	₺85,007	9.14	5.37	4.99	8.81
Volvo Car AB	₺360,513	2.47	7.43	5.73	1.76
Eicher Motors Ltd	₺413,863	24.49	27.09	24.31	21.80
Yulon Motor Co Ltd	₺72,432	15.76	11.35	9.99	15.00
Hero MotoCorp Ltd	₺360,910	17.49	22.87	20.66	15.50
Guangzhou Automobile Group Co	₺333,090	13.49	4.56	4.44	8.20
Mazda Motor Corp	₺241,005	3.53	5.91	5.70	2.43
China Motor Corp	₺71,211	9.54	10.94	9.94	7.82
Yadea Group Holdings Ltd	₺164,415	6.44	11.13	9.01	5.28
Mitsubishi Motors Corp	₺160,600	2.18	5.46	5.58	2.29
	<i>Ortalama</i>	<i>11.97</i>	<i>12.51</i>	<i>9.51</i>	<i>7.90</i>
	<i>İskonto</i>	<i>-10%</i>	<i>-35%</i>	<i>-38%</i>	<i>-24%</i>

Kaynak: Bloomberg

Şirket	Piyasa Değeri (TRY)	FD/FAVÖK	F/K	FK (T)	FD/FAVÖK (T)
Ford Otomotiv Sanayi AS	399,668	8.15	8.11	7.2	7.4
Tofas Türk Otomobil Fabrikası	131,125	4.98	7.93	5.62	3.37
Otokar Otomotiv Ve Savunma San	59,670	9.40	10.44	7.53	6.57
Doğuş otomotiv	84,810	2.83	3.46	3.3	3.5
Türk Traktör	90,660	6.34	9.66	7.5	5.5
Karsan	467,950	8.36	104.39	-	-
Asuzu	27,014	16.78	13.96	-	-

Kaynak: Finnet, Bloomberg

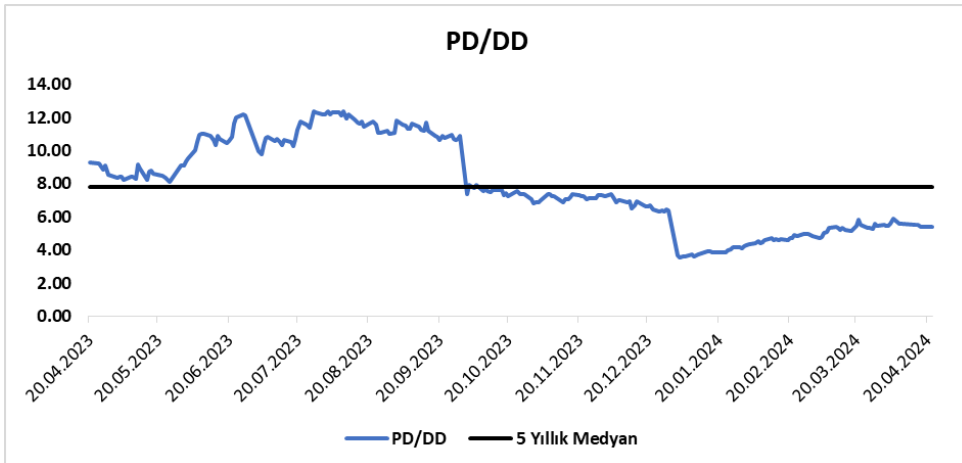
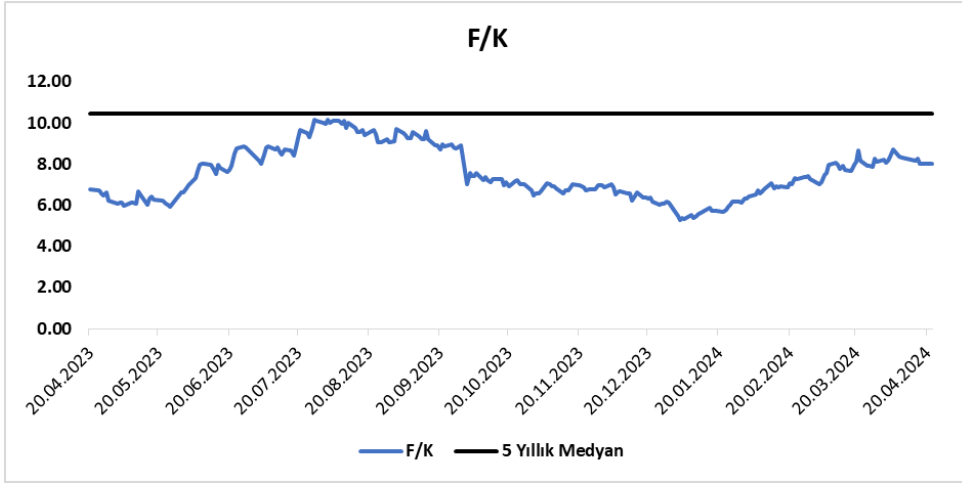
## E. Özet Finansallar

Özet Gelir Tablosu			
Kalemler	2023/12	2022/12	Değişim(%)
Net Satışlar	411,905.59	322,556.45	27.70
Yurt İçi Satış	118,096.91	75,927.13	55.54
Yurt Dışı Satış	301,627.63	251,011.13	20.17
Diğer Satışlar	2,463.72	2,113.64	16.56
Satışların Maliyeti	356,657.68	285,957.54	24.72
Brüt Kâr	55,247.91	36,598.91	50.96
Faaliyet Giderleri	18,602.28	11,813.31	57.47
Esas Faaliyet Kârı	36,645.63	24,785.60	47.85
Amortisman	6,064.70	7,195.81	-15.72
FAVÖK	42,710.33	31,981.41	33.55
Vergi Öncesi Kâr	47,428.33	25,447.07	86.38
Ana Ortaklık Net Kâr	49,055.67	27,729.93	76.91

Özet Bilanço			
Kalemler	2023/12	2022/12	Değişim(%)
Dönen Varlıklar	102,969.26	91,321.07	12.76
Nakit ve Benzerleri	15,224.50	16,666.31	-8.65
Stoklar	29,352.29	23,274.99	26.11
Ticari Alacaklar	45,589.69	42,595.38	7.03
Duran Varlıklar	114,037.77	82,986.06	37.42
Aktifler	217,007.03	174,307.14	24.50
Kısa Vadeli Borçlar	94,133.91	76,202.57	23.53
Uzun Vadeli Borçlar	49,865.58	46,962.93	6.18
Toplam Borç	143,999.48	123,165.50	16.92
Net Borç	60,530.53	45,812.94	32.13
Sermaye	350.91	350.91	0.00
Özkaynaklar	73,007.55	51,141.64	42.76

Kaynak: Finnet

Oran Analizi			
Oranlar	2023/12	2022/12	Değişim(Bps)
<b>Likidite</b>			
Cari Oran	1.09	1.20	-0.10
Likit Oran	0.68	0.81	-0.13
<b>Değerleme</b>			
F/K	8.00	6.64	1.37
PD/DD	5.38	3.60	1.78
FD/FAVÖK	10.61	7.19	3.42
<b>Karlılık</b>			
Özsermaye Karlılığı	79.03	90.49	-11.46
Aktif Karlılık	25.07	25.55	-0.47
Brüt Kâr Marjı	13.41	11.35	2.07
Net Kâr Marjı	11.91	8.60	3.31
Favök Marjı	10.37	9.91	0.45
<b>Büyüme</b>			
Net Kâr Büyüme	76.91	215.08	-138.17
Favök Büyüme	33.55	237.93	-204.38
Özsermaye Büyüme	42.76	403.93	-361.18
Aktif Büyüme	24.50	307.33	-282.83
<b>Faaliyet Etkinliği</b>			
Stok Devir Hızı	14.79	19.31	-4.52
Alacak Devir Hızı	12.48	14.72	-2.24
Ticari Borç Devir Hızı	6.98	9.37	-2.39



## F. Sorumluluk Reddi Beyanı

Bu raporda yer alan içerik, bilgi, fiyat verileri ve grafikler ile yorumlar, yatırım kararına temel teşkil edecek şekilde, doğruluk ve geçerlilik açısından herhangi bir garanti verilmeden, iyi niyetle ve yalnızca bilgi edinme amacıyla mevcut kaynaklardan derlenmiştir. Müşterilerin burada yer alan bilgileri, herhangi bir ticari faaliyete girişmeden önce birçok girdi ve değerlendirmeden yalnızca biri olarak kullanmaları tavsiye edilir.

Bu raporda yer alan yorum ve tavsiyeler özel yatırım tavsiyesi, danışmanlık hizmeti ve/veya faaliyeti olmayıp genel yatırım tavsiyesi kapsamındadır. Yatırım danışmanlığı hizmeti almak isteyen kişi ve kuruluşların SPK mevzuatı gereği bu hizmeti vermeye yetkili kuruluşlarla iletişime geçmeleri gerekmektedir. Yatırım danışmanlığı hizmeti, aracı kurumlardan, portföy yönetim şirketlerinden, mevduat dışı bankalardan yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde alınabilmektedir.

Genel bilgi vermek amacıyla hazırlanan bu rapor, kişiselleştirilmiş yorum ve tavsiyeler içermediğinden müşterinin mali durumu, risk ve getiri tercihlerine uygun olmayabilir. Herhangi bir menkul kıymetin veya diğer yatırımların satın alınması veya satılması için bir izahname, teklif belgesi veya talep teşkil etmez.

Bu raporda yer alabilecek yüksek riskli yatırım ürünleri kaldıraç, piyasa, politik, ekonomik ve kur risklerinden dolayı ana para kaybına neden olabilir. Bu nedenle yalnızca burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı vermeniz beklentilerinizi karşılayan sonuçlar doğurmayabilir. Ayrıca bu raporda bahsedilen ürünler belirli yargı bölgelerinde satışa sunulmayabilir.

Pardus Portföy, geniş bir faaliyet yelpazesine sahip bir finans grubunun bağlı kuruluşu olarak, yürürlükteki yasal hükümler ve iç yönergeler çerçevesinde çözümlenen çıkar çatışmalarıyla karşı karşıya kalabilir. Pardus Portföy veya Güler Holding'in iştirakleri, gerek kendi hesabına gerekse müşterileri hesabına bu belgede belirtilen görüşlere aykırı işlemlerde bulunabilir.

Pardus Portföy, ekteki bilgi ve tavsiyeleri, önceden herhangi bir ihtara ve/veya ihtara gerek kalmaksızın, her zaman değiştirebilir ve/veya ortadan kaldırabilir. Pardus Portföy'ün bu raporda yer alan kapsamlı bilgi, yorum ve tavsiyelere ilişkin herhangi bir taahhüdü bulunmamaktadır. Hedef fiyatlar bir yıl vade içindir. Aksi belirtilmediği sürece rapor üzerindeki cari hisse fiyatı üzerinden yüzde onluk kayıpta zarar kesilmelidir.

Pardus Portföy ve çalışanları, bilgi, görüş ve yorumlara dayanılarak alınan karar ve işlemler nedeniyle ilişkili kişilerin veya üçüncü kişilerin uğrayabileceği maddi ve manevi zararlardan, kar mahrumiyetinden, doğrudan ve/veya dolaylı zararlardan sorumlu değildir.

Bu rapor yalnızca hedeflenen alıcıların kullanımına yönelik olup, içeriği Pardus Portföy'ün önceden yazılı izni olmadan tamamen veya kısmen çoğaltılamaz, çoğaltılamaz, kopyalanamaz veya başka kişilere teslim edilemez veya iletilemez. Pardus Portföy, bu raporun kötüye kullanılması veya izinsiz dağıtılması konusunda hiçbir sorumluluk kabul etmez. Alıcı, bu raporu kabul ederek burada belirtilen şartlara ve sınırlamalara uymayı kabul eder.