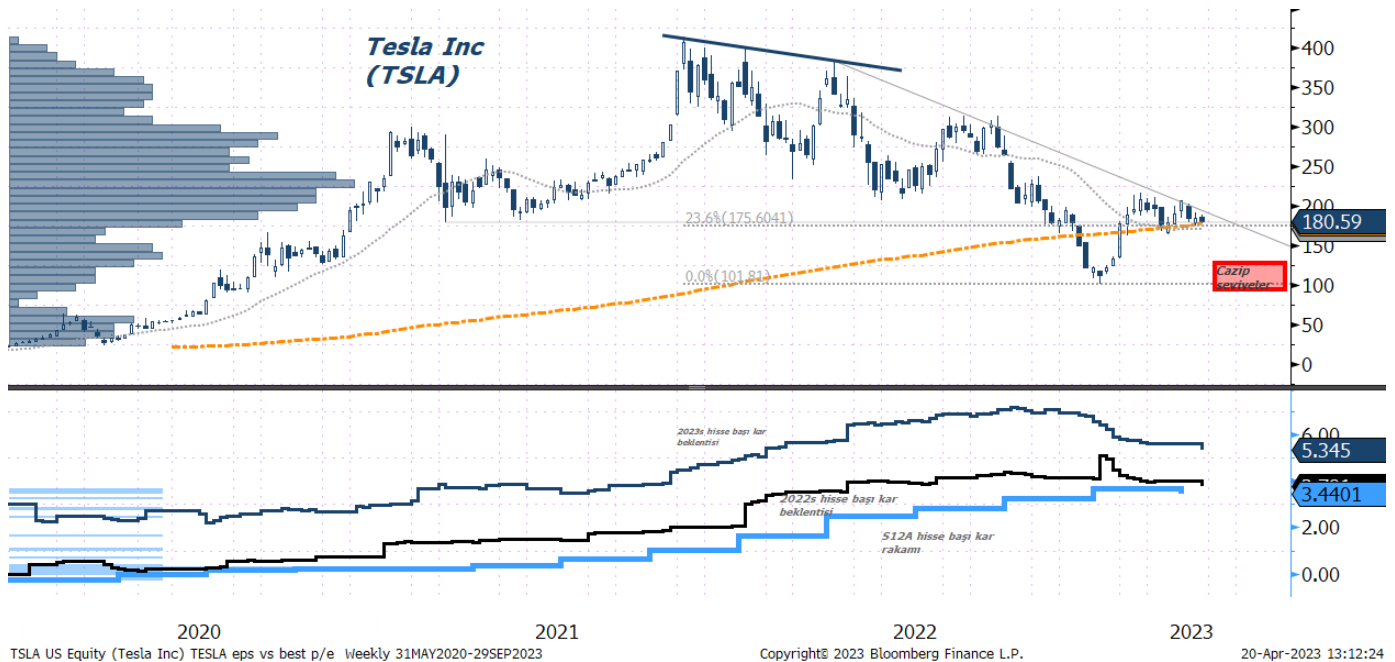


Tesla'da bir miktar geri çekilme cazip alım fırsatları yaratacak...

Tesla'da sene başından bilanço öncesindeki Çarşamba gününe kadar yaşanan %46'lık artış, hisseyi S&P 500 endeksi içerisinde en güçlü performans gösteren ilk 10 hisse arasına sokmuştu. Bu kazanımların önemli kısmı Ocak ayında gerçekleşirken, sonrasında hisse \$200 seviyesi üzerinde tutunmakta zorlandı ve son iki aydır da \$180-\$200 bandına sıkıştı. Burada resesyon kaygıları ve tüketicilerin finansal sağlığının zayıflamaya başlaması ile otomotiv sektörüne yönelik talebin azalacağı beklentileri ve elektrikli araç piyasasında son dönemde rekabetin kızışması, hissede son iki ayda takip ettiğimiz baskının en önemli nedenleri idi. Nitekim Çarşamba gelen kar rakamları sonrasında da bu kaygılar devam etti ve bilanço sonrasında hisse %8 civarında düşüşle \$170 seviyelerine geri çekildi.

Bizim önceki raporumuzda bahsettiğimiz gibi, Tesla için bulduğumuz **makul değer \$165 seviyelerine işaret etmeye devam ediyor** (%50 İNA, %50 çarpan analizi). Bu noktada kısa vade odaklı bir değerlendirme yaptığımızda; endekslerde beklediğimiz geri çekilmeye paralel olarak hissede düzeltmenin devam etmesi ve belki de önümüzdeki dönemde bir miktar aşırıya kaçması beklenebilir. Dolayısıyla hissede bilanço sonrasında yaşanan düşüşlerde sabırlı olmak ve önümüzdeki aylarda \$125 ve altına yaşanabilecek geri çekilmeleri(aşağıdaki grafikte kırmızı ile gösterilen alan) mevcut konjektürde alım fırsatı olarak kullanmak mantıklı olabilir.

Taktiksel olarak aktif alım satım yapan kısa vade odaklı yatırımcılar \$200 üzerindeki fiyat hareketlerinde kar satışına gitmeyi, \$125 altında ise uzun pozisyonları kademeli olarak arttırmayı tercih edebilirler. Uzun vadeli yatırımcılar ise şirketin batarya teknolojisi, otonom sürüş, software ve hardware, batarya üretimi, alanlarında kaydettiği ilerleme ile beraber, geleceğin araçlarını üretme konusunda **giderek etrafına daha sağlam ve geniş bir koruma duvarı ördüğünü** ve entegre bir temiz enerji şirketi olma yolunda kararlı adımlar attığını göz önüne alarak, hisseyi uzun vadede tutmaya devam edebilirler.



Bilanço beklenti altında geldi...

İlk bakışta aşağıdaki olumsuz faktörler bilançoda göze çarpıyor:

- Gerileyen ve %20 altına sarkan brüt kar marjı
- Fiyat kesintilerinin ve baskılanan marjların devam edeceği projeksiyonu
- Satış rakamları üzerine çıkan üretim ile artan envanter seviyesi
- Serbest nakit akımının karbon kredi gelirleri dışarda tutulduğunda eksiye geçmesi
- Beklenti altında kalan hasılat ve hisse başı net kar

Ancak orta vadede şirketin olumlu gidişatında bir değişiklik yok:

Tesla giderek daha çok güven veren, **stabil, iş planını efektif bir şekilde uygulayan, agresif büyüme hedeflerine yaklaşan ve seri üretim kapasitesini hızla genişleterek ölçek ekonomisinin avantajlarını gören bir otomotiv devi** haline geldiğinin, bilançosundaki kırılganlıkların azaldığının, büyüme patikasının sağlıklı ve daha belirgin hale geldiğinin de unutulmaması gerekiyor.

Şirket birinci çeyrekte beklenti altında hisse başına düzeltilmiş kar rakamı(gerçekleşen:\$0,85, beklenti:\$0,86), beklenti altında satış rakamı(gerçekleşen:\$23,33 milyar, beklenti:\$23,35 milyar) açıklarken, satışlar bir önceki senenin aynı dönemine göre %24 büyüdü, düzeltilmiş net kar rakamı ise daralan marjların etkisi ile %22 küçüldü. Burada satılan ortalama araç fiyatındaki gerileme, enflasyon nedeniyle maliyetlerde yaşanan artış ve artan batarya yatırımları etkili oldu. Yaratılan serbest nakit akımı %80 küçülerek \$441 milyon ile \$3,24 milyarlık beklentinin çok altında kaldı. Sermaye harcamaları ise %17 artarken, \$2,07 milyar seviyesine ulaştı ve beklentileri bir hayli aştı.

Tesla Inc (TSLA) Finansallar	Gerçekleşen							S12A	Beklentiler		
	30.09.2021	31.12.2021	31.03.2022	30.06.2022	30.09.2022	31.12.2022	31.03.2023	31.03.2023	30.06.2023	30.09.2023	31.12.2023
Toplam Satışlar	13.757,0	17.719,0	18.756,0	16.934,0	21.454,0	24.318,0	23.329,0	86.035,0	24.540,3	25.975,0	27.314,5
Büyüme YoY	56,8%	64,9%	80,5%	41,6%	55,9%	37,2%	24,4%	38,3%	44,9%	21,1%	12,3%
Brüt Kar	3.660,0	4.847,0	5.460,0	4.234,0	5.382,0	5.777,0	4.511,0	20.905,3	5.032,3	5.466,3	6.116,2
FAVÖK	2.765,0	3.461,0	4.483,0	3.386,0	4.644,0	4.890,0	3.710,0	16.630,0	4.510,0	4.978,8	5.438,7
Büyüme YoY	98,5%	190,1%	269,0%	69,9%	68,0%	41,3%	(17,2%)	(17,2%)	33,2%	7,2%	11,2%
Net Faaliyet Karı (FVÖK)	2.004,0	2.613,0	3.603,0	2.464,0	3.688,0	3.901,0	2.664,0	12.717,0	3.094,9	3.450,4	3.833,0
Net Kar (GAAP)	1.618,0	2.321,0	3.318,0	2.259,0	3.292,0	3.687,0	2.513,0	11.751,0	2.687,4	2.990,0	3.339,3
Hisse başı net kar (GAAP)	0,48	0,68	0,95	0,65	0,95	1,07	0,73	3,40	0,79	0,88	0,97
Büyüme YoY	380,7%	754,2%	633,3%	91,2%	97,9%	56,6%	(23,4%)	38,4%	21,3%	(7,7%)	(9,7%)
Brüt Kar Marjı	26,6%	27,4%	29,1%	25,0%	25,1%	23,8%	19,3%	24,3%	20,5%	21,0%	22,4%
FAVÖK Marjı	20,1%	19,5%	23,9%	20,0%	21,6%	20,1%	15,9%	19,3%	18,4%	19,2%	19,9%
Faaliyet Kar Marjı	14,6%	14,7%	19,2%	14,6%	17,2%	16,0%	11,4%	14,8%	12,6%	13,3%	14,0%
Net Kar Marjı	11,8%	13,1%	17,7%	13,3%	15,3%	15,2%	10,8%	13,7%	11,0%	11,5%	12,2%

Şirketin talebi canlı tutmak için yaptığı indirimler kar marjlarını baskılıyor...

Tesla gelişmesine önderlik ettiği elektrikli araç piyasasında dominant konumunu genişletmek için modellerinde fiyat indirimlerine giderken, bu indirimlerin kar marjlarında yarattığı baskı yatırımcılarda kaygıya neden oluyor. Özellikle ekonomide bir durgunluğun yaklaştığı, tüketim harcamalarının hız kaybettiği, tüketicilerin finansal sağlığının zayıflamaya başladığı ve otomotiv gibi yüksek fiyatlı ürünlere olan talebin azaldığı bir döneme girilirken yapılan fiyat indirimleri ve artan envanter seviyeleri, yatırımcılarda haklı olarak Tesla ürünlerine olan ilgi de azalıyor mu endişeleri uyandırdı. Bu sene araç fiyatlarında 6 kere indirim yapan Tesla'nın son fiyat ayarlaması sonrasında seri üretime geçerek yüksek hacimlere ulaştığı sedan modeli Model 3'ün fiyatı, uzun zaman sonra \$40,000 altına gerilerken, aslında bu hamle şirketin uzun dönem planları dahilindeydi. Tesla'nın en agresif indirime gittiği Model Y aracı ise birinci çeyrekte pick-up 'lar dışarda tutulduğunda en çok satan araç oldu.

Tesla	Mevcut fiyat	Orjinal fiyat	% iskonto
Model 3	\$39.990,00	\$46.990,00	-15,00%
Model Y	\$46.990,00	\$65.990,00	-29,00%
Model S	\$84.990,00	\$104.990,00	-19,00%
Model X	\$94.990,00	\$120.990,00	-21,00%

Ekonomide durgunluk sinyallerinin güçlü gelmesi talebi etkiliyor... Biz ekonomideki döngüsellüğün etkisiyle araç satışlarının bir miktar yavaşlamasını normal karşılıyoruz, bu etkiyi bertaraf etmek ve büyümeyi sağlıklı tutabilmek için şirketin kar marjından bir miktar feragat etmesi de, bu noktada çok endişe yaratacak bir durum değil.

Rekabetçi açıdan mantıklı bir strateji... Daha önemlisi rekabetçi açıdan yaklaştığımızda, Tesla'nın bu hamlesi giderek kızışan elektrikli araç piyasasında rakiplerini zorlamak ve özellikle finansal açıdan kırılgan oyuncuları piyasa dışına itmek anlamında da mantıklı bir adım. Tesla son senelerde ABD, Çin ve Avrupa'da yaptığı fabrikalarla hızla büyüyerek geniş ölçekli bir seri otomotiv üreticisi haline gelmiş ve verimli üretim teknikleri, katma değerli ürünleri ile de sektörde en yüksek brüt kar marjlarından birisine sahip olmuştu.

Piyasanın önemli kırılma noktalarından geçtiği bir ortamda Tesla, bu avantajlarını henüz maliyet yapıları oturmamış ve operasyonel kaldıracı verimli şekilde kullanamayan, dışardan sermaye desteğine ihtiyaç duyan, kar ve nakit akımı yaratamayan ve ölçek ekonomisinden faydalanamayan diğer üreticileri fiyat rekabetine zorlayarak kullanıyor. Tesla'nın ölçeğinin çok gerisinde olan bir çok üreticinin düşürülen fiyatlarla rekabet edememesi, şirketin pazarda daha çok pay almasına ve bu oyuncular üzerinde baskıyı arttırıyor.

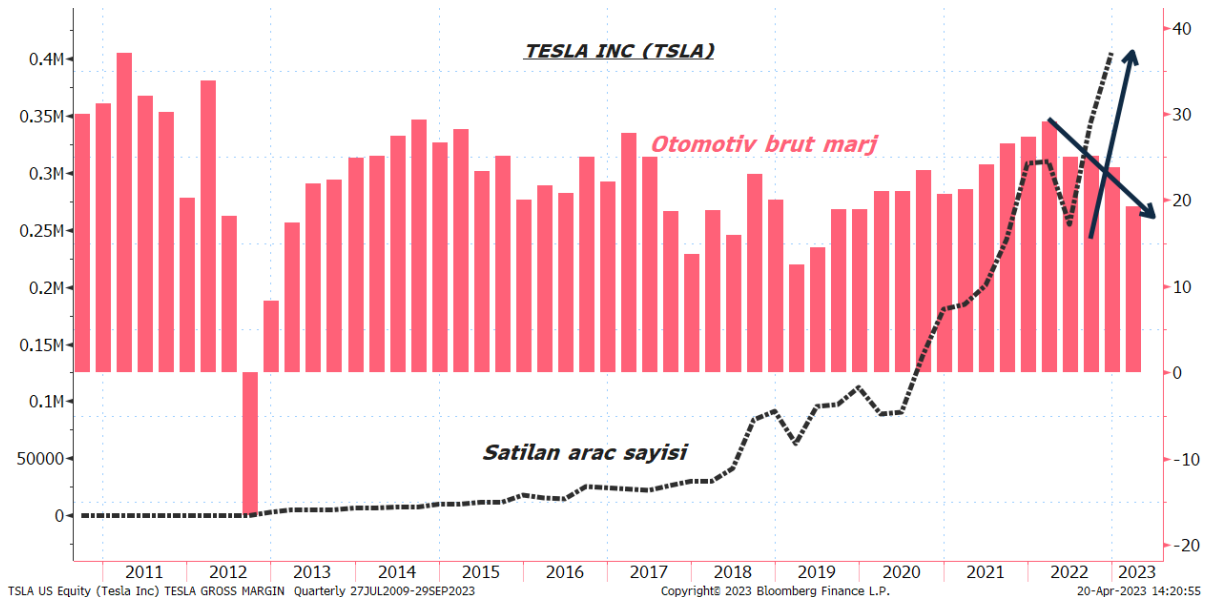
Son dönemde Çin'in önemli lüks elektrikli araç üreticilerinden Nio'nun Tesla ile fiyatta rekabet etmeyeceklerini açıklaması, ABD'de son dönemde ortaya çıkan ve çok önemli yatırımcıların finansal ve stratejik desteğini alan Rivian, Lucid gibi şirketlerin seri üretime geçme konusunda oldukça önemli sıkıntılar çekmeleri ve varlıklarının sorgulanmaya başlaması, bu baskının giderek arttığını gösteriyor.

Marjlarda hala yer var... Tesla'nın brüt marjı her ne kadar son çeyrekte %20 altına sarkmış olsa da, son on ik aylık rakamlara baktığımızda gerek brüt kar marjı, gerekse de operasyonel marjı benzerlerinin oldukça üzerinde ve sağlıklı seviyelerde. Burada şirketin üretim tesislerinde otomasyona ve verimliliğe odaklanmasının yanı sıra, müşterilerinin ürünlerine gösterdiği talep ve bağlılığın yardımı ile fiyatlama gücünün de sağlıklı olması önemli faktörler.

	S12A Brüt Marj	S12A Faaliyet Marjı
TESLA INC	23,13	14,78
GENERAL MOTORS CO	19,04	6,58
FORD MOTOR CO	10,86	3,97
VOLKSWAGEN AG-PREF	18,70	7,97
RENAULT SA	19,93	4,78
TOYOTA MOTOR CORP	17,16	7,20

Dolayısıyla Tesla'nın finansal durumunun da güçlü olduğu göz önüne alındığında, şirketin halen fiyat kesintileri konusunda yeri olduğu görülüyor ve Elon Musk da buna paralel olarak henüz indirimlerin bitmediğini, şirketin maliyetlerini aşağıya çekebildiğini ve pazar payı için fiyat savaşını önümüzdeki dönemde de devam ettireceğini belirtti. **Aslında hisseyi baskılayan en önemli faktörlerden bir tanesi de bu ucu açık fiyat savaşının net kar üzerindeki belirsiz etkisi.**

Envanterdeki artış kaygıları arttırdı... Tesla'nın fiyat kesintilerinin yanı sıra, envanterinin de artmış olması, aslında önemli bir kırmızı bayrak, Musk geçtiğimiz çeyreklerde bunu lojistik sıkıntılara bağlamıştı. Ancak burada stokların verimli yönetilmesi konusunda hoş olmayan bir gidişat var, bu da aslında talep sıkıntısı kaygılarını tetikleyen bir faktör. Tesla ilk çeyrekte 440,000 araç üretirken, 422,000 teslimat yaptı.

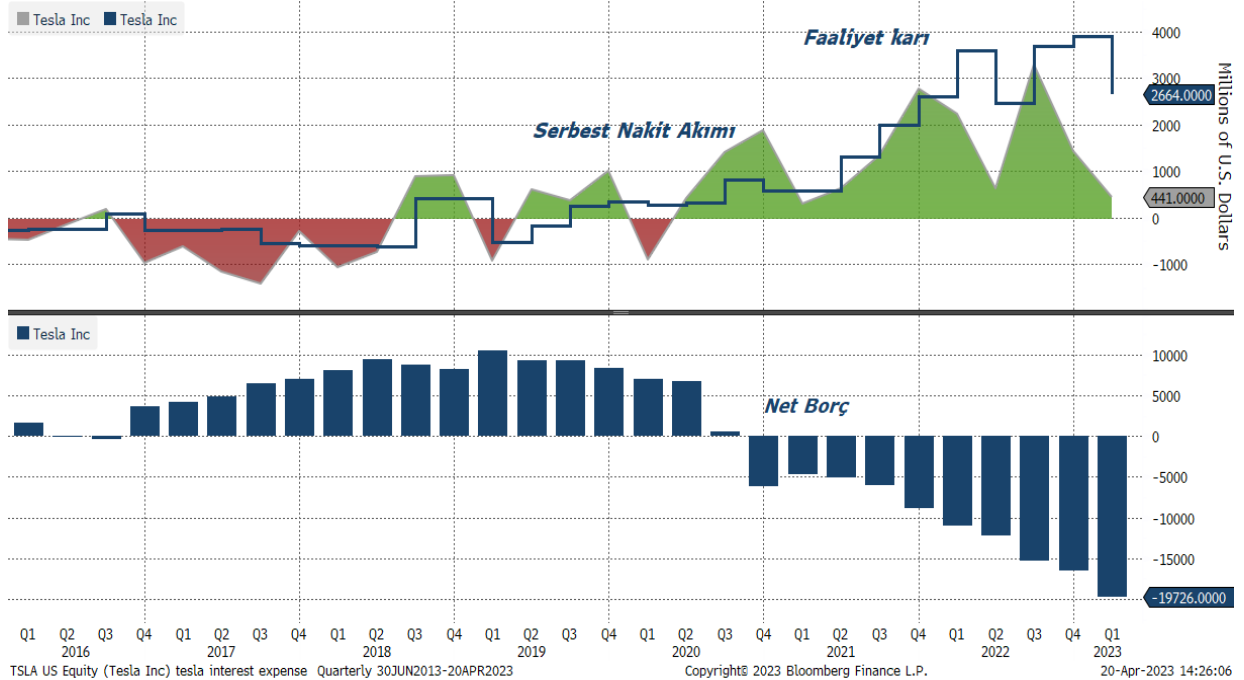


Tesla'nın bu sene 1,8 milyon araç satma hedefi korunurken, üretimde uzun vadeli her sene ortalama %50 büyüme hedefi de devam ediyor. Şirket merakla beklenen başka bir model olan Cybertruck üretiminin de bu sene başlayabileceğine değinmiş olsa da, biz geçmiş deneyimlerden önümüzdeki sene sarkma olasılığının daha yüksek olduğunu düşünüyoruz.

	30.09.2021	31.12.2021	31.03.2022	30.06.2022	30.09.2022	31.12.2022	31.03.2023
Stok devir hızı	7,65	8,16	8,38	7,63	7,08	6,52	6,28
Stok gün sayısı	47,71	44,73	43,57	47,86	51,57	55,99	58,14

Likidite oldukça sağlıklı... Finansal koşulların sıkılaşmaya devam ettiği bir ortamda Tesla'nın güçlü bilançosu ve yatırımlarını fonlamak için dışarıdan kaynaklara bu noktada ihtiyaç duymaması olumlu bir faktör. Şirketin bilançosunda nakit ve benzerleri son çeyrekte \$217 milyon artarak \$22,4 milyara çıktı. Şirketin tuttuğu Bitcoin pozisyonu geçtiğimiz çeyrekte değişmezken 11,900 seviyesinde kaldı.

Son çeyrekte nakit akımında %80 düşüş yaşanması ve \$467 milyondan \$521 milyona çıkan sübvansiyonları (karbon kredileri) çıkarttığımız zaman serbest nakit akışının eksiye geçmesi pek hoş değil. Burada şirketin üretim maliyetlerinin arttığı bir dönemde fiyat indirimlerine gitmesi ve aynı zamanda sermaye harcamalarının da yüksek kalması nakit yaratma kabiliyetini kısıtlıyor. Tesla'nın geçmişte de dönem dönem nakit sıkıntısına girmesinin hatta iflas tehlikesi ile karşılaşmasının en önemli nedeni, Elon Musk'ın her şeyi bir anda ve hızla yapmaya çalışması ve hızlı büyümeyi hazmetmeden yatırımlarına devam etmesinin finansallar üzerinde baskı yaratması diyebiliriz.



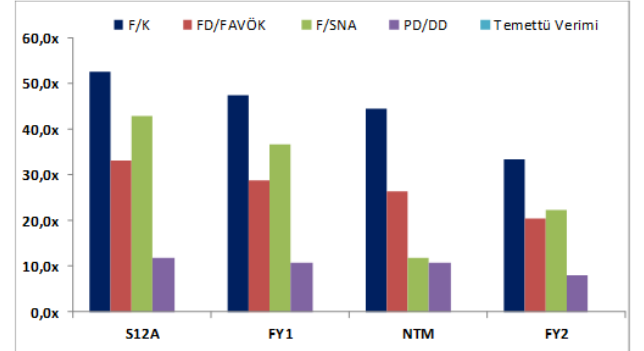
Otomotiv haricinde de büyüme alanları var... Tesla'nın satışlarında otomotiv ve servis halen %93,6 ile en büyük paya sahip olsa da, son çeyrekte hasılatın yaklaşık %6,6'sı çok hızlı büyüyen enerji depolama alanından geldi. Enerji depolama tarafında kurulumlar senelik % 360 artarak 3,9 GW seviyesine ulaşırken, solar tarafta kurulumlar %40 arttı.

Hisse bir miktar pahalı, alım için daha makul giriş seviyeleri ortaya çıkacaktır...

Tesla son on iki aylık kar rakamına göre 52,5x Fiyat/Kazanç, 33x FD/FAVÖK, 6,6x F/Satış çarpanları ile işlem görürken, 2023 sonu beklentilerine göre bu rakamlar sırasıyla: 47x F/K, 28x FD/FAVÖK ve 5,6x F/S. Her ne kadar bu çarpanlar otomotiv sektöründe ve S&P 500 endeksine göre çok pahalı seviyelere işaret etse de, Tesla'nın büyüme potansiyelinin de gerek sektör ortalamasının, gerekse de endeksin çok üzerinde olduğunu unutmamız gerekiyor. Biz ilk sayfada bahsettiğimiz analizimizde şirketin 2023-2025 arasında hasılatının ortalama %37 arttıracağını varsaymıştık ve şirkete 2025 sonu beklentilerimize göre 25x Fiyat/Kazanç ve 3x Fiyat/Satış çarpanı atfetmiştik. Bu noktada hisse, piyasanın 2025 senesi kar ve satış beklentilerine göre; 30x F/K ve 3,7x F/S oranı ile işlem görüyor. Son dönemde tahvil faizlerindeki sert düşüşler ve FED'in sıkı duruşunu uzun süre sürdürmeyeceği beklentileri ile çarpanlarda genişleme yaşanmıştı ancak biz Mayıs ayı ile beraber çarpanlarda tekrar daralma yaşanacağını ve büyüme odaklı hisse senetlerinin bundan en olumsuz etkilenen hisse grubu olacağını düşünüyoruz. **Dolayısıyla biz Tesla hissesine orta ve uzun vadede oldukça olumlu bakmakla beraber, kısa vadede yatırımcıların bir miktar sabırlı davranmalarının doğru olacağını ve hisselerin ilk etapta \$165, sonrasında ise \$125 ve altına kadar geri çekilebileceğini ve bu seviyelerin oldukça cazip uzun vadeli fırsatlar yaratacağını düşünüyoruz.**

	Finansal oranlar			
	S12A	FY1	NTM	FY2
F/K	52,5x	47,3x	44,5x	33,5x
FD/FAVÖK	33,2x	28,7x	26,5x	20,5x
F/SNA	42,9x	36,5x	11,9x	22,2x
PD/DD	11,9x	10,8x	10,7x	8,1x
F/Satış	6,6x	5,6x	5,4x	4,4x
Temettü Verimi	--	--	--	--

Kaynak: Bloomberg



UYARI NOTU:

Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti, yetkili kuruluşlar tarafından kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler ise genel niteliktedir. Bu tavsiyeler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Söz konusu rapor belli bir kişiye veya mali durumları, risk ve getiri tercihleri benzer nitelikteki bir gruba yönelik olarak hazırlanmamıştır. Belirli bir getirisinin sağlanacağına dair herhangi bir vaat veya taahhütte bulunulmamaktadır. Tüm yorum ve tavsiyeler öngörü, tahmin ve fiyat hedeflerinden oluşmaktadır. Zaman içinde piyasa koşullarında meydana gelen değişiklikler nedeniyle söz konusu yorum ve tavsiyelerde değişikliğe gidilebilir. Size uygun olan yatırım araçlarının ve işlemlerin kapsam ve içeriği uygunluk testi neticesinde belirlenir. Uygunluk testi, yatırım kuruluşu tarafından pazarlanan ya da müşteri tarafından talep edilen ürün ya da hizmetin müşteriye uygun olup olmadığının değerlendirilmesi amacıyla, müşterilerin söz konusu ürün veya hizmetin taşıdığı riskleri anlayabilecek bilgi ve tecrübeye sahip olup olmadıklarının tespit edilmesidir. Bu raporda yer alan her türlü bilgi, yorum ve tavsiye uygunluk testi ile tespit edilecek risk grubunuz ve getiri beklentiniz ile uyumlu olmayabilir. Bu nedenle, uygunluk testi neticesinde risk grubunuz tespit edilmeden sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi amaç, bilgi ve tecrübenize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

Burada yer alan bilgi ve veriler, araştırma grubumuz tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan derlenmiş olup, doğrulukları ayrıca araştırılmamıştır. Bu nedenle, bu bilgilerin tam veya doğru olmaması nedeniyle doğabilecek zararlardan Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ve çalışanları sorumlu değildir. Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından farklı bölümlerde istihdam edilen kişilerin veya Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin ortaklarının ve iştiraklerinin bu raporda yer alan tavsiyelerle veya görüşlerle hemfikir olmaması mümkündür. Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ile piyasanın işleyişinden kaynaklanan makul nedenlerden dolayı, Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ortakları, çalışanları, yöneticileri ve bunlarla doğrudan ve dolaylı olarak ilişkileri bulunan istihdam ilişkisi doğuracak bir sözleşme çerçevesinde veya herhangi bir sözleşme olmaksızın çalışan ve tavsiyenin hazırlanmasına katılan tüm gerçek veya tüzel kişiler ile müşterileri arasında önlemeyen çıkar çatışması ve objektifliği etkilemesi muhtemel nitelikte ilişkiler doğabilir. Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş., ortakları veya iştirakleri, Sermaye Piyasası Kurulu tarafından yetkilendirildikleri yatırım hizmetleri ve faaliyetleri ile yan hizmetlerini, bu raporda bahsi geçen şirketlere, muhtelif zamanlarda, sunmayı teklif edebilir veya sunabilir. Muhtelif zamanlarda, Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin, ortaklarını, iştiraklerinin ve işbu kapsamdaki yöneticilerinin, yetkililerinin, çalışanlarının veya temsilcilerinin, doğrudan veya dolaylı olarak, raporda bahsi geçen işlemler, menkul kıymetler veya emtialar üzerinde pozisyonları bulunabilir veya farklı nedenlerle ilgi ve ilişkileri bulunabilir. Söz konusu çıkar çatışması durumlarında Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş., internet sitesinde yer alan Çıkar Çatışması Politikası uyarınca hareket eder. Bu rapor, sadece gönderildiği kişilerin kullanımı içindir. Bu raporun tümü veya bir kısmı Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin yazılı izni olmadan çoğaltılamaz, yayımlanamaz veya üçüncü kişilere gösterilemez, ticari amaçla kullanılamaz.