

Yüklü miktarda ertelenmiş vergi geliri net kar'ı destekledi

AL (önceki AL)

Kapanış Fiyatı (TL)	848,90	Hedef Fiyat – 12ay (TL/pay)	1340,00				
Piyasa Değeri (TL / US\$ mn)	297.887/ 10.608	Nominal / Görece Getiri – 12ay (%)	139 / 25				
Halka Açıklık Oranı	24	Ort. İşlem Hacmi – 3ay (TLmn)	1,535.0				
UFRS - TL milyon	3Ç23	3Ç22	Yıllık Δ	2Ç23	Çeyreklik Δ	YKY	Piyasa Beklentisi
Net Satışlar	86.106	50.127	71,8%	73.553	17,1%	95.466	86.576
VAFÖK	11.253	4.853	131,9%	8.449	33,2%	10.932	10.305
Net Kar	13.014	3.816	241,0%	6.727	93,5%	10.947	9.211
VAFÖK Marjı	13,1%	9,7%	-3,3pp	11,5%	-1,5pp	11,5%	11,9%

Kaynak: YKY Araştırma, Şirket, KAP

3Ç23 Sonuçları

- Ford Otosan <FROTO TI> 3Ç23'te hem piyasa beklentilerinin hem de bizim görece yüksek tahminlerimizin üzerinde 13,0 milyar TL net kar açıkladı. Gerçekleşen rakamlar ile tahminlerimiz arasında sapma büyük ölçüde bu çeyrekte kaydedilen 2,0 milyar TL tutarındaki ertelenmiş vergi gelirinden ve tahminimizden yüksek faaliyet kârlılığından kaynaklandı ki bunu çoğunlukla TL'deki değer kaybı ve yurt içindeki rekor düzeydeki yüksek taleple ilişkilendirilmekteyiz.
- Konsolide net satışlar bir önceki yıla göre piyasa beklentilerine paralel olarak %72 arttı. Bu rakam daha yüksek ortalama araç fiyatı beklentimizden kaynaklı olarak tahminimizin bir miktar gerisinde kaldı. Yurt içi satışlar bir önceki yıla göre %171 artarken, uluslararası satışlar bir önceki yıla göre %86 arttı. Toplam satış hacmi bir önceki yıla göre %5 arttı (yurtiçi: %81, uluslararası: -%6).
- VAFÖK bir önceki yıla göre %132 yükselerek piyasa beklentisinin %9 üzerinde gerçekleşti ve 11,2 milyar TL'ye ulaştı. Yurt içi satışların payının yüksek olması, fiyat artışları ve TL'deki değer kaybının da etkisiyle marj, çeyrekte çeyreğe yaklaşık 160 puan artışla %13,1 olarak gerçekleşti. Şirket, bu çeyrekte açık döviz pozisyonu nedeniyle yaklaşık 1,0 milyar TL net kur farkı zararı ve ihmal edilebilir miktarda net faiz gideri kaydetti. Buna göre şirket, çeyrek bazında yaklaşık 290 puan ve yıllık bazda ise 560 puan artış gösteren %12,8 seviyesinde VÖK marjı kaydetti.
- Çarpıcı faaliyet rakamlarının ardından net borç 2Ç23'teki 34,8 milyar TL'den 3Ç23'te 32,7 milyar TL'ye düştü; buna göre net borç/VAFÖK oranı 1,3x'ten 1,0x'e geriledi.
- Genel olarak, güçlü faaliyet rakamlarını ve azalan kaldıraç oranını memnuniyetle karşılıyoruz. Hissenin uzun vadeli büyüme hikâyesini beğenmeye devam ederken, AL tavsiyemizi ve 45,3 Euro (~TL1340/hisse) hedef fiyatımızı yineliyoruz.

FROTO-Çeyreksel Finansal Sonuçlar

Gelir Tablosu (çeyreksel)					
TLmn	3Ç22	4Ç22	1Ç23	2Ç23	3Ç23
Gelirler	50.127	60.939	66.302	73.553	86.106
Brüt Kar	5.687	9.382	8.490	11.455	14.697
Faaliyet Giderleri	-1.501	-2.271	-2.410	-3.667	-4.233
Net Faaliyet Karı	4.186	7.110	6.080	7.788	10.464
VAFÖK (diğ. gel (gid) hari	4.853	7.754	6.715	8.449	11.253
VAFÖK (diğ. gel (gid) dahi	4.914	8.368	6.799	11.862	12.485
Net Finansman Gelir (Gid)	-635	-1.367	-1.002	-3.900	-573
Vergi Öncesi Kar Zarar	3.615	6.352	5.160	7.302	11.059
Vergi	201	1.940	193	-575	1.955
Azınlık Hissedarları	0	0	0	0	0
Net Kar	3.816	8.292	5.353	6.727	13.014

Gelir Tablosu (Son 4Ç Toplam)					
TLmn	2022/09	2022/12	2023/03	2023/06	2023/09
Gelirler	136.301	171.797	210.223	250.922	286.900
Brüt Kar	19.809	23.941	28.713	35.014	44.024
Faaliyet Giderleri	-5.012	-6.109	-7.477	-9.849	-12.582
Net Faaliyet Karı	14.798	17.832	21.236	25.165	31.442
VAFÖK (diğ. gel (gid) hari	16.331	19.727	23.471	27.771	34.171
VAFÖK (diğ. gel (gid) dahi	17.797	21.035	24.417	31.942	39.513
Net Finansman Gelir (Gid)	-2.989	-3.503	-3.681	-6.904	-6.842
Vergi Öncesi Kar Zarar	13.263	15.623	18.498	22.428	29.873
Vergi	1.149	2.991	2.667	1.759	3.513
Azınlık Hissedarları	0	0	0	0	0
Net Kar	14.412	18.614	21.165	24.188	33.386

Bilanço					
TLmn	2022/09	2022/12	2023/03	2023/06	2023/09
Dönen Varlıklar	47.980	55.125	68.380	82.692	96.935
Nakit ve Nakit Benzerleri	7.253	10.115	21.285	25.988	30.556
Ticari Alacaklar	21.853	25.851	25.227	30.056	31.145
Stoklar	15.286	13.854	17.457	20.251	29.403
Duran Varlıklar	31.744	40.928	46.401	56.837	66.264
Finansal Varlıklar	79	146	129	138	257
Maddi Duran Varlıklar	15.622	20.145	21.640	26.508	32.261
Kullanım Hakkı Varlıkları	90	164	148	206	247
Şerefiye	540	504	526	711	730
Toplam Varlıklar	79.725	96.052	114.781	139.528	163.199
KV Yükümlülükler	41.489	46.206	60.001	70.335	77.565
KV Finansal Borçlar	13.566	13.143	16.494	23.457	25.069
KV Kiralama Borçları	57	76	69	82	76
Ticari Borçlar	25.770	30.146	38.667	41.569	46.986
UV Yükümlülükler	22.596	28.444	32.717	41.902	45.128
UV Finansal Borçlar	20.607	24.582	28.995	37.052	37.863
UV Kiralama Borçları	61	118	104	158	208
Azınlık Hissedarları	0	0	0	0	0
Toplam Özkaynaklar	15.639	21.402	22.063	27.291	40.507
Toplam Yükümlülükler	79.725	96.052	114.781	139.528	163.199

Nakit Akım Tablosu (çeyreksel)					
TLmn	3Ç22	4Ç22	1Ç23	2Ç23	3Ç23
Faaliyetlerden Nakit	751	11.214	13.838	8.624	11.424
Yatırım Faaliyetlerinden Nal	-2.477	-6.363	-3.552	-4.720	-7.558
Finansal Faaliyetlerden Nak	-4.559	-1.991	864	725	712
Toplam Nakit Girişi	-6.286	2.861	11.151	4.629	4.578
Serbest Nakit Akımı (SNA)	-1.726	4.852	10.287	3.905	3.866
Gelirlere Oranı	-3%	8%	16%	5%	4%

Nakit Akım Tablosu (Son 4Ç Toplam)					
TLmn	2022/09	2022/12	2023/03	2023/06	2023/09
Faaliyetlerden Nakit	11.109	19.129	29.005	34.428	45.101
Yatırım Faaliyetlerinden Nal	-16.327	-21.296	-22.591	-17.111	-22.192
Finansal Faaliyetlerden Nak	-1.062	-1.829	-323	-4.962	310
Toplam Nakit Girişi	-6.280	-3.997	6.091	12.355	23.219
Serbest Nakit Akımı (SNA)	-5.218	-2.167	6.414	17.317	22.909
Gelirlere Oranı	-4%	-1%	3%	7%	8%

Çeyreksel Büyüme & Marjlar					
Önceki Yılın Aynı Çeyreği	3Ç22	4Ç22	1Ç23	2Ç23	3Ç23
Gelirler	166	140	138	124	72
VAFÖK (diğ. gel (gid) hariç)	138	78	126	104	132
VAFÖK (diğ. gel (gid) dahil)	140	63	99	174	154
Net Kar	102	103	91	82	241
Çeyreksel Marjlar (%)	3Ç22	4Ç22	1Ç23	2Ç23	3Ç23
Brüt Kar Marjı	11,3	15,4	12,8	15,6	17,1
VAFÖK (diğ. gel (gid) hariç)	9,7	12,7	10,1	11,5	13,1
VAFÖK (diğ. gel (gid) dahil)	9,8	13,7	10,3	16,1	14,5
Net Faaliyet Karı	8,4	11,7	9,2	10,6	12,2
Vergi Öncesi Kar Marjı	7,2	10,4	7,8	9,9	12,8
Net Kar Marjı	7,6	13,6	8,1	9,1	15,1

Yıllıklandırılmış Büyüme & Marjlar					
Son 4Ç Büyüme (%)	2022/09	2022/12	2023/03	2023/06	2023/09
Gelirler	104,6	141,6	154,1	138,9	110,5
VAFÖK (diğ. gel (gid) hariç)	119,8	108,4	120,9	105,5	109,2
VAFÖK (diğ. gel (gid) dahil)	132,7	100,5	104,6	113,9	122,0
Net Kar	117,1	111,5	116,3	93,7	131,6
Son 4Ç Marjlar (%)	2022/09	2022/12	2023/03	2023/06	2023/09
Brüt Kar Marjı	14,5	13,9	13,7	14,0	15,3
VAFÖK (diğ. gel (gid) hariç)	12,0	11,5	11,2	11,1	11,9
VAFÖK (diğ. gel (gid) dahil)	13,1	12,2	11,6	12,7	13,8
Net Faaliyet Karı	10,9	10,4	10,1	10,0	11,0
Vergi Öncesi Kar Marjı	9,7	9,1	8,8	8,9	10,4
Net Kar Marjı	10,6	10,8	10,1	9,6	11,6

Nakit Döngü & NİS					
	2022/09	2022/12	2023/03	2023/06	2023/09
Net Nakit Döngüsü (Gün)	25	15	1	8	13
Ticari Alacak Tahsilat	58	54	43	43	39
Stok Döngü	47	34	35	34	44
Ticari Borç Ödeme	80	73	77	69	70
Net İşletme Sermayesi (Ana)	11.370	9.559	4.017	8.738	13.562
Gelirlere Oranı	8%	6%	2%	3%	5%

Borçluluk					
	2022/09	2022/12	2023/03	2023/06	2023/09
Net Borç (Nakit)	27.039	27.804	24.378	34.760	32.660
Net Borç / Özkaynaklar (x)	1,7x	1,2x	1,1x	1,2x	0,8x
Net Borç / VAFÖK (x)	1,5x	1,3x	0,9x	1x	0,8x
Esas Faal. Karı / Net Fin. Gel	5,4x	5,4x	6x	4,2x	5,3x
Borç / (Borç + Özkaynak)	69%	64%	67%	69%	61%

Karlılık					
	2022/09	2022/12	2023/03	2023/06	2023/09
Özkaynak Karlılığı	117%	118%	139%	124%	119%
Net Kar Marjı	11%	11%	10%	10%	12%
Varlık Devir Hızı (x)	2,4	2,5	2,6	2,5	2,4
Finansal Kaldıraç Oranı (x)	4,6	4,4	5,4	5,2	4,3
ROIC (**)	64%	60%	69%	64%	64%

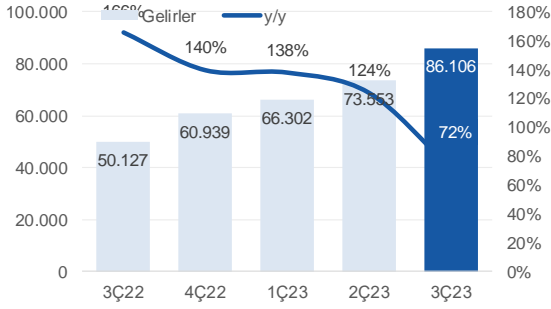
YKY Tahminler (Sonuçlar Öncesi)					
	Son 4Ç	2023E	Δ	2024E	Δ
Gelirler	286.900	373.698	118%	602.256	61%
VAFÖK (diğ. gel (gid) dahil)	39.513	40.558	93%	56.790	40%
Serbest Nakit Akımı (SNA)	22.909	-1.598	n.m.	9.075	n.m.
Net Kar	33.386	37.219	100%	48.310	30%
Toplam Özkaynaklar	40.507	54.718	156%	78.575	44%

Piyasa Çarpanları (x) (***)			
	Son 4Ç	2023E	2024E
FD / Gelirler	1,15	0,9	0,6
FD / VAFÖK	8,36	8,2	5,9
FD / SNA	14,42	-209,0	36,8
F/K	8,92	8,0	6,2
F/DD	7,35	5,4	3,8

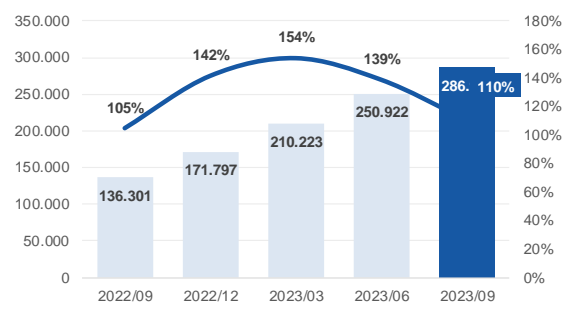
Kaynak: KAP, YKY Araştırma (*) Sadece Ticari Alacaklar, Stoklar ve Ticari Borçlar (**) Net Faaliyet Karı (Diğ. Dahil) / Net Operasyonel Varlıklar (***) FD ilgili yılın

FROTO-Çeyreksel ve Son 12 Ay Finansallar

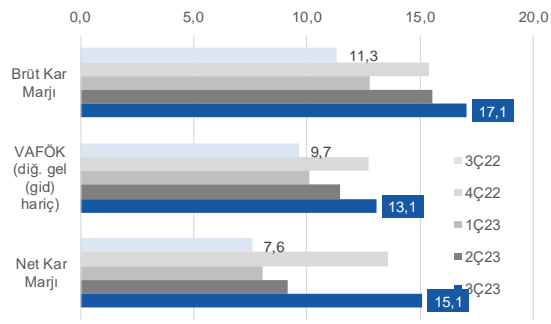
Önceki Yılın Aynı Çeyreğine Göre Büyüme (%)



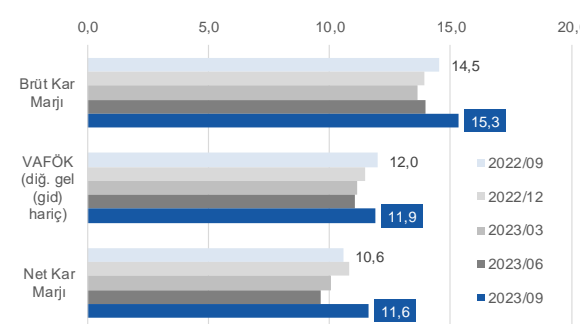
Son 4Ç Büyüme (%)



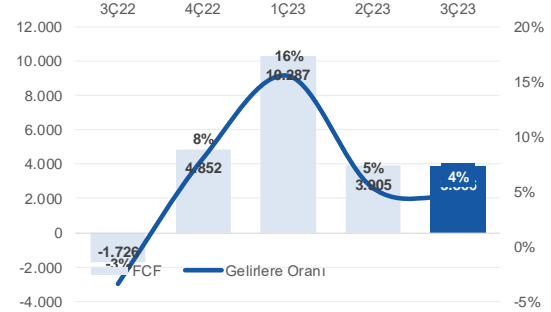
Çeyreksel Marjlar (%)



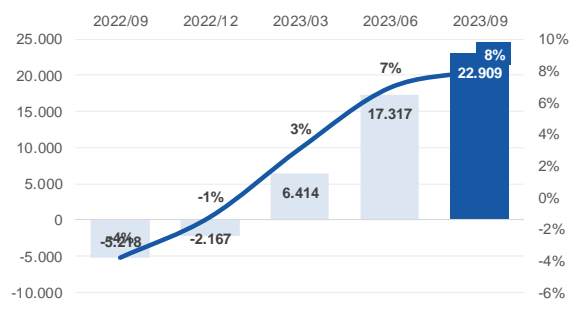
Son 4Ç Marjlar (%)



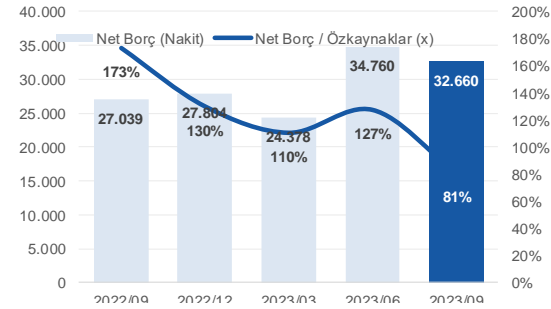
Çeyresel SNA (TLmn) & SNA Marjı



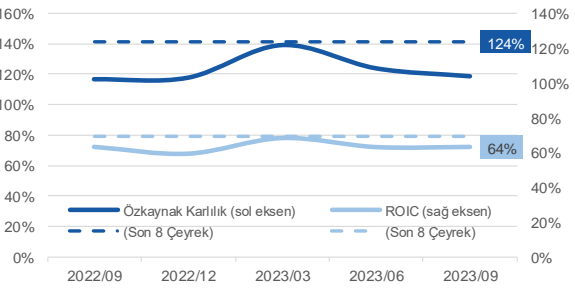
Son 4Ç SNA (TLmn) & SNA Marjı



Borçluluk



Karlılık



Kaynak: KAP, YKY Araştırma

ÇEKİNCE:

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 dayanılarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Söz konusu rapor belli bir kişiye veya mali durumları, risk ve getiri tercihleri benzer nitelikteki bir gruba yönelik olarak hazırlanmamıştır. Belirli bir getirinin sağlanacağına dair herhangi bir vaat veya taahhütte bulunulmamaktadır. Tüm yorum ve tavsiyeler öngörü, tahmin ve fiyat hedeflerinden oluşmaktadır. Zaman içinde piyasa koşullarında meydana gelen değişiklikler nedeniyle söz konusu yorum ve tavsiyelerde değişikliğe gidilebilir. Size uygun olan yatırım araçlarının ve işlemlerin kapsam ve içeriği uygunluk testi neticesinde belirlenir. Uygunluk testi, yatırım kuruluşu tarafından pazarlanan ya da müşteri tarafından talep edilen ürün ya da hizmetin müşteriye uygun olup olmadığının değerlendirilmesi amacıyla, müşterilerin söz konusu ürün veya hizmetin taşıdığı riskleri anlayabilecek bilgi ve tecrübeye sahip olup olmadıklarının tespit edilmesidir. Bu raporda yer alan her türlü bilgi, yorum ve tavsiye uygunluk testi ile tespit edilecek risk grubunuz ve getiri beklentiniz ile uyumlu olmayabilir. Bu nedenle, uygunluk testi neticesinde risk grubunuz tespit edilmeden sadece burada yer alan bilgilere dayanılarak yatırım kararı verilmesi amaç, bilgi ve tecrübenize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Burada yer alan bilgi ve veriler, araştırma grubumuz tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan derlenmiş olup, doğrulukları ayrıca araştırılmamıştır. Bu nedenle, bu bilgilerin tam veya doğru olmaması nedeniyle doğabilecek zararlardan Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ve çalışanları sorumlu değildir. Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından farklı bölümlerde istihdam edilen kişilerin veya Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin ortaklarının ve iştiraklerinin bu raporda yer alan tavsiyelerle veya görüşlerle hemfikir olmaması mümkündür. Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ile piyasanın işleyişinden kaynaklanan makul nedenlerden dolayı, Yapı Kredi 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 önlemeyen çıkar çatışması ve objektifliği etkilemesi muhtemel nitelikte ilişkiler doğabilir. Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş., ortakları veya iştirakleri, Sermaye Piyasası Kurulu tarafından yetkilendirildikleri yatırım hizmetleri ve faaliyetleri ile yan hizmetlerini, bu raporda bahsi geçen şirketlere, muhtelif zamanlarda, sunmayı teklif edebilir veya sunabilir. Muhtelif zamanlarda, Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin, ortaklarını, 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. Söz konusu çıkar çatışması durumlarında Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş., internet sitesinde yer alan Çıkar Çatışması Politikası uyarınca hareket eder. Bu rapor, sadece gönderildiği kişilerin kullanımı içindir. Bu raporun tümü veya bir kısmı Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin yazılı izni olmadan çoğaltılamaz, yayınlanamaz veya üçüncü kişilere gösterilemez, ticari amaçla kullanılamaz.