



## Ford Otosan- YS 2006 Sonuçları

AL

Hedef PD: 3,419 Mn US\$

Cari PD: 2,904 Mn US\$

### İç talepteki daralma karlılığı etkilemedi...

Ford Otosan'ın 2006 yılı net satışları 4,566 milyon US\$ olarak gerçekleşmiş ve şirketin cirosu 2005 yılına kıyasla dolar bazında %1 oranında artış kaydetmiştir. Ford Otosan'ın cirosunun %49'unu yurt içi, %51'ini ise yurt dışı satışlar oluşturmaktadır. Şirketin 2006 yılında yurt içi satışları 2005 yılına göre dolar bazında %15 oranında azalış gösterirken, yurt dışı satışlarında ise %18 oranında artış görülmektedir.

Şirketin 2006 yılı faaliyet giderlerinin 2005 yılına göre %4 oranında arttığı görülmektedir. Bu artış sektördeki yoğun rekabet ortamı için gerekli olan pazarlama, satış ve dağıtım giderlerinin geçen yıla göre YTL bazında %19 oranında yükselmesinden kaynaklanmaktadır.

Ford Otosan'ın 2006 yılında finansman giderleri 25 milyon US\$ seviyesinde gerçekleşerek, 2005 yılına kıyasla hemen hemen hiç değişme göstermemiştir. Şirketin 2006 yılında kısa vadeli borçları 2005 yılına kıyasla %23 oranında artarak 482 milyon US\$'a ulaşırken aynı dönemde uzun vadeli borçların %52 oranında azalarak 61 milyon US\$ seviyesine gerilediğini görmekteyiz.

Şirketin 2005 yılında % 13.6 olan VAFÖK marjı 2006 yılında %5 oranında azalarak, %12.9 seviyesinde gerçekleşmiştir. Bu durum iç talepteki daralmanın az da olsa şirketin operasyonel karlılığı üzerinde etkisi olduğunu gösterir. Ancak Ford Otosan'ın operasyonel marjlarındaki düşüşün kısıtlı olmakla beraber ihracat faaliyetlerindeki verimliliğe işaret ettiğini düşünüyoruz.

Ford Otosan'ın diğer gelirler kalemine baktığımızda ise, 2005 yılında 17 milyon US\$ seviyesinde iken, 2006 yılında 62 milyon US\$ seviyesine yükselmiştir. Diğer gelirler kalemindeki bu güçlü artış, 2006 yılında satılmaya hazır finansal varlık satış karının oluşması ve araştırma, geliştirme destek primlerinin artış göstermesidir.

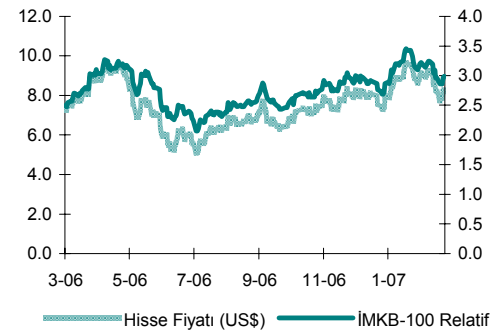
Tüm bu etkenlerin ışığında, sonuç olarak Ford Otosan 2005 yılında 297 milyon US\$ olarak gerçekleştirdiği net karını, 2006 yılında %18 oranında artırarak, 350 Milyon US\$ seviyesine yükseltmeyi başarmıştır.

	YTL	US\$
Fiyat	11.70	8.28
İMKB-100	42,056	29,747
US\$ (MB Alış):	1.414	
52 Hafta Yüksek:	13.50	9.64
52 Hafta Düşük:	8.04	5.08
İMKB Kodu:	FROTO	

Hisse Senedi Sayısı (Mn):	350.9
Piyasa Değeri (YTL Mn):	4,105.6
Piyasa Değeri (US\$ Mn):	2,904.0
Halka Açıklık Oranı (%):	18
Halka Açık PD (YTL Mn):	739.0
Halka Açık PD (US\$ Mn):	522.7

	S1A	S1Y	YB
YTL Getiri (%):	-4.9	2.6	16.5
US\$ Getiri (%):	-6.1	2.4	9.9
İMKB-100 Relatif Getiri (%):	15.9	0.4	-8.8
Ort. İşlem Hacmi (YTL Mn):	5.23		
Ort. İşlem Hacmi (US\$ Mn):	3.66		

Beta	0.91
Yıllık Volatilite (Hisse)	0.46
Yıllık Volatilite (İMKB-100)	0.39



DEĞERLEME	2002	2003	2004	2005/12	2006/12
F/K	-	9.73	6.91	10.39	8.14
PD/DD	11.25	2.53	1.96	2.58	2.45
FD/VAFÖK	19.19	6.89	3.67	5.14	5.15
FD/Satışlar	1.41	1.09	0.57	0.52	0.66
Hisse Başına Kar (US\$)	(1.50)	0.69	1.15	0.85	1.00
Firma Değeri (US\$ Mn)	1,024	2,299	2,375	3,159	3,017
VAFÖK (US\$ Mn)	53	333	648	615	586

### İç talepteki daralma ihracata yönlendirdi...

Ford Otosan 2006 yılında pazarda görülen daralmaya rağmen, 2005 yılında yüzde 17 olan pazar payını, 2006 yılı sonu itibariyle yüzde 17.2'ye çıkarmayı başardı. Şirketin 2005'te 130 bin adet olan iç pazar araç satışları 2006 yılında yüzde 12.9 azalarak, 113 bin adede gerilemiş ancak öte yandan şirket 2006 yılında Kocaeli fabrikasında 250 bin adet orta ve hafif ticari araç, İnönü fabrikasında ise 7 bin adet kamyon olmak üzere toplam 258 bin adet araç üretimi gerçekleştirerek rekor kırmıştır. Bu üretimin 113 bin adedi iç pazarda satılırken, geri kalan kısmı ihraç edilmektedir. Sonuç itibariyle ihracata yönelen Ford Otosan'ın 2006 yılında ihracattan gerçekleştirdiği ciro 2.4 milyar dolar olarak gerçekleşmiş ve toplam satışlar içinde ihracatın payı artmayı sürdürmüştür.

### Üst üste 5 yıldır otomotiv pazarındaki liderliğini sürdürüyor...

Koç Holding ile ABD'li Ford Motor'un yüzde 41.04'er payla eşit ortaklığa sahip olan Ford Otosan'ın Türkiye'de 3 adet üretim tesisi bulunmaktadır. Kocaeli fabrikasında orta büyüklükte ticari araç, transit ve hafif ticari araç ve transit connect üretimi yapılmaktadır. Eskişehir İnönü fabrikasında kargo kamyon, motor ve aktarma organları üretimi yapılırken, İstanbul Kartal'da ise Türkiye'nin en büyük yedek parça dağıtım merkezi olan servis ve yedek parça bölümü bulunmaktadır. Son rakamlara göre binek otomobil pazarında yurt içinde ikinci sıraya yükselen Ford Otosan, 5 yıldır da Türkiye'de toplam otomotiv pazarında lider konumdadır.

### Beklentiler

375 milyon dolarlık ek kapasite yatırımına giden Ford Otosan, Kocaeli fabrikasının yıllık üretim kapasitesini 240 bin adetten 2007'de 280 bin adede çıkartarak, yeni Transit Connect ve Ford Cargo 6x4 damperli kamyon modelinde ürün çeşidini genişletip, yenilemeyi planlamaktadır. Yeni Transit için 280 milyon avro yatırım harcaması yapıldı. Bu yatırımın 220 milyon avrosunu Ford, 60 milyon avroluk kısmını ise Ford Otosan gerçekleştirdi. Yeni Transit Connect'in ABD'de üretiminin ise 2009 yılında başlaması planlanmaktadır. Ford Otomotiv, Ford Transit ve Connect modellerinden de 165 bin adet ihraç etmeyi planlamaktadır. Şirket yeni yatırımların da etkisi ile 2 milyar dolar olan ihracat gelirini 2008'de 2.3 milyar dolara çıkartmayı hedeflemektedir. Şirket ayrıca, 1998 yılında yapımına başlanan Kocaeli fabrikasının üretim kapasitesini artırmak için ek yatırımlarını devam ettirerek, yeni yatırımlarla birlikte yıllık araç üretim kapasitesini 280 bine çıkarmayı hedeflemektedir. Şirketin bu yatırımının eylül ayında tamamlanması planlanmaktadır. Şirket iç piyasadaki daralma nedeniyle ihracata ağırlık vererek, önümüzdeki yıl satışları 280 bin adete yükseltmeyi, bunun 200 bin adetini ihraç etmeyi planlamaktadır. Şirket, yeni yatırımları ile birlikte ortaya çıkacak 22 bin adet üretim artışının, 10 bin adetini Rusya'ya kalan kısmını ise AB'ye yeni üye olmuş ülkeler ve Fransa'ya gönderilmesini planlamaktadır. Şirket 2007 yılında 150 milyon dolar daha ek yatırım yaparak, yeni yatırımlarla ile birlikte Kocaeli fabrikasının kapasitesini, 2008 yılında 280 bin adetten 300 bin adede çıkartarak, İnönü fabrikası ile birlikte toplam kapasitesini 315 bine çıkartmayı hedeflemektedir. Ayrıca şirket, 2007 yılında yüzde 17.2 olan pazar payını, yüzde 17.5'e çıkarmayı amaçlayarak, pazar liderliğini sürdürmeyi hedeflemektedir.

### Değerleme

Ford Otosan'ın hedef piyasa değerini belirlerken İNA modelimizin verdiği değere %50, piyasa çarpanları yönteminin verdiği değere ise %50 ağırlık verdik.

	F/K	PD/DD	FD/NAFÖK
ANADOLU ISUZU	7,6	1,2	3,7
DOĞUŞ OTOMOTİV	14,7	1,6	5,5
FORD OTOSAN	8,2	2,5	5,2
KARSAN OTOMOTİV	-	2,8	34,5
OTOKAR	8,2	2,5	6,0
TOFAŞ OTO. FAB.	32,2	2,7	12,2
TÜRK TRAKTÖR	5,8	2,6	3,8
UZEL MAKİNA	11,8	1,3	6,4
<b>ORTALAMA</b>	<b>11,2</b>	<b>2,3</b>	<b>6,1</b>
ISKONTO/PRİM	-27%	7%	-16%

## Ford Otosan

İNA (US\$ Mn)	2007T	2008T	2009T	2010T	2011T	2012T	2013T	2014T	2015T	2016T	Terminal
VAFÖK	620	709	806	858	911	968	1.028	1.090	1.156	1.225	
Vergi	93	108	125	132	139	146	154	162	170	179	
Sabit Sermaye Yatırımları	230	260	293	319	347	375	406	438	471	506	
Net Çalışma Sermayesi Değişimi	85	102	120	127	134	141	149	157	165	174	
Serbest Nakit Akımları	212	239	268	280	292	305	319	334	349	366	366
İskonto Faktörü	1,12	1,25	1,40	1,56	1,75	1,95	2,18	2,44	2,73	3,05	0,20
İNA	189	191	192	179	167	156	146	137	128	120	1.857

Net Finansal Borçlar	171
Özsermaye	1.154
Borç %	0,13
Özsermaye %	0,87

Rf	0,08
Beta	0,91
Hisse Senedi Risk Primi	0,05
Ke	0,12
Vergi Oranı	0,20
Kd*(1-Vergi Oranı)	0,10

Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti	0,12
Uzun Vadeli Büyüme Oranı	0,05

İNA (2007-2015)	1.606
Terminal İNA değeri	1.857

<b>Toplam</b>	<b>3.463</b>
---------------	--------------

Çalışmamız sonucunda piyasa çarpanları açısından sektördeki rakiplerine göre iskontolu işlem gören, bunun yanında sağlam finansal verileri ve artan karlılığı ile sektörde güvenli bir yatırım fırsatı sunan şirketin hedef piyasa değerini 3,419 milyon US\$ olarak belirledik. Son kapanış verilerine göre hedef piyasa değerimize oranla %15 iskontolu işlem gören Ford Otosan'ın bu seviyelerden iyi bir getiri potansiyel sunduğunu düşünerek "AL" önerisinde bulunuyoruz.

<b>BİLANÇO (US\$ Mn)</b>	<b>2002</b>	<b>2003</b>	<b>2004</b>	<b>2005/12</b>	<b>2006/12</b>	<b>%Değ</b>
Maddi Duran Varlıklar	430	800	915	901	915	2
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	20	149	136	108	77	(29)
Diğer Uzun Vadeli Kıymetler	6	81	78	101.9	83.7	(18)
Ticari Alacaklar	85	114	134	237	193	(19)
Hazır Değerler	32	90	293	166	150	(10)
Diğer Kısa Vadeli Varlıklar	117	261	463	449	580	29
<b>Toplam Aktifler</b>	<b>690</b>	<b>1,496</b>	<b>2,020</b>	<b>1,962</b>	<b>1,999</b>	<b>2</b>
Uzun Vadeli Borçlar	224	293	234	126	61	(52)
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	16	11	13	14	17	18
Kısa Vadeli Borçlar	318	292	365	393	482	23
Ticari Yükümlülükler	76	119	217	235	285	22
Toplam Yükümlülükler	634	716	830	768	844	10
Toplam Özsermaye	56	780	1,189	1,195	1,154	(3)
<b>Toplam Pasifler</b>	<b>690</b>	<b>1,496</b>	<b>2,020</b>	<b>1,962</b>	<b>1,999</b>	<b>2</b>

<b>GELİR TABLOSU (US\$ Mn)</b>	<b>2002</b>	<b>2003</b>	<b>2004</b>	<b>2005/12</b>	<b>2006/12</b>	<b>%Değ</b>
Net Satışlar	726	2,109	4,142	4,519	4,556	1
SMM	690	1,802	3,613	3,897	3,928	1
Faaliyet Giderleri	83	113	166	220	230	4
Ana Faaliyet Karı (Zararı)	(46)	194	363	401	398	(1)
Finansman Gelirleri (Giderleri)	(57)	(26)	(11)	(25)	(25)	0
Diğer Gelirler (Giderler)	(7)	96	86	17	62	268
<b>Vergi Öncesi Kar (Zarar)</b>	<b>(110)</b>	<b>263</b>	<b>438</b>	<b>393</b>	<b>434</b>	<b>11</b>
Vergi Giderleri	-	60	101	96	84	(12)
Azınlık Payı	-	-	-	-	-	A.D.
<b>Net Kar(Zarar)</b>	<b>(110)</b>	<b>202</b>	<b>337</b>	<b>297</b>	<b>350</b>	<b>18</b>

<b>FİNANSAL ORANLAR</b>	<b>2002</b>	<b>2003</b>	<b>2004</b>	<b>2005/12</b>	<b>2006/12</b>
Özsermaye Karlılığı	-152.1%	48.4%	34.2%	24.9%	29.9%
Aktif Karlılığı	-18.5%	18.5%	19.2%	14.9%	17.4%
Brüt Kar Marjı	5.0%	14.6%	12.8%	13.8%	13.8%
Net Kar Marjı	-15.1%	9.6%	8.1%	6.6%	7.7%
VAFÖK Marjı	7.3%	15.8%	15.6%	13.6%	12.9%
U.V. Borçlar/Özsermaye	401.9%	37.6%	19.7%	10.6%	5.2%
Satışlar/Toplam Aktifler	105.3%	141.0%	205.1%	230.3%	227.9%

Analist: İknur Hayır

Alan Yatırım Menkul Değerler A.Ş.: Teşvikiye cad. İkbāl İş Merkezi. No: 103/7 34367 Teşvikiye / Şişli -İSTANBUL

Santral: 0 212 236 68 69

E-mail: [arqe@alanyatirim.com.tr](mailto:arqe@alanyatirim.com.tr)

---

Bu çalışmada yer alan yatırım bilgisi, yorum ve tavsiyeler yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti Sermaye Piyasası Kurulu tarafından yayımlanan Seri:V, No:55 sayılı “Yatırım Danışmanlığı Faaliyetine İlişkin ve Bu Faaliyette Bulunacak Kurumlara İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ” çerçevesinde aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde sunulmaktadır. Burada ulaşılan sonuçlar tercih edilen hesaplama yöntemi ve/veya yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmakta olup, mali durumunuz ile risk getiri tercihlerinize uygun olmayabileceğinden sadece burada yer alan bilgilere dayanılarak yatırım kararı verilmesi sağlıklı sonuçlar doğurmayabilir.

Burada yer alan her türlü haber, veri, bilgi, rapor, araştırma bulgusu, görüş ve öneriler, Alan Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından, piyasa koşulları içerisinde ve güvenilirliğine inanılan kaynaklardan yararlanılarak, herhangi bir maddi manevi menfaat karşılığı olmaksızın, genel anlamda bilgi sunmak amacıyla hazırlanmıştır. Yer alan bilgilerin zamanlaması, tamlığı ve doğruluğu tarafımızca garanti edilmemekte olup bu bilgiler, belli bir kazancın sağlanmasına yönelik olarak sunulmamaktadır. Bu nedenle, burada yer alan haber, veri, bilgi ve bulgulara dayanılarak yapılan işlemlerden doğacak her türlü maddi manevi zararlardan ve her ne şekilde olursa olsun üçüncü kişilerin uğrayabileceği her türlü kayıptan, Alan Yatırım Menkul Değerler A.Ş. sorumlu tutulamaz.