

Ford Otosan

Endeks Üzeri Getiri - 12A hedef fiyat: 1,578.9 TL

14.06.2024
09.00

Uygun rüzgarı bekleyen daha uzağa gider

- FROTO için 1578.9 TL hedef fiyat ve **Endeks Üzeri (EÜ)** tavsiyesi ile önerimizi başlatıyoruz. Hedef fiyatımız %49 getiri potansiyeli sunuyor. FROTO, 2024T 7.0x FD/FVAÖK ve 5.3x F/K ile işlem görmektedir.

Yurt içi otomotiv piyasasında ufukta daralma olsa da uzun vade bakışımız olumlu. Hafif ticari araç (HTA) pazarında satış adetlerinde yaşanan düşüşlerin ardından yılın kalanına ilişkin tabloyu daha net görebiliyoruz. 1Ç24'te Binek+HTA (Hafif Araç) pazarında %25 artışa karşın 2Ç24'ün ilk 2 ayında toplamda %16 daralma oldu. 2023'ün yüksek bazı, tedarikçi pazarından talep pazarına dönülmesi ve tüketici tarafında araç ihtiyacının önden karşılanmış olması daralmayı getiren sebepler olarak öne çıkıyor. Otomotiv pazarında trend dönüşümünü görmezden gelemiyoruz. 2024 otomotiv piyasasına ilişkin beklentimiz %25'lik daralma ile 958bin adet satışa işaret ediyor (Ford Otosan beklenti: 800-900bin). Ancak 2024 yılında beklediğimiz daralmayı sektör için olağan bir düzelleme olarak görmek daha doğru olacaktır. Türkiye'de hafif araç sahiplik oranı 2023 itibarıyla henüz her 1,000 kişiye 231 kişidir.

Yurt içindeki daralma ihracatla telafi olabilir. 1Ç24 Avrupa Birliği otomobil satışları %4.4 ve van satışları %12.6 arttı. Ticari araç pazarındaki karışık seyre rağmen van pazarındaki yükseliş benzer şekilde (%8.5 artış) Birleşik Krallık'ta da gözlemlendi. Filo talebi ve daha iyi araç bulunabilirliği otomotiv piyasasını ilk çeyrekte canlı tuttu. ACEA 2024'te yeni araç satışlarında Avrupa'da yüksek baza rağmen %2.5'lük büyüme öngörüyor (12A23: %13.9). Ford Otosan'ın ihracat satış adedinde %19 artış bekliyoruz. Bu yurt içi satışlarındaki %15 düşüş beklentimizi (FROTO yurt içi beklenti: 100-110bin; GY: 97bin) fazlasıyla telafi ediyor. Bize göre Ford'un 2023'te toplam 610bin adet satışı 2024'te 684bine yükselecek.

Esnek ve yenilikçi tesislerde artan kapasite. 2023 itibarıyla toplam 746.5bin adet üretim kapasitesi bulunmaktadır. Ford-VW stratejik iş birliği kapsamında, yeni nesil 1 ton ticari araç üretim sorumluluğu Ford Otosan'a verildi ve bu kapsamda 2025 yılında VW modelinin de Yeniköy'de üretilmesi beklenmektedir. Böylece elektrikli seçeneklerle toplam kapasite 900bini aşacak. Dahası, tesisler ihtiyaç doğrultusunda hızlıca modernize edilebiliyor, yeni modele kolayca geçişler yapılabiliyor. Otomotiv piyasasının eğilimine bağlı olarak elektrikli araçlarla ilgili, talebin geldiği yöne direksiyon kırılabilir.

Maliyet artı ihracat anlaşmaları, sürdürülebilir kârlılığın sigortası. Son dönemlerde güçlü yurt içi performans ve ihracattaki kur artışının etkisinin yanı sıra, fiyatlama disiplinine paralel olarak uygulanan maliyet artı ihracat anlaşmaları kârlılığa önemli ölçüde katkı sağlamaktadır. Yüksek maliyet enflasyonu dönemlerinde ihracat oranı yüksek (2023 için gelirin %73'ü, hacmin %81'i) olan Ford için bu anlaşma büyük avantaj yaratmaktadır. %6-9 aralığında bulunan FVAÖK marjı, 2020 ve sonrasında %9-14 bandına kadar yükselmiştir.

Riskler: i) Ticari segmentte beklenenden yüksek daralma, ii) Uzun süreli sıkı para politikası, iii) Pazar payında beklenmedik kayıplar, iii) TL'de keskin volatilité, iv) hammadde fiyatlarında sert artış, v) tedarik zincirinde bozulma

Mevcut Hisse Fiyatı	12A Hedef Fiyat	Potansiyel Getiri
TL1,057.00	TL1,578.9	49%
Piyasa Değeri		Firma Değeri
TL370,912mn	USD11,508mn	TL434,089mn

Hisse Senedi Bilgileri (13.06.2024)

Bloomberg/Reuters:	FROTO.TI / FROTO.IS		
Rel. Performans:	1 ay	3 ay	12 ay
	-11%	-13%	-10%
12 Ay Fiyat Aralığı (TL):	604.56 / 1222		
Ortalama günlük hacim (TLmn) 3 ay:	1,174.4		
YBB Getiri:	48%		
Beta (2yıl, haftalık)	0.91		
BIST-100 ağırlığı	4.2%		
Hisse Adedi (mn):	350.9		
Yabancı Payı :	Mevcut	12 ay	
	40.7%	38.3%	

Kısaca Şirket

1959'da kurulan Ford Otosan, Ford Motor Company ve Koç Grubu ortaklığı olup özellikle ticari sınıf araçların imalatı, ithalatı, montajı, satışı ve yedek parçalarının üretimi ve satışını yapmaktadır. Kocaeli'de Transit model araç ürettiği Gölcük Fabrikası; Transit Custom model araç ürettiği Yeniköy Fabrikası, Eskişehir'de Ford Trucks Kamyon Fabrikası ile Kamyon ve Transit araçlarına üretim yapan Motor ve Aktarma Organları Fabrikası; Romanya'da ise Puma araç, yeni nesil Transit Courier ve EcoBoost motor üretimi yapan Craiova fabrikası bulunmaktadır.

Ortaklık Yapısı

Koc Holding	38.7%
Ford Motor Company (FMC)	41.0%
Diğer	2.4%
Halka Açık	17.9%

Özet Finansallar*

	2022	2023	2024T	2025T
Net Satışlar (TLmn)	322,556	411,906	699,385	756,984
Yıllık Değişim	354%	28%	70%	8%
FVAÖK (TLmn)	31,981	42,710	62,376	74,192
Yıllık Değişim	238%	34%	46%	19%
Net Kar (TLmn)	27,730	49,056	69,531	73,820
Yıllık Değişim	215%	77%	42%	6%
FVAÖK marjı	9.9%	10.4%	8.9%	9.8%
Net Kar marjı	8.6%	11.9%	9.9%	9.8%
F/K (x)	13.4	7.6	5.3	5.0
FD/FVAÖK (x)	13.6	10.2	7.0	5.9
FD/Net Satışlar (x)	1.3	1.1	0.6	0.6
Hisse Başına Kar(TL)	79.0	139.8	198.1	210.4
Hisse Başına Temettü	44	93	131	139
Temettü Verimi	4.2%	8.8%	12.4%	13.2%
Özkaynak kârlılığı	54.2%	58.4%	57.4%	49.6%

*Rakamlar 2024 satın alma paritesi tahminlerimize göre hesaplanmıştır, sonraki yıllarda ise reel değişimler kullanılmıştır.

Analist: Emin TAY

+90 (212) 384 1147

ETay@garantibbva.com.tr

ÖZET FİNANSAL TABLOLAR* (mn TL)

Gelir Tablosu	2022	2023	2024T	2025T
Net Satışlar	322,556	411,906	699,385	756,984
Brüt Kar	36,599	55,248	74,991	88,345
Operasyonel Kar	24,786	36,646	49,182	59,911
Amortisman	7,196	6,065	13,194	14,281
FVAÖK	31,981	42,710	62,376	74,192
Diğer Gelir/Gider	2,485	7,371	16,627	9,778
Net finansal Gelir/Gider	-1,794	611	4,425	4,877
Vergi Öncesi Kar	25,447	47,428	70,233	74,565
Vergi	2,283	1,627	-702	-746
Net Kar	27,730	49,056	69,531	73,820
Brüt Kar Marjı	11.3%	13.4%	10.7%	11.7%
FVAÖK Marjı	9.9%	10.4%	8.9%	9.8%
VÖK Marjı	7.9%	11.5%	10.0%	9.9%
Net Kar marjı	8.6%	11.9%	9.9%	9.8%
Satış Büyümesi	354%	28%	70%	8%
FVAÖK büyümesi	238%	34%	46%	19%
Net Kar büyümesi	215%	77%	42%	6%
Bilanço	2022	2023	2024T	2025T
Dönen Varlıklar	91,321	118,481	253,798	289,005
Nakit ve Nakit Benzerleri	16,666	17,518	22,853	30,800
Ticari Alacaklar	42,595	52,457	122,389	129,939
Stoklar	23,275	33,774	70,292	85,724
Diğer Dönen Varlıklar	8,784	14,731	38,264	42,542
Duran Varlıklar	82,986	131,216	155,333	180,327
Toplam Varlıklar	174,307	249,697	409,131	469,332
Kısa Vadeli Yükümlülükler	76,203	108,314	223,487	253,143
Kısa Vadeli Borçlanmalar	21,781	39,080	51,961	68,689
Kısa Vadeli Ticari Borçlar	49,673	60,483	153,218	170,604
Diğer Borçlar	4,749	8,751	18,308	13,851
Uzun Vadeli Yükümlülükler	46,963	57,377	64,590	67,355
Uzun Vadeli Borçlanmalar	40,699	48,087	55,300	58,065
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	6,264	9,291	9,291	9,291
Özkaynaklar	51,142	84,005	121,054	148,833
Toplam Kaynaklar	174,307	249,697	409,131	469,332
Nakit Akım Tablosu	2022	2023	2024T	2025T
FVAÖK	31,981	42,710	62,376	74,192
İşletme Sermayesindeki değişim	-5,548	-6,992	-27,690	-14,332
Faaliyetlerden elde edilen nakit akım	37,012	55,049	73,439	91,763
Yatırımlar	-13,161	-31,175	-37,311	-39,275
Yatırım Faaliyetlerinden kaynaklanan nakit akım	-34,199	-32,072	-10,629	-37,019
Temettü	-13,722	-18,424	-32,482	-46,040
Net borçtaki değişim	3,563	7,775	11,314	-17,020
Finansman faaliyetlerinden kaynaklanan nakit akım	-6,343	-8,571	-54,447	-46,052
Rasyo Analizi	2022	2023	2024T	2025T
Net Borç/FVAÖK	1.43	1.63	1.4	1.3
Net Borç/Sermaye	0.9	0.8	0.7	0.6
Yatırımlar/Satış gelirleri	4%	8%	5%	5%
İşletme sermayesindeki değişim/Satış gelirleri	-2%	-2%	-4%	-2%
ROCE	0%	5%	17%	15%
ROIC	17%	19%	14%	14%
SNA verimi	0%	5%	17%	15%

*Rakamlar 2024 satın alma paritesi tahminlerimize göre hesaplanmıştır, sonraki yıllarda ise reel değişimler kullanılmıştır.
Kaynak: Şirket Verileri, Garanti BBVA Yatırım

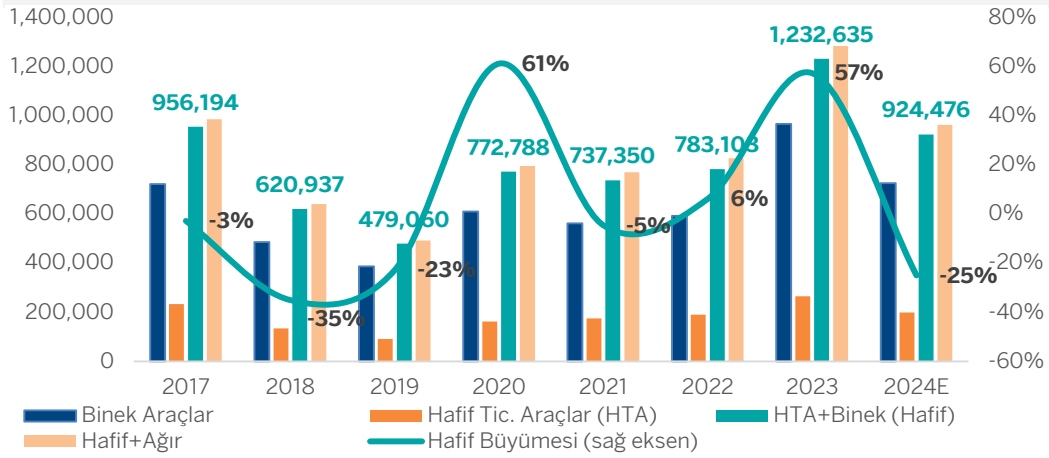
Yatırım Tezi

Türkiye Otomotiv Sektörü

2024'te Hafif Araç Pazarı Görünümü

Mayıs ayında hafif araç (HA) pazarı yıllık bazda %10.1 azalarak 100,305 adet oldu (otomobil: - 8.2%; HTA: - 17%). 75,919 adet olan Nisan ayı satış rakamlarına göre %32 artış kaydedilmiş oldu. Otomobil ve HTA pazarı 10 yıllık Mayıs ayı ortalama satışlara göre ise %45.7 arttı (otomobil: %48.5; HTA: %35.6).

Türkiye – Segment Bazlı Büyümler



Kaynak: ODD, Garanti BBVA Yatırım

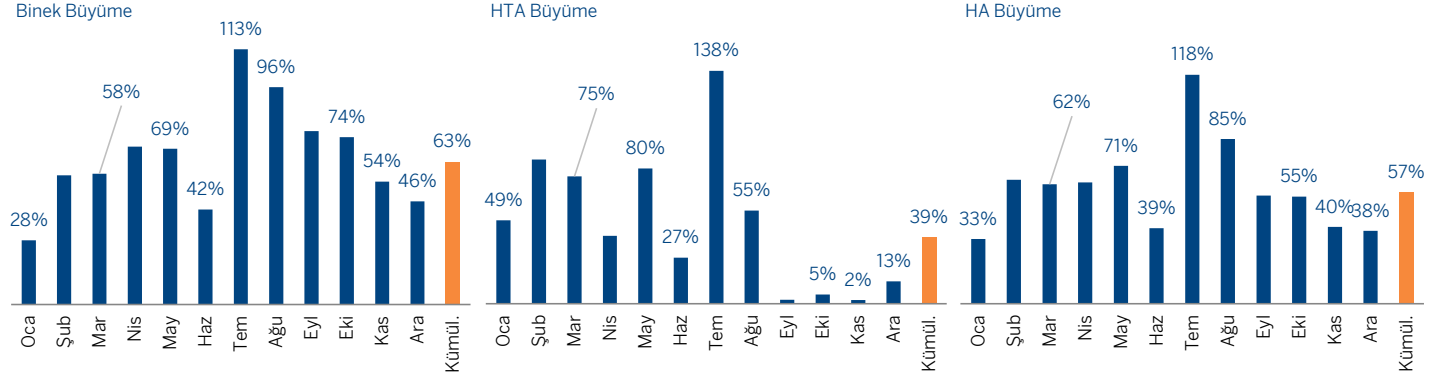
2Ç24'te beklendiği gibi daralma başlamış olmasına rağmen yılın ilk çeyreğinde binek araçlardaki güçlü satışlar sayesinde 2024 yılı Ocak-Mayıs döneminde HA pazarı büyümesini sürdürmüştü. 2024 yılı Ocak-Mayıs döneminde HA pazarı %6.0 oranında (otomobil: %10.3; HTA: -7.9%) artarak 471,743 adet olarak gerçekleşti.

İlk çeyrekte sert esen rüzgar, arkasında sessizlik bıraktı. Pazar performansında engelli vatandaşlara uygulanan ÖTV muafiyeti baz fiyatındaki artış, sıkılaştıran para politikasının devam etmesine rağmen seçim öncesi iç talebin öne çekilmesi, araç bulunabilirliğinin artması etkili olmuştur. Ancak sonrasında seçim riskinin bertaraf olması, 2023'ün yüksek baz etkisi, tedarikçi pazarından talep pazarına dönülmesi ve tüketici tarafında araç ihtiyacının önden karşılanmış olması 2Ç'de beklendiği gibi keskin bir düzeltme yaşanmasına sebep oluyor.

Biraz soluklanma zamanı. Otomotiv pazarında trend dönüşümünü görmezden gelemiyoruz. HA pazarında her ne kadar binek araçların satışlardaki ağırlığı ticari araçlara kıyasla çok daha az olsa da geleceğe ilişkin sağlıklı sinyallerin daha çok ticari araçlardan alınabildiğine inanıyoruz. 2024 yılı Ocak, Şubat ve Mart'ta sırasıyla yıllık artışlar binek tarafta %72, %40 ve %10'u buldu. HTA'da ise büyümler ilk iki ay %15 ve %7 ile daha sınırlı kaldı ve Mart'ta %8 düşüş oldu.

Nisan ve Mayıs'ta yukarıda sebepleriyle beraber vurguladığımız düşüşlerin ardından yılın kalanına ilişkin tabloyu daha net görebiliyoruz. 5A24'te HA'da %6 artışa karşın 2Ç'nin ilk 2 ayında totalde %15.7 daralma oldu. Bizim 2024'e ilişkin beklentimiz %25'lik daralma ile yaklaşık 920bin adet satışa işaret ediyor (2023: 1,227bin). Önümüzdeki her ay ortalama 65-70 bin adet satış gerçekleşeceğini öngörüyoruz.

Türkiye— 2023 Aylık Büyüme

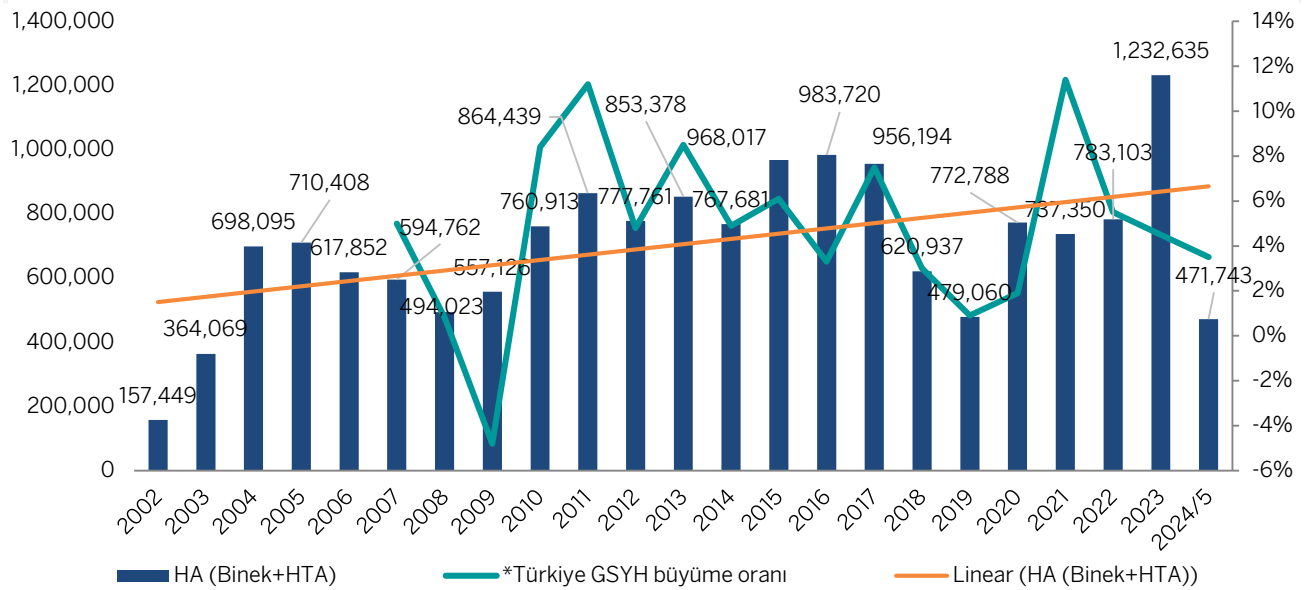


Kaynak: OSD, Garanti BBVA Yatırım

Uzun Vadede Hafif Araç Pazarı Görünümü

2023'te 1,232,635 adet satış oldu. 2023'ün kendine has dinamikleri yıllık bazda %57'lik büyüme (%39 HTA ve %63 Binek) getirdi. Daha önce bu kadar büyük bir artışı pandemi senesi olan 2020'de %61 ile görmüştük. Ancak 2020 yılı öncesinde piyasa 3 yıllık büyük daralma yaşıyordu. Otomotiv piyasasında büyüme ve küçülme döngülerine sıklıkla rastlasak da, Türkiye açısından uzun vadeli perspektif olumlu bir görüntü sunuyor.

Uzun Vadede Türkiye ve Otomotiv Piyasasında Büyüme

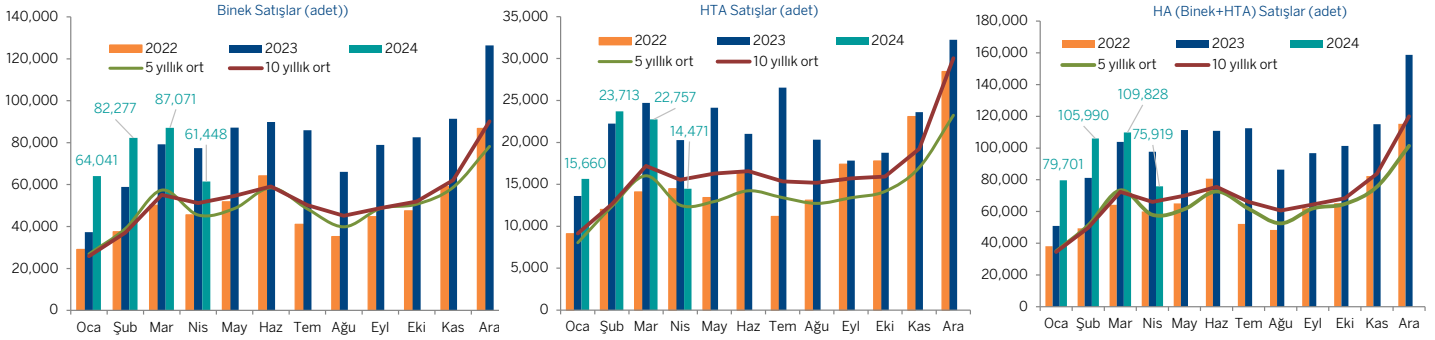


*Son veri 2024 yıl sonu büyüme tahminimizi yansıtmaktadır

Kaynak: OSD, Garanti BBVA Yatırım

Son 5 yılın ortalama satış adedi 800bin araç ile son 10 yıl ortalaması olan 830bin adedin %4 gerisinde kalıyor. 2024 yılında beklediğimiz daralmayı sektör için olağan bir soğuma olarak görüyoruz. 2024 yılı için GSYH büyüme oranını tahminimizin %3.5 olduğunu hatırlatmak istiyoruz. Önümüzdeki yıllarda yukarıdaki grafikte gördüğümüz geçmişten gelen pozitif eğimli turuncu trendin yönünde bir değişiklik olmasını beklemiyoruz.

Otomotiv Piyasası 5 ve 10 Yıllık Ortalama Büyümler

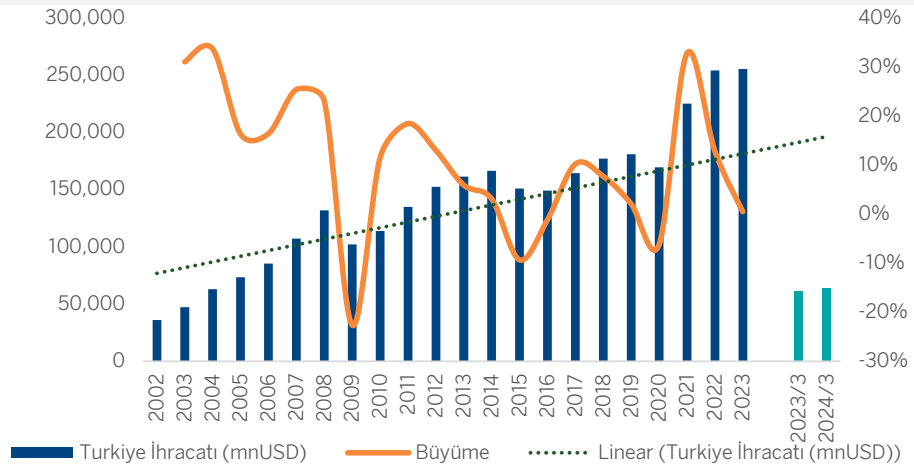


Kaynak: ODD, Garanti BBVA Yatırım

Uzun vadeli perspektife olumlu bir diğer görünüm ise araç sahiplik oranında. Türkiye’de HA sahiplik oranı 2023 itibariyle her 1,000 kişide 231 kişidir. Otomobil sahiplik oranı ise her 1,000 kişide 178 kişidir. 2007 yılından bu yana küresel ve yerel krizler, döviz şokları vb birçok konjonktürde sahiplik oranı artmış ve sahiplik oranının yıllık bileşik büyüme oranı %4 olmuştur.

Avrupa’da Görünüm

Türkiye İhracatı (mn USD, sol eksen)



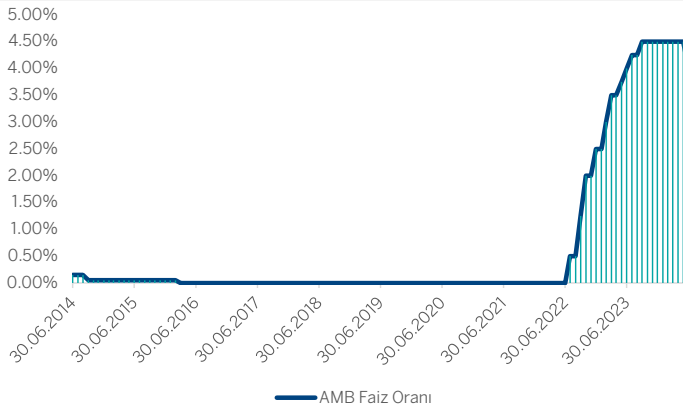
Kaynak: TÜİK, Garanti BBVA Yatırım

Türkiye’de 2021 ve 2022 yıllarındaki yüksek ihracat artışından sonra - sırasıyla %33 ve %13 büyüme- 2023’te artış sınırlı kalmıştı. 1Ç24’te ise ihracat büyümesi %3.6 oldu. Bizim beklentimiz 2023’te 255mlrUSD olan ihracat hacminin 2024 ve 2025’te sırasıyla %5.8 artışla 269.9mlrUSD ve %8 artışla 291.5mlrUSD olması yönünde.

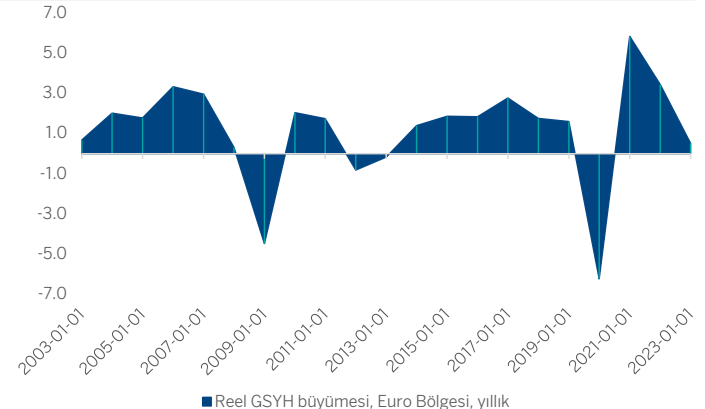
Türkiye'nin Orta Vadeli Programında 2024 sonu ihracat hedefi 267mılrUSD ile %5 artışa işaret ediyor. 2025 için hedef 284mılrUSD ve büyümenin ivmeleneyeceği beklentisini taşıyor.

Avrupa'da görünüm Türkiye otomotiv piyasası adına oldukça önemli. Türkiye'nin en yakın ve potansiyeli en yüksek ticari partneri Euro Bölgesi. Avrupa Merkez Bankası (AMB) faiz oranlarını bir süredir arttırdı. Pandemi sonrası 2022 Ocak ayında %10.6 ile pik yapan enflasyon oranı artan faiz oranları sonrası yaklaşık %2-3 bandına geriledi. Haziran ayında ise AMB uzun aradan sonra ilk kez %4.5'e çektiği faiz oranını % 4.25'e düşürdü. Enflasyonda görece makul seviyelere geri çekilmesiyle faiz artırımı döngüsünün muhtemelen son bulmuş olması ekonomik büyüme beklentileri adına olumlu. 2021 ve 2022'de Euro Bölgesi'nde büyüme sırasıyla %5.9 ve %3.4 olurken 2023'te %0.5 oranında sınırlı bir büyüme gözlemlendi. 2024 yılı BBVA büyüme beklentisi Euro Bölgesi için %0.72'dir.

AMB Faiz Oranı (%)



Euro Bölgesi Reel GSYH Büyüme, yıllık (%)



Kaynak: Eurostat, Garanti BBVA Yatırım

ACEA, 2024 yılında yeni araç satışlarının Avrupa'da %2.5'lük büyüme kaydedeceğini öngörüyor (12A23: %13.9).

Mart ve Nisan'da Avrupa Yeni Araç Pazarı

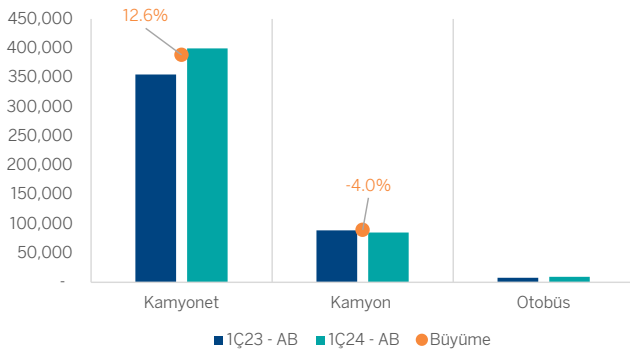
Mart 2024'te Avrupa Birliği (AB) otomobil piyasası yılın ilk daralmasını tecrübe etti. 1,031,875 adet satış rakamı %5.2'lik düşüşü işaret etti (Mart 2023: 1,089,017). Paskalya tatili başta 4 büyük pazar olan Almanya (-6.2%), İspanya (-4.7%), İtalya (-3.7%) ve Fransa (-1.5%) olmak üzere Avrupa satış rakamlarına etki etti. Nisan'da ise Nisan 2024'te AB otomobil pazarı, tüm büyük pazarlardaki güçlü artışların etkisiyle toplam 913.995 adet yeni kayıtla %13.7 büyüdü: İspanya (+% 23.1), Almanya (+%19.8), Fransa (+%10.9) ve İtalya (+%7.7). Paskalya tatilinin geçtiğimiz yıl Nisan ayına denk gelmiş olması büyümeyi açıklayan en önemli faktör.

Yılın ilk dört ayında, AB'deki yeni araç satışları %6.6 artarak yaklaşık 3.7mn adete ulaştı. Bölgenin en büyük pazarlarında bu dönemde sağlam bir büyüme kaydedildi; Almanya ve İspanya'da her biri %7.8 artış gördü, ardından Fransa (+%7) ve İtalya (+%6.1) geldi.

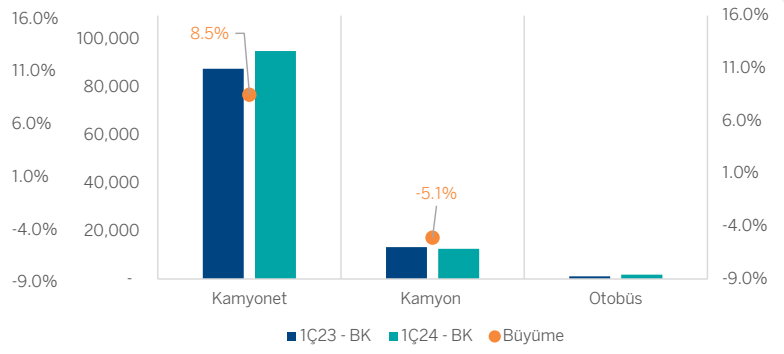
AB dışında en önemli pazarlardan biri olan İngiltere'de (BK) ise yeni araç satışları Mart'ta 287,825 adetten %10.4 artışla 317,786 adete yükselerek olumlu bir ayrışma içine girdi. İngiltere'deki yüksek Mart satışları sayesinde AB+BK olarak daralma %2.0 ile daha sınırlı kaldı. Nisan'da da sınırlı olsa dahi artış vardı.

1Ç24'te Ayında Avrupa Yeni Araç Pazarı

Avrupa Birliği (AB) - 1Ç24 Segment Bazlı Büyüme



Birleşik Krallık (BK) - 1Ç24 Segment Bazlı Büyüme



Kaynak: ACEA, Garanti BBVA Yatırım

1Ç24'te AB otomobil satışları toplamda 2,768,639 adete ulaşırken, geçtiğimiz yılın aynı çeyreğine göre %4.4 artmış oldu (1Ç23: 2,651,263). İtalya ve Fransa'da artışlar %5.7'ye ulaşırken, Almanya %4.2'lik artış ile takip etti. Almanya'nın 694,785 yeni araç satışı rakamının ardından en yüksek satış adedi 545,548 adet ile BK'de oldu. Yılın ilk 2 ayına benzer şekilde yukarıda bahsettiğimiz Mart satışlarının da yüksek katkısıyla ilk çeyrek BK piyasasında %10.4'lük artış ile tamamlandı. AB+BK yeni araç satışları ise ilk çeyrekte %5.4 büyüdü.

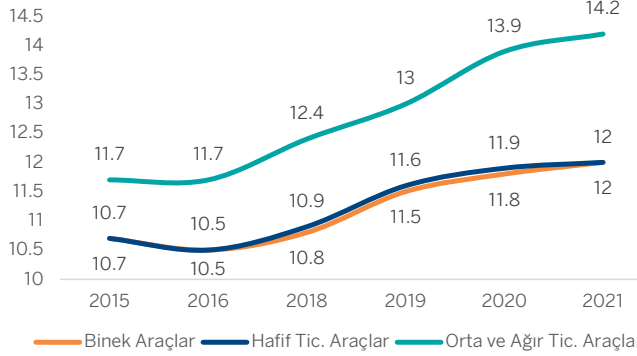
1Ç24 Avrupa Birliği (AB) ticari araç pazarında ise kamyon pazarındaki %4 daralmaya karşın van pazarında %12.6'lık çarpıcı yükseliş dikkat çekti (12A23, van: %14.6 artış). 1Ç23'te satılan yaklaşık 355bin adet vana karşın bu yıl yaklaşık 400bin adet satış yapıldı. Ticari araç pazarındaki karışık seyre rağmen van pazarındaki yükseliş benzer şekilde BK'da da gözlemlendi. BK'da kamyon pazarı %5.1 daralırken van pazarında satışlar %8.5 arttı (12A23, van: %20.6 artış).

Türkiye'de ve Avrupa'da Ortalama Araç Yaşları Yüksek

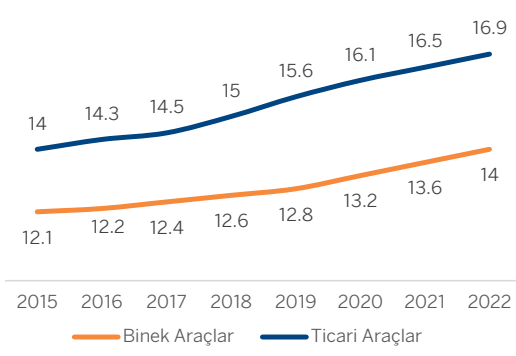
Türkiye'de ve Avrupa'da hem binek araçlar hem de ticari araç yaşları yüksek seviyede. 2015'te Avrupa'da 10.7 olan ortalama yaş 2021'de 12'ye kadar yükselirken Türkiye'de 14'ten 16.9'a yükseldi. Özellikle ticari araçlarda toplam sahip olma maliyeti oldukça önemli.

Yaşlanan filo, arıza sürelerini ve bakım maliyetlerini artırarak şirketlerin operasyonları ve maliyetleri üzerinde baskı yaratıyor. Ortalama araç yaşlarının yüksek seviyelerde olması uzun vade otomotiv piyasasının fırsatlara açık olduğunu gösteriyor.

Avrupa—Ortalama Araç Yaşları



Türkiye—Ortalama Araç Yaşları



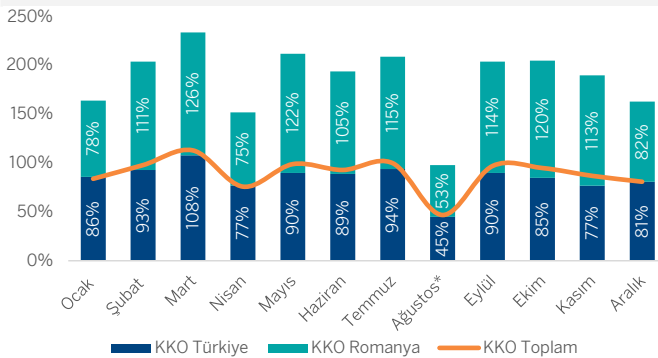
Kaynak: ACEA, TÜİK, Garanti BBVA Yatırım

Ford Otosan: Tesisler ve Yatırımlar

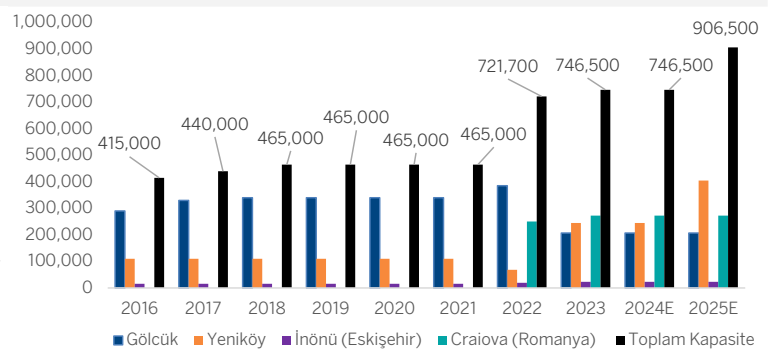
Kapasite Artışları İle Devam Eden Nitelikli Büyüme

Ford Otosan, Ford Motor Company'nin (FMC) Avrupa'daki en büyük üretim merkezidir. Şirket FMC'nin Avrupa'da satılan ticari araçlarının %70'ini üretiyor. 2023 itibarıyla 4 ayrı lokasyonda 746,500 üretim kapasitesine sahiptir. Türkiye ve Avrupa ticari araç üretiminde sektör lideri olmasının yanı sıra 9 senedir üst üste Türkiye'nin ihracat şampiyonudur. Türkiye Otomotiv üretiminin %40'ı ticari araç üretiminin %77'si, ticari araç satışının %22.5'i ve ticari araç ihracatının %88'i Ford Otosan tarafından gerçekleştirilmektedir.

Ford Otosan—2023 Kapasite Kullanım Oranları



Üretim Kapasitesi



*Bakım nedeniyle Gölcük, Eskişehir, Yeniköy (31 Tem-14 Ağu) ve Craiova (14-31 Ağu) Fabrikalarında üretime planlı ara verilmişti.

Kaynak: Şirket verileri, Garanti BBVA Yatırım

Ford Otosan'ın verimli, yenilikçi ve esnek tesisleri sürdürülebilir büyümenin önünü açıyor. Ford Otosan ikisi Kocaeli'nde (Yeniköy ve Gölcük) diğerleri İnönü (Eskişehir) ve Craiova (Romanya) olmak üzere 4 tesisinde üretimlerini gerçekleştirmektedir.

Craiova tesisinde 189bin Puma ve 100bin Courier üretilebilir durumdadır ancak bu tesiste toplam kapasitenin 272bin adet olduğu unutulmamalı. 2023 sonu itibariyle Gölcük, Yeniköy ve Eskişehir fabrikalarının da toplam kapasitesi 474,500 adet olup, Craiova ile birlikte 746,500 adet üretim kapasitesi bulunmakta. Elektrikli seçeneklerle toplam üretim kapasitesi 900bin adetın üzerine çıkacak.

Asgari Alım Garantili Anlaşmalar ile Başlayan Yatırımlar

Ford Otosan kapasite artışları yaparken aynı zamanda üretim bandına alacağı modeller ile ilgili (kamyon hariç) FMC ile asgari satış adedinin olduğu "ihracat anlaşmaları" yapmaktadır. Dolayısıyla şirketin -pandemi döneminde olduğu gibi- ekstrem bir duruma karşı dayanıklılığı yüksektir.

Ford Otosan'ın Tesisleri Yenilikçi ve Esnek

Tesisler ihtiyaç doğrultusunda hızlıca modernize edilebiliyor, yeni modele kolayca geçişler yapılabiliyor. Dahası, şirket içten yanmalı motorların (ICE) yanı sıra elektrikli araç (EV) üretimine de odaklanıyor. Dolayısıyla, otomotiv piyasasının eğilimine bağlı olarak elektrikli araçlara talep beklenenden çok yüksek olursa veya tersi senaryoda elektrikli araçlara geçişler beklendiği gibi ilerlemezse bu duruma kolayca uyum sağlanabilir ve talebin geldiği yöne direksiyon kırılabilir.

Tesisler ve üretim/üretilecek modeller ile ilgili önemli bilgileri aşağıda özetliyoruz:



Kaynak: Şirket sunumu

➤ **Gölcük Tesisi**

Yeni Nesil Ford Transit'in ana üretim merkezi olan fabrika 207bin adet üretim kapasitesine sahiptir. Transit 1967'den beri Ford Otosan tarafından üretilmekte Ford Avrupa ürün portföyündeki en uzun ömürlü modeldir. E-Transit 2Ç22'de piyasaya sunuldu.

Daha önce "Custom" modeli bu tesiste üretilirken 2023 yılından itibaren "Yeni Custom" modeli olarak Yeniköy fabrikasına kaydırılmıştır.

➤ **Yeniköy Tesisi**

Custom'ın dünya üzerindeki tek üretim merkezi olan fabrika 245bin adet üretim kapasitesine sahiptir. 1 tonluk orta ticari araç '**Yeni Custom**' ailesinin dizel versiyonu 4Ç23'te üretime başlamıştır. Şarj edilebilir hibrit elektrikli (PHEV) ve tam elektrikli versiyonlarının üretimini 2024 yılında başlanacağı öngörülmektedir.

Ford - VW stratejik iş birliği kapsamında **Yeni nesil 1 ton VW ticari araç** da üretilmeye başlanacaktır. 2021-2025 yıllarını kapsayan toplam 1,390mn EUR yatırım ile 195bin adet olan mevcut benzer nitelikteki aracın yerine geçmek üzere, 405bin adetlik yıllık ortalama 1 tonluk orta ticari araç üretim kapasitesi kurulacaktır. Anlaşmaya göre 11 yıl süreyle üretim yapılması öngörülmüştür.

➤ **Eskişehir Tesisi**

1982'de açılışı yapılan ve **Ford Trucks'ın** üretim merkezi olan tesiste 22,500 kamyon, 86,500 motor (Kamyon için 12.7lt/9.0lt E6 Ecotorq motor, Transit için 2.2lt 4 silindir Puma motor, Transit için 2.0lt 4 silindir Panther motor), 140bin adet arka aks (Transit) üretimi ve 15bin adet şanzıman üretimi yapılmaktadır.

➤ **Craiova Tesisi**

Romanya'da bulunan tesis 3Ç22'de satın alınmış ve 406mn EUR'luk ilk ödeme gerçekleştirilmiştir. 2025 ve 2028'de sırasıyla 196mn EUR ve 23mn EUR ödeme yapılacaktır (Toplam: 625mn EUR). 2028'de Romanya Fabrikası'nın 2024-2028 dönemi KKO öngörüsüne bakılarak, 140mn EUR'a kadar ilave ödeme yapılması söz konusudur.

Tesis 272bin adet araç ve 350bin adet motor üretim kapasitesine sahiptir. İçten yanmalı Courier modeli daha önce Yeniköy fabrikasında üretilmekteydi. Ford Courier'in tek üretim merkezi hala Ford Otosan'dır. Courier'in içten yanmalı motoru, 4Ç23'ten itibaren **Yeni Nesil Courier** olarak Craiova'da üretilmeye başlanmıştır ve tam elektrikli modeli 1Ç25'te üretilen olup üretimi 100bin adede kadar çıkabilecektir. Yeni Nesil Courier üretimi için 2022-2024 arasında 490mn EUR yatırım ve mühendislik harcaması yapılması öngörülmektedir.

Courier'de olduğu gibi **Puma'nın** da dünyadaki tek üretim merkezi burası. 2023'te 185bin adet Puma üretildi. 1Ç25'te tam elektrikli modeli üretilen ve üretimi 189bin adede kadar çıkabilecektir.

2024'e İlişkin Beklentiler

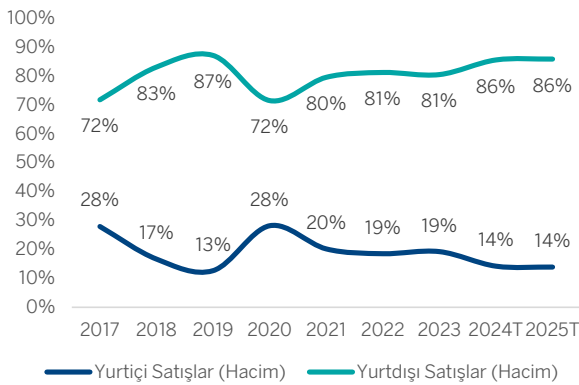
2024 Beklentiler (Hacim)	2022	2023	2024T	GY Tahminler
Toplam Otomotiv Pazarı (Traktör hariç)	822k	1278k	800k-900k	958k
FROTO Perakende Satış Adedi	85k	114k	100k-110k	97k
FROTO İhracat Adedi	391k	492k	560k-610k	587k
Türkiye	298k	312k	350k-380k	360k
Romanya	93k	180k	210k-230k	227k
Toplam FROTO Satış Adedi	476k	610k	660k-720k	684k
Toplam FROTO Üretim Adedi	466k	590k	650k-700k	664k
Türkiye	374k	399k	400k-430k	401k
Romanya	92k	191k	250k-270k	263k
Yatırım Harcaması	€818mn	€900mn	€900-1,000mn	€950mn
Genel Yatırımlar	€52mn	€96mn	€170-190mn	
Ürün Yatırımları	€766mn	€804mn	€730-810mn	

Kaynak: Garanti BBVA Yatırım, Şirket sunumu

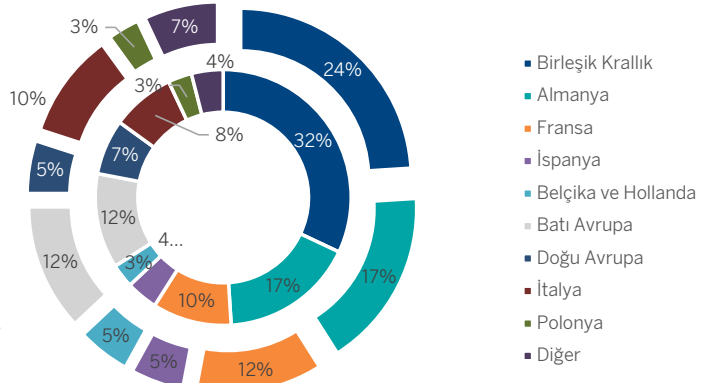
2023'te Türkiye toplam otomotiv pazarı (traktör hariç) %56 gibi yüksek bir oranda büyüme kaydederek 1,278bin adet olarak gerçekleşti. Aynı dönemde Ford Otosan'ın toplam üretimi %27, toplam satış adeti ise %28 artış kaydetti (perakende satış adedi yaklaşık %32 artış ile 114bin adet, ihracat satış adedi ise %25 artış ile 491bin). 2024 yılında toplam otomotiv pazarına ilişkin beklentimiz 958bin adet ile şirket beklentisi olan 800-900bin adet satışın üst bandının üzerinde kalıyor. Ford Otosan'a ilişkin toplam satış ve üretim adetleri beklentilerimizi ise şirket tahmin aralığında bıraktık. 2024'te Ford Otosan'dan 664bin adet üretim (şirket beklentisi: 650bin-700bin) ve 684bin adet satış (şirket beklentisi: 660bin-720bin) bekliyoruz.

EUR-Maliyet Artı İhracat Anlaşmaları ve Kârlılık

Yurt içi—Yurt dışı Gelir Dağılımı



Türkiye'den İhracat Kırılımı



Kaynak: Şirket Verileri, Garanti BBVA Yatırım

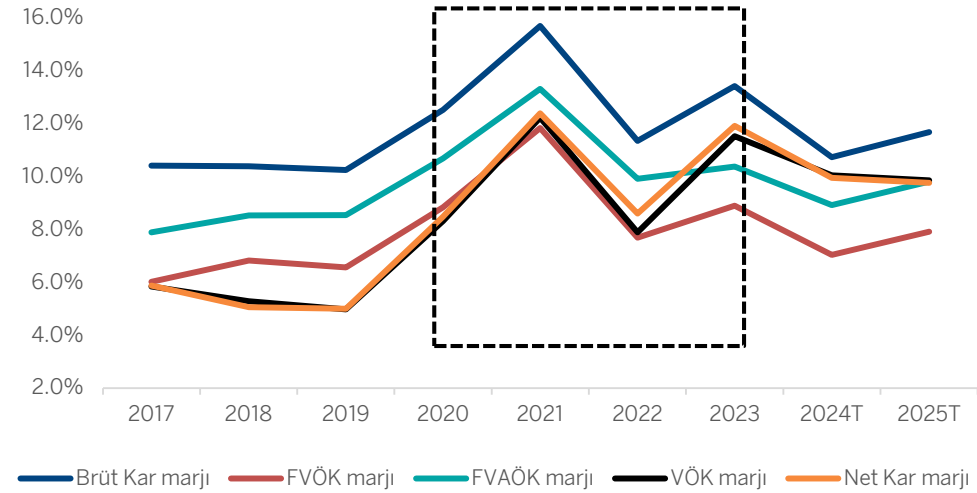
İhracat gelirleri tampon olmaya devam edecek. 2023'te 14mlrUSD ciroya ulaşan Ford Oosan'ın satış gelirlerinin %73'ünü ihracat gelirleri oluştururken, satış adetlerinde ihracat hacmi %81 oranında paya sahip.

Yurt içi satış adetleri ise Ford Otosan'ın bayilere yaptığı araç satışlarını kapsamaktadır. Modellerin yenilenmesi ve kapasite artışları sonrası 2024'te ihracatın toplamda payının %86'ya kadar yükselmesini ve bu oranda devam etmesini bekliyoruz.

Ford Otosan'ın tüm ihracat anlaşmaları Euro dışı ülkeler dahil Euro bazlıdır. FMC ve iştiraklerine yapılan ihracat alacaklarında ortalama tahsilat Türkiye için 14 gün, Romanya için 30 gündür. Son dönemlerde kurda oynaklık oldukça düşmüş olmasına karşın, ihracat gelirleri olası dalgalanmalara karşın doğal hedge koruması sağlamaktadır.

2020-2023 arasında karlılıkta dikkate değer artış kaydedilmiş olup, en önemli sebeplerinden biri maliyet artı ihracat anlaşmalarıdır. Son dönemlerde güçlü yurt içi performans ve ihracattaki kur artışının etkisinin yanı sıra, fiyatlama disiplinine paralel olarak uygulanan maliyet artı EUR bazlı (EUR cost plus EUR mark-up) ihracat anlaşmaları karlılığa sürdürülebilir olarak önemli ölçüde katkı sağlamaktadır. Yüksek maliyet enflasyonu dönemlerinde ihracat oranı yüksek olan Ford Otosan için bu anlaşma büyük avantaj yaratmaktadır.

Kârlılık Marjları



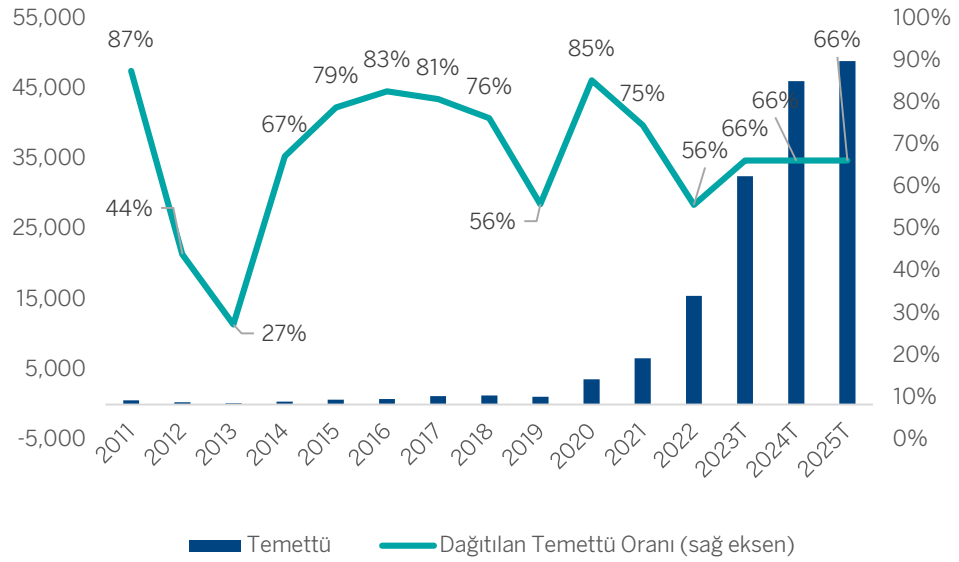
Kaynak: Şirket verileri, Garanti BBVA Yatırım

2011-2019 dönemlerinde %6.5-8.5 aralığında bulunan FVAÖK marjı, 2020 ve sonrasında %9.5-13.5 bandına yükselmiştir. Projeksiyon dönemlerimiz için satışların normalleşmesi, kur etkisinin azalacak olması ve muhafazakar bakış açımız nedeniyle FVAÖK marjını %8.9-10.8 aralığında tahmin ettik.

Yılda İki Defa Temettü Alışkanlığı

Ford Otosan 2023'te önceki yıla elde ettiği kârın %56'sını kullanarak 15,444mnTL (pay başına 44.0TL) temettüyü 2 taksitte dağıttı. Ford Otosan son 10 yılda ortalama karın %66'sını dağıtırken bunların 8'ini 2'ser taksitte ödedi. Son 10 yıllık periyotta ortalama temettü verimi %6 olan Ford Otosan'ın 2023 ve 2024'te tahmin ettiğimiz net kar rakamlarına göre sırasıyla pay başına 93TL ve 131TL temettü dağıtacağını öngörüyoruz. Temettü alışkanlığı uzun vadede pozitif katalizör olmaya devam edecek.

Dağıtılan Temettü



Kaynak: Garanti BBVA Yatırım, Şirket verileri

Değerleme

FROTO için 12 aylık hedef fiyat çalışmamızda indirgenmiş nakit akımları (İNA) ve benzer şirket çarpanları yaklaşımını kullandık. İki yöntemi eşit ağırlıklandırdık. Buna göre hedef fiyat 1,578.9 TL ile %49 artış potansiyeline işaret etmektedir.

Değerleme Özeti	Hesaplanan Değer (mn TL)	Ağırlık	(mn TL)
İNA Analizi	590,870	50%	295,435
Çarpan Analizi	517,200	50%	258,600
Hedef Şirket Değeri			554,035
Piyasa Değeri			370,912
12 Aylık Hisse Hedef Fiyatı			1,578.9
Hisse Fiyatı			1,057.0
Yükselme Potansiyeli			49%

Kaynak: Garanti BBVA Yatırım

Değerlememizde kullandığımız rakamlar 2024 satın alma paritesi tahminlerimize göre hesaplanmıştır, sonraki yıllarda ise reel değişimler kullanılmıştır.

2024-2030 yıllarını içeren İNA değerlendirme modellememizde

- nihai büyüme oranı %2.0,
- risksiz faiz oranını %7.5 (10 yıllık Türkiye hazine eurobondu getirisinden faydalandık),
- piyasa risk primini %5.0 ve
- Beta'yı 0.91 (Bloomberg 2 yıl, haftalık)

alıyoruz. Böylece ağırlıklı ortalama sermaye maliyetini (AOSM) tüm dönemler için %11.0 kullanarak hedef fiyata ulaşıyoruz.

Çalışma sermayesi/satışlar için projeksiyon yıllarımızda ortalama olarak %6.4 kullandık.

Yüksek yatırım döneminde 2024 ve 2025 yıllarında harcama için şirket rehberliğine paralel olarak sırasıyla 950mnEUR ve 1,000mnEUR kullanırken, devam eden yıllarda normalleşme yaşanmasını bekleyerek ortalama yaklaşık 790mnEUR yatırım harcaması öngördük. Bu miktar satışların %3.3'üne tekabül ediyor.

Serbest Nakit Akımı*
(TLmn)

	2023	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T
Net Satışlar	411,906	699,385	756,984	843,121	890,238	932,199	976,753	1,024,161
Faaliyet Kârı	36,646	49,182	59,911	73,698	79,215	81,110	83,297	84,401
Vergi	1,257	-492	-599	-737	-792	-811	-833	-844
Vergi Sonrası Faaliyet Kârı	37,903	48,690	59,312	72,961	78,423	80,299	82,464	83,557
Amortisman	6,065	13,194	14,281	15,906	16,795	17,587	18,427	19,322
Brüt Nakit Akımı	43,968	61,884	73,593	88,867	95,218	97,886	100,892	102,879
İşletme Sermayesindeki Değişim	9,550	13,715	5,597	5,127	4,585	4,446	4,784	5,155
Yatırım Harcamaları	23,112	37,311	39,275	28,092	29,662	31,060	32,545	34,124
Firmaya Serbest Nakit Akımı (FSNA)	3,242	10,858	28,721	55,648	60,971	62,380	63,563	63,600
FVAÖK	42,710	62,376	74,192	89,604	96,010	98,697	101,724	103,723
FVAÖK Marjı	10.4%	8.9%	9.8%	10.6%	10.8%	10.6%	10.4%	10.1%

Varsayım ve Sonuçlar (TLmn)

Nihai Büyüme Oranı	2.0%
Nakit Akımlarının Bugünkü Değeri	226,011
Nihai Değerin Bugünkü Değeri	364,469
Firma Değeri	590,480
Net Nakit (1Ç24)	-63,177
12A Hedef Değer	590,870

AOSM

(%)	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T
Risksiz Faiz Oranı	7.5%	7.5%	7.5%	7.5%	7.5%	7.5%	7.5%
Piyasa Risk Primi	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%
Beta	0.91	0.91	0.91	0.91	0.91	0.91	0.91
Özsermaye Maliyeti	12.1%	12.1%	12.1%	12.1%	12.1%	12.1%	12.1%
Borçlanma Maliyeti	11.0%	11.0%	11.0%	11.0%	11.0%	11.0%	11.0%
Efektif Vergi Oranı	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%
Vergi Sonrası Borçlanma Maliyeti	10.5%	10.5%	10.5%	10.5%	10.5%	10.5%	10.5%
Özsermaye Ağırlığı	66%	66%	66%	66%	66%	66%	66%
AOSM	11.0%	11.0%	11.0%	11.0%	11.0%	11.0%	11.0%

*Rakamlar 2024 satın alma paritesi tahminlerimize göre hesaplanmıştır, sonraki yıllarda ise reel değişimler kullanılmıştır.

Kaynak: Garanti BBVA Yatırım, Şirket verileri

Ford Otosan ve Benzer Şirket Çarpanları

İNA analizinin yanı sıra Ford'u benzer şirket çarpanlarına göre de inceledik. FROTO için 2024 ve 2025 tahmini kârlarımızı referans olarak FD/FVAÖK, F/K ve FD/Satışlar çarpanlarına eşit ağırlık verdik.

Çarpanlar	Hesaplanan Değer (mn TL)	Ağırlık	(mn TL)	İskonto/ Prim
FD/FVAÖK	328,321	33.3%	109,429	14%
F/K	707,060	33.3%	235,663	-47%
FS/Satışlar	516,221	33.3%	172,108	-28%
Toplam		100%	517,200	-28%

Buna göre FROTO için 517,200mn TL piyasa değeri hesaplamaktayız. FROTO, uluslararası benzerleriyle karşılaştırıldığında %28 iskontolu işlem görmektedir.

Şirket Adı	Ülke	Piy. Değeri (mn USD)	FD/FVAÖK		F/K		FD/Satışlar	
			2024T	2025T	2024T	2025T	2024T	2025T
Yerel								
Tofas Turk Otomobil Fabrikası AS	TURKEY	4,557	5.9	3.6	8.4	4.6	0.76	0.39
Otokar Otomotiv Ve Savunma Sanayi A.S.	TURKEY	2,235	12.7	9.0	12.8	9.3	2.71	2.12
Dogus Otomotiv Servis ve Ticaret AS	TURKEY	1,875	2.3	1.8	2.9	1.5	0.35	0.24
Kuzey Amerika								
Ford Motor Co	U.S.	48,028	2.7	2.7	6.2	6.3	0.25	0.25
General Motors Co	U.S.	51,614	2.7	2.8	4.8	4.7	0.30	0.30
Tesla Inc	U.S.	557,376	35.7	26.7	70.8	52.8	5.43	4.61
Avrupa								
Bayerische Motoren Werke AG	GERMANY	63,575	2.0	2.0	5.6	5.5	0.32	0.31
Mercedes-Benz Group AG	GERMANY	74,576	1.6	1.6	5.6	5.4	0.25	0.24
Renault SA	FRANCE	16,885	2.0	1.9	4.3	3.8	0.25	0.24
Stellantis NV	N'LANDS	68,713	1.4	1.4	3.9	3.8	0.21	0.21
Volkswagen AG	GERMANY	66,940	1.1	1.0	4.2	3.9	0.17	0.16
Uzak Doğu								
Toyota Motor Corp	JAPAN	326,765	6.4	6.4	9.4	9.5	0.97	0.92
Isuzu Motors Ltd	JAPAN	9,732	4.9	5.0	8.7	8.6	0.55	0.55
Suzuki Motor Corp	JAPAN	23,081	6.1	5.5	13.4	11.5	0.76	0.71
Tata Motors Ltd	INDIA	39,714	6.5	5.9	17.1	14.0	0.90	0.83
Beiqi Foton Motor Co Ltd	CHINA	2,695	7.4	5.9	14.1	11.5	0.36	0.30
Chongqing Changan Automobile Co Ltd	CHINA	16,275	8.0	6.4	4.1	3.2	0.50	0.41
Hyundai Motor Co	S. KOREA	40,569	8.5	8.3	5.2	5.2	0.99	0.96
Kia Corp	S. KOREA	34,894	2.0	2.0	4.7	4.8	0.29	0.28
Ortalama			6.3	5.3	10.8	8.9	0.9	0.7
FROTO Çarpanları			7.0	5.9	5.3	5.0	0.62	0.57
Prim/İskonto			10%	11%	-51%	-44%	-28%	-22%
FROTO için Hesaplanan Değerler			329,869	326,773	753,930	660,191	537,300	495,141
FROTO için Hesaplanan Ortalama Değerler				328,321		707,060		516,221

Kaynak: Bloomberg, Garanti BBVA Yatırım

EK-1: 1Ç24 Finansal Sonuçlar

Ford Otosan Özet Finansal Sonuçlar (mn TL)	3A23	3A24	Değişim 1Ç24/1Ç23
Net Satışlar	113,625	124,188	9%
Brüt Kar	14,041	13,216	-6%
Faaliyet Karı	9,748	7,986	-18%
FVAÖK	11,894	10,093	-15%
Net Diğer Gelir/Gider	121	903	647%
Yatırım Faal. Gelirler	-3	690	a.d.
Finansal Gelirler (net)	382	310	-19%
VÖK	10,249	9,889	-4%
Vergi	-2,093	-916	a.d.
Net Kar	8,156	8,973	10%
Net Nakit	-24,378	-63,177	
Çalışma Sermayesi	-4,017	-27,297	
Özsermaye	22,063	89,914	
Rasyolar			
Brüt Kar Marjı	12.4%	10.6%	-1.7 puan
Faaliyet Kar Marjı	8.6%	6.4%	-2.1 puan
FVAÖK Marjı	10.5%	8.1%	-2.3 puan
Net Kar Marjı	7.2%	7.2%	0 puan

Kaynak: Garanti BBVA Yatırım, Şirket verileri

UYARI NOTU

Model Portföy hisseleri, Araştırma Bölümü'nün Endeks Üzeri (EÜ) ve Endekse Paralel (EP) tavsiyesi verdiği hisseler arasından; şirketlerin uzun dönemli mali verilerine dayalı olarak yapılan temel analiz ve kısa vadeli beklentiler bir arada değerlendirilerek oluşturulmuştur. Tercih etmediğimiz hisseler ise benzer analizler ile, Araştırma Bölümü'nün Endekse Paralel (EP) ve Endeks Altı (EA) tavsiyesi verdiği hisseler arasından seçilir. Model Portföy değişiklik raporunda, hissenin portföye giriş ya da çıkış gerekçesi belirtilir. Bir hissenin Model Portföy'e girmesi ya da çıkması uzun vadeli temel tavsiyesinin değiştiği anlamına gelmemektedir. Model Portföy, sanal bir portföy olup; piyasa beklentimiz ve de içerisinde yer alan hisselerin beklentileri doğrultusunda ağırlıklandırılarak kümülatif performansı ile değerlendirilmektedir. Dolayısıyla Model Portföy ve Model Portföy kapsamında yapılan değişimler, yatırımcının risk ve getiri tercihleri ile birebir örtüşmeyebilir.

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 dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

Veri ve grafikler güvenilirliğine inandığımız sağlam kaynaklardan derlenmiş olup, yapılan yorumlar sadece GARANTİ YATIRIM MENKUL KIYMETLER A.Ş.'nin görüşünü yansıtmaktadır. Bu bilgiler ışığında yapılan ve yapılacak olan ileriye dönük yatırımların sonuçlarından Şirketimiz hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. Ayrıca, Garanti Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş.'nin yazılı izni olmadıkça içeriği kısmen ya da tamamen üçüncü kişilerce hiç bir şekil ve ortamda yayınlanamaz, iktisap edilemez, alıntı yapılamaz, kullanılamaz. İleti, gönderilen kişiye özel ve münhasırdır. İlave olarak, bu raporun gönderildiği ve yukarıdaki açıklamalarımız doğrultusunda kullanıldığı ülkelerdeki yasal düzenlemelerden kaynaklı tüm talep ve dava haklarımız saklıdır.

GARANTİ YATIRIM MENKUL KIYMETLER A.Ş.

Nispetiye Mahallesi Barbaros Bul. Çiftçi Tovvers Kule 1,
34340 Beşiktaş / İstanbul
Telefon: 212 384 11 21
Faks: 212 352 42 40

Hisse Senedi Tavsiye Tanımları

EÜ	Hisse senedinin önümüzdeki 12 ay sonundaki getirisinin, BIST100 endeksinin getirisinin üzerinde olması beklenmektedir.
EP	Hisse senedinin önümüzdeki 12 ay sonundaki getirisinin, BIST100 endeksinin getirisine yakın olması beklenmektedir.
EA	Hisse senedinin önümüzdeki 12 ay sonundaki getirisinin, BIST100 endeksinin getirisinin altında olması beklenmektedir.