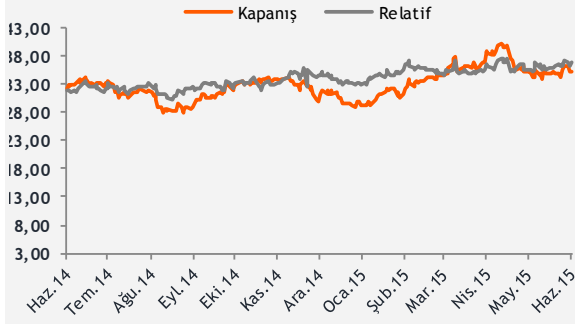


13 Haziran 2016 Pazartesi

Sektör	: Otomotiv
Şirket	: Ford Otosan
Hisse Kodu	: FROTO - FROTO TI, FROTO IS
Fiyat (TL)	: 35,20
Hedef Fiyatı (TL)	: 44,90
Yükselme Potansiyeli	: %27,57
Öneri / Kısa Vade	: Endeksin Üzerinde Getiri
Öneri / Uzun Vade	: AL
Hisse Adedi (mn)	: 350,9
HAO (%)	: 18%

Ford Otosan özellikle ticari sınıf araçların imalatı, ithalatı, montajı, satışı ve yedek parçalarının üretimi ve satışını yapmaktadır. Şirket 1959'da kurulmuş olup Ford Motor Company ve Koç Grubu şirketleri ortaklığı olarak faaliyetine devam etmektedir. Kocaeli'de Transit ve Transit Custom'ı ürettiği Gölçük Fabrikası ve Transit Courier'i ürettiği Yeniköy Fabrikası, Eskişehir İnönü'de ise Cargo Kamyon Fabrikası ile kamyon ve Transit araçlarına üretim yapan Motor ve Aktarma Organları Fabrikası bulunmaktadır.

Hisse Performansı



Performans	1Ay	3Ay	12Ay
Mutlak %	0,34	1,91	8,25
Rölatif %	2,84	4,75	12,28
En Yüksek (TL)	36,10	35,03	32,76
En Düşük (TL)	35,06	34,44	31,80

Analist : Serap KAYA
İletişim : 0212 352 35 77 - 186
: serap.kaya@vakifyatirim.com.tr

“Ağır” Beklenti

Ford Otosan'ı uzun vadeli AL, kısa vadeli “Endeks Üzeri Getiri” önerisi ve 44,90 TL/Hisse hedef fiyat (%27,6 yükselme potansiyeli) ile hisse izleme listemize ekliyoruz. Yenilenen modeller ile maliyet azaltıcı politikalara devam edecek olan Şirketin 2016 sonrası önemli bir yatırım harcamasının bulunmaması nedeniyle nakit yaratma kabiliyetinin yükselmesini bekliyor, “ağır ticari araç” segmentindeki ihracat potansiyelini değerli buluyoruz. Şirketin girmesi muhtemel yeni pazarlar en önemli yatırım hikâyelerinden birini teşkil ederken, Brexit konusunun kısa vadede izlenmesi gereken temel gündem maddesi olduğu görüşündeyiz.

mn TL	Ciro	FAVÖK	Net Kar	HBT (TL)	F/K(x)	FD/FAVÖK(x)
2013	11.405	744	641	0,86	19,3 x	20,0 x
2014	11.925	831	595	0,50	20,8 x	17,9 x
2015	16.746	1.386	842	1,14	14,7 x	10,7 x
2016/T	18.608	1.590	951	1,85	13,0 x	9,4 x
2017/T	20.744	1.820	1.101	2,28	11,2 x	8,2 x
2018/T	22.124	1.949	1.163	2,68	10,6 x	7,6 x

- 2015 yılında, önceki yıl tamamlanan 1,6 mlr \$'lık yatırımların meyvelerini alınmaya başlandı -- Şirket 2015'te tarihinin en iyi sonuçlarını elde ederken, üretim, satış, ihracat ve istihdam alanlarında rekorlara imza attı. Şirket ticari araç pazarında liderliği sürdürürken Türkiye'nin ihracat lideri şirketi konumuna geldi.
- Nakit akımlarında artış beklentisi -- Ford Otosan'ın yenilediği ürün gamı için devreye aldığı yatırımların tamamlanması sonrasında, 2016 yılı için planlanan yatırımlar ağırlıklı olarak kamyon ve motor fabrikası olan İnönü tesislerine yönelik olacak. İnönü Fabrikası'nda 2016 yılında ürün geliştirme test yolu, 2017 yılında fabrikada görevli ürün geliştirme mühendisleri için atölye, yeni boyahane ve yeni kaynak atölyesi yatırımlarının devreye alınması planlanıyor. Dolayısıyla daha çok yenileme amaçlı yatırım harcamaları gündemde olan Şirketin 2016 ile birlikte nakit akımlarında artış bekliyoruz.
- İhracat odaklı büyüme stratejisi kamyon yatırımlarıyla sürüyor -- Ülkenin ticari araç ihracatının %65'ini, toplam taşıt araçları ihracatının ise %25'ini gerçekleştiren Ford Otosan Afrika pazarındaki stratejik üssü olan Fas'ta bayi açılışını gerçekleştirerek, Rusya ve Orta Doğu'nun ardından büyümesini Afrika'ya taşıdı. İnönü Fabrikası'nda devam eden yatırımların tamamlanmasıyla 2020 yılında Ford Trucks'in 65 ülkede yer alacak şekilde ve her 3 araçtan 1'inin ihraç edilmesi hedefleniyor.
- Yenilenmiş ürün gamı ve ithal binek araç satışı pazar payı açısından önemli -- 2015 Ford Otosan ürün gamında pek çok yeniliğe imza attığı bir yıl oldu. Mondeo'dan C-Max'e, dizel otomatik Focus'tan Mustang'e uzanan geniş bir skalada yeni araçlar pazara sunuldu. 2012'den bu yana otomobil ve ticari araç ürün gamında peş peşe sunulan yeniliklerle ortalama ürün yaşı 1,2 yıla kadar indi. Diğer yandan, Şirketin üretimini yapmadığı binek araçların ithal ederek satışını gerçekleştirmesini pazar payı adına önemli katkı sağladığı görüşündeyiz.
- Ford Motor'un Avrupa'daki büyüme odaklı stratejisi ihracat açısından önemli bir güç sağlamaktadır -- Ford markası 2015'te Avrupa'da 260.400 adet ticari araç satışı, %12,6 pazar payı ile 1997'den bu yana en yüksek seviyesine ulaşarak sektör lideri oldu. Ford Otosan, Transit'in Avrupa'da, Custom ve Courier'nin dünyadaki tek üretim merkezi konumundadır. Avrupa'da satışı gerçekleşen ticari araç ürün gamının %73'ünü, Transit araçlarının ise %81'ini üreten Şirket, Avrupa'daki büyümeden en iyi şekilde faydalanacak konumda bulunuyor. 2016'da ana ihracat pazarları olan Avrupa ülkelerindeki süregelen iyileşmenin, üretiminin yaklaşık %77'sini ihraç edecek olan Ford Otosan'a olumlu etkisinin süreceğini düşünüyoruz.
- Değerleme ve Öneri - Ford Otosan için İndirgenmiş Nakit Akımlarını baz alarak yaptığımız değerlendirme sonrası Şirket için 44,90 TL/hisse değere ulaşmaktayız. 2016 yılına ilişkin tahminlerimiz Şirketin 9,4xFD/FAVÖK ve 13,0x F/K ile işlem gördüğüne işaret etmektedir.

13 Haziran 2016 Pazartesi

Gelir Tablosu (TL mn)	2013	2014	2015	2016T	2017T	2018T
Satış Gelirleri (net)	11.404,9	11.924,8	16.746,4	18.608,3	20.744,2	22.123,6
FAVÖK	557,7	526,6	980,6	1.167,6	1.354,7	1.444,2
Amortisman Giderleri	186,3	304,7	405,1	422,0	465,7	504,5
FAVÖK	744,0	831,3	1.385,8	1.589,6	1.820,4	1.948,6
Diğer Gelir ve Giderler (Net)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Finansal Gelir/Gider (Net)	-213,2	-147,9	-168,2	-144,8	-155,5	-173,6
VÖK	452,1	390,4	865,8	1.066,9	1.254,4	1.331,6
Vergiler	189,4	204,4	-23,9	-115,9	-153,5	-168,9
Durdurulan Faaliyetlerden K/Z	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Azınlık Payları	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Net Dönem Karı	641,5	594,9	841,9	951,0	1.101,0	1.162,7
HBK		3,06	4,33	4,89	5,66	5,98

Bilanço (TL mn)	2013	2014	2015	2016T	2017T	2018T
Nakit ve Benzerleri	238	577	980	1.117	1.057	1.316
Kısa Vadeli Ticari Alacaklar	1.451	1.606	1.784	1.781	2.022	2.204
Tüketici Finansman Alacakları	0	0	0	0	0	0
Stoklar	564	585	1.000	1.090	1.211	1.317
Maddi Duran Varlıklar	2.231	3.128	3.251	3.329	3.595	3.762
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	415	520	540	547	573	577
Diğerleri	1.092	818	874	844	777	681
Toplam Aktifler	5.991	7.235	8.428	8.707	9.236	9.857
Finansal Borçlar	2.291	2.350	2.561	2.731	2.815	2.902
Kısa Vadeli	1.072	990	1.260	1.256	1.295	1.335
Uzun Vadeli	1.220	1.360	1.301	1.474	1.520	1.567
Ticari Borçlar	1.182	1.796	2.314	2.121	2.265	2.577
Özsermaye	2.237	2.754	3.060	3.361	3.662	3.884
Net Borç	2.053	1.773	1.580	1.614	1.758	1.586

Nakit Akım Tablosu (mn TL)	2013	2014	2015	2016T	2017T	2018T
VÖK	452	390	866	1.067	1.254	1.332
Amortisman	186	305	405	422	466	504
Δ İşletme Sermayesi İhtiyacı	44	-439	76	244	176	-58
Vergi	189	204	-24	-116	-153	-169
Yatırım Harcaması	-1.043	-1.310	-497	-759	-675	-702
Temettü Ödemesi	-300	-175	-400	-649	-800	-941
Bedelli Sermaye Artırımı	0	0	0	0	0	0
Δ Borçlanma Değişimi	0	59	211	170	84	88
Diğer Nakit Giriş/Çıkış	0	1.306	-234	-242	-411	205
Yıl boyunca yaratılan nakit	0	-966	637	378	351	54
Dönemsonu Nakit	238	577	980	1.117	1.057	1.316

Büyüme	2013	2014	2015	2016T	2017T	2018T
Satış	%16,76	%4,56	%40,43	%11,12	%11,48	%6,65
FAVÖK	-%2,65	%11,74	%66,69	%14,71	%14,52	%7,05
Net Kar	-%6,34	-%7,27	%41,53	%12,95	%15,78	%5,61

Çarpanlar	2013	2014	2015	2016T	2017T	2018T
FD/Satışlar	1,30	1,25	0,89	0,80	0,72	0,67
FD/FAVÖK	20,00	17,90	10,74	9,36	8,17	7,64
F/K	19,26	20,76	14,67	12,99	11,22	10,62
PEG Rasyo	- 3,04	- 2,86	0,35	1,00	0,71	1,90
PD/DD	5,52	4,48	4,04	3,67	3,37	3,18

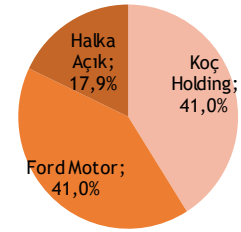
Finansal Rasyolar	2013	2014	2015	2016T	2017T	2018T
Öz Sermaye Karlılığı	%28,68	%23,84	%28,96	%29,62	%31,35	%30,81
FAVÖK Marjı	%6,52	%6,97	%8,27	%8,54	%8,78	%8,81
Net Kar Marjı	%5,62	%4,99	%5,03	%5,11	%5,31	%5,26
Net Borç/Özsermaye	0,92	0,64	0,52	0,48	0,48	0,41
Net Borç/FAVÖK	2,76	2,13	1,14	1,02	0,97	0,81
KV Borç/ UV Borç	%87,86	%72,79	%96,83	%85,19	%85,19	%85,19
Öz Sermaye/Aktif Toplamı	%37,33	%38,07	%36,30	%38,61	%39,65	%39,40
Borç/Öz Kaynak	%102,44	%85,32	%83,69	%81,23	%76,86	%74,72
Cari Oran	1,02	1,00	1,05	1,16	1,17	1,20
Nakit Temettü	0,86	0,50	1,14	1,85	2,28	2,68

Şirket	Ford Otosan
Hisse Kodu	FROTO - FROTO TI, FROTO IS
Vakıf Yatırım Öneri	AL
Kapanış (TL)	35,20
Hedef Fiyat (TL)	44,90
Mevcut Piyasa Değeri (mn TL)	12.352
Hedef Piyasa Değeri (mn TL)	15.758
Yükselme Potansiyeli	27,6%

Ford Otosan Hakkında

Ford Otosan özellikle ticari sınıf araçların imalatı, ithalatı, montajı, satışı ve yedek parçalarının üretimi ve satışını yapmaktadır. Şirket 1959'da kurulmuş olup Ford Motor Company ve Koç Grubu şirketleri ortaklığı olarak faaliyetine devam etmektedir. Kocaeli'de Transit ve Transit Custom ürettiği Gölcük Fabrikası ve Transit Courier ürettiği Yeniköy Fabrikası, Eskişehir İnönü'de ise Cargo Kamyon Fabrikası ile kamyon ve Transit araçlarına üretim yapan Motor ve Aktarma Organları Fabrikası bulunmaktadır.

Ortaklık Yapısı



SWOT Analiz

Güçlü Yönler

Güçlü dağıtım ağı (192 yurtiçi, 50 ülkede 58 bayi)
% 30 pazar payı ile lider orta ticari araç üreticisi
Düşük maliyetli ve esnek üretim
Ford Motor Company ile ortaklık
Yüksek ihracat oranıyla iç piyasaya bağımlılığın az olması

Zayıf Yönler

Yurtiçi satılan araçların %35'inin ithal binek olması
Son 3 yılda gerileyen pazar payı ve operasyonel marjlar
İhracatın %95'inin Avrupa'ya yapıyor olması

Fırsatlar

Avrupa'ya bağımlılığı azaltmak için alternatif pazarlara giriş
Düşük faiz ortamının destekleyeceği otomotiv talebi
Yurtiçi pazarda olası hurda teşviki
Yüksek marjlı kamyon ihracatında artış

Tehditler

Yurtiçi pazarda vergi oranlarının artması
Hammadde maliyetlerinin artışı
Kurdaki dalgalanmaların marjlarda erimeye neden olması
Ford Motor'un üretim merkezini farklı ülkelere taşıma kararı

13 Haziran 2016 Pazartesi

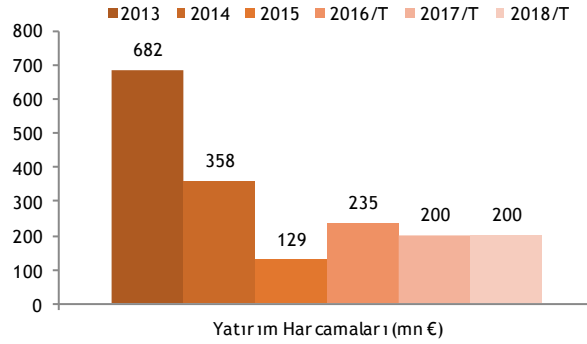
Neden AL Önerisi Veriyoruz?

2016 sonrasında azalan yatırım harcamalarına bağlı olarak nakit akımlarında artış bekliyoruz...

- **Önemli yatırım harcamaları tamamladı** -- Ford Otosan önemli yatırımlarını 2014 yılında gerçekleştirdiği kapasite artışıyla tamamladı. Şirket yeni Transit üretimi için Kocaeli'deki Gölcük fabrikasında yapılan yatırımlara ek olarak Yeniköy'de inşa ettiği fabrikasıyla kapasitesini 320.000'den 400.000 adede çıkarırken, İnönü Fabrikası'nın kapasitesini 10.000'den 15.000 adede yükseltti. Şirketin tamamlanan yatırımları ile yurtiçi ve yurtdışındaki büyüme fırsatları için stratejik konumlanmasını tamamladığını düşünüyoruz.

Ford Otosan'ın yenilediği ürün gamı için devreye aldığı yatırımların tamamlanması sonrasında, 2016 yılı için planlanan yatırım harcamaları kamyon ve motor fabrikasının yer aldığı İnönü'de yapılacak. İnönü Fabrikası'nda 2016 yılında ürün geliştirme test yolu, 2017 yılında fabrikada görevli ürün geliştirme mühendisleri için atölye, yeni boyahane ve yeni kaynak atölyesi yatırımlarının devreye alınması planlanıyor. Dolayısıyla daha çok yenileme amaçlı yatırım harcamaları gündemde olan Şirketin 2016 sonrasında nakit akımlarında artış bekliyoruz.

Grafik 1: Yatırım Harcamaları (mn €)

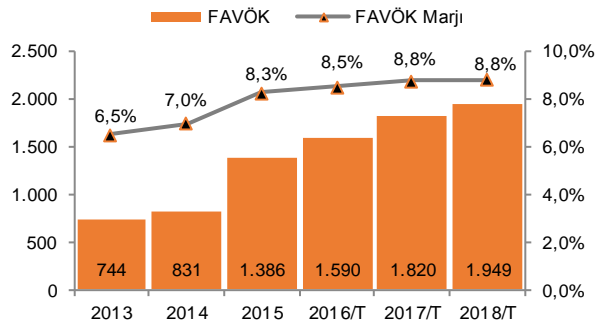


*Yatırım harcamaları tahminleri VKY Araştırma ve Strateji varsayımlarıdır. 2016 için 215 mn € Ford Otosan beklentisine ek olarak ürün geliştirme harcamalarını dahil edilmiştir.
Kaynak: VKY Araştırma ve Strateji, Ford Otosan

FAVÖK marjının uzun vadede %9,0 seviyesinde sürdürülebilir olduğunu düşünüyoruz...

- **Şirketin operasyonel marjlarının normalleşmesini bekliyoruz** -- Ford Otosan'ın 2010-2014 arasında i) değişen iş modeli, ii) yoğun fiyat rekabeti, iii) yurtiçi piyasada ürünleri içinde daha az karlılığa sahip olan binek araçların toplam içindeki payının artması, iv) ticari ürün gamının yaşlanması, v) TL'deki değer kaybı neticesinde ithalat maliyetlerinin artması sonucu FAVÖK marjı geriledi. Ancak 2015'te başlayan düzelmeye 2016 ve sonrasında i) ürün gamının yenilenmesi ii) yurtiçi ve yurtdışı satış adetlerinin artması, iii) olumlu ürün karması ve fiyatlama kabiliyeti, iv) artan kapasite kullanım oranı, v) maliyet azaltıcı önlemler sayesinde uzun vadede %9,0 civarı FAVÖK marjı seviyesinde dengelenme bekliyoruz.

Grafik 2: FAVÖK (mn TL) ve FAVÖK Marjı Gelişimi (%)



Kaynak: VKY Araştırma ve Strateji, Ford Otosan

13 Haziran 2016 Pazartesi

65 ülkede yer alınması ve üretilen her 3 Ford Trucks modelinden 1'inin ihraç edilmesi hedefleniyor.

- **İhracat odaklı büyüme stratejisi İnönü Fabrikası'nda yaptığı kamyon yatırımlarıyla sürüyor** -- Ford Otosan ağır ticari vasıtada küresel bir oyuncu olma yolunda Ford Trucks bayilerinde Orta Doğu başta olmak üzere 15 ülkede toplam 19 tesise ulaştı. Umman ve Bahreyn Ford Trucks bayileriyle, Orta Doğu'daki yayılımını büyük oranda tamamladı. Ülkenin ticari araç ihracatının %65'ini, toplam taşıt araçları ihracatının ise %25'ini gerçekleştiren Ford Otosan Afrika pazarındaki stratejik üssü olan Fas'ta bayi açılışını gerçekleştirerek, Rusya ve Orta Doğu'nun ardından büyümesini Afrika'ya taşıdı. 2020 yılında 65 ülkede yer alınması ve üretilen her 3 Ford Trucks modelinden 1'inin ihraç edilmesi hedefleniyor. Şirket yurt içinde 2015 yılsonu itibarıyla toplam 27 tesise ulaşırken Türkiye'deki satış-servis yapılanmasını büyük ölçüde tamamladı. İkinci el ağır ticari araç alım-satım operasyonları için "Truck Market" adlı yeni bir marka oluşturan şirket, diğer taraftan 2015 yılında büyük montanlı filo satışları gerçekleştirmeyi başardı. Şirketin filoya yönelik kamyon satışlarının bu segmentten elde edilen marjları bozmayacak ve toplam satışlar içindeki payını koruyacak şekilde süreceğini düşünüyoruz.
- **Yenilenmiş ürün gamı pazar payı açısından önemli katkı sağlamaktadır** -- 2015 Ford Otosan'ın ürün gamında pek çok yeniliğe imza attığı bir yıl oldu. Mondeo'dan C-Max'e, dizel otomatik Focus'tan Mustang'e uzanan geniş bir yelpazede yeni araçlar pazara sunuldu. 2012'den bu yana otomobil ve ticari araç ürün gamında peş peşe sunulan yeniliklerle **ortalama ürün yaşı 1,2 yıl olarak gerçekleşti**. 2015 ve 2016 yıllarında yılın ticari aracı seçilen Ford Tourneo Courier Türkiye'de en çok satan hafif ticari araç oldu. Şirket satışını yaptığı binek araçları ithal etmektedir. Bunun Şirketin sektör konumlanması ve pazar payı açısından önemli katkı sağladığı görüşündeyiz.
- **Ford Motor'un Avrupa'daki büyüme odaklı stratejisi ihracatı açısından önemli bir güç sağlamaktadır** -- Ford markası 2015'te Avrupa'da 260.400 adet ticari araç satışı, %12,6 pazar payı ile 1997'den bu yana en yüksek seviyesine ulaşarak sektör lideri oldu. Ford Otosan, Transit'in Avrupa'da, Custom ve Courier'nin dünyadaki tek üretim merkezi konumundadır. Avrupa'da satışı gerçekleşen ticari araç ürün gamının %73'ünü, Transit araçlarının ise %81'ini üreten Ford Otosan, Avrupa'daki büyümeden en iyi şekilde faydalanacak konumda bulunuyor. 2016'da üretiminin yaklaşık %77'sini ihraç edecek olan Ford Otosan'ı ana ihracat pazarları olan İngiltere, Almanya ve diğer Avrupa ülkelerinde iyileşmesi beklenen piyasa şartlarından olumlu etkileyeceğini düşünüyoruz.
- **İthal araçların pazar payına etkisini değerli buluyoruz** -- İthal araçların Şirket toplam cirosuna (VKY tahmini %10) ve karlılığa katkısı sınırlı olmakla birlikte Şirkete yatırım yükü getirilmeden satış hacmine ve pazar payına katkı sağlaması nedeniyle önemli bir operasyon olarak görüyoruz.
- **Satış sonrası hizmetler Şirketin pazar konumlanmasını destekleyici nitelikte** -- 30.000 m² kapalı alan kapasitesi ile Avrupa'da Ford'un otomotiv yedek parça dağıtım merkezleri arasında 4'üncü sırada yer almakta olan Sancaktepe Yedek Parça Dağıtım Merkezi Türkiye'de 192 bayiye, yurt dışında da 50 farklı ülkeden 58 bayiye hizmet sunmakta ve etkin yedek parça yönetimi ile yakalanan %96 seviyesindeki sipariş karşılama oranı ile de emsal Ford merkezlerinden üstün bir performans sergilemektedir.
- **Ford Otosan temettü Şirketi olmaya devam edecek** -- Yatırım döneminin sona ermesiyle nakit akımlarında artış beklediğimiz, ürün gamının yenilenmesiyle marjlarda iyileşmenin yaşanacağını ve borçluluk oranının düşeceğini tahmin ettiğimiz Ford Otosan'ın önümüzdeki dönemde de düzenli temettü dağıtmaya devam edeceğini düşünüyoruz. Son 5 yıllık ortalamada %66 temettü ödeme oranı olan Şirketin önümüzdeki dönemde artan serbest nakit akımlarının da katkısıyla %6-7 temettü verimine denk gelecek şekilde temettü ödemeye devam edeceğini düşünüyoruz.
- **2016 yılı hedefleri** -- Yurt içinde, pazara yeni ürünler sunarken operasyonlarını daha verimli ve etkin şekilde yürütmeyi hedefleyen şirket maliyet azaltıcı politikalarını sürdürürken, kârlılığı artırmayı planlamaktadır. Buna göre şirketin 2016 yılı 18,6 mlr TL satış geliri elde etmesini, 12,7 mlr TL ihracat gerçekleştirmesini FAVÖK marjının %8,5'e yükselmesini bekliyoruz.
- **Lisans gelirlerinde güçlü büyüme potansiyeli sağlayan "Teknoloji Lisans Anlaşmaları"** -- JMC (%31,5'inin sahibi Ford Motor) ile yapılan anlaşmaların süresi seri

Uzun vadede artan serbest nakit akımlarının da katkısıyla %6-7 temettü verimi bekliyoruz...

üretimin başlangıcından (2016 model yılı) itibaren 12 yıl ve üç yıllık sürelerle otomatik olarak uzatılacaktır. Bu anlaşmalarla Ford Otosan uzun vadede önemli büyüme potansiyeli taşıyan lisans geliri elde edecektir. Hacimlere ilişkin henüz tahmin edilebilir bilgi olmamakla birlikte 5 yıllık dönemde yaklaşık 14,4 m € lisans geliri elde edeceğini hesaplıyor, ancak değerlememize dahil etmiyoruz.

AL önerimizdeki temel risk unsurları nelerdir?

- **Brexit ve İhracat** -- Ford Otosan için kısa vadede izlenmesi gereken en önemli risklerden birisinin 23 Haziran'da yapılması planlanan Brexit referandumu olduğunu düşünüyoruz. Bilindiği gibi İngiltere Ford Otosan için önemli bir ihracat pazarı (ihracatın %35'i toplam satışların ise %23'ü İngiltere'ye yapılıyor) ve referandumdan İngilterenin AB'den çıkması yönünde bir karar oluşması durumunda değişen dış ticaret uygulamaları nedeniyle yaşanacak ihracat zorluklarının, bu yönde gerekli düzenlemeler yapılmaya kadar Şirket üzerine olumsuz etkiler yaratabileceği görüşündeyiz.
- **Maliyet + prim mekanizması marjlarda dalgalanmalar yaratabilir** -- Şirket, ihraç edilen ürün fiyatlarını maliyete ek araç başı Euro bazlı prim olarak belirlenmektedir. Şirket araçlara yönelik prim bilgilerini paylaşmamakla birlikte 2016 yılında üretiminin %77'sini ihraç edecek olan Ford Otosan için bu fiyatlama modelinin bazı dönemlerde olumlu bazen de olumsuz etkileri olabileceğini düşünüyoruz. Buna göre, fiyatlara sabit bir nominal değer şeklinde yansıtılan primler, üretim maliyetindeki yükseliş dönemlerinde mutlak karı etkilemese de kar marjlarını olumsuz etkileyebilmektedir. Aynı mantıkla maliyetlerin düştüğü dönemlerde de kar marjı olumlu etkilenecektir. Dolayısıyla Şirketin ana maliyet kalemlerinde (sac ve plastik fiyatlarındaki artışlar/azalışlar başta olmak üzere) her türlü gelişme marj tahminlerimizden aşağı/yukarı yönde sapmalar getirebileceğini ancak, primlerin gerektiğinde revize edilip marjların koruma altına alınabildiğini belirtelim.
- **Ford Motor'un pazar konumu ve stratejisi Ford Otosan'ın ürün karması ve ihracatı açısından büyük önem taşımaktadır** -- Ford markası 2015'te Avrupa'da 260.400 adet ticari araç satışı, %12,6 pazar payı ile 1997'den bu yana en yüksek seviyesine ulaşarak yılı pazar lideri olarak tamamladı. Ford Otosan, Transit'in Avrupa'da, Custom ve Courier'nin dünyadaki tek üretim merkezi konumundadır. Avrupa'da satışı gerçekleşen ticari araç ürün gamının %73'ünü, Transit araçlarının ise %81'ini üreten Şirket, Avrupa'daki büyümeden en iyi şekilde faydalanacak konumda bulunuyor. 2016'da Şirketin ana ihracat pazarları olan Avrupa ülkelerindeki toparlanmanın, üretiminin yaklaşık %77'sini ihraç edecek olan Ford Otosan'a olumlu etkisinin süreceğini düşünüyoruz.
- **Ticari araçların kiralamaya konu olabilmesi satış tahminlerimizde yukarı yönlü sapma yaratabilir** -- Maliye Bakanlığı nezdinde ticari araçların kiralanabilmesi için teknik çalışmaların olduğu biliniyor. Mevzuat değişikliği ticari araç talebini ciddi anlamda artıracığı göz önüne alındığında sektör ve Ford Otosan için olumlu olacağını düşünüyoruz.
- **Sektöre özel makro-mikro ekonomik riskler** -- Otomotiv satışlarının faiz duyarlılığı, ülkemizde son zamanlarda yaşadığımız gibi sert kur hareketleri, ana ihracat pazarlarındaki genel makroekonomik durum ve talep koşulları, "K belgesi" ve aracın sahibi olma gerekliliğinin HTA satış hacimlerine olumsuz etkisi, sektöre gelebilecek vergisel ayarlamalar gibi pek çok etmen Şirketi doğrudan ve dolaylı olarak etkilemektedir. Bu ve benzeri hususlardaki gelişmeler değerlendirme ve beklentilerimizden olumlu/olumsuz sapmalar yaratabilir.

Olası maliyet artışları sınırlı da olsa ihracat marjlarını olumsuz etkileyecektir. (tersi de geçerli)

Sektöre özel riskler de yakından takip edilmeli...

13 Haziran 2016 Pazartesi

Değerleme ve Öneri

- Ford Otosan için İNA'ya göre yaptığımız değerlemeye göre 12 aylık hedef fiyatı 44,90 TL/hisse olarak belirledik. En son hisse kapanış fiyatına göre %27,6 yükselme potansiyeli taşıyan hisse için uzun vadeli önerimizi "AL", kısa vadeli önerimizi ise "Endeks Üzeri Getiri" olarak başlatıyoruz.
- Ford Otosan'ın değerlemesinde indirgenmiş nakit akımları (İNA) yöntemi kullanılmıştır. Piyasa çarpanları yöntemini yatırımcılara referans teşkil etmesi için raporumuzda paylaştık ancak hem Şirketin yatırım hikayesini hem de Ford Otosan ve Türkiye'ye özel konuları yeterince yansıtmadığı gerekçesiyle değerlememize dahil etmedik. Öte yandan ticari tarafta yerli üretimin maliyet avantajı, kapasite kullanımının artışıyla verimliliğin yükselmesi, maliyet azaltıcı çalışmalar ve bu segmentte yapılabilecek olası vergi indirimleri, karlılığı ve şirket değerlemesini olumlu etkileyecektir.
- İNA analizimizin iskonto ve sonsuz büyüme oranlarına hassasiyetini görmek adına yaptığımız "duyarlılık analizi" diğer her şey sabit iken risksiz faiz oranlarındaki 50 bp artışın değerlemeyi %6,7 düşürürken, sonsuz büyüme oranında 100 bp artışın ise hedef değeri %10,8 artırdığına işaret etmektedir.

Tablo 1: Ford Otosan - İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) Analizi

Ford Otosan (FROTO) - İNA (mn TL)
Ağırlıklı Sermaye Maliyeti Hesaplama

	2015	2016T	2017T	2018T	2019T	2020T	2021T	2022T	2023T	2024T	2025T	2026T (TD)
Risksiz Faiz Oranı	9,50%	9,50%	9,50%	9,50%	9,50%	9,50%	9,50%	9,50%	9,50%	9,50%	9,50%	9,00%
Risk Primi	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%
Beta	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
Özsermaye Maliyeti	14,50%	14,50%	14,50%	14,50%	14,50%	14,50%	14,50%	14,50%	14,50%	14,50%	14,50%	14,00%
Borçlanma Maliyeti	11,50%	11,50%	11,50%	11,50%	11,50%	11,50%	11,50%	11,50%	11,50%	11,50%	11,50%	11,00%
Vergi Oranı	10,87%	12,23%	12,68%	13,51%	14,30%	14,59%	14,97%	15,18%	15,18%	15,60%	15,46%	20,00%
Vergi Sonrası Borçlanma Maliyeti	10,25%	10,09%	10,04%	9,95%	9,86%	9,82%	9,78%	9,75%	9,71%	9,72%	9,72%	8,80%
Özsermaye Oranı	38,61%	39,65%	39,40%	40,11%	40,74%	39,84%	40,87%	40,47%	41,75%	40,74%	42,00%	
Ağırlıklı Sermaye Maliyeti	11,89%	11,84%	11,80%	11,77%	11,75%	11,69%	11,71%	11,68%	11,71%	11,67%	10,98%	

İNA Yöntemi ile değerlendirme

(mn TL)	2015	2016T	2017T	2018T	2019T	2020T	2021T	2022T	2023T	2024T	2025T	2026T (TD)
Satış Gelirleri	16.746,4	18.608,3	20.744,2	22.123,6	24.040,8	26.243,8	27.542,4	28.756,0	30.028,1	31.361,7	31.685,7	33.096,7
Büyüme		11,1%	11,5%	6,6%	8,7%	9,2%	4,9%	4,4%	4,4%	4,4%	1,0%	4,5%
FVÖK	980,6	1.167,6	1.354,7	1.444,2	1.601,4	1.793,0	1.863,1	1.939,1	2.019,2	2.171,2	2.109,6	2.204,1
Operasyonel Kar Marjı	5,9%	6,3%	6,5%	6,5%	6,7%	6,8%	6,8%	6,7%	6,7%	6,9%	6,7%	6,7%
Vergi Oranı (%)		11%	12%	13%	14%	14%	15%	15%	15%	16%	15%	20%
Vergi		-115,9	-153,5	-168,9	-203,0	-244,6	-262,8	-289,8	-306,8	-345,0	-332,1	-314,4
Vergi Sonrası Net Operasyonel K/Z		1.051,7	1.201,3	1.275,3	1.398,4	1.548,4	1.600,3	1.649,3	1.712,4	1.826,1	1.777,5	1.889,7
+ Amortisman	405,1	422,0	465,7	504,5	544,8	586,8	621,8	661,2	702,3	677,6	722,0	759,9
FAVÖK	1.385,7	1.589,6	1.820,4	1.948,6	2.146,2	2.379,8	2.484,9	2.600,3	2.721,5	2.848,7	2.831,6	2.964,0
FAVÖK Marjı	8,3%	8,5%	8,8%	8,8%	8,9%	9,1%	9,0%	9,0%	9,1%	9,1%	8,9%	9,0%
Yatırım Harcamaları / Amortisman		-180%	-145%	-139%	-134%	-104%	-102%	-99%	-97%	-105%	-102%	-103,0%
+/- Çalışma sermayesindeki değişimi		-244	-176	58	-56	-113	1	-17	-62	-76	46	-97
Satışlardaki değişim		1.862	2.136	1.379	1.917	2.203	1.299	1.214	1.272	1.334	324	1.411
Çalışma sermayesindeki değişimi / Satışlardaki değişim		-13%	-8%	4%	-3%	-5%	0%	-1%	-5%	-6%	14%	-7%
- Yatırım Harcamaları		759	675	702	730	607	632	657	683	711	739	783
Firmaya Yönelik Serbest Nakit Akımları		471	816	1.136	1.157	1.415	1.591	1.637	1.669	1.717	1.806	1.770

Sonsuz Büyüme Oranı												4,0%
Sonsuza Giden Değer												26.359
İskonto Faktörü		0,92	0,82	0,74	0,66	0,59	0,53	0,47	0,42	0,38	0,34	0,31
İskonto edilmiş Nakit Akımları - 31 Mart 2016		432,7	670,7	834,8	760,9	832,8	838,5	772,1	705,2	649,4	611,7	8.042,7
Firma Değeri - 31 Mart 2016		15.152										
Azınlık Payları		0										
Operasyonel olmayan aktifler		0										
Net Borç		1.848										
Diğer Düzeltmeler												
Özsermaye Değeri - 31 Mart 2016		13.304										
							8,5%	9,0%	9,5%	10,0%	10,5%	
							2,0%	43,44	40,82	38,46	36,32	34,38
							3,0%	47,21	44,07	41,28	38,78	36,54
Öz Sermaye Maliyeti		15%					4,0%	52,21	48,31	44,90	41,90	39,24
12A Hedef Özsermaye Değeri		15.758					5,0%	59,18	54,09	49,75	46,00	42,74
							6,0%	69,56	62,41	56,53	51,61	47,42

Kaynak: VKY Araştırma ve Strateji

İNA Varsayımlarımız ve Finansal Tahminler

- İNA analizimizde iskonto oranı hesaplanırken %9,5 Risksiz Faiz Oranı, %5 Hisse Senedi Risk Primi, 1,0x beta ve %4 Sonsuz Büyüme Oranı kullanılmıştır.
- Yatırım Harcamaları -- Şirket yatırım harcamalarını önemli düzeyde tamamladı. 2016 yılında planlanan 235 mn € (VKY tahmini) dışında önemli bir yatırımı bulunmamaktadır. Bu nedenle 2016-2019 yılları arasında yıllık 200 mn €, 2020 yılından itibaren yıllık 160 mn € yenileme yatırımı öngördük. Terminal yıl için ise Şirketin yenileme yatırımlarına ek olarak ortalama her yıl %1-2 kapasite artırımı yatırımı yapması varsayımıyla bir yatırım harcaması öngörülmüştür.
- Çalışma Sermayesi İhtiyacı -- Şirketin çalışma sermayesi ihtiyacı ortalama 35 gün alacak tahsil süresi, 25 gün stok devir süresi ve 41 gün ticari borç ödeme süreleri varsayımları ile hesaplanmıştır.
- Vergi -- Şirket yoğun yatırım yaptığı ve bu yatırımlar nedeniyle bilançosunda ertelenmiş vergi varlığı taşıdığı için %1 (son 10 yıl ortalama) gibi oldukça düşük bir efektif vergi oranı ile operasyonlarını sürdürmektedir. Değerleme sürecinde Şirketin efektif vergi oranını ortalama %14,5 olarak modele yansıtırken, terminal yıl için %20 kurumlar vergisi oranı üzerinden vergi gideri varsaydık.
- Satış Gelirleri ve pazar payı -- Ford Otosan'ın 415.000 olan üretim kapasitesinin değişmeyeceği, üretim tarafında Şirketin önümüzdeki 5 yılda ortalama %88,3 kapasite kullanım oranıyla çalışacağını varsayıyoruz. Satış tarafında ise Şirketin önümüzdeki 5 yıl için BA, HTA, ATA ve toplamda sırasıyla ortalama %3,4, %2,5, %23,9 ve %3,1 yıllık bileşik büyüme oranı öngörüyoruz.
- Değerlememize ilişkin aşağı yönlü riskler -- i) Beklenenden düşük satış hacmi ve satış gelirleri, ii) varsayımlarımızdan yüksek yatırım harcamaları iii) Faiz ortamının talebi olumsuz etkilemesi, iv) HTA'lar başta olmak üzere sektöre yönelik ek vergiler v) sektördeki rekabet koşullarında kötüleşme, vi) hammadde fiyatlarında tahminlerimizin üzerinde artışın marjları olumsuz etkilemesi (Şirketin mutlak anlamda yarattığı operasyonel kar maliyet değişimlerinden etkilenmemekle birlikte, ulaşılan ciroya göre yaratılan operasyonel kar marjı maliyet artış dönemlerinde daralma gösterebilir.)

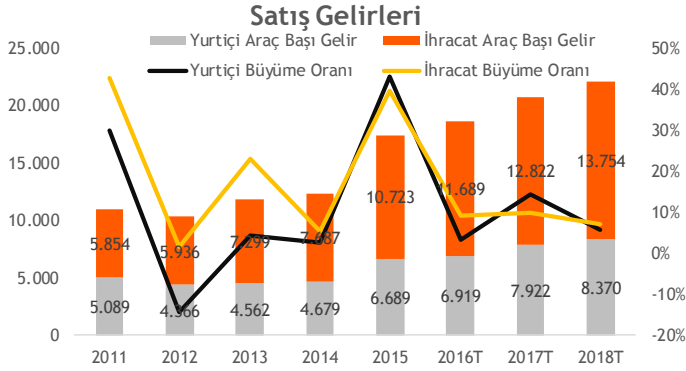
Tablo 2 - Satış Modeli Varsayımlarımız

Model varsayımları	2015	2016T	2017T	2018T	2019T	2020T
Otomotiv Sektörü (adet)	1.005.580	955.200	982.815	1.016.773	1.070.092	1.125.870
BA	725.596	701.900	710.000	729.801	766.291	804.605
HTA	242.421	230.300	241.815	253.906	266.601	279.931
ATA	37.563	23.000	31.000	33.067	37.200	41.333
Yurtiçi satışlar (adet)	127.098	121.523	128.952	134.583	141.912	149.557
BA	43.713	42.114	42.600	43.788	45.977	48.276
HTA	75.461	73.946	78.852	82.795	86.934	91.281
ATA	7.924	5.464	7.500	8.000	9.000	10.000
Toplam Pazar Payı	12,6%	12,7%	13,1%	13,2%	13,3%	13,3%
BA	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%
HTA	31,1%	32,1%	32,6%	32,6%	32,6%	32,6%
ATA	21,1%	23,8%	24,2%	24,2%	24,2%	24,2%
Yurtdışı satışlar (adet)	253.611	264.648	272.623	277.748	284.232	286.232
BA	362	362	362	362	362	362
HTA	252.502	263.386	270.386	275.386	280.870	280.870
ATA	747	900	1.875	2.000	3.000	5.000
Yurtiçi satışlar (mn TL)	6.689	7.698	8.814	9.312	9.998	10.711
Yurtdışı satışlar (mn TL)	10.723	11.689	12.822	13.754	15.054	16.616
Brüt Kar Marjı	11,1%	11,3%	11,5%	11,5%	11,6%	11,8%
Faaliyet Kar Marjı	5,9%	6,3%	6,5%	6,5%	6,7%	6,8%
FAVÖK Marjı	8,3%	8,5%	8,8%	8,8%	8,9%	9,1%

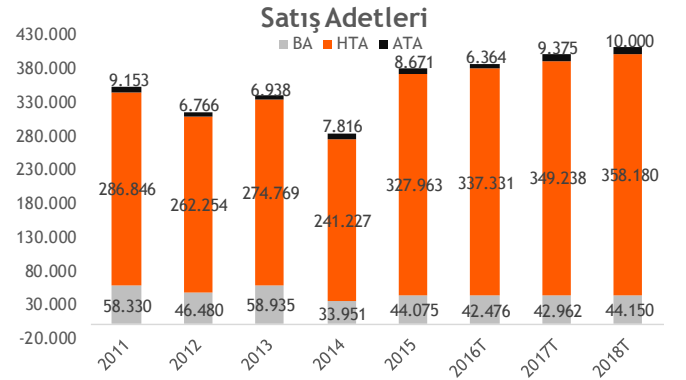
Kaynak: VKY Araştırma ve Strateji, Ford Otosan

13 Haziran 2016 Pazartesi

Grafik 3: Satış Gelirleri (mn TL), Büyüme Oranları (%)



Grafik 4: Satış Adetleri



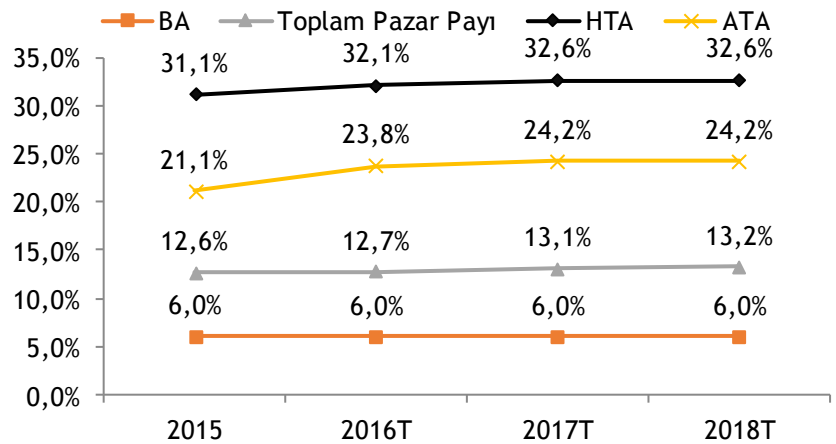
Kaynak: VKY Araştırma ve Strateji, Ford Otosan

- **Yurtiçi performans** - Ford Otosan'ın yurt içi satış adetleri olumlu pazar koşulları, yeni ürünlerin güçlü satış temposu ve baz etkisi ile 2015'te %40 arttı ve 127.098 adet oldu. Şirket yurtiçi pazarda %12,6 payla ikinci olurken, ticari araçlarda %28,7 payla liderliğini sürdürmüştür. 2015 yılında yoğun rekabetin yaşandığı binek araç (BA) segmentinde Ford Otosan yıl boyunca pazara yeni araçlar sunarken, %30 gibi pazarın üzerinde bir büyüme gerçekleştirmiş ve 43.713 adet satışla %6,0 pazar payı elde etmiştir.

2012 yılından itibaren daralan hafif ticari araç (HTA) segmentinde satışlar 2014 yılı Ağustos ayından başlayarak kuvvetlenmiş ve 2015 yılında Ford Otosan 37.631 adet araç satışı ve %28,9 pazar payı elde etmiştir. Ford Courier 34.678 adet satışla en çok tercih edilen hafif ticari araç olmuştur. Ford Otosan'ın orta ticari segment satışları ise 2015'te 37.830 adet gerçekleşmiş ve %33,7 payla liderliğini korumuştur. Segmentinin en önemli markası olan Transit, takip eden iki markanın toplamından daha yüksek pazar payını korumuştur.

Ford Otosan kamyon satışları (ATA) pazarın üzerinde büyüyerek %16 artmış 7.924 adet olarak gerçekleşmiştir, %21,1 pazar payı ile ikinci olmuştur. Pazar payı geçen yıla göre 1,7 puan yükselmiştir. 2018 yılında şirketin BA, HTA ve ATA tarafında sırasıyla %6,0, %32,6, %24,2 pazar payı elde etmesini toplam otomotiv pazarında ise %13,2 pazar payına çıkmasını bekliyoruz.

Grafik 5: Yurtiçi Pazar Payı



Kaynak: VKY Araştırma ve Strateji, Ford Otosan

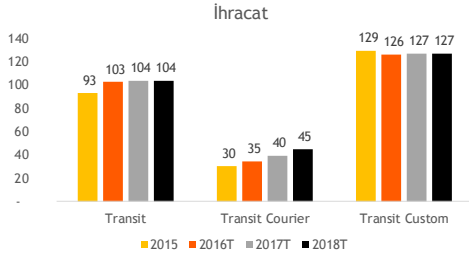
- **Yurtiçi-ihracat dağılımı** -- 2015 yılında şirket satış adetlerinin %67'si (gelirlerin %64'ü) yurtdışına, %33'ü (gelirlerin %36'sı) yurtiçine gerçekleşmiştir. 2017'dan itibaren Ford Trucks ihracatının artmasını bekliyoruz. VKY olarak tahminimiz önümüzdeki 3 yıllık

13 Haziran 2016 Pazartesi

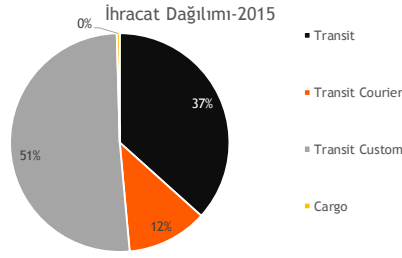
dönemde satış adetlerindeki ihracatın payının ortalama %67,9, satış gelirlerinde ise %63 seviyesinde olacağını öngörüyoruz.

Ford Otosan, Transit'in Avrupa'da, Custom ve Courier'nin dünyadaki tek üretim merkezi konumundadır ve Ford'un Avrupa'daki büyüme odaklı stratejisi ihracatı açısından önemli bir güç sağlamaktadır. Şirketin ihracat adetleri ise Ford markasının pazar payını artırmaya odaklı stratejisi sonucunda Avrupa ticari araç pazarında liderliğe ulaşması ve yenilenen araçlara olan talebin artmasıyla geçen yılın aynı dönemine göre %32 artarak 253.644 adet olmuştur. Bunun sonucunda 4 yıldır üst üste otomotiv sektöründe devam eden ihracat liderliği 2015 itibarıyla Türkiye birinciliğine taşınmıştır.

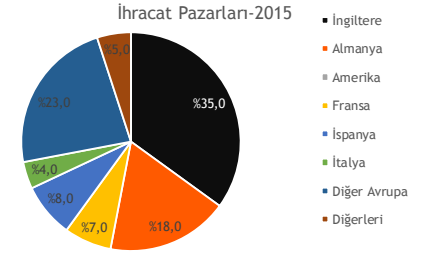
Grafik 6: Model Bazında İhracat Adetleri



Grafik 7: Modellere Göre İhracat Dağılımı



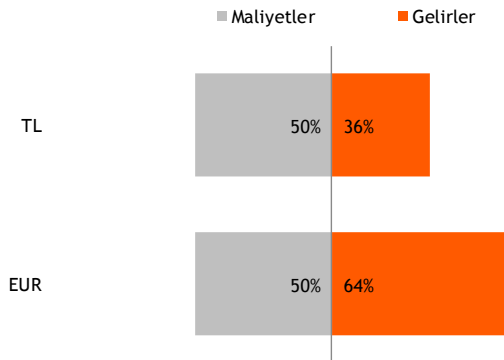
Grafik 8: İhracat Pazarları



Kaynak: VKY Araştırma ve Strateji, Ford Otosan

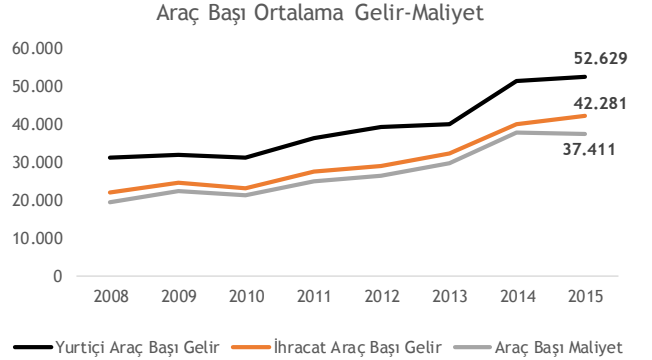
- **Birim başı üretim maliyeti geçen yıla göre geriledi--** Ford Otosan'ın 2015'te ortalama birim başı üretim maliyeti 37.411 TL (2014: 37.802 TL) olarak gerçekleşti. Yurtiçi Transit motorları İnönü Fabrikası'nda üretilirken, ihraç edilen Transit motorları ithal ediliyor, hatta her ihraç pazarı için farklı maliyetler söz konusu olabiliyor. Dolayısıyla her modelin üretim maliyeti farklı olsa da ortalama maliyet, araçların karlılık seviyesi hakkında önemli bilgi içeriyor. Buna göre en karlı araç Transit olurken, Cargo, Custom, Courier olarak sıralanabilir.

Grafik 9: Gelir-Maliyet Dağılımı



Kaynak: VKY Araştırma ve Strateji

Grafik 10: Araç Başına Ortalama Gelir-Maliyet



- **FAVÖK Marjı --** Ford Otosan'ın 2010-2014 arasında i) değişen iş modeli, ii) yoğun fiyat rekabeti, iii) yurtiçi piyasada ürünleri içinde daha az karlılığa sahip olan binek araçların toplam içindeki payının artması, iv) ticari ürün gamının yaşanması, v) TL'deki değer kaybı neticesinde ithalat maliyetlerinin artması sonucu FAVÖK marjı geriledi. Ancak 2015'te başlayan düzelmeye 2016 ve sonrasında i) ürün gamının yenilenmesi ii) yurtiçi ve yurtdışı satış adetlerinin artması, iii) olumlu satış mixi ve fiyatlandırma kabiliyeti, iv) artan kapasite kullanım oranı, v) maliyet azaltıcı önlemler ile %9,0 civarı FAVÖK marjı seviyesinde dengeleme bekliyoruz.

- **Devlet Teşvikleri --** Devrolmuş yatırım teşvik tutarı 1,4 mlr TL iken mevcut ertelenmiş vergi varlıkları ise 502,1 mn TL seviyesindedir. Bu rakam yarattığı ertelenmiş vergi

geliri nedeniyle şirket net kârının öngörülebilirliğini azaltmakta ve beklentilere göre önemli ölçüde sapmalar yaratabilmektedir.

Şirket yeni nesil Transit ve yeni ürün Transit Custom modeli yatırımları için 1,194 mlr TL tutarında ve hafif ticari araç segmentinde üreteceği yeni model Transit Courier yatırımı için 697,4 mn TL tutarında “Öncelikli Yatırım Teşvik Belgesi” almıştır. Yeni nesil Transit harcamaları için alınan teşvik belgesi, 1 mlr TL’yi aştığı için ayrıca %10 ilave yatırıma katkı oranından faydalanmaktadır. Şirket ayrıca 2016 yılında üretimine devam etmekte olduğu Ford Transit, Ford Transit Courier ve Ford Transit Custom modellerine ilişkin önümüzdeki dönemlerde yapacağı yenileme ve fabrika modernizasyon yatırımları sebebiyle 849,2 mn TL öncelikli yatırım teşvik belgesi almıştır. Söz konusu yatırımlar, yeni teşvik mevzuatına göre 5. Bölge desteklerinden faydalanacak olup %40 yatırıma katkı oranına sahiptir.

Şirket 2013 yılında, araç ile alakalı yatırımlarına ek olarak üretimini yapmakta olduğu Ford Cargo kamyon ve Ford Transit araçlarında kullanılmak üzere yeni 6 ve 4 silindiri motor üretimi için 187,4 mn TL tutarında öncelikli yatırım teşvik belgesi almıştır. Şirket ayrıca 2014 yılı Aralık ayında Eskişehir İnönü Fabrikası’nda 2018 yılında devreye alınacak Euro 6 emisyonlu kamyon imalat tevsii yatırımı için 331,4 mn TL tutarında öncelikli yatırım teşvik belgesi almıştır. Söz konusu yatırımlar, yeni teşvik mevzuatına göre 5. Bölge desteklerinden faydalanacak olup %40 yatırıma katkı oranına sahiptir.

31.03.2016 itibarıyla alınan teşvik belgeleri toplamı 3,260 mlr TL olup, öncelikli yatırım teşvik belgeleri kapsamında 2,010 mlr TL yatırım harcaması yapılmıştır.

- **Borçluluk** -- Şirket 2014 yılında, uluslararası piyasalardan almış olduğu uzun vadeli değişken faizli kredilerin bir bölümünü, swap işlemleriyle sabitleyerek faiz riskinden korumuştur. 31 Mart 2016 itibarıyla Şirketin uluslararası piyasalardan sağladığı değişken faizli krediler için böyle bir swap işlemi yoktur.

Yabancı para cinsinden uzun vadeli krediler ile ihracata konu ticari araçların gerçekleşen ve gelecekte beklenen yabancı para kazanımlar arasında kur riski açısından nakit akış korunması ilişkisi bulunmaktadır. Şirket, Ford Motor Company ile yapmış olduğu üretim anlaşmaları çerçevesinde 1 Nisan 2013’ten itibaren 2022 yılı Aralık ayına kadar yapılacak tahmini satış hasılatlarının bir bölümünü uzun vadeli kredi borçları ile ilişkilendirecektir.

Ford Otosan’ın 2015 sonu itibarıyla kısa ve uzun finansal borçları 2,561 mlr TL, net borcu ise 1,580 mlr TL seviyesindedir. Bu yılla birlikte yatırım harcamalarını büyük ölçüde tamamlayacak olan Şirketin net borç/özsermaye oranında kayda değer gerilemenin yaşayacağını düşünüyoruz. 2016 ve sonrası önemli düzeyde büyük bir yatırım programı olmayan Şirketin borçluluğun sermayeye oranının %75 seviyelerine gerilemesini bekliyoruz.

Tablo 3 - Borçluluk düzeyi (mn TL)

Borçluluk	2015	2016T	2017T	2018T
Kısa Vadeli Finansal Borçlar	1.260	1.256	1.295	1.335
Uzun Vadeli Finansal Borçlar	1.301	1.474	1.520	1.567
Toplam Finansal Borçlar	2.561	2.731	2.815	2.902
Net Borç	1.580	1.614	1.758	1.586
Borç/Özsermaye	84%	81%	77%	75%
Borç/FAVÖK	1,85	1,72	1,55	1,49
Net Borç/Özsermaye	0,52	0,48	0,48	0,41
Net Borç/FAVÖK	1,14	1,02	0,97	0,81

Kaynak: VKY Araştırma ve Strateji, Ford Otosan

- **Sermaye Riski Yönetimi** -- Şirket sermaye yapısını “net finansal borç/maddi özkaynaklar” oranını kullanarak izler. Şirket yönetiminin aldığı karar gereği bu oranın 1,25’i geçmemesi hedeflenmektedir. Şirket daha önce rasyo bu seviyelere yaklaştığında temettü ödemelerini kısmıştı.

13 Haziran 2016 Pazartesi

Tablo 4 - Sermaye Riski Yönetimi (mın TL)

Sermaye Riski Yönetimi	2015	2016T	2017T	2018T
Net Finansal Borçlar	1.580	1.614	1.758	1.586
Toplam Maddi Özkaynaklar	2.520	2.815	3.089	3.307
Net Finansal Borçlar/Maddi Özkaynaklar Oranı	0,63	0,57	0,57	0,48

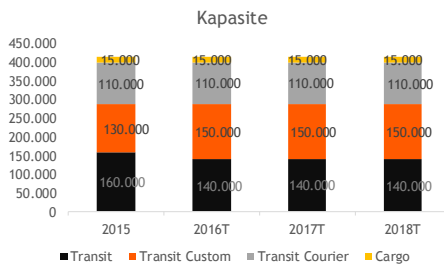
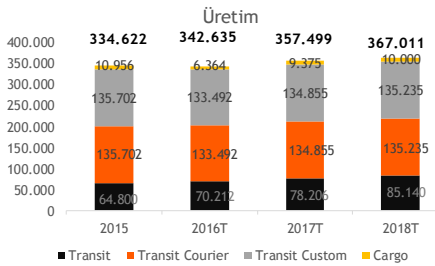
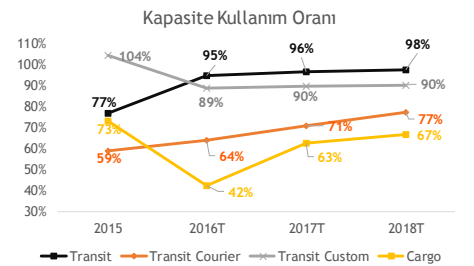
Kaynak: VKY Araştırma ve Strateji, Ford Otosan

- **Kur Riski** -- 31/03/2016 itibarıyla net döviz pozisyonu 1,87 mlr TL (%99'u Euro) eksidedir. Buna karşın, yabancı para cinsinden ihracat gelirleri kurdaki dalgalanmalara karşı doğal hedge koruması (cironun %64'ü) sağlamaktadır. Bilançoda "doğal hedge sonrası döviz pozisyonunun özsermayeye oranının %10 bandında kalma" politikası benimsenmiştir. Şirket yatırımlarını finanse ettiği bir kısım uzun vadeli Euro kredileri nedeniyle oluşacak kur riskine karşı, Ford Motor Company ile yapmış olduğu ihracat anlaşmaları ile koruma sağlamaktadır.

Kısaca Ford Otosan ve Sektördeki Konumu

- Şirket, 1959 yılında kurulmuş olup halihazırda Ford Motor Company ve Koç Grubu şirketleri ortaklığı olarak faaliyetine devam etmektedir. Halka açık olan Şirketin hisselerinin %17,89'u Borsa İstanbul'da (BİST) işlem görmektedir.
- 2015 yılsonu itibarıyla 7.944 beyaz yakalı ve 2.732 mavi yakalı olmak üzere toplam 10.676 çalışana ulaşılmıştır.
- 31 Mart 2016 tarihi itibarıyla Şirketin kayıtlı sermaye tavanı 500 mın TL, ödenmiş sermayesi ise 350,91 mın TL'dir. Kayıtlı sermaye tavanı izni, 2013-2017 yılları (5 yıl) için geçerlidir. Genel Kurullarda her hisse için bir oy hakkı söz konusu olup, oy hakkında imtiyaz yoktur. Ancak Genel Kurul kararlarının geçerli olabilmesi için, toplam B grubu (%39,1295) payların yarısından fazlasını ve toplam C grubu (%41,0353) payların yarısından fazlasını temsil eden pay sahiplerinin olumlu oy kullanmış olmaları şartı aranmaktadır. Yönetim Kurulu üyelerinin yarısının B Grubu, diğer yarısının ise C Grubu hisse sahiplerince gösterilecek adaylar arasından seçilmesi esası getirilmiştir. Ayrıca Hisse senetlerinde herhangi bir kâr payı imtiyazı yoktur.
- **Kapasite** -- Ford Otosan, 2014 yılında tamamladığı yatırımlarla 415.000 adet kurulu üretim kapasitesine ulaşmıştır. Bu rakam, Türkiye otomotiv endüstrisindeki en yüksek kapasitedir. Kocaeli Fabrikaları'nın toplam kapasitesi 400.000 adettir. Bunun 290.000 adedi Transit ve Custom modellerinin üretildiği Gölçük Fabrikası'nda, 110.000 adedi ise Courier modelinin üretildiği Yeniköy Fabrikası'ndadır. Cargo kamyonlarının üretildiği İnönü Fabrikası'nın kapasitesi 15.000 adettir. 2015 yılında %81 kapasite kullanım oranı kaydeden Şirket Türk otomotiv sanayii ortalamasının üzerinde bir verimle çalışmıştır.

2015'te yıllık %37 artışla, 334.622 adet üretim yapan Şirketin, 2016'da 415.000 kapasite ile 342.635 adet üretim gerçekleştirip, %82,6 kapasite kullanım oranına ulaşmasını bekliyoruz.

Grafik 11: Modelleri Kapasitesi**Grafik 12: Modellerin Üretim Adedi****Grafik 13: Modellerin KKO**

Kaynak: VKY Araştırma ve Strateji, Ford Otosan

- **Temettü** -- İlke olarak, ilgili düzenlemeler ve finansal imkânlar elverdiği sürece, piyasa beklentileri, uzun vadeli şirket stratejisi, yatırım ve finansman politikaları, kârlılık ve nakit durumu dikkate alınarak, büyük yatırım ve ciddi ekonomik kriz dönemleri dışında Sermaye Piyasası Düzenlemeleri çerçevesinde hesaplanan net dağıtılabilir dönem kârının asgari %50'si yasal kayıtlarında mevcut kaynaklardan

13 Haziran 2016 Pazartesi

karşılanabildiği sürece Olağan Genel Kurul veya gerektiğinde yıl içinde yapılacak Olağanüstü Genel Kurul kararıyla nakit ve/veya bedelsiz hisse şeklinde dağıtılır.

Şirket, 2015 yılında iki seferde toplam 400 mın TL brüt temettü ödemesi gerçekleştirilmiştir. Dağıtılan kâr payı 2014 yılına göre %128 artarken 2004-2015 yılları arasında Ford Otosan tarafından ödenen temettü miktarı 4,6 mlr TL'ye ulaşmıştır.

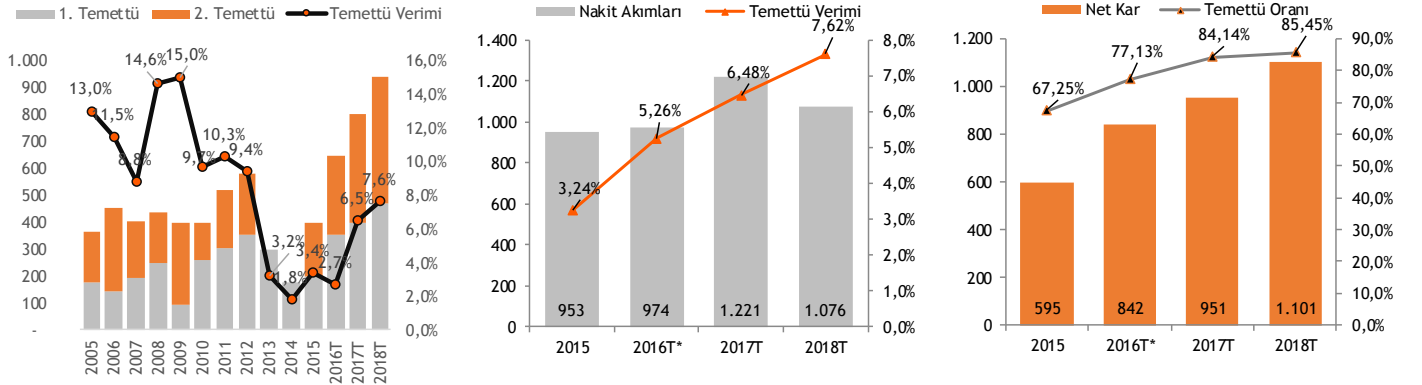
Son 5 yıllık ortalamada %66 temettü ödeme oranı olan Şirketin önümüzdeki dönem %6-7 verime denk gelecek şekilde temettü ödemeye devam edeceğini düşünüyoruz. Temettü rakamları ilgili yılın karından dağıtılan rakamı ifade etmektedir.

Tablo 5 - Temettü (mın TL)

Temettü	2014	2015	2016T*	2017T	2018T
Net Kar	641	595	842	951	1.101
Brüt Temettü	175	400	649	800	941
Temettü Oranı	27,4%	67,2%	77,1%	84,1%	85,5%
Temettü Verimi	1,4%	3,2%	5,3%	6,5%	7,6%

*2016 yılında 1. temettü olarak 351 mın TL dağıtılmış olup, 2. temettünün 298 mın TL olmasını bekliyoruz.

Grafik 14: Temettü Taksitleri&Verimi Grafik 15: Serbest Nakit Akımları&Temettü Verimi Grafik 16: Net Kar&Temettü Oranı



Kaynak: VKY Araştırma ve Strateji, Ford Otosan

Otomotiv sektörü, Ford Otosan için satış hacmi tahminlerimiz

- 2015 yılında otomotiv sektörü satışları 2014'e göre %25 artarak 1.005.850 (kamyon dahil) adet ile en yüksek satış adedi olarak kaydedildi. Otomobil satışları, bu dönemde bir önceki yılın aynı dönemine göre %23,5 artarak 725.596 adede yükselirken, hafif ticari pazarı %35,2 oranında artarak 130.286 adede, orta ticari araç pazarı %33,5 artışla 112.135 adede, kamyon pazarı %8 artışla 33.656 adede ulaştı. 2012 yılında başlayan hafif ticari araçlardan binek araçlara kayış 2013 yılında en üst seviyesine ulaştıktan sonra yavaşlamıştır. Binek araçların toplam endüstrideki payı bir önceki seneye göre 1 puan azalarak %72,1 olurken, hafif ticari araçların payı %11,9'dan %13,0 seviyesine çıkmıştır.
- Otomotiv Distribütörleri Derneği'ne göre 2016 yılı (kamyon hariç) otomotiv sektörü pazarının 900-950 bin adet aralığında olacağı tahmin edilmektedir. Şirket 2016 toplam otomotiv pazarının (kamyon dahil) 980.000 düzeyinde oluşmasını bekliyor. Kamyon hariç pazar tahmini 957.000 adet düzeyinde. Ford Otosan ihracat hacminin yıllık %3,5 artışla 263.000 adet, toplam satış hacminin de yıllık %1 artışla 385.000 adet seviyesinde gerçekleşmesini; yatırım harcamalarının da 215 mın € olmasını hedefliyor. Vakıf Yatırım olarak bizim tahminimiz otomotiv sektörünün ODD ve Ford Otosan büyüme tahminlerinin altında 955.200 (kamyon hariç 932.200 adet) adede ulaşacağı yönünde. Bu satışlarda, BA payının 701.900 (Önceki: 674.800), HTA segmentinin payının 230.300, ATA payını ise 23.000 adet olarak tahmin etmekteyiz. Ocak-Mayıs gerçekleştirmelerinin binek tahminimizin üzerinde gerçekleştiğinden bir miktar yukarı revize ettik ancak yeni rakam hala piyasa beklentilerine göre muhafazakar bir seviyeye işaret ediyor.
- Ford Otosan 2016 yılında üretim hacminin yıllık %1,3 yükselişle 339.000 adet, ihracat hacminin %3,5 artışla 263.000 adet, toplam satış hacminin de %1 artışla 385.000 adet seviyesinde gerçekleşmesini bekliyor. Kamyon pazarına ilişkin beklentilerini

paylaşmayan Ford Otosan 2016 yılında bu segmentin gerilemesini bekliyor. Şirket Euro 5 motorlarının 2016'da satılabilmesi için 2015'te üretimi yüksek yapmıştı. Ancak 2015 son çeyreğin yüksek seyretmesi nedeniyle 2016'ya öngörülenden daha düşük stok ile girildi. Ford Otosan kamyon ihracatı açısından ise 2015'e benzer bir tablo oluşacak. 2020 yılında hedef 15 ülkede var olan satışların 65 ülkeye yayılması ve satışların 1/3'ünün ihraç edilmesi yönünde. Vakıf Yatırım Araştırma olarak Ford Otosan'ın 2016 yılında üretiminin %2,4 artışla 342.997 adet, toplam satış hacminin ise %1,4 artışla 386.171 adet olmasını bekliyoruz.

Üretilen Modeller ve Projeleri

- **Ford Transit ve Ford Custom...** Ford Avrupa ürün portföyündeki en uzun ömürlü model olan Transit 1965 yılındaki lansmanından bu yana global olarak yaklaşık 8 mn adet üretildi. 1967'den beri Ford Otosan tarafından üretiliyor. Yeni nesil Transit ise Mart 2014'te piyasaya sunuldu. Ford Otosan, Ford Transit'in dünyadaki öncü üretim merkezi konumunda bulunuyor. Buna ek olarak Ford Otosan, Ford Custom'ın dünyadaki tek üretim merkezi konumunda bulunuyor.

Şirket Gölcük tesislerinin Transit ve Custom üretim kapasitesi toplam 290.000 adettir ve 2015 sonu itibarıyla Transit kapasitesi 160.000, Custom kapasitesi ise 130.000 şeklindeydi. Şirket yaptığı yatırım ile toplam üretim kapasitesinde (290.000) değişiklik yapmadan Transit ve Custom kapasiteleri arasında 20.000 adetlik geçiş sağlayacak bir esneklik kazanmış ve böylece gerekli durumlarda transit kapasitesini 140.000'e çekerek Custom kapasitesini 150.000 adede çıkarabilmektedir.

- **Ford Courier...** Ford'un global B segment platformunda üretilen, 4,16 metre uzunluğu ile Transit ailesinin en küçük üyesi Courier, Ford'un kompakt van segmentinde üretilen ilk aracı. Ford Otosan, Ford Courier'nin dünyadaki tek üretim merkezi konumunda bulunuyor. Üretimi Mart 2014'te, satışı Mayıs 2014'te başladı. Haziran ayından itibaren segmentinin en fazla satan aracı oldu. Tüm mühendislik sorumluluğu Ford Otosan'a ait olan Courier, Yeniköy Fabrikası'nda yıllık 110.000 adet üretim kapasitesine sahip.
- **Ford Trucks...** 1983'ten beri Ford Otosan İnönü Fabrikası'nda üretiliyor. Çekici, inşaat ve yol kamyonu serileri mevcut. Toplam kapasite 15.000 adet seviyesindedir.
- **Teknoloji Lisans Anlaşmaları...** JMC (%31,5'inin sahibi Ford Motor) ile yapılan anlaşmaların süresi seri üretimin başlangıcından (2016 model yılı) itibaren 12 yıl ve üç yıllık sürelerle otomatik olarak uzatılacaktır. Bu anlaşmalarla Ford Otosan uzun vadede önemli büyüme potansiyeli taşıyan lisans geliri elde edecektir.

Ecotorq motorları

- 24 Nisan 2013 tarihinde imzalanmıştır.
- Çin'de üretilecek JMC markalı araçlarda bu motor kullanılacak ve lisanslı ürünler ve bu ürünleri içeren JMC markalı araçlar Çin'de ve tarafların mutabık kalacağı ihraç pazarlarında satılacaktır.
- Ürün başına 150 € ile 190 € arasında değişen lisans ücreti tahsil edilecektir. 1 mn € lisans bedeli avans olarak 2013 yılında alınmıştır.

Ford Ağır Ticari araçların şasi, kabin ve parçaları

- 25 Temmuz 2014 tarihinde imzalanmıştır.
- Lisanslı ürünler ve bu ürünleri içeren JMC markalı araçlar, Çin'de satılacaktır.
- Ford Otosan 8 mn € avans lisans bedeli alınmıştır. Şasi başına ortalama 390 €, kabin başına ortalama 39 € lisans ücreti alınacaktır.

Tesisler

- **Gölcük Fabrikası**

Yeni nesil Transit'in dünyadaki öncü üretim Merkezi 2001 yılında açılan Gölcük Fabrikası, 2004 yılından itibaren Transit'in dünyadaki öncü üretim merkezi olmuştur. 340 bin m²'si kapalı olmak üzere toplam 1.6 mn m² alana sahip Gölcük Fabrikası'nın yan sanayi üretimine yakınlığı ve kendi limanına sahip olması Ford Otosan'a lojistik üstünlük sağlamaktadır.

Gölcük Fabrikası'nda kurulan 3'üncü hatta 23.07.2012'den itibaren Transit ailesine eklenen Transit Custom ve Tourneo Custom üretilmeye başlanmıştır. Transit Custom serisi araçların üretimi özellikle ihracat pazarlarındaki başarısı ile birlikte sürekli artmaktadır.

2014 Ocak ayı itibarıyla başlayan Yeni Transit Ailesi'nin üretimi için Gölcük Fabrikası'na yapılan 850 mⁿ \$ tutarındaki yatırımın tamamlanması ve Yeniköy Fabrikası'nın devreye alınmasıyla Kocaeli Fabrikaları'nın 320.000 adet olan kapasitesi 400.000 adede yükselmiştir. Bunun 290.000 adedi Gölcük, 110.000 adedi ise Yeniköy Fabrikası'ndadır.

■ Yeniköy Fabrikası

Ford'un yeni hafif ticari aracı Courier'nin dünyadaki tek üretim merkezi Yeniköy Fabrikası Ford Otosan'ın üçüncü fabrikası olarak kurulmuştur. Fabrika projesine paralel olarak, tamamen Türk mühendisler tarafından tasarlanan Ford Courier aracının imalat mühendisliği ve fizibilite çalışmaları da Yeniköy Fabrikası Proje Ekibi tarafından tamamlanmıştır. Courier, Ford'un B segmentindeki tek ticari aracı olup, dünyada sadece Yeniköy Fabrikası'nda üretilmekte ve 36 ülkeye ihraç edilmektedir. Yeniköy Fabrikası ürün ve tesis dahil olmak üzere 370 mⁿ € tutarında yatırım ile hayata geçirilmiştir. Fabrika yılda 110.000 adet araç üretme kapasitesine sahiptir.

■ İnönü Fabrikası

Ford'un Brezilya ile iki kamyon üretim merkezinden biri, Transit araçların arka akslarının Avrupa'daki tek üretim merkezi olan İnönü Fabrikası 1982'de açılmıştır. Eskişehir'de bulunan 88 bin m² kapalı, 1,1 mⁿ m² açık alanda faaliyet gösteren İnönü Fabrikası'nda, Cargo model çekici, yol kamyonu ve inşaat kamyonuna ek olarak motor ve motor sistemleri üretimi gerçekleştirilmektedir. İnönü Fabrikası kamyon üretim kapasitesi 2014 yılında yapılan yatırımlarla yılda 15.000 adede yükselmiştir. Buna ek olarak, Cargo ve Transit için toplam 80.000 adet motor ve Transit için 140.000 arka aks üretim kapasitesine sahiptir. İnönü Fabrikası'nda üretilen Ford Trucks kamyonlar önümüzdeki yıllarda 3 kıtada 65 ülkeye ihraç edilecektir. Transit araçlarında kullanılan Duratorq motorlar ile birlikte 100 mⁿ \$'ı aşkın yatırım kararıyla hayata geçirilen ve 2016 yılında pazara sunulacak kamyon ve çekicilerde yer alacak Euro 6 emisyon standartlarına uygun yeni Ecotorq motorlar da İnönü Fabrikası'nda üretilmektedir. Fikri mülkiyet hakları %100 Ford Otosan'a ait olan yeni 13 litre Ecotorq motorlar için ağır ticari, sanayi ve marin uygulamalarını içeren geniş bir kullanım alanı hedeflenmektedir.

■ Sancaktepe Mühendislik Merkezi

Ford'un ağır ticari araçlar ve ilgili dizel motor ve motor sistemleri için küresel mühendislik merkezi olan Ford Otosan, aynı zamanda Ford'un hafif ticari araç (B ve C platformlarda geliştirilmiş hafif ticari araç) tasarım ve mühendisliğinde destek merkezi konumundadır. Özellikle yakıt ekonomisi ve emisyon optimizasyonu, sürücü destek sistemleri, test süreçleri ve analitik yöntemler geliştirme konularında yenilikçi fikirlere odaklanılmaktadır.

■ Sancaktepe Yedek Parça Dağıtım Merkezi

1998'de açılan Ford'un sahip olduğu 30.000 m²'lik kapalı alanıyla Ford Otosan'ın tüm yedek parça, pazarlama, satış ve satış sonrası operasyonlarının yönetildiği noktadır. Kapalı alan kapasitesine göre Avrupa'da Ford'un otomotiv yedek parça dağıtım merkezleri arasında 4'üncü sırada yer alan merkez Türkiye'de 192 bayiye, yurt dışında da 50 farklı ülkeden 58 bayiye hizmet sunmakta ve etkin yedek parça yönetimi ile yakalanan %96 seviyesindeki sipariş karşılama oranı çalışmaktadır.

13 Haziran 2016 Pazartesi

Ek 1: Ford Otosan -Vakıf Yatırım ve Konsensüs Karşılaştırma

mn TL	VKY	Kons.	Fark	VKY	Kons.	Fark	VKY	Kons.	Fark
	2016T			2017T					
12A Hedef Değer	15.758	13.864	13,65%						
Net Satışlar				18.608	18.519	0,48%	20.744	20.546	0,96%
FAVÖK				1.590	1.546	2,82%	1.820	1.750	4,02%
Net Kar				951	929	2,4%	1.101	1.041	5,8%
FAVÖK Marjı				8,5%	8,3%	0,2 yp	8,8%	8,5%	0,3 yp
Net Kar Marjı				5,1%	5,0%	0,1 yp	5,3%	5,1%	0,2 yp

Ek 2: Ford Otosan - Benzer Şirket Karşılaştırması (Çarpan Analizi)

Ford Otosan: Benzer Şirketler Çarpanları												
Şirket Adı	Ülke	Piyasa Değeri mn \$	Firma Değeri mn \$	PD/DD 12M	F/K				FD/FAVÖK			
					12M	2016T	2017T	2018T	12M	2016T	2017T	2018T
FORD OTO	Türkiye	4.311	4.961	4,3	14,7	13,0	11,2	10,6	10,7	9,4	8,2	7,6
TOFAS	Türkiye	4.007	4.894	4,7	14,1	11,0	15,1	13,9	18,1	10,0	9,0	8,4
Yurtiçi Benzer Şirket Ort.				4,7	14,1	11,0	15,1	13,9	18,1	10,0	9,0	8,4
KIA MOTORS CORP	Güney Kore	16.287	16.156	0,8	7,0	6,2	6,0	5,6	4,8	4,5	4,4	4,2
DAIHATSU MOTOR	Japonya	5.894	7.693	1,0	15,0	13,4	10,6	10,7	5,1		5,1	4,7
JIANGLING MOTO-B	Çin	2.794	1.479	1,2	7,0	6,9	6,0	5,7		3,2	2,8	2,5
PEUGEOT SA	Fransa	12.877	10.436	1,1	14,4	8,3	7,3	7,3	2,0	1,8	1,8	1,7
MAZDA MOTOR	Japonya	10.141	10.505	1,1	8,1	7,0	8,9	7,5	3,7	3,9	4,4	4,0
RENAULT SA	Fransa	27.714	24.188	0,9	8,0	7,6	6,6	6,4	4,3	3,9	3,6	3,6
NISSAN MOTOR CO	Japonya	45.241	35.605	1,0	8,6	9,1	8,7	7,8	2,3	3,4	2,8	2,6
VOLKSWAGEN AG	Almanya	77.961	51.082	0,8		7,7	6,7	6,2	2,8	1,7	1,5	1,4
HONDA MOTOR CO	Japonya	49.793	93.670	0,8	15,4	9,8	10,6	9,3	8,8		6,6	6,3
TATA MOTORS LTD	Hindistan	22.579	24.377	2,0	14,3	12,5	9,5	8,1	4,4	4,4	3,7	3,2
DAIMLER AG	Almanya	72.717	49.342	1,2	8,2	7,6	7,3	7,3	2,5	2,3	2,2	2,2
MAHINDRA & MAHIN	Hindistan	12.937	17.674	2,9	36,8	25,1	19,9	16,4	12,2	13,4	10,9	9,1
GREAT WALL MOT-H	Çin	10.540	10.884	1,3	6,3	8,5	8,6	9,0		5,7	5,6	5,9
Yurtdışı Benzer Şirket Ort.				1,2	12,4	10,0	9,0	8,3	4,8	4,4	4,3	3,9
Ortalama				1,5	12,5	10,1	9,4	8,7	5,9	4,8	4,6	4,3
Medyan				1,1	8,6	8,4	8,7	7,6	4,3	3,9	4,0	3,8
Max				4,7	36,8	25,1	19,9	16,4	18,1	13,4	10,9	9,1
Min				0,8	6,3	6,2	6,0	5,6	2,0	1,7	1,5	1,4

Kaynak: Bloomberg, 08.06.2016

Hisse Senedi Öneri Metodolojisi

Vakıf Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("Vakıf Yatırım") araştırma raporlarında izleme listesinde yer alan şirketler için "Gelecek 12 aya yönelik" ve "Kısa Vadeli Öneri" olmak üzere ikili bir öneri sistemi uygulamaktadır.

1. **Gelecek 12 aya yönelik öneri:** Şirket ile ilgili yapılan detay analiz ve değerlendirme çalışması sonrası ulaşılan getiri potansiyeli dikkate alınarak ve hissenin 12 aya kadar elde tutulması durumunda sağlaması beklenen getiri oranları çerçevesinde verilmektedir.

Burada AL, TUT, SAT olmak üzere üç temel öneri veriyoruz.

Bu önerilerin hangi yüzdesel yükseliş beklentileri doğrultusunda verileceği konusunda ise dinamik bir modelleme öngörüyoruz. Buna göre;

- **TUT (T)** - Hedef Değerin, hissenin en son kapanış fiyatına göre "Risksiz Faiz Oranı + Hisse Senedi Risk Primi" kadar (en yakın %5'lik dilime yuvarlanmış olarak) yükseliş veya düşüş potansiyeli içermesi.
- **AL (A)** - Hedef Değerin, hissenin en son kapanış fiyatına göre "Risksiz Faiz Oranı + Hisse Senedi Risk Primi" den fazla (en yakın %5'lik dilime yuvarlanmış olarak) yükseliş potansiyeli içermesi
- **SAT (S)** - Hedef Değerin, hissenin en son kapanış fiyatına göre "Risksiz Faiz Oranı + Hisse Senedi Risk Primi" den fazla (en yakın %5'lik dilime yuvarlanmış olarak) düşüş potansiyeli içermesi.

Yukarıdaki tabloda belirlenen sınırlar, piyasanın doğası gereği geçici sürelerle ihlal edilebilir. Örneğin değerlemelerde dikkate alınmayan olumlu bir gelişmenin fiyatlanmasıyla AL önerimiz olan hisse senedi, hedef değerinin üstüne çıkabilir veya tersi bir durum söz konusu olabilir. Bu tür ihlallerin 3 aydan fazla sürmesi durumunda hedef değer ve öneri güncellemesi yayınlanması gereklidir.

Gelecek 12 aya yönelik öneri değişikliği şirket değerlemesini etkileyecek her türlü gelişme ve piyasa fiyatındaki hareketler dikkate alınarak ve şirket ile ilgili bir güncelleme raporu yayınlanarak yapılır.

Eğer değerlendirme değişimine sebep olan etken şirkete özel bir gerekçe ile değil, değerlendirme parametrelerinin (kur, faiz, büyüme, iskonto oranları vs) değişimi sonucu oluyorsa hedef değer güncellemesi tek tek şirketler için rapor yazılmaksızın topluca ve herhangi bir zamanlama kısıtlaması olmaksızın yapılabilir.

2. **Kısa Vadeli Öneri:** Hisse senedinin çeşitli gerekçelerle kısa vade için (3 ay) gelecek 12 aya yönelik öneri paralelinde hareket edeceği veya ayrılaşacağı düşünülüyorsa bu görüşümüzü kısa vadeli öneriler vurgulanacaktır. Bu öneri sistemimiz ise aşağıdaki gibi üç şekildedir.

- **Endekse Paralel Getiri (EPG)** : Kısa vadede endekse veya sektör endeksine paralel getiri beklentisi
- **Endeksin Üzerinde Getiri (EAG)**: Kısa vadede endeksin veya sektör endeksinin üzerinde getiri beklentisi
- **Endeksin Altında Getiri (EAG)** : Kısa vadede endeksin veya sektör endeksinin altında getiri beklentisi

Endeksin üzerinde ve altında getiri için herhangi bir rölatif getiri sınırı bulunmamaktadır.

Araştırma ve Strateji bölümü tarafından hazırlanan çalışmalarda ilgili hisse ile ilgili kullanılacak diğer tanımlamalar ve kısaltmalar;

- **Kapsam Dışı (KD)** - Herhangi bir hedef değer ve önerimiz olmayan hisse senetlerini ifade eder.
- **Öneri Yok (OY)** - Herhangi bir hedef değer ve önerimiz olmayan ancak izleme listemizde olan hisse senetlerini ifade eder.
- **Revize Ediliyor (RE)** - Öneri Listemizde olan ancak çeşitli gerekçelerle öneri ve hedef değerimizi güncelleme gereği duyulan şirketlerin bu geçiş periyodunda olduğunu ifade etmek için kullanılır.

Sektör Öneri Metodolojisi

Araştırma ve Strateji bölümü tarafından hazırlanan sektör raporlarında;

- **İYİMSER** - 12 aylık dönemde sektördeki koşullarının olumlu gelişmesi
- **KÖTÜMSER**- 12 aylık dönemde sektördeki fiyatlama ve rekabet koşullarının olumsuz gelişmesi
- **NÖTR** - 12 aylık dönemde sektörde önemli bir değişiklik yaşanmaması

Piyasa Öneri Metodolojisi

Araştırma ve Strateji bölümü tarafından hazırlanan piyasaya yönelik strateji raporlarında;

- **AĞIRLIĞI ARTIR** - 12 aylık dönemde Piyasaya yönelik olumlu beklentiler nedeniyle hisse senedi pozisyonlarının portföy içindeki ağırlığının artırılmasını ifade eder
- **AĞIRLIĞI AZALT** - 12 aylık dönemde Piyasaya yönelik olumsuz beklentiler nedeniyle hisse senedi pozisyonlarının portföy içindeki ağırlığının azaltılmasını ifade eder
- **NÖTR** - 12 aylık dönemde Mevcut durumu değiştirecek önemli bir beklentinin olmaması durumunu ifade eder.

Araştırma ve Strateji bölümü tarafından hazırlanan önerilerin işaret ettiği endeks hedef değeri ile piyasa önerisi paralel olmalıdır. Buna göre örneğin endeks için AĞIRLIĞI ARTIR şeklinde bir öneri yapılmışken Vakıf Yatırım izleme listesindeki hisselerin işaret ettiği yükselme potansiyelinin bu öneriyi teyit etmesi gerekmektedir.

Ayrıca Vakıf Yatırım izleme listesindeki şirketlerin adet olarak ve/veya halka açık piyasa değeri ağırlıklı olarak öneri dağılımının piyasa önerisine paralel olması beklenirken, daha dengeli bir izleme listesi oluşturulması amacıyla herhangi bir dönemde AL ve SAT önerilerinin toplam öneriler içindeki ağırlığının %20'den az olmaması hedeflenmektedir.

Yukarıdaki her iki durum için dönemsel ve geçici ihlaller olabileceği kabul edilmekle birlikte 3 ayı geçen uyumsuzluklarda öneri revizyonu yapılması gerekliliği bulunmaktadır.

Yasal Çekince Bildirimi

Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, yatırım ve kalkınma bankaları ile müşteri arasında imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde ve yetkili kuruluşlar tarafından kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler ise genel niteliktedir. Burada yer alan yorum ve 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. Gerek bu yayındaki, gerekse bu yayında kullanılan kaynaklardaki hata ve eksikliklerden ve bu yayındaki bilgilerin kullanılması sonucunda yatırımcıların ve/veya ilgili kişilerin uğrayabilecekleri doğrudan ve/veya dolaylı zararlardan, kâr yoksunluğundan, manevi zararlardan ve her ne şekilde ve surette olursa olsun üçüncü kişilerin uğrayabileceği her türlü zararlardan dolayı Vakıf Yatırım Menkul Değerler A.Ş. sorumlu tutulamaz.