

Ford Otosan

Endeksin Üzerinde Getiri

Yeni model lansmanlarıyla güçlü 2025 beklentileri

Aytunç Uz

aytunc.uz@akyatirim.com.tr

Güncellenen tahminlerimizle birlikte 12 aylık hedef fiyatımızı 1.505 TL'ye yükseltiyoruz. Tavsiyemizi "Endeksin Üzerinde Getiri" seviyesinde koruyoruz. Temmuz başında, dünyanın en büyük elektrikli araç üreticilerinden biri olan BYD, Türkiye'ye yatırım yapacağını duyurdu, bu haber otomotiv hisselerinde satışları tetikledi. Ancak Çinli üreticiler ağırlıklı olarak binek araç segmentini hedeflediğinden, Ford Otosan'ın haksız yere cezalandırıldığını düşünüyoruz. Ford Otosan'ın 2Ç24'te beklenenden daha zayıf sonuçlar açıklamasının ardından bu satış dalgası daha da şiddetlendi. İyi senaryoda, operasyonel kar ivmesinin 1Ç25'te başlamasını bekliyoruz. Kötü senaryoda ise yeni model lansmanlarındaki olası gecikme ve üretim sorunları ile bu ivmenin 2Ç25'te başlamasını bekliyoruz. Ford Otosan'ın dönüşüm hikâyesini göz önünde bulundurarak, piyasanın mevcut karamsarlığının aşırı olduğunu düşünüyoruz.

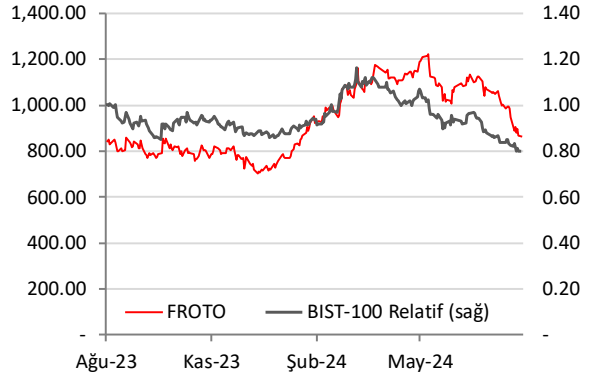
Ford Otosan'da olumlu bir görüşe sahip olmamızın nedenleri; (1) artan üretim kapasitesi, (2) 2025'teki yeni lansmanlar, (3) yaşlanan araç pazarları, (4) ana ihracat pazarlarında pandemi öncesi seviyelere geri dönüş potansiyeli, (5) esnek üretim becerileri ve (6) güçlü nakit temettü dağıtım potansiyelidir.

Üretim kapasitesinin artması. Aralık 2020'de Ford, 2025 yılında Türkiye tesislerinde ~650 bin adet ticari araç üretim kapasitesine ulaşmak için 2,0 milyar Euro yatırım yapacağını duyurdu. Mart 2022'de şirket, Ford Romanya'nın %100'ünü satın almak için bir sözleşme imzaladı. Hâlihazırda Ford Romanya 272 bin (üretim planlarına göre 289 bin adede kadar) adet araç üretim kapasitesiyle faaliyet göstermektedir. Ayrıca, Eskişehir fabrikasının üretim kapasitesi 4Ç23'te 18,7 bin adet kamyon dan 22,5 bin adede yükselmiştir. Sonuç olarak, Ford Otosan 2020 yılsonunda 455 bin adet olan üretim kapasitesini 2025 yılında +900 bin adede çıkarmayı hedeflemektedir.

Yeni model lansmanları. Ford-Volkswagen stratejik ittifakı kapsamında geliştirilen yeni nesil Volkswagen 1-tonluk ticari araçların sevkiyatlarının 2025 yılının başlarında başlaması beklenmektedir. Ayrıca, Courier ve Puma modellerinin batarya elektrikli versiyonlarının 1Ç25'te piyasaya sürülmesi planlanmaktadır. F-MAX'in batarya elektrikli versiyonunun da 2025 yılında tanıtılması planlanmaktadır.

Risk faktörleri. 1) İç ve ihracat pazarlarında ekonomik aktivitede yavaşlama, 2) döviz kurunda olumsuz dalgalanma, 3) elektrikli araç dönüşümünde yavaşlama, 4) iç ve ihracat pazarlarında artan rekabet, 5) yeni model lansmanlarının gecikmesi ve potansiyel üretim sorunları ve 6) asgari kurumlar vergisi oranı uygulaması.

Bloomberg Kodu	FROTO TI			
Tavsiye	Endeks Üz. Getiri			
Hedef Fiyat, TL	1,505.00 (önceki 1,320.00)			
Güncel Fiyat, TL	863.00			
Getiri Potansiyeli	74%			
Halka Açıklık Oranı	18%			
Piyasa Değeri, mn TL	302,835			
Firma Değeri, mn TL	397,975			
Finansal Veriler				
	2023	2024T	2025T	2026T
Özet UFRS Finansallar				
Ciro, mn TL	411,906	563,390	762,996	946,193
FAVÖK, mn TL	42,710	45,050	64,830	82,808
Net Kâr, mn TL	49,056	35,876	47,104	52,344
Borçluluk				
Net Borç, mn TL	60,531	136,058	212,896	230,125
Net Borç/FAVÖK	1.4	3.0	3.3	2.8
Kârlılık				
FAVÖK Marjı	10.4%	8.0%	8.5%	8.8%
Net Marj	11.9%	6.4%	6.2%	5.5%
Temettü Verimi	6.1%	13.0%	9.5%	12.4%
Büyüme				
Ciro, y/y	139.8%	36.8%	35.4%	24.0%
FAVÖK, y/y	116.5%	5.5%	43.9%	27.7%
Net Kâr, y/y	163.5%	-26.9%	31.3%	11.1%
Değerleme Verisi				
	2023	2024T	2025T	2026T
F/K	5.1	8.4	6.4	5.8
FD/FAVÖK	7.3	9.7	7.9	6.4
FD/Ciro	0.8	0.8	0.7	0.6
Hisse Verileri				
	1A	3A	12A	YBG
Nominal Getiri	-19.3%	-24.9%	-2.2%	21.0%
BİST-100 Relatif	-9.1%	-21.9%	-23.2%	-8.0%
AOİH, mn TL	974	1,126	1,140	1,116



Piyasa verileri 12 Ağustos 2024 tarihlidir.

Ford Otosan TL Finansallar

Gelir Tablosu - TRY mn	2023	2024T	2025T	2026T
Satış Gelirleri	411,906	563,390	762,996	946,193
Brüt Kar	55,248	60,358	85,188	108,055
Operasyonel Giderler	18,602	25,557	34,093	42,278
Faaliyet Karı	36,646	34,800	51,096	65,777
FAVÖK	42,710	45,050	64,830	82,808
Operasyonel Olmayan Gelir / (Gider)	7,371	694	-1,545	-3,525
Yatırım Faaliyetlerinden Gelir / (Gider)	2,800	2,359	3,052	3,785
Özkaynak Yön. Değ. Yatırımlar Kar / (Zarar)	0	0	0	0
Finansal Gelir / (Gider)	611	-3,000	-6,793	-13,247
Vergi Öncesi Kar	47,428	34,853	45,811	52,790
Vergi Geliri / (Gideri)	1,627	1,023	1,293	-446
Azınlık Payları	0	0	0	0
Net Kar	49,056	35,876	47,104	52,344
Hisse Başı Net Kar	139.80	102.24	134.23	149.17
Hisse Başı Temettü	111.84	81.79	107.39	119.33
Temettü Dağıtım Oranı	80%	80%	80%	80%

Bilanço - TRY mn	2023	2024T	2025T	2026T
Dönen Varlıklar	102,969	161,401	225,567	249,855
Nakit ve Nakit Benzerleri	15,225	27,386	38,334	49,087
Ticari Alacaklar	45,590	68,466	95,836	100,901
Stoklar	29,352	50,263	70,001	72,469
Diğer Dönen Varlıklar	12,803	15,286	21,396	27,398
Duran Varlıklar	114,038	178,921	253,181	308,523
Maddi Duran Varlıklar	76,132	124,059	176,521	210,458
Diğer Duran Varlıklar	37,906	54,862	76,660	98,066
Toplam Varlıklar	217,007	340,322	478,748	558,378
Kısa Vadeli Yükümlülükler	94,134	161,560	234,744	282,804
Finansal Borçlar	33,964	66,810	102,693	114,131
Ticari Borçlar	52,565	81,508	113,515	144,938
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	7,605	13,242	18,536	23,735
Uzun Vadeli Yükümlülükler	49,866	106,072	161,747	181,997
Finansal Borçlar	41,791	96,634	148,537	165,081
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	8,074	9,438	13,211	16,916
Özkaynaklar	73,008	72,690	82,257	93,577
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	73,008	72,690	82,257	93,577
Toplam Kaynaklar	217,007	340,322	478,748	558,378

Nakit Akım Tablosu - TRY mn	2023	2024T	2025T	2026T
Net Kar	49,056	35,876	47,104	52,344
Amortisman ve İtfa Payları	6,065	10,250	13,734	17,031
İşletme Sermayesindeki Değişim	-6,179	-14,844	-15,101	23,890
Sabit Sermaye Yatırımları	-31,175	-38,824	-42,373	-23,655
Temettü Ödemeleri	-15,444	-39,245	-28,701	-37,683
Finansal Borç Değişimi	13,276	87,689	87,786	27,982
Diğer Nakit Değişimi	-17,040	-28,741	-51,500	-49,157
Nakit ve Benzerlerindeki Değişim	-1,442	12,162	10,948	10,753

Kaynak: Şirket verisi, Ak Yatırım Araştırma

Reel Büyüme	2023	2024T	2025T	2026T
Satış Gelirleri	27.7%	-4.3%	8.4%	8.8%
Brüt Kar	51.0%	-23.6%	12.9%	11.3%
Operasyonel Giderler	57.5%	-3.9%	6.7%	8.8%
Faaliyet Karı	47.9%	-33.6%	17.5%	13.0%
FAVÖK	33.5%	-26.2%	15.2%	12.1%
Net Kar	76.9%	-48.8%	5.1%	-2.5%

Karlılık	2023	2024T	2025T	2026T
Brüt Kar Marjı	13.4%	10.7%	11.2%	11.4%
Operasyonel Gider Marjı	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%
Faaliyet Kar Marjı	8.9%	6.2%	6.7%	7.0%
FAVÖK Marjı	10.4%	8.0%	8.5%	8.8%
VÖK Marjı	11.5%	6.2%	6.0%	5.6%
Net Kar Marjı	11.9%	6.4%	6.2%	5.5%
Özkaynak Karlılığı (ROE)	79.0%	49.2%	60.8%	59.5%
Yatırım Sermayesi Getirisi (ROIC)	33.3%	21.0%	20.9%	21.2%

Borçluluk	2023	2024T	2025T	2026T
Net Borç (Nakit)	60,531	136,058	212,896	230,125
Net Borç / FAVÖK	1.4	3.0	3.3	2.8
Faaliyet Karı / Net Faiz Gideri (Geliri)	15.5	3.6	3.8	4.0

Satış Hacimleri	2023	2024T	2025T	2026T
Türkiye Faaliyetleri	429,991	419,195	493,756	539,347
Yurt içi	117,582	104,023	98,412	102,072
İthalat	27,044	24,965	23,619	24,497
Üretim	90,538	79,057	74,793	77,574
İhracat	312,409	315,172	395,345	437,276

İhracatın Coğrafi Kırılımı	2023	2024T	2025T	2026T
Türkiye	312,409	315,172	395,345	437,276
Romanya	179,673	220,080	240,650	245,650
Toplam İhracat	492,082	535,252	635,995	682,926

Toplam Satış Hacmi	2023	2024T	2025T	2026T
Yurt içi	117,582	104,023	98,412	102,072
İhracat	492,082	535,252	635,995	682,926

YATIRIM TEMASI**Üretim kapasitesindeki artış**

Aralık 2020'de Ford, 2025 yılında Türkiye tesislerinde ~650 bin adet ticari araç üretim kapasitesine ulaşmak için 2,0 milyar Euro yatırım yapacağını açıkladı. Ford Otosan, 2025 yılında yatırım tamamlandığında Gölcük fabrikasında 207 bin adet Transit, Yeniköy fabrikasında ise 405 bin adet 1-tonluk ticari araç üretebilecek. Ford, 2025 yılında Yeniköy fabrikasında Ford Custom ve Volkswagen'in yeni nesil 1-tonluk ticari aracını üretecek.

Ford Otosan, Eskişehir fabrikasında ağır ticari araçlar ile hafif ve ağır ticari araçlar için motor üretmektedir. Eskişehir fabrikasının üretim kapasitesi 4Ç23'te 18,7 bin adet kamyon dan 22,5 bin adede yükselmiştir.

Şirket, Mart 2022'de Ford Romanya'nın %100'ünü satın almak için sözleşme imzalamıştır. Satınalma süreci 3Ç22'de 406 milyon Euro tutarındaki ilk taksitin ödenmesiyle tamamlanmıştır. Ek ödemeler sırasıyla 2025 ve 2028 yıllarında 196 milyon Euro ve 23 milyon Euro olarak yapılacaktır. 2028 yılında 140 milyon Euro tutarında bir ek ödeme yapılması da söz konusu olup, bu ödemeye 2028-2034 yılları arasındaki kapasite kullanım projeksiyonlarına göre karar verilecektir. Ford Romanya halihazırda Courier ve Puma olmak üzere iki modelde 272 bin adet araç üretim kapasitesiyle faaliyet göstermektedir. Üretim planına bağlı olarak Ford Romanya 100 bin Courier ve 189 bin Puma üreterek 289 bin adetlik üretim kapasitesine ulaşabilir.

Özetle, Ford Otosan 2020 yılı sonunda 455 bin adet olan üretim kapasitesini 2025 yılında kadar +900 bin adede çıkarmayı hedefliyor.

Yeni model lansmanları

Ford Otosan'ın elektrifikasyon yolculuğu 2019'da Custom'ın şarj edilebilir hibrit (plug-in hybrid, PHEV) versiyonu ile başladı. Ford Otosan, yeni nesil Custom'ın içten yanmalı motorlu versiyonunu 4Ç23'te tanıttı. Custom'ın yeni nesil şarj edilebilir hibrit ve batarya elektrikli versiyonları ise 1Y24'te lanse edildi. Ford Otosan, Custom ailesinin tek küresel üretim kaynağıdır.

Ford Otosan'ın elektrifikasyon yolculuğunda ikinci kilometre taşı ise 2022 yılında e-Transit'in pazara sunulması oldu. Ford Otosan güncel durumda 207 bin adet üretim kapasitesine sahip Gölcük fabrikasında Transit'in batarya elektrikli, şarj edilebilir hibrit ve dizel versiyonlarını üretmektedir.

Haziran 2018'de Volkswagen AG ve Ford Motor Company, her iki şirketin dünya çapında rekabet gücünü ve hizmet kalitesini artırmak için bir mutabakat anlaşması imzaladı. Haziran 2019'da, küresel pazarlar için ticari araç geliştirme anlaşmalarıyla bu geniş ittifakı resmileştirdiler. Mart 2021'de şirketler ortaklaşa 1-tonluk ticari araç üretme konusunda anlaşta. Ardından, Ford Otosan ve Ford Motor Company 1-tonluk ticari araç için sözleşme imzaladı. Bu stratejik iş birliği kapsamında Volkswagen'in yeni nesil 1-tonluk ticari aracı Kocaeli'de Ford Otosan tarafından üretilecektir. Volkswagen Transporter ve Ford Custom, Yeniköy fabrikasında aynı platformda üretilecek olup, yeni nesil Volkswagen Transporter'in sevkiyatlarının 2025 yılı başında başlaması beklenmektedir.

Ford Otosan'ın en küçük ticari aracı Courier, 2014 yılında pazara sunulmuştur. Courier'in Yeniköy fabrikasındaki üretimi, modelin Craiova fabrikasına transfer edilmesi kararı nedeniyle durdurulduğu Temmuz 2023'e kadar devam etmiştir. Üretimle ilgili sorunlar nedeniyle yeni nesil Courier'nin lansmanı 3Ç23'ten 4Ç23'e ertelenmiştir. Aralık 2023 itibarıyla, yeni nesil Courier'nin içten yanmalı versiyonları Türkiye pazarında satışa sunulmuştur. Şu anda Courier'insadece içten yanmalı versiyonları müşterilere sunulmakta olup, batarya elektrikli versiyonunun 1Ç25'te piyasaya sürülmesi planlanmaktadır. Ford Otosan, Courier üretimi için tek küresel kayna olmaya devam etmektedir.

Ford Puma, 2019 yılından bu yana Ford Fiesta'nın bir varyantı olarak üretilen B segmenti bir SUV'dur. Avrupa'da Puma satışları 2019 yılında başlamıştır. Puma, Craiova fabrikasının satın alınmasının ardından Ford Otosan'ın portföyüne eklenmiştir. Güncel durumda Puma'nın içten yanmalı versiyonları 189 bin üretim kapasitesine sahip Craiova fabrikasında üretilmektedir. Puma'nın batarya elektrikli versiyonu ise 1Ç25'te lanse edilecek. Ford Otosan Puma modellerinde tek küresel üretici konumundadır.

Ford Otosan, fikri mülkiyet haklarının %100'üne sahip olduğu ve %90 yerileştirme oranına ulaştığı F-MAX'in lansmanını 4Ç18'de gerçekleştirmiştir. Halihazırda F-MAX'in içten yanmalı versiyonları 22,5 bin adetlik üretim kapasitesiyle Eskişehir fabrikasında üretilmektedir. F-MAX'in batarya elektrikli versiyonunun 2025 yılında piyasaya sürülmesi planlanmaktadır.

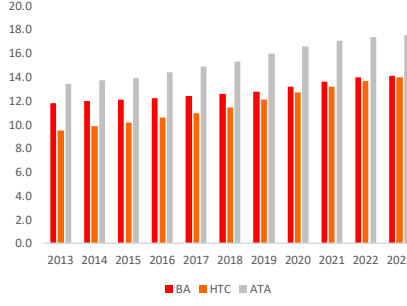
Yaşlanan araç pazarları önemli fırsatlar sunuyor

Türkiye'de binek otomobillerin ortalama yaşı bir yıl önce 14,0 iken 2023 yılında 14,1'e yükselmiştir. Hafif ticari araçların ortalama yaşı bir yıl önceki 13,7'den 14,0'a, ağır ticari araçların ortalama yaşı ise 17,4'ten 17,6'ya yükselmiştir. Türkiye'de ortalama araç yaşı 2013 yılından bu yana istikrarlı bir şekilde artmaktadır. Ancak, Türkiye'deki güçlü yeni araç talebi nedeniyle binek araç pazarındaki yaşlanma hızı son iki yılda yavaşlamıştır.

Yaşlanan araçlarla ilgili olarak AB'de de benzer bir eğilim gözlenmektedir. En son yayınlanan "Vehicles in Use Europe" raporuna göre, binek araçların ortalama yaşı bir yıl önce 11,8 iken 2021 yılında 12,0'a yükselmiştir. Hafif ticari araçların ortalama yaşı 11,9'dan 12,0'a yükselirken, orta ve ağır ticari araçların ortalama yaşı bir yıl önceki 13,9'dan 2021'de 14,2'ye çıktı. AB'de araç yaşlanması, ağırlıklı olarak satın alım gücündeki farklılıklar nedeniyle Türkiye'ye kıyasla daha yavaştır.

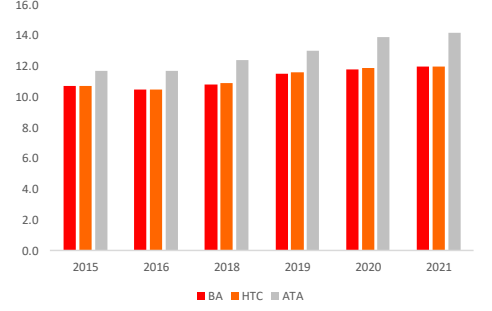
Daha yüksek ortalama araç yaşı, satış sonrası pazarında fırsatlar yaratmakta ve yenileme talebini artırmaktadır. Ticari araç segmentlerinde yaşlanan filolar, bakım maliyetlerinin artmasına ve arıza süreleri nedeniyle operasyonel verimliliğin azalmasına neden olmaktadır. Buna ek olarak, araçların yüksek ortalama yaşı, elektrikli araçlara geçiş için kullanılabilir bir yenileme fırsatı sunmaktadır.

Türkiye Ortalama Araç Yaşı (yıl)



Kaynak: TÜİK, Ak Yatırım Araştırma

AB Ortalama Araç Yaşı (yıl)

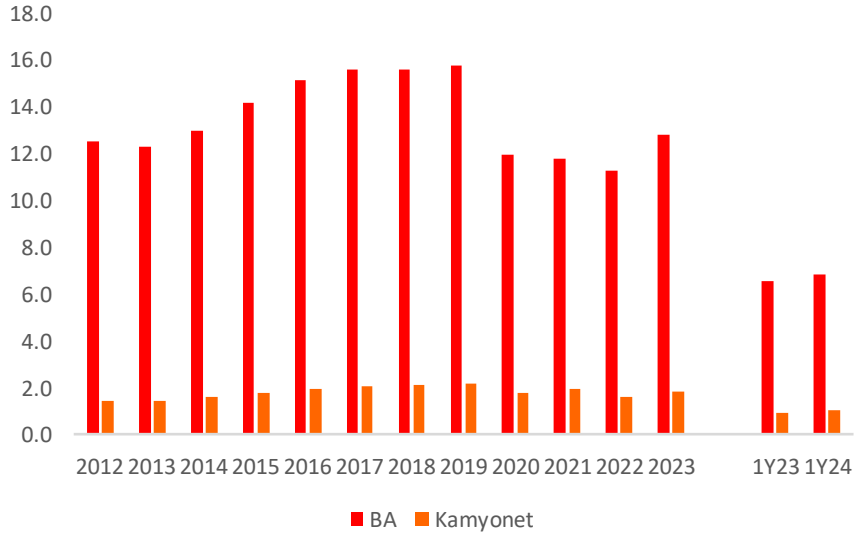


Kaynak: ACEA, Ak Yatırım Araştırma

Ana ihracat pazarları henüz pandemi öncesi seviyelere geri dönmedi

2019 yılında AB + EFTA + Birleşik Krallık'ta 15,8 milyon adet binek araç ve 2,2 milyon adet kamyonet satılmıştır. 2023 yılına gelindiğinde, binek araç satışları 12,8 milyon adede veya pandemi öncesi seviyelerin %81'ine ulaşırken, kamyonet satışları 1,9 milyon adede veya pandemi öncesi seviyelerin %86'sına ulaştı. 2023 yılında AB + EFTA + Birleşik Krallık pazarında binek araç satışları yıllık %14, kamyonet satışları ise yıllık %16 artış gösterdi. Aynı pazarlarda 1Y24'te binek araç satışları yıllık %4, kamyonet satışları ise yıllık %13 artmıştır. Son 1,5 yıldaki toparlanma, artan araç bulunabilirliği ve filo yenileme eğilimlerinden kaynaklanmıştır. Bu güçlü performansa rağmen, AB + EFTA + Birleşik Krallık'taki hafif araç satışları hala pandemi öncesi seviyelerin altında kalmakta ve daha fazla büyüme potansiyeline işaret etmektedir.

AB + EFTA + İngiltere Hafif Araç Pazarı (mn adet)



Kaynak: ACEA, Ak Yatırım Araştırma

Esnek üretim kabiliyetleri

Ford Otosan, elektrikli ve içten yanmalı araçlar arasında sorunsuz bir geçişe olanak tanıyan üretim kabiliyetlerinde kayda değer bir esneklik sergilemiştir. Şirketin üretim tesisleri, gelişmiş üretim teknolojilerinden yararlanarak her iki araç türünü de verimli bir şekilde barındırarak şekilde tasarlanmıştır. Bu esneklik, Ford Otosan'ın içten yanmalı ve elektrikli

araçlar arasındaki satış bileşimini kolayca ayarlamasını sağlayarak elektrikli araçlara geçiş sürecindeki potansiyel yavaşlamalara karşı koruma sağlamaktadır.

Yatırım Geri Kazanımı ve Maliyet Artı Kar Marjı Programı

Ford Otosan, ihracat operasyonlarında Ford Motor Company'ye maliyet artı kar marjı sözleşme çerçevesinde satış yapmaktadır. Bu düzenleme Ford Otosan'ı maliyet artışlarından korumakta ve stabil bir FAVÖK marjı sağlamaktadır. Ayrıca Ford Motor Company, Ford Otosan'ı bir yatırım geri kazanım programı ile desteklemektedir. Bu program kapsamında Ford Motor Company'ye satılan ihracat hacmine göre yatırım maliyetleri Ford Otosan'a iade edilmektedir. Ford Otosan bu anlaşmanın detaylarını açıklamamakla birlikte, şirketin yatırım maliyetlerinin önemli bir kısmını bu program aracılığıyla geri kazandığını düşünüyoruz.

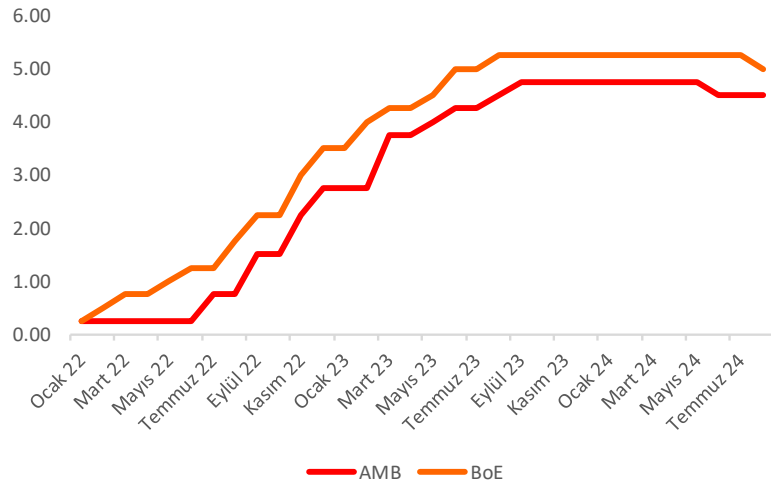
Temettü potansiyeli

Ford Otosan istikrarlı bir temettü ödeyicisidir. Temettü ödeme oranı 2012-2022 yılları arasında ortalama %69 olarak gerçekleşmiştir. Ford Otosan Nisan 2024'te hisse başına brüt 43,3 TL temettü ödemiştir. Ford Otosan 2015 yılından bu yana eşit olmayan iki taksitte temettü ödemesi yapmaktadır. 4Ç24'te hisse başına 68,5 TL ikinci temettü bekliyoruz, bu da %7,9 temettü verimi anlamına geliyor.

Potansiyel BoE ve ECB faiz indirimleri

Küresel enflasyonist eğilimler nedeniyle İngiltere Merkez Bankası (BoE) Aralık 2021'de, Avrupa Merkez Bankası (ECB) ise Temmuz 2022'de faiz artırımlarına başlamıştır. Her iki merkez bankası da 3Ç23'e kadar faiz artırmaya devam etmiş ve 2024 yazına kadar indirim yapmamıştır. Enflasyonist eğilimlerdeki iyileşmeyle birlikte ECB, Haziran 2024'te politika faizini 25 baz puan düşürmüştür. Benzer şekilde BoE de Ağustos 2024'te politika faizini 25 baz puan düşürmüştür. Ford Otosan'ın dayanıklı tüketim malları üretip sattığı göz önüne alındığında, önemli ihracat pazarlarındaki bu faiz indirimlerinin daha elverişli bir faaliyet ortamı yaratabileceğine inanıyoruz.

AMB ve BoE Politika Faizleri



Kaynak: AMB, BoE, Ak Yatırım Araştırma

RİSKLER

Avrupa ve Türkiye'de ekonomik aktivitelerinde yavaşlama

Türkiye'de ve önemli ihracat pazarlarında ekonomik yavaşlama dayanıklı tüketim mallarına olan talebi ve dolayısıyla Ford Otosan'ın satışlarını ve kârlılığını olumsuz etkileyebilir.

Türkiye'de ve önemli ihracat pazarlarında artan rekabet

Çin'in otomobil ihracatı bir önceki yıla göre %57 artarak 2023 yılında 5,2 milyon adetlik rekor bir seviyeye ulaştı. Chery 923 bin satışla ihracata öncülük ederken, onu 685 bin adetle SAIC ve 344 bin adetle Tesla China takip etti. Kayda değer bir değişimle Çin, 2023 yılında 4,3 milyon araç ihraç eden Japonya'yı geride bırakarak otomobil ihracatında ilk sıraya yerleşti. Çin'in rekabet üstünlüğü, en düşük ortalama batarya fiyatlarına ve yenilikçi, iyi eğitilmiş ve nispeten uygun maliyetli mühendis havuzuna sahip olmasında yatıyor. Türkiye'de elektrikli araç ithalatçılarına yönelik son düzenlemeler yerel üreticiler için kısa vadeli koruma sağlayabilirken, uzun vadede yerli üreticilerin Türkiye'deki pazar paylarını korumak için rekabet güçlerini artırmaları gerekeceğini düşünüyoruz. Çinli markalardan Skywell Şubat ayında, Chery Mart ayında, Hongqi Ekim ayında ve BYD Kasım 2023'te Türkiye pazarına giriş yaptı. Türkiye binek araç pazarında fiyat indirimleri 4Ç23'te başladı ve 1Y24'te de devam etti. Ford Otosan'ın ana faaliyet alanının ticari araç satışları olduğu ve şirketin uzun vadeli stratejisinin binek araç segmentinde pazar payı yerine karlılığı tercih etmek olduğu düşünüldüğünde, Ford Otosan'ın Tofaş ve Doğu Otomotiv'e kıyasla fiyat rekabetinden daha az etkilendiği görülmektedir.

Yeni model lansmanlarının gecikmesi ve potansiyel üretim sorunları

Ford Otosan, Courier'i 2023 yılına kadar Yeniköy fabrikasında üretti. Temmuz 2023'te modelin Craiova fabrikasına transfer edilmesi kararı nedeniyle Yeniköy fabrikasındaki Courier üretimi durduruldu. Üretimle ilgili sorunlar nedeniyle, yeni nesil Courier'in lansmanı 3Ç23'ten 4Ç23'e kaydı. Buna ek olarak, üretim sorunları nedeniyle Courier'in pazar payı 1Ç24'te ciddi şekilde düştü. Courier'in üretim sorunları 2Ç24'te çözüldü. Benzer şekilde Custom modelinde de lansman gecikmeleri ve üretim sorunları yaşanmıştır. Ford Otosan'ın önümüzdeki 1-1,5 yıl içinde yeni modeller piyasaya sürmeye devam edeceği düşünüldüğünde, lansman gecikmeleri ve potansiyel üretim sorunları tahminlerimiz için aşağı yönlü risk oluşturmaktadır.

Döviz kurunda şirket aleyhine gelişmeler

EUR/TRY 2024 yılının ilk yarısında %7 oranında artarken, TÜFE %25 oranında artmıştır. EUR/TRY'deki zayıf performans ihracat satış gelirlerini olumsuz etkilemektedir. Ayrıca, Türk Lirası'nın reel olarak değer kazanması da yurt içi marjları olumsuz etkilemektedir. Öte yandan, Ford Motor Company ile yapılan maliyet artı anlaşmaları sayesinde ihracat marjları korunmaktadır.

Elektrikli araçlara geçişte yavaşlama

IEA Global EV Outlook raporuna göre, 2023 yılında küresel çapta ~14 milyon yeni elektrikli otomobil (BEV, PHEV ve FCEV) tescil edilerek toplam sayısı ~40 milyon adede ulaşmıştır. Elektrikli otomobilsatışları 2023'te yıllık bazda %35 arttı. Almanya 2023'ün başlarında bazı sübvansiyonları aşamalı olarak kaldırmaya başladı. Almanya'da çeşitli satın alma sübvansiyonlarının aşamalı olarak kaldırılması elektrikli araçlara geçişi yavaşlattı. Buna Ocak 2023'te şarj edilebilir hibrit araçlara (PHEV) yönelik sübvansiyonların kaldırılması da dahildir. Bu aşamalı kaldırmanın amacı, kaynakları batarya elektrikli araçlara odaklamaktır. Almanya'da şarj edilebilir hibrit sübvansiyonlarının kaldırılması, 2023 yılında Alman binek otomobil pazarındaki şarj edilebilir hibrit araç satışlarında yıllık %51'lik bir düşüşe yol açmıştır. Aralık 2023 itibarıyla hükümet, İklim ve Dönüşüm Fonu ile ilgili bir kararın ardından tüm elektrikli araç sübvansiyonlarını sonlandırmıştır. Bu karar, fonları diğer yeşil girişimlere ve altyapı iyileştirmelerine yönlendirmeyi amaçlıyordu. Yılın ilk yarısında, Alman binek otomobil pazarındaki batarya elektrikli araç satışları yıllık bazda %16 oranında düşmüştür. Kamyonet pazarı üzerindeki etki binek araç pazarına kıyasla daha az şiddetli olmuştur. 2023 yılında Almanya kamyonet pazarında elektrikle şarj edilebilen araç satışları yıllık %8 artarak 2022 yılındaki %51'lik büyümeye göre yavaşlamıştır. Yılın ilk yarısında, Almanya kamyonet pazarında elektrikle şarj edilebilen araç satışları yıllık bazda %8 daraldı.

Ticari araçların 1Y24'te toplam satış hacminin ~%70'ini oluşturduğu ve Ford Otosan'ın içten yanmalı ve elektrikli modelleri arasında geçişlere izin veren esnek üretim tesisleri göz önüne alındığında, güncel durumda önemli ihracat pazarlarında elektrikli araç dönüşümündeki yavaşlamadan büyük bir etki beklemiyoruz.

Elektrikli araç dönüşümüne ilişkin altyapı gereksinimleri

Güncel durumda, elektrikli araç şarj altyapısı geride kalmakta, bu da uzun kuyruklara ve müşterilerin geçiş yapma isteğinin azalmasına yol açmaktadır. ACEA'ya göre, AB'de 2016 yılında 77 bin olan şarj noktası sayısı %522 artarak 2022 yılında 479 bine ulaşmıştır. Bu arada, yollardaki elektrikli otomobil sayısı 2016'da 119 bin iken %1584 artarak 2022'de 2 milyona ulaştı. Bu da elektrikli araçların şarj noktalarına oranının 1,5 çarpandan 4,2 çarpana çıkmasına neden olmuştur. Benzer şekilde, Türkiye'deki şarj noktası sayısı Haziran 2024'te bir önceki yıla göre %239 artarak 20 bin olurken, yollardaki elektrikli otomobil sayısı Haziran 2024'te bir önceki yıla göre %351 artarak 124 bin olmuştur. Bu durum, elektrikli otomobillerin şarj noktalarına oranının 4,6 çarpandan 6,2 çarpana çıkmasına neden olmuştur.

Altyapı ve araç büyümesi arasındaki boşluk elektrikli araç dönüşümünü olumsuz etkilemektedir. Buna ek olarak, şehir elektrik şebekelerinin iyileştirilmesi ve halka açık şarj istasyonları ağının genişletilmesi de dahil olmak üzere şehir elektrik sistemlerinin iyileştirilmesi için önemli yatırımlara ihtiyaç duyulmaktadır. Bu altyapı darboğazlarını gidermek için, önümüzdeki yıllarda şarj noktalarının sayısında hızlı bir büyüme gerekli olacaktır.

Asgari kurumlar vergisi

Mart 2024 yerel seçimlerinden sonra hükümet maliye politikasındaki sıkılaştırma çabalarını hızlandırmıştır. Önemli bir nokta, asgari bir kurumlar vergisinin getirilmesi olasılığıdır. Bu asgari kurumlar vergisinin, 1) bir şirketin kurumlar vergisi matrahı olarak cirosunun %2'si üzerinden %10'luk bir orandan veya 2) istisnalar düşülmeden vergi matrahının %10'luk bir oranından daha düşük olamayacağı öngörülmektedir. Vergi oranındaki bir artış, tahminlerimiz ve hedef fiyatımız üzerinde olumsuz bir etki yaratacaktır.

DEĞERLEME

Ford Otosan'ı Euro cinsinden İNA modeliyle değerlendiriyoruz. Şirket için 12 aylık hedef fiyatımız %74 yukarı potansiyele işaret eden 1.505 TL seviyesindedir.

İndirgenmiş Nakit Akımı - EUR mn	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	2032T	2033T
Net Satışlar	13,792	16,211	17,998	19,643	20,539	21,479	22,468	23,507	24,600	25,751
<i>büyüme</i>	9.5%	17.5%	11.0%	9.1%	4.6%	4.6%	4.6%	4.6%	4.7%	4.7%
FAVÖK	1,103	1,377	1,575	1,768	1,849	1,934	2,022	2,116	2,214	2,318
<i>marj</i>	8.00%	8.50%	8.75%	9.00%	9.00%	9.00%	9.00%	9.00%	9.00%	9.00%
Vergi	-17	-22	-63	-71	-74	-77	-81	-254	-266	-278
<i>vergı oranı</i>	-2.0%	-2.0%	-5.0%	-5.0%	-5.0%	-5.0%	-5.0%	-15.0%	-15.0%	-15.0%
İşletme Sermayesi Değ.	-253	-169	585	-52	-26	-27	-29	-30	-32	-34
Yatırım Harcamaları	-950	-900	-450	-491	-676	-537	-562	-588	-615	-644
Serbest Nakit Akışı	-117	286	1,648	1,155	1,072	1,292	1,351	1,244	1,302	1,363
İndirgeme Oranı	0.96	0.85	0.76	0.69	0.62	0.56	0.50	0.46	0.42	0.38
SNA Bugünkü Değeri (2024-2033)	6,490									
Sonsuz Değeri	6,420									
Firma Değeri	12,910									
Net Borç	2,588									
UV Finansal Varlık	16									
Gayri menkul	0									
İştirakler	0									
Azınlık Payları	0									
Değeri	10,338									
Hedef Değeri	11,625									
Hisse Sayısı	350.9									
Hedef Fiyat - EUR	33.1									
EUR/TRY 3Ç25T	45.4									
Hedef Fiyat - TRY	1,505.0									

Net Satışlar

2023 yılında yurt içi motorlu araç pazarı yıllık %55 artışla 1.284 bin adetlik rekor seviyeye ulaşmıştır. Bu rekor seviyenin yarattığı baz etkisi ve sıkı para politikasına rağmen, yurt içi motorlu araç pazar hacmi 1Y24'te yıllık bazda %3 büyümüştür. Bu büyüme ağırlıklı olarak 1) engelli bireyler için ÖTV'den muaf araçların tavan fiyatındaki artış, 2) seçim öncesi dönemde talebin öne çekilmesi, 3) Genel Güvenlik Yönetmeliği'nin (GSR) yarattığı stok ayarlamaları ve 4) artan araç bulunabilirliğinden kaynaklandı. 2Y24'te, yukarıda bahsedilen geçici faktörlerin ortadan kalkmasıyla yurt içi motorlu araç pazarında yıllık %29'luk bir düşüş bekliyoruz. Genel olarak, 2024 yılında yurt içi motorlu araç pazarının yıllık bazda %15 daralarak 1.000-1.100 bin adetlik yönetim beklentisine paralel olarak 1.096 bin adede gerileyeceğini tahmin ediyoruz. Sıkı para politikası, ekonomik yavaşlama ve 1Y24'ün yüksek baz etkisi nedeniyle, 2025 yılında yurt içi motorlu araç pazar hacminin yıllık bazda %14 daha azalarak 942 bin adede gerilemesini bekliyoruz.

Ford'un yurt içi hafif araç pazar payı ağırlıklı olarak yeni modellerin üretim sorunları nedeniyle yıllık bazda 1,3 daraldı. Ancak, Nisan 2024'ten itibaren pazar payında bir toparlanma gözlemledik. Artan bulunabilirlik ve yeni model lansmanları ile 2Y24'te daha iyi bir hafif araç pazar payı bekliyoruz. 1Y24'te yurt içi ağır ticari araç pazarı rekor yüksek bazdan yıllık bazda %9 oranında geriledi. 2024 yılının ilk 2 ayında, ağır ticari araç pazarı yüksek bazına rağmen, stoklarını eritmek isteyen Avrupalı üreticilerin Türkiye'de fiyat indirimleri yapması nedeniyle yıllık %20 artış gösterdi. Yurt içi ağır ticari pazarının 2024 yılında yıllık bazda %19 daralmasını bekliyoruz. Ford'un yurt içi ağır ticari pazar satış hacmi 1Y24'te yıllık bazda %29 azaldı. Olumsuz geçici etkilerin ortadan kalkmasını beklediğimiz için 2Y24'te yurt içi ağır ticari araç pazar payının iyileşmesini bekliyoruz. Genel olarak, Ford'un yurt içi satış hacminin yönetimin 100-110 bin adetlik beklentisine paralel olarak yıllık bazda %12 düşüşle 104 bin adede gerileyeceğini tahmin ediyoruz. 2024 yılında Ford'un yurt içi motorlu araç pazar payının %9,4 olmasını bekliyoruz. Daha iyi araç bulunabilirliği ve yeni lansmanlarla 2025 yılına baktığımızda, pazar payının yıllık 1 puan artarak 5 yıllık ortalama olan %10,4'e yükselceğini tahmin ediyoruz.

2023 yılında Ford'un Türkiye'den ihracat satış hacmi yıllık bazda %5 artarak 312 bin adede ulaşmıştır. 1Y24'te Türkiye'den ihracat satış hacmi yıllık bazda %4 azaldı. AB + EFTA + İngiltere'deki kamyonet pazarının 1Y24'te yıllık %13 büyümesine rağmen, hayal kırıklığı yaratan ihracat performansı büyük ölçüde Ford Otosan'ın kendi zorluklarından kaynaklandı. Özellikle, Ford Otosan'ın ihracata yönelik Custom modelinde lansman gecikmeleri ve üretim sorunları yaşanmıştır. Temmuz 2024'te Ford Otosan, Türkiye'den ihracat satış hacmini yıllık bazda %2,6 artırarak 27,4 bin adede yükseltmeyi başarmıştır. Bu trend 2024 yılının geri kalanında da devam ederse, yıl sonu toplamı yaklaşık 315 bin adede ulaşacaktır. 2Y24'teki iyileşen bulunabilirlikle birlikte, ihracat satış hacminin yıllık bazda %6 artarak yıl toplamını 315 bin adede çıkarmasını bekliyoruz ki bu da yönetimin 350-380 bin adetlik beklentisinin önemli ölçüde altında kalıyor. Ancak, yeni lansmanlar, daha iyi bulunabilirlik ve daha yüksek üretim kapasitesi göz önünde bulundurulduğunda, Türkiye'den ihracat satış hacminin 2025 yılında yıllık %25 artışla 395 bin adede yükselmesini bekliyoruz.

Ford Romanya'nın satın alınması 3Ç22'de tamamlanmıştır. Ford Romanya'nın satış hacmi 2023 yılında 180 bin adede ulaşmıştır. Bunun ardından, Ford Romanya'nın satış hacmi

1Y24'te yıllık bazda %14 oranında artmıştır. Yönetimin 210-230 bin adetlik satış beklentisi yıllık bazda %17-28 büyüme anlamına gelmektedir. Courier modelindeki üretim sorunlarının çözülmesi ve Puma'nın yeni versiyonları göz önüne alındığında, Romanya'nın 2Y24'te daha yüksek sevkiyatlar gerçekleştireceğine inanıyoruz. Romanya'nın 2024 yılında %22 büyümeyle 220 bin adetlik satış hacmine ulaşacağını düşünüyoruz. 2025 yılında, Courier üretimindeki daha yüksek kapasite kullanımı sayesinde Romanya satış hacminde yıllık %9 artış öngörüyoruz.

Yurt içi binek araç pazarında 4Ç23'ten itibaren fiyat rekabeti ortaya çıkmıştır. 1Ç24'te Ford Otosan'ın fiyatlama gücü Zarar görmemiştir. Ancak, 2Ç24'te, özellikle Genel Güvenlik Yönetmeliği'nin (GSR) yol açtığı stok eritme nedeniyle yurt içi fiyatlarda yıllık bazda %10 reel düşüş gözlemledik. GSR'nin yarattığı rekabetçi baskıların Temmuz 2024 sonrasında azalması beklendiğinden, 2Y24'te 2Ç24'e kıyasla daha iyi bir fiyatlandırma ortamı bekliyoruz.

1Y24'te Türkiye tesislerinde kapasite kullanımı %80 seviyesinde gerçekleşmiştir. Türkiye'deki yeni yatırımların 2025 yılına kadar tamamlanmasıyla birlikte kapasite kullanım oranının %72'ye ulaşacağını öngörüyoruz. Kapasite kullanım oranının kademeli olarak artacağını ve 2027 yılında %85'e ulaşacağını öngörüyoruz.

FAVÖK

2023 yılında, maliyet kontrolleri, güçlü talep ve olumlu satış bileşimi, %10,4'lük bir FAVÖK marjı ile sonuçlanmıştır. Ancak, 1) olumsuz satış bileşimi, 2) yeni nesil Custom ve Courier modellerinde yaşanan üretim sorunları, 3) yeni lansmanlardaki gecikmelerin daha düşük stok devir hızına yol açması ve 4) olumsuz döviz kurları nedeniyle FAVÖK marjı 1Y24'te yıllık bazda 3 puan azalarak %7,5'e gerilemiştir. Yönetim, araç bulunabilirliğinin 2Y24'te 1Y24'e kıyasla iyileşeceğini ve bunun da stok devir hızını artıracığını öngörüyor. FAVÖK marjının 2024 yılında yıllık bazda 2,4 puan azalarak %8,0'a gerilemesini bekliyoruz. Yeni model lansmanları ve daha iyi araç bulunabilirliği ile 2025 yılında FAVÖK marjının %8,5 olacağını tahmin ediyoruz. Kapasite kullanım oranının 2027 yılına kadar %85'e normalleşeceğini varsayarak, kapasite kullanımının artmasıyla FAVÖK marjının bir miktar iyileşmesini bekliyoruz. 2027'den itibaren normalleştirilmiş uzun vadeli FAVÖK marjının %9,0 olacağını öngörüyoruz. Tarihsel olarak, 2015-2019 yılları arasında ortalama FAVÖK marjı %8,3 olmuştur. FAVÖK marjının %8-9 aralığında normalleşeceğini düşünüyoruz.

İşletme sermayesi

Yılın ilk yarısında, yeni model lansmanlarındaki gecikmeler ve üretim sorunları nedeniyle İşletme Sermayesi/Satışlar oranı yıllık bazda 7,6 puan artarak rekor seviye olan %10,2'ye yükseldi. 2Y24'te, daha yüksek stok devir hızı beklediğimiz için İşletme Sermayesi/Satışlarda 3,4 puanlık bir düşüş bekliyoruz. 2024 ve 2025 yılları için, yoğun yatırım harcamaları dönemlerinde artan işletme sermayesi gereksinimlerini yansıtan %6,8'lik bir İşletme Sermayesi/Satış oranı öngörüyoruz. 2026'dan itibaren, 2015-2019 ortalamasıyla uyumlu olarak İşletme Sermayesi/Satışlar oranının %3'e normalleşmesini bekliyoruz.

Yatırım harcamaları

2024 yılında, yönetimin 900-1.000 milyon Euro'luk beklentisine paralel olarak 950 milyon Euro yatırım harcaması varsayılmıştır. 2025 yılında, devam eden yatırımlar ve Ford Romanya için 196 milyon Euro'luk ödemeyi göz önünde bulundurarak 900 milyon Euro yatırım harcaması varsaydık. 2028 yılında Ford Romanya ile ilgili 163 milyon Euro tutarında ek bir ödeme öngörüyoruz. Bunun ötesinde, uzun vadede Sürdürme Yatırım Harcamaları/Net Satışlar oranını %2,5 olarak öngörüyoruz.

AOSM

Euro cinsinden risksiz getiri oranını %7,5 varsayıyoruz. 0,9x beta ve %5,5 sermaye risk primi varsayımıyla, Euro cinsinden %12,5 özsermaye maliyetine ulaşıyoruz. Borçlanma primini %2 varsayıyoruz. Risksiz faiz oranını sonsuz değerde 1,5 puan düşürüyoruz ve beta faktörünü 1x'e çıkarıyoruz. Tahmin dönemimizde özkaynak maliyetinin ortalama %65 ağırlığını dikkate alarak, projeksiyon dönemi için %11,2 ortalama AOSM'ye ulaşıyoruz.

BENZER ŞİRKET ÇARPANLARI

Emsal şirketler 2024 konsensüs tahminlerine göre 2,7x FD/FAVÖK ve 4,9x F/K ile işlem görmektedir. Ülke risk primlerindeki farklılıklar ve Ford Otosan'ın önemli yatırımları göz önüne alındığında, değerlememizde uluslararası emsalleri kullanmaktan kaçındık.

Çarpanlar		FD/FAVÖK		F/K	
Şirket	Sembol	1Y	2Y	1Y	2Y
Bayerische Motoren Werke	BMW GR Equity	1.7	1.6	4.9	4.9
Mercedes-Benz Group	DAI EU Equity	1.2	1.2	4.9	4.5
Dongfeng Motor Group	489 HK Equity	4.1	1.8	10.1	8.0
Ford Motor	F US Equity	2.1	2.1	5.0	4.9
Geely Automobile Holdings	175 HK Equity	3.3	2.7	8.1	6.6
Honda Motor	7267 JP Equity	6.5	6.4	6.0	5.7
Hyundai Motor	005380 KS Equity	8.3	8.1	4.3	4.2
Kia Corporation	000270 KS Equity	2.2	2.2	3.8	3.8
Mahindra & Mahindra	MM IN Equity	12.5	8.3	18.1	19.2
Maruti Suzuki India	MSIL IN Equity	18.1	16.5	24.1	21.6
Mazda Motor	7261 JP Equity	0.9	0.9	3.5	3.5
Nissan Motor	7201 JP Equity	0.8	0.7	4.5	4.1
Astra International Tbk	ASII IJ Equity	5.8	5.8	6.4	6.2
Renault SA	RNO EU Equity	1.1	1.1	3.3	3.0
Toyota Motor	7203 JP Equity	9.6	9.2	7.2	7.0
Volkswagen	VOW GR Equity	1.0	1.0	3.3	3.0
Tofaş	TOASO TI Equity	4.6	3.2	4.7	3.0
Doğuş Otomotiv	DOAS TI Equity	1.7	1.4	2.3	1.9
Medyan		2.7	2.2	4.9	4.7
Ford Otosan*		9.7	7.9	8.4	6.4
Prim/(İskonto)		253.4%	264.1%	71.8%	36.2%

Kaynak: Bloomberg, Ak Yatırım Araştırma

*Ford Otosan'ın çarpanları tahminlerimize göre hesaplanmıştır.

**Bloomberg çarpanları 1-yıl ileri ve 2-yıl ileri tahminler üzerinden hesaplanmıştır.

REVİZYONLAR

Revizyonlar - TRY mn						
	Yeni			Eski		
	2024T	2025T	2026T	2024T	2025T	2026T
Net Satışlar	563,390	762,996	946,193	528,180	702,017	810,380
% değişim	-4%	8%	9%	51%	33%	15%
FAVÖK	45,050	64,830	82,808	52,756	63,166	73,262
FAVÖK Marjı	8.0%	8.5%	8.8%	10.0%	9.0%	9.0%
Net Kar	35,876	47,104	52,344	44,935	47,865	49,113
% değişim	-49%	5%	-2%	20%	7%	3%
Eski Tahminlerle Fark						
Net Satışlar	6.7%	8.7%	16.8%			
FAVÖK	-14.6%	2.6%	13.0%			
Net Kar	-20.2%	-1.6%	6.6%			
Hedef Fiyat		1,505.0			1,320.0	
HF Değişim		14.0%				

AKYatırım

Bu rapor, Ak Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından, güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan elde edilen bilgi ve veriler kullanılarak hazırlanmıştır. Raporunda yer alan ifadeler, hiçbir şekilde veya suretle alış veya satış teklifi olarak değerlendirilmemelidir. Ak Yatırım, bu bilgilerin doğru, eksiksiz ve değişmez olduğunu garanti etmemektedir. Bu sebeple, okuyucuların, bu raporlardan elde edilen bilgilere dayanak hareket etmeden önce, bilgilerin doğruluğunu teyit ettirmeleri önerilir ve bu bilgilere dayanılarak aldıkları kararlarda sorumluluk kendilerine aittir. Bilgilerin eksikliği ve yanlışlığından Ak Yatırım hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. Ayrıca, Ak Yatırım'ın ve Akbank'ın tüm çalışanları ve danışmanlarının, herhangi bir şekilde bilgiler dolayısıyla ortaya çıkabilecek, doğrudan veya dolaylı zararlarla ilgili herhangi bir sorumluluğu yoktur. Burada yer alan bilgiler, bir yatırım tavsiyesi, yatırım aracının alım-satım önerisi ya da getiri vaadi değildir ve Yatırım Danışmanlığı kapsamında yer almamaktadır. Yatırım Danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak Yatırım Danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde sunulmaktadır. Bunlara ilaveten, Ak Yatırım, raporların İnternet üzerinden e-mail yoluyla alınması durumunda virüs, hatalı gönderim veya diğer herhangi bir teknik sebepten dolayı alıcının donanımına veya yazılımına gelebilecek herhangi bir zarardan dolayı sorumlu tutulamaz.

© Ak Yatırım Menkul Değerler A.Ş. 2023