

Fiat Chrysler – Renault Birleşmesi Finansal Analizi

27 Mayıs'ta Fiat Chrysler tarafından yayınlanan basın açıklamasında Renault ile birleşme üzerine görüşmeler yapıldığı ve bir teklifte bulunduğu duyurulmuştu. Teklifin detaylarıyla ilgili kısaca bilgi verilen duyuruda Hollanda merkezli(düşük kurumsal vergi sebebiyle) kurulacak olan yeni şirkette Fiat Chrysler ve Renault %50'şer paya sahip olacaktı. Fiat Chrysler – Renault, bu ortaklık sonucunda **8,7 milyon** araç satış adediyle dünyanın en büyük 3. OEM'i olacaktı. Aynı zamanda geniş bir coğrafyaya



yayılan üretim ve dağıtım ağı şirketin farklı pazarlarda etkinliğini güçlendirmesini sağlayacaktı. Fiat, Amerika pazarında Jeep ve Ram markalarıyla üstünlük

gösterirken; Renault, Avrupa pazarında elektrikli araçlarıyla ön plana çıkıyor. 2018 rakamlarıyla birlikte **170 milyar Euro** ciro elde eden iki firma yaklaşık olarak **380 bin** kişiye iş olanağı sağlıyor. Öte yandan Renault'un Nissan ile olan işbirliği(The Alliance) anlaşmanın efektif bir şekilde gerçekleşebilmesi için Nissan'ın da sürecin bir parçası olması gerekliliğini yanında getiriyordu. Geçtiğimiz aylarda Renault-Nissan-Mitsubishi Alliance'ın CEO'su Ghosn'un yolsuzluk iddialarından dolayı tutuklanması iki partner arasındaki ilişkilerin gerilmesine sebebiyet vermişti. Fiat CEO'su John Elkann ve Renault CEO'su Jean Dominique Senard'ın titizlikle yürüttüğü bu süreç Nissan tarafından olumsuz karşılanması ve Fransız hükümetinin anlaşmayı imkansızlaştıran tavrı nedeniyle şimdilik askıya alındı. Besfin olarak teklifin detaylarını, olası sebeplerini, Türkiye'ye etkilerini ve otomotiv sektöründeki bu iki devin finansallarını inceledik.

Teklifin Detayları ve Nedenleri

Fiat Chrysler tarafından yapılan teklifte birleşme sonucunda Renault-Mitsubishi-Nissan Alliance'a ek olarak 5 milyar Euro değerinde sinerji yaratılacağı vurgulanıyordu. Ancak analistler sektördeki geçmiş M&A aktivitelerinde beklenen getirilerin gerçekleşmemesi sebebiyle bu rakamı yüksek buluyor. Fiat Chrysler yaratılan gelirin %40 oranında satın almalarından, %30 oranında ARGE masraflarından ve % 20 oranında üretim verimliliği artışından sağlanacağını belirtiyor. Ayrıca birleşmenin ardından sinerjinin ilk yıl içinde nakit akışına bir etkisinin olmayacağı ve ikinci yıldan

	Tarih	Hisse Başı Fiyat(Eur)	Hisse Adedi(Milyon)	Piyasa Değeri(Milyon Eur)	Değişim
Renault	23 Mayıs	50,0	289,2	14.457,3	13%
	29 Mayıs	56,5	289,2	16.341,6	
	7 Haziran	53,7	289,2	15.531,8	
Fiat Chrysler	23 Mayıs	11,4	1.567,0	17.901,2	6%
	29 Mayıs	12,1	1.567,0	19.001,2	
	7 Haziran	11,7	1.567,0	18.333,7	

Kaynak: Reuters

itibaren pozitif bir şekilde etkileyeceği ön görülüyor. Birleşme sonucunda Fiat elektrikli araçlar ve otonom araçlar konularında elinin güçleneceğini belirtiyor. Aynı zamanda birleşmenin sermayelerini daha esnek kullanmalarına olanak sağlayacağını vurguluyor. Ancak Fiat hiçbir fabrikanın kapanmayacağına basın açıklamasında yer verdi. Bu durumun ne kadar doğru olup olmadığını birleşmenin gerçekleşmesi halinde göreceğiz.

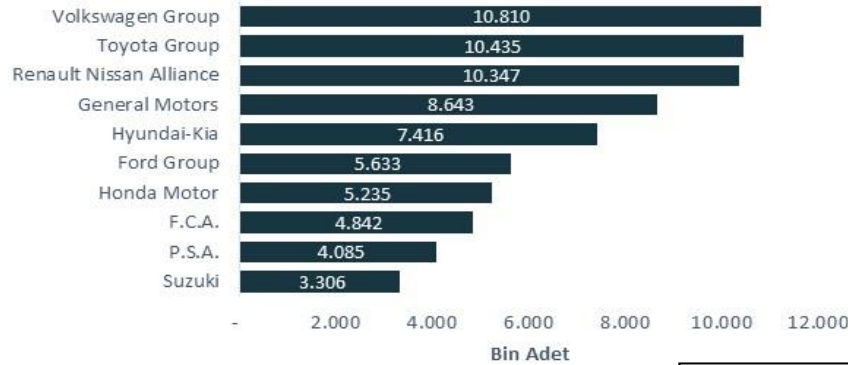
Fiat Chrysler eşit bir ortaklığın sağlanabilmesi için hissedarlarına **2,5 milyar Euro** kar payı dağıtmayı planlıyordu. Yukarıdaki tabloda teklif öncesi iki firmanın piyasa değeri gösterilmiştir. Aynı zamanda basın açıklamasının ardından hisse fiyatlarındaki artış teklifin yatırımcılar tarafından olumlu karşılandığını gösteriyor. Teklifin geri çekilmesine rağmen 7 Haziran itibarıyla bu kazancın bir kısmının korunduğunu söyleyebiliriz.

Fiat Chrysler'ın bu büyüklükteki bir birleşme teklifinde bulunmasında Fiat eski CEO'su Sergio Marchionne'nin izlediği yol haritasının önemli bir etkisi

olduğunu düşünürüz. Marchionne ve Elkann, sermaye yoğunluğunun yüksek olduğu araç sektöründe makul bir kar marjı yakalayabilmek için sektör içi birleşmelerin yapılması gerektiğine inanıyor. Aksi takdirde yapılan yatırımların geri dönüşü yüksek rekabet ortamında gittikçe azalacağını ön görüyorlar. Bunun yanı sıra sektörde gerçekleşen transformasyon sebebiyle araştırma geliştirme maliyetlerinde ciddi bir artış var. Bu maliyetin paylaşılması açısından sektörde birçok ortaklık geliştiriliyor. Geçtiğimiz günlerde Subaru ve Toyota arasında elektrikli bir model üretmek için gerçekleşen anlaşma bunlardan sadece birisi. Şirket birleşmeleri de bu maliyeti bölmek için en uygun yöntemlerinden biri. Nitekim Fiat Chrysler uzun süredir bir satın alma/birleşme arayışı içindeydi. Birleşmenin şuan itibariyle gerçekleşmemesi sebebiyle Fiat Chrysler'in farklı satın alma/birleşme seçeneklerini masaya koyacağını söyleyebiliriz.

Fiat-Renault-Nissan Finansal Karşılaştırması

Araç Satış Adetleri(2018)

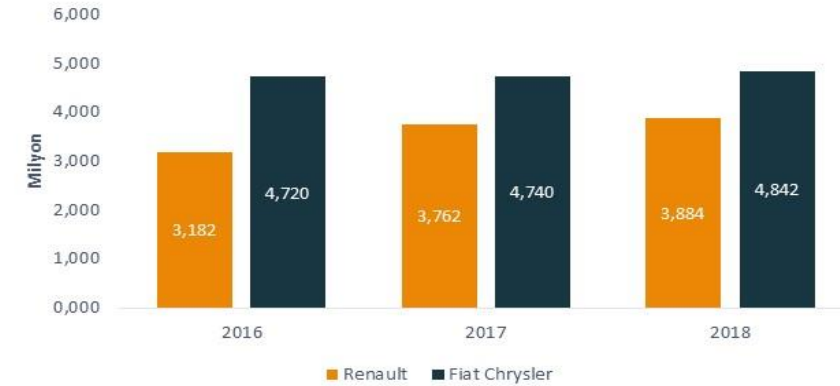


Fiat tarafından duyurulan birleşme teklifinin ölçeğini anlamak için bu üç firmanın finansallarını incelemek faydalı olacaktır. 2018 itibariyle global araç satışlarına baktığımızda Fiat Chrysler-Renault-Nissan toplamda **15,2**

Satışlar



Satılan Araç Adedi

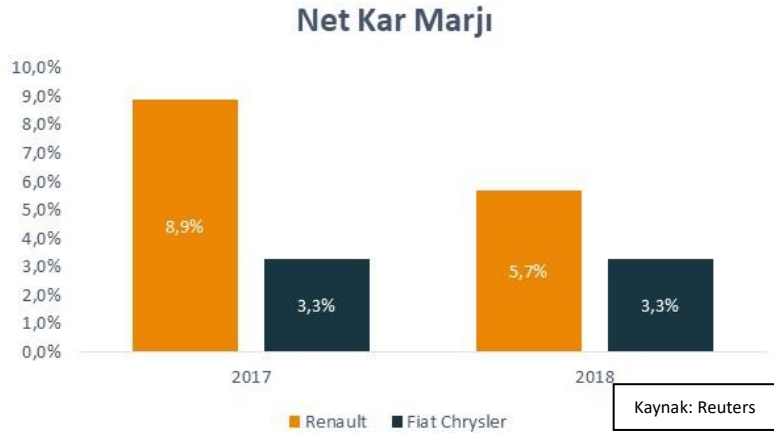


15,2 milyon adet araç satışı gerçekleştirdi. En büyük oyuncu Volkswagen Grubun **10,8 milyon** adet araç sattığını göz önünde bulundurursak birleşme sonucunda Fiat ve Renault'un kayda değer bir rekabet avantajı elde edeceğini söyleyebiliriz.

2016 yılından günümüze Fiat Chrysler ve Renault'un araç satışlarını incelediğimizde Renault'un başarılı bir performans gösterdiğini söyleyebiliriz. Ancak 2018 yılında artan araç satışlarının firma cirolarını olumlu yönde etkileyemediği görünmektedir. Öte yandan Fiat Chrysler'in satışları ufak artışlar göstermiştir.

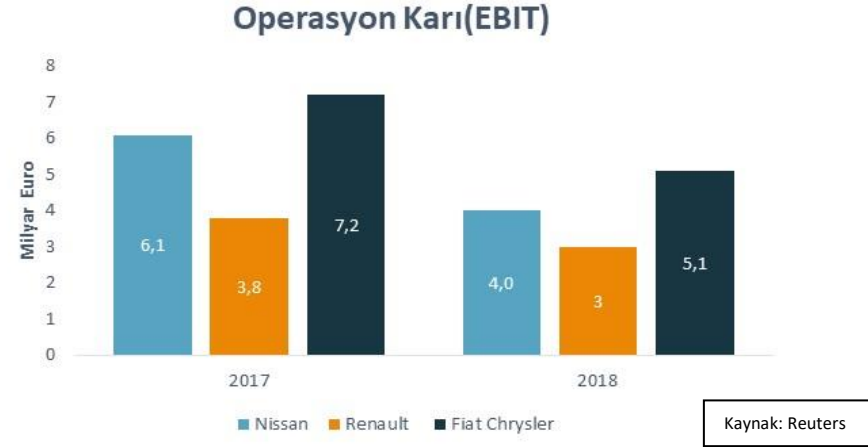
Bahsi geçen satış miktarları birlikte incelendiğinde 2018 yılında **260,1 milyar Euro** ciroya tekabül ediyor. Nissan ve Renault'un 2018 yılında bir önceki yıla göre gösterdikleri düşük performans da iki firmanın gelir yaratmakta sıkıntı çektiğini gösteriyor. Dahası Nisan ayında IMF tarafından yayınlanan Dünya Ekonomik Görünümü raporunda büyümedeki yavaşlama beklentisi araç üreticilerini zorlu günlerin beklediğine işaret ediyor.

Öte yandan Fiat Chrysler ve Renault'un net kar marjlarını incelediğimizde Renault'un başarılı bir performans gösterdiğini söyleyebiliriz. 2017'den 2018'e kar marjında bir düşüş görülse de Fiat'a göre daha fazla karlılık yarattığını söyleyebiliriz.



Kar marjlarındaki azalmanın yanı sıra Nissan, Renault ve Fiat Chrysler'in operasyon karlarında da 2017'ye göre kayda değer bir düşüş

gözlemlenmektedir. Karlılıklardaki düşüşte sektördeki rekabetin artışı ve aktörlerin elektrikli araçlar özelinde karlı bir iş modeli oluşturamamaları önemli bir rol oynuyor. 2019 yılında özellikle Avrupa'da gerçekleşmesi beklenen ekonomik durgunluk bu yıl içerisinde de firmaların baskı altında kalacağına işaret ediyor. Bu da Fiat Chrysler'in birleşme teklifinin arkasında yatan en önemli finansal göstergelerden biri olarak ortaya çıkıyor.



Aşağıdaki tabloda Renault ve Fiat Chrysler'i değerlendirme metrikleri üzerinden karşılaştırdık. Renault yapılan her birim yatırım karşılığında Fiat'a göre daha iyi bir performans gösteriyor. Ancak 2018 yılı itibariyle Renault ciddi bir düşüş gösterirken; Fiat Chrysler'in yatırımlarının geri dönüşü ufak bir artış göstermiştir. Benzer bir şekilde EBITDA çarpanı ve P/E oranı da tabloda gösterilmiştir.

Rasyolar	Renault		Fiat Chrysler	
	2017	2018	2017	2018
ROIC	12,7%	7,7%	6,4%	6,9%
EBITDA Çarpanı(Şirket Değeri-EV)	8,60	7,64	2,54	1,93
P/E(Yıl Sonu)	4,41	4,50	6,40	5,32




Kaynak: Reuters

Birleşmenin Türkiye'ye Etkileri

Bilindiği üzere Fiat Chrysler ve Renault'un Türkiye'de fabrikaları bulunmaktadır. Her iki fabrika da Bursa'da ciddi bir miktarda istihdam sağlamaktadır. Aynı zamanda bu iki firma Türkiye'de otomotiv yan sanayinin gelişimine büyük katkıda bulunmuşlardır. Renault 350 bin otomobil kapasitesine sahip bir fabrikaya sahiptir; Fiat Chrysler 450 bin otomobil üretim kapasiteli bir fabrikaya sahiptir. Fransız ve İtalyan hükümetlerinin istihdam konusundaki katı tutumları bu iki ülkede çalışanların işten çıkarılmalarının mümkün olmayacağını gösteriyor. Öte yandan bahsedilen sinerjinin gerçekleşmesi için operasyon maliyetlerinde bir düşüş sağlanması gerekiyor. Bunun hangi yolla sağlanacağı hakkında detaylara teklifte yer verilmedi. Üretim kapasitesinde bir artışa veya azalışa gidilip gidilmeyeceğini ön görmek ise şuan için çok zor.

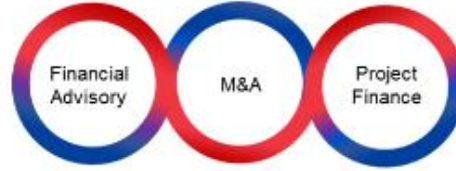
Sonuç

Fiat Chrysler tarafından yapılan teklifin geri çekilmesiyle birlikte kısa vadede birleşmenin gerçekleşmeyeceğini söyleyebiliriz. Ancak ilerleyen yıllarda araç sektörünün durumu göz önünde bulundurulduğunda bir birleşmeyle karşılaşmamız mümkün gözüküyor. Bu bağlamda Fiat Chrysler, Renault ve Nissan'ın finansal bilgilerini incelediğimiz yazımızda birleşme talebinin sebeplerini, içeriğini ve olası sonuçlarını inceledik. Aşağıdaki tabloda üç şirketin finansal bilgilerini detaylı bir şekilde görebilirsiniz.

							
		Nissan		Renault		Fiat Chrysler	
		milyar Euro		milyar Euro		milyar Euro	
		2017	2018	2017	2018	2017	2018
		31.03.2017	31.03.2018	31.12.2017	31.12.2018	31.12.2017	31.12.2018
Büyüme	Satışlar (%)	7,4%	-6,6%	14,6%	-2,2%	-0,1%	4,4%
P/L	Satışlar	98,8	92,3	58,7	57,4	105,7	110,4
	Brüt Kar	19,4	16,5	12,3	12,0	16,0	15,4
	SGA	12,7	11,6	5,8	5,8	7,0	6,6
	Operasyon Karı (EBIT)	6,1	4,0	3,8	3,0	7,2	5,1
	Net Kar	5,6	5,8	5,2	3,3	3,5	3,6
	EBITDA	13,2	11,0	6,9	6,9	12,4	12,6
Karlılık	Brüt Kar Marjı	19,6%	17,9%	21,0%	20,9%	15,1%	13,9%
	EBITDA Marjı	13,4%	11,9%	11,8%	12,0%	11,7%	11,4%
	Net Kar Marjı	5,7%	6,3%	8,9%	5,7%	3,3%	3,3%
Rasyolar	ROIC	6,6%	6,7%	12,7%	7,7%	6,4%	6,9%
	EBITDA Çarpanı(FY)			8,60	7,64	2,54	1,93
	P/E(FY)			4,41	4,50	6,40	5,32

BESFIN

Business Finance



Besfin Financial Services and Consultancy Co.

Tel: +90 212 609 83 50

Faks: +90 212 609 83 49

Eclipse Business Maslak

Akasya Sokak C Blok No:13

Sarıyer/İstanbul

www.besfin.com

Törehan Çağrı Kara
Kurumsal Finans Analisti
torehan.kara@besfin.com



This presentation has been specially prepared by Besfin. The content of the presentation can not be copied and published beyond Besfin's permission. The views and comments covered by the presentation are generally accepted theoretical approaches and their implementation depends on the circumstances. Besfin and its employees can not be hold responsible for any damages arising from direct use of the content of the presentation.

©2019 Besfin Financial Services and Consultancy Co.