

## FORD OTOSAN FROTO TI

**AL**

Önceki tavsiye: AL

HEDEF FİYAT	1,497.73 TL
KAPANIŞ	1112.00 TL
GETİRİ	+34.7%
ÖNCEKİ HF	1416.01 TL
HF DEĞİŞİM	5.77%

## Teslimatlar hızlanıyor

### Ford Otosan: Enflasyon muhasebesinden fayda sağlayan şirketlerden biri

FROTO, 2023'te reel bazda %77 artışla 49,1 milyar TL enflasyona göre düzeltilmiş net kar elde etti. Yeni modellerin sevkiyatının gecikmesinden kaynaklanan aksaklığa rağmen hacim ve gelir yıllık bazda %28 arttı. Bu arada, FAVÖK'ün bir önceki yıla göre %34 artması, marjın da bir önceki yıla göre 50 baz puan yükselmesine yol açtı. Esas olarak hesaplama farklılıklarından dolayı hem ciro hem de FAVÖK tahminlerimizin üzerinde gerçekleşti. FROTO, dış finansman kullanımı ile temettü dağıtımı arasındaki denge sayesinde 2023'te 15 milyar TL gibi yüksek bir parasal kazanç elde etti. Beklenenden yüksek gelen ertelenmiş vergi gelirleriyle birleştiğinde, FROTO'nun enflasyona göre düzeltilmiş 49 milyar TL'lik 2023 yılı geliri, 41 milyar TL'lik tahminimizi aşmış oldu.

### 2023 sonuçlarının ardından tahminlerimizi revize ediyoruz

FROTO'ya ilişkin enflasyona göre düzeltilmiş ciro, FAVÖK ve net kâr tahminlerimizi 24 Şubat 2024 tarihli strateji notumuzda paylaşmıştık. Sonuçların ardından artık 2023 mali tablolarında bir referans noktamız bulunmaktadır. Bu nedenle tahminlerimizi buna göre ayarladık. Şirketin açıkladığı yeni hedefler ve yeni EUR/TRY tahminlerimiz doğrultusunda, enflasyona göre düzeltilmiş gelir tahminimizi 661 milyar TL'den hafif aşağıya, 650 milyar TL'ye düşürürken; FAVÖK tahminimizi ise enflasyona göre düzeltilmiş satılan mallar maliyeti modelimizdeki değişiklik nedeniyle 52 milyar TL'den 62 milyar TL'ye yükselttik. Bu durum, net kar tahminimizin de önceki 53 milyar TL seviyesinden 63 milyar TL'ye yükselmesine yol açtı.

### İhracat hacmi yükselebilir

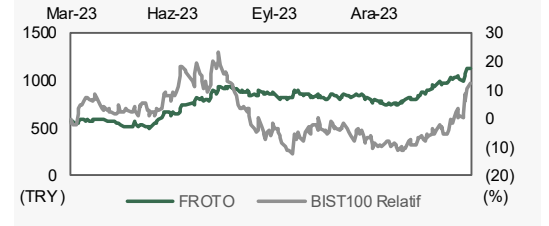
FROTO yakın zamanda ticari Custom, hafif ticari Courier'i yenilemesine ek olarak, Yeniköy ve Craiova (Romanya) fabrikalarında kapasite eklemelerinin yanı sıra B-SUV Puma'yı da makyajladı. Yurt içi pazarda %29'luk bir daralma beklememize rağmen FROTO'nun hacmini bir önceki yıla göre sabit tutmasını bekliyoruz. Bu arada, gecikmeler nedeniyle zayıf geçen 4Ç23'ün ardından, güçlü Avrupa pazarı sayesinde FROTO'nun ihracat sevkiyat hedefini aşabileceğini düşünüyoruz.

### AL tavsiyemizi koruyor, HF'mizi TL1497.7'ye yükseltiyoruz

FROTO için AL tavsiyemizi korurken, HF'mizi 1.497,7 TL'ye yükseltiyoruz. Hisse 6,2x 2024T F/K seviyesinde işlem görmekte ve bu oran en yakın benzeri olan TOASO'ya göre halen %31 iskontoludur.

## Hisse Detayları

Milyon TL	2023	2024T	2025T	2026T
Net satışlar	411,906	649,608	851,295	1,048,662
FAVÖK	42,710	61,730	80,249	99,519
Net kar	49,056	62,761	84,751	117,420
Kar marjı (%)	11.9	9.7	10.0	11.2
FAVÖK marjı (%)	10.4	9.5	9.4	9.5
Satış büyümesi (%)	27.7	57.7	31.0	23.2
F/K (x)	7.9	6.2	4.6	3.3
FD/FAVÖK (x)	10.5	7.9	6.4	5.0
PD/DD (x)	5.3	3.2	2.2	1.5
Net borç/FAVÖK (x)	1.4	1.6	1.6	1.0
Net borç/Özsermaye (x)	0.8	0.8	0.7	0.4
Özsermaye verimliliği (%)	79.0	64.5	57.1	53.3



Hisse performansı	1 Ay	3 Ay	12 Ay
Mutlak getiri (%)	17.9	41.9	94.4
BIST100 relatif getiri (%)	16.8	20.1	14.6
Son kapanış fiyatı	1127.00		
12 Aylık yüksek/düşük	1158.00/487.88		
Piyasa değeri (Milyon TL)	395,476		
3 Aylık ortalama hacim (Milyon TL)	1,033.7		
Halka açıklık (%)	18.0		
Hisse sayısı (Milyon)	351		
Pazar	Yıldız Pazar		

Kaynaklar: Ford Otosan, TEB Yatırım Hesaplamaları

## Finansal tablolar

### Ford Otosan

Gelir Tablosu (Milyon TL)	2022	2023	2024T	2025T	2026T
Net Satışlar	322,556	411,906	649,608	851,295	1,048,662
Satışların Maliyetleri	(285,958)	(356,658)	(570,040)	(749,561)	(925,075)
<b>Brüt kar (zarar)</b>	<b>36,599</b>	<b>55,248</b>	<b>79,568</b>	<b>101,734</b>	<b>123,587</b>
Diğer operasyonel gelirler	0	0	0	0	0
Operasyonel giderleri	(11,813)	(18,602)	(27,498)	(35,630)	(43,335)
<b>VAFÖK</b>	<b>31,981</b>	<b>42,710</b>	<b>61,730</b>	<b>80,249</b>	<b>99,519</b>
Amortisman	(7,196)	(6,065)	(9,660)	(14,145)	(19,267)
Şerefiye amortismanı	0	0	0	0	0
<b>Ana operasyonel gelir (zarar)</b>	<b>24,786</b>	<b>36,646</b>	<b>52,070</b>	<b>66,104</b>	<b>80,252</b>
Net finansman maliyetleri	(1,794)	611	(1,634)	(3,436)	18,715
Özkaynak yöntemiyle değerlendirilen kar (zarar)	-	-	-	-	-
Tekrarlanan faaliyet harici gelirler (giderler)	2,456	10,171	13,044	17,026	20,973
Tek seferlik faaliyet harici gelirler (giderler)	0	0	0	0	0
<b>Vergi öncesi kar (zarar)</b>	<b>25,447</b>	<b>47,428</b>	<b>63,479</b>	<b>79,694</b>	<b>119,941</b>
Vergi geliri (gideri)	2,283	1,627	(718)	5,057	(2,521)
<b>Vergi sonrası kar (zarar)</b>	<b>27,730</b>	<b>49,056</b>	<b>62,761</b>	<b>84,751</b>	<b>117,420</b>
Azınlık payları	0	0	0	0	0
Rüçhanlı temettü	0	0	0	0	0
Diğer paylar	0	0	0	0	0
<b>Ana ortaklık payları</b>	<b>27,730</b>	<b>49,056</b>	<b>62,761</b>	<b>84,751</b>	<b>117,420</b>
<b>Durdurulan faaliyet gelirleri (giderleri)</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>Tekrarlanan ana ortaklık payları</b>	<b>27,730</b>	<b>49,056</b>	<b>62,761</b>	<b>84,751</b>	<b>117,420</b>

#### Hisse başına (TL)

Tekrarlanan hisse başına kar	79.02	139.80	178.85	241.52	334.62
Hisse başına kar	79.02	139.80	178.85	241.52	334.62
Hisse başına temettü	52.50	104.85	152.02	205.29	284.42
Hisse sayısı (bin)	351	351	351	351	351

#### Yıllık değişim

Net satışlar (%)	353.7	27.7	57.7	31.0	23.2
VAFÖK (%)	237.9	33.5	44.5	30.0	24.0
Ana operasyonel gelir (%)	194.7	47.9	42.1	27.0	21.4
Tekrarlanan net kar (%)	215.1	76.9	27.9	35.0	38.5
Net kar (%)	215.1	76.9	27.9	35.0	38.5

#### Operasyonel performans

Brüt kar marjı (%)	11.3	13.4	12.2	12.0	11.8
VAFÖK marjı (%)	9.9	10.4	9.5	9.4	9.5
Ana operasyonel gelir marjı (%)	7.7	8.9	8.0	7.8	7.7
Kar marjı (%)	8.6	11.9	9.7	10.0	11.2
Efektif vergi oranı (%)	0.8	(5.0)	(5.0)	(5.0)	(3.0)
Temettü oranı (%)	66.4	75.0	85.0	85.0	85.0
Faiz karşılama (x)	15.2	n/m	39.8	24.2	n/m
Stok gün sayısı	18.2	26.9	22.9	23.9	24.8
Ticari borç gün sayısı	30.6	39.1	34.5	38.5	40.0
Ticari alacak gün sayısı	39.0	52.3	46.1	51.8	53.8
Operasyonel kullanılan sermaye getirisi (%)	100.4	76.3	81.9	74.5	71.7
Kullanılan sermaye getirisi (%)	61.0	49.8	47.1	41.1	37.8
Özsermaye getirisi (%)	90.5	79.0	64.5	57.1	53.3
Varlık getirisi (%)	27.2	24.8	23.4	22.4	19.0

Kaynak: Ford Otosan; TEB Yatırım Hesaplamaları

## Finansal tablolar

### Ford Otosan

Nakit akım tablosu (Milyon TL)	2023	2024T	2025T	2026T
Net Kar	49,056	62,761	84,751	117,420
Amortisman	6,065	9,660	14,145	19,267
Azınlık payları	-	-	-	-
Diğer nakit dışı düzeltmeler	-	-	-	-
İşletme sermayesindeki değişim	(5,436)	(10,321)	(9,921)	(8,790)
<b>Operasyonel nakit akışı</b>	<b>49,684</b>	<b>62,099</b>	<b>88,975</b>	<b>127,897</b>
Duran varlık harcamaları - bakım	-	-	-	-
Duran varlık harcamaları - yeni	(31,997)	(36,428)	(43,805)	(16,874)
Yatırım gelirleri	-	-	-	-
Diğer yatırımlar	-	-	-	-
<b>Yatırım faaliyetlerinden nakit akışı</b>	<b>(31,997)</b>	<b>(36,428)</b>	<b>(43,805)</b>	<b>(16,874)</b>
Temettü ödemeleri	(18,424)	(36,792)	(53,347)	(72,038)
Özkaynak finansmanı	0	0	0	0
Borç finansmanı	11,314	31,499	12,188	(23,423)
Diğer finansman gelirleri (giderleri)	-	-	-	-
<b>Finansman faaliyetlerinden nakit akışı</b>	<b>(7,110)</b>	<b>(5,293)</b>	<b>(41,159)</b>	<b>(95,461)</b>
Durdurulan faaliyet nakit akışı	-	-	-	-
Diğer düzeltmeler	(12,019)	(22,632)	3,409	13,795
<b>Net diğer düzeltmeler</b>	<b>(12,019)</b>	<b>(22,632)</b>	<b>3,409</b>	<b>13,795</b>
<b>Toplam nakit akışı</b>	<b>(1,442)</b>	<b>(2,254)</b>	<b>7,421</b>	<b>29,356</b>
Serbest nakit akışı (Firma)	17,686.96	25,671.05	45,170.49	111,022.61
Serbest nakit akışı (Özkaynak)	6,405.46	14,159.35	56,755.97	85,832.96

Hisse başına (TL)				
Hisse başına serbest nakit akımı (Firma)	50.40	73.16	128.72	316.38
Hisse başına serbest nakit akışı	18.25	40.35	161.74	244.60
Hisse başına nakit akışı	157.08	206.38	281.83	389.52

Bilanço (Milyon TL)	2022	2023	2024T	2025T	2026T
Maddi duran varlıklar (Brüt)	47,915	57,197	95,939	138,867	158,225
Eksi: birikmiş amortisman	0	-	-	-	-
<b>Maddi duran varlıklar (Net)</b>	<b>47,915</b>	<b>57,197</b>	<b>95,939</b>	<b>138,867</b>	<b>158,225</b>
<b>Maddi olmayan duran varlıklar (Net)</b>	<b>14,364</b>	<b>18,778</b>	<b>31,229</b>	<b>44,939</b>	<b>51,226</b>
Uzun vadeli finansal yatırımlar	240	299	404	488	146
İştirak yatırımları	0	0	0	0	0
Nakit ve nakit benzeri	16,666	15,225	12,970	20,391	49,747
Ticari alacaklar	43,063	47,036	79,261	105,315	130,538
Stoklar	23,275	29,352	42,135	56,125	69,517
Diğer kısa vadeli varlıklar	8,317	10,224	11,202	0	0
<b>Toplam dönen varlıklar</b>	<b>91,321</b>	<b>101,837</b>	<b>145,568</b>	<b>181,831</b>	<b>249,801</b>
Diğer uzun vadeli varlıklar	20,466	37,763	60,903	88,955	125,264
<b>Toplam Varlıklar</b>	<b>174,307</b>	<b>215,874</b>	<b>334,042</b>	<b>455,082</b>	<b>584,662</b>
Ana ortağa ait özkaynak	51,142	73,008	121,495	175,119	265,814
Kontrol gücü olmayan paylar	0	0	0	0	0
<b>Toplam Özkaynak</b>	<b>51,142</b>	<b>73,008</b>	<b>121,495</b>	<b>175,119</b>	<b>265,814</b>
Uzun vadeli finansal borçlar	40,699	41,791	51,700	68,731	72,591
Diğer uzun vadeli yükümlülükler	6,264	8,074	9,775	10,830	11,994
<b>Toplam uzun vadeli yükümlülükler</b>	<b>46,963</b>	<b>49,866</b>	<b>61,476</b>	<b>79,560</b>	<b>84,585</b>
Ticari borçlar	49,673	52,565	91,326	121,590	150,947
Kısa vadeli finansal borçlar	21,781	33,964	57,388	76,292	80,577
Diğer kısa vadeli yükümlülükler	4,749	7,605	2,357	2,520	2,738
<b>Toplam kısa vadeli yükümlülükler</b>	<b>76,203</b>	<b>94,134</b>	<b>151,072</b>	<b>200,402</b>	<b>234,263</b>
<b>Toplam Kaynaklar</b>	<b>174,307</b>	<b>217,007</b>	<b>334,042</b>	<b>455,082</b>	<b>584,662</b>
Net işletme sermayesi	(1,548)	(7,522)	(18,474)	(38,962)	(34,208)
Yatırılmış sermaye	81,438	106,516	170,000	234,288	300,652

Hisse başına (TL)				
Hisse başına defter değeri	145.74	208.05	346.23	499.04
Hisse başına maddi defter değeri	104.81	154.54	257.23	370.98

Finansal sağlık				
Net borç/Özkaynak(%)	89.6	82.9	79.1	71.2
Net borç/Toplam kaynaklar (%)	26.3	28.0	28.8	27.4
Cari oran (x)	1.2	1.1	1.0	0.9
Nakit akışı faiz karşılama (x)	-	n/m	32.0	30.3

Kaynak: Ford Otosan; TEB Yatırım Hesaplamaları



## Uyarı Notu

Burada yer alan tüm bilgiler ve görüşler yatırımcıları bilgilendirmek amacıyla TEB Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("TEB Yatırım") tarafından işbu rapor tarihi itibarıyla hazırlanmış olup, önceden bildirimde bulunmaksızın değiştirilebilir. TEB Yatırım, bu dokümanda yer alan bilgileri mümkün olduğunca güncel kaynaklardan derlemiş olmakla birlikte, söz konusu bilgilerin doğru ve tam olduğunu taahhüt etmemekte ve güvenilir olduğunu iddia etmemektedir. TEB Yatırım, dokümandaki bilgiler hazırlanırken yararlanılan ve kullanılan kaynaklardaki hata ve eksikliklerden ve dokümanın içeriğindeki bilgilerin kullanılması sonucunda üçüncü kişilerin uğrayabilecekleri doğrudan ve/veya dolaylı zararlardan, kar yoksunluğundan, manevi zararlardan sorumlu tutulamaz. Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmakta olup finansal bilgi ve genel yatırım tavsiyesi kapsamında hazırlanmıştır ve hiçbir şekilde yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti; yetkili kuruluşlar tarafından kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler ise genel niteliktedir. Bu tavsiyeler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Dolayısıyla burada bahsedilen sermaye piyasası araçlarına ilişkin herhangi bir yatırım kararını, kendi özel yatırım amaçlarınız ve mali durumunuzu göz önünde bulundurarak, kendi araştırmalarınızı ve bağımsız danışmanlarınızdan aldığınız tavsiyeleri temel alarak vermeniz önerilmektedir. Ayrıca Yatırım Danışmanlığı Hizmeti almak isteyen yatırımcıların, TEB Yatırım ile Yatırım Danışmanlığı Sözleşmesi imzalamış ve Yerindelik Testi yapmış olmaları gerekmektedir.

Burada yer alan hiçbir bilgi TEB Yatırım veya başka bir şirket tarafından veya onlar adına her hangi bir kimseye, her hangi bir sermaye piyasası aracının alınması veya satılması yönünde her hangi bir icap veya davet teşkil etmez.

Burada bahsedilen yatırım araçlarının fiyat ve değerleri doğrudan veya dolaylı olarak (döviz kurlarındaki değişiklikler, piyasa eğilimleri, getirinin istikrarsız olması...vs sebeplerle) yatırımcıların menfaatlerine aykırı olarak artabilir veya azalabilir ve bu durum yatırımcıların yatırdıkları anaparada kayba yol açabilir. Raporada belirtilen geçmiş performans, gelecekte elde edilecek sonuçların bir garantisi olarak kabul edilemez.

Bunlarla birlikte, muhtelif zamanlarda, TEB Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin, ortaklarının, iştiraklerinin ve işbu kapsamdaki yöneticilerinin, yetkililerinin, çalışanlarının veya temsilcilerinin, doğrudan veya dolaylı olarak, raporda bahsi geçen işlemler, menkul kıymetler veya emtialar üzerinde pozisyonları bulunabilir veya farklı nedenlerle ilgi ve ilişkileri bulunabilir. Ayrıca yine, TEB Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ortakları, çalışanları, yöneticileri ve bunlarla doğrudan ve dolaylı olarak ilişkileri bulunan istihdam ilişkisi doğuracak bir sözleşme çerçevesinde veya herhangi bir sözleşme olmaksızın çalışan ve tavsiyenin hazırlanmasına katılan tüm gerçek veya tüzel kişiler ile müşterileri arasında önlenemeyen çıkar çatışması ve objektifliği etkilemesi muhtemel nitelikte ilişkiler doğabilir. Bu hallerde, TEB Yatırım Menkul Değerler A.Ş. internet sitesinde yer alan Çıkar Çatışması Politikası uyarınca hareket eder.

TEB Yatırım Araştırma analistleri zaman zaman raporun konusu inceleme kapsamına giren şirket ziyaretleri gerçekleştirmektedir. Bu ziyaretler bağlı olarak analistlerin masraflarının şirket tarafından üstlenmesi ya da ziyaretin analistlere ödenmek üzere maddi bir karşılığa istinaden gerçekleştirilmesi anılan Çıkar Çatışması Politikası tarafından yasaklanmaktadır.

İşbu dokümanın bütün hakları TEB Yatırım'ın münhasır mülkiyetinde olup, hiçbir bölümü TEB Yatırım'ın yazılı izni olmaksızın kısmen veya tamamen kopyalanamaz, çoğaltılamaz, değiştirilemez veya üçüncü kişilere dağıtılamaz. Aksi halde, TEB Yatırım uğramış olduğu bütün zarar ve ziyarı talep etme hakkını saklı tutar. Bu doküman ABD dahil dağıtımının hukuka ve ilgili mevzuata aykırı olduğu hiçbir ülkede yayımlanamaz veya dağıtılamaz.