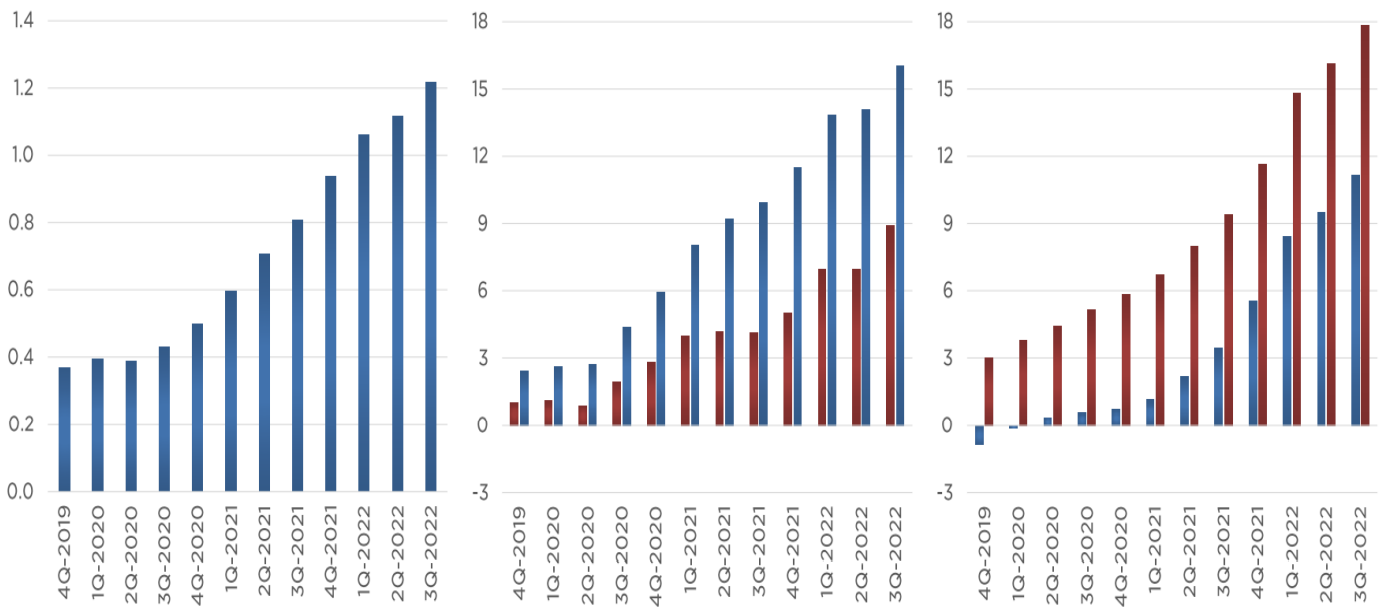


**Tesla**, üçüncü çeyrekte beklenti üzerinde hisse başına kar (gerçekleşen:\$1,05, beklenti:\$1,01), beklenti altında satış rakamı (gerçekleşen:\$21,5 milyar, beklenti:\$22,1 milyar) açıkladı. Şirketin faaliyet marjı üçüncü çeyrekte %17,2 seviyesine çıkarken, \$3,3 milyarı son çeyrekte olmak üzere bu sene toplam \$8,9 milyar serbest nakit yaratmış oldu.

**Net net çok güçlü bir bilanço değil ve ekonomide ve piyasalarda kırılganlığın arttığı bir dönemde, talebe yönelik kaygıların artması ve marjların baskılanması bir miktar hissede kısa vadeli zayıflık yaratabilir.** Tesla'nın içerisinde bulunduğu otomotiv sektörünün döngüsel yapısı dolayısıyla da, resesyon risklerinin arttığı, faizlerin yükseldiği ve tüketicilerin finansal sağlığının zayıflamaya başladığı bir ortamda bir miktar baskı altında kalması şaşırtıcı değil.

**Her ne kadar beklenildiği kadar güçlü bir bilanço gelmese de, uzun vadede Tesla, doğru yolda ilerlemeye ve 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 geliyor.**

Kısa vadede hisse bir miktar piyasa koşullarının da etkisi ile baskı altında kalsa da, önümüzdeki dönemde Cybertruck üretimi, Semi teslimatları, Optimus Robot ve 4680 batarya üretimine yönelik gelişmeler, olası bir hisse geri alım programı, büyüme profiline göre giderek cazip hale gelen değerlemeleri hissede aşağı potansiyeli sınırlı tutacak gelişmeler. Aşağıdaki son on iki aylık grafikler de şirketin zaman içerisindeki iyi yönde gelişimini finansal ve operasyonel açıdan gösteriyor.



**ARAÇ TESLİMATLARI (milyon)**

**Operasyonel nakit akımı (milyar USD)**

**Net Kar (milyar USD)**

Kaynak: Şirket finansalları

**Serbest nakit akımı (milyar USD)**

**Düz. favök (milyar USD)**

**Talebin zayıfladığına dair kaygılar hisseyi baskılayacak en önemli dinamik...** Tesla satış rakamlarındaki hayal kırıklığını lojistik ve üretim problemlerine bağlarken, ürünlerine talep konusunda hiçbir sıkıntı olmadığını ve ürettiği her aracı sattığına ve satmaya da devam edeceğine değindi. Burada **şirketin bir miktar da kendisine koyduğu agresif hedeflerin(%50 senelik büyüme) kurbanı olduğunu görüyoruz ve bu rakamın tutturulamaması olasılığının artması, yatırımcılar tarafından talepte zayıflama mı var soru işaretlerinin sorulmasına neden oluyor.**

- ✓ Her ne kadar elektrikli araçlara global anlamda talep artsa da, son senelerde bir çok dev otomotiv üreticisinin çok sayıda modelle Tesla'ya rakip ürünler çıkarması da talebe yönelik endişelerin yüksek kalmasına neden oluyor. Burada Çin'deki satışları arttırmak için şirketin yaptığı promosyonlar, son dönemde tüketiciler için azalan bekleme süreleri ve üzerine teslimatlarda geride kalınması da kaygıları arttırdı.

**Üretim teslimatın oldukça üzerinde gerçekleşti...** Tesla'nın önümüzdeki bir kaç sene için koyduğu senelik %50 büyüme hedefi devam ederken, özellikle teslimatlar tarafında şirket hedeften şaşmış durumda ve bu sene sonu da muhtemel olarak bu hedef tutturulamayacak. Önceki haftalarda şirket üçüncü çeyrekte rekor sayıda 344,000 araç teslim ettiğini zaten açıklamıştı. Geçtiğimiz sene 936,172 araç teslimatı yapan Tesla için bu sene Musk %50 büyüme hedefini geçeceğini öngörümüştü, bu da 1,4 milyon üzerinde bir rakama tekabül ediyor ki bunun pek mümkün olmayacağı ortaya çıkmış oldu. Tesla bunu lojistik problemlerine bağlarken, genellikle teslimatların çeyrek sonlarında artmasının lojistik konusunda çok ciddi sıkışmalar yarattığına ve bunun da satış rakamlarını aşağıya çektiğine değiniliyor. İlk üç çeyrekte Tesla'nın ürettiği araç sayısı ise 929,910 ve geçtiğimiz aylarda Musk'ın koyduğu 1,5 milyon hedefine ulaşılması da çok kolay görünmüyor. Dolayısıyla hem teslimat, hem de üretim rakamlarında sene sonunda şirketin hedeflerin altında kalabileceği görüşleri yatırımcıların bir miktar morallerini bozdu. Aşağıdaki Bloomberg grafiğinde üretimin teslimatları geçtiği çeyrekler yeşil ile gösterilmiş, burada şirketin son çeyrekte geçmişte olmadığı kadar envanter birikimi yaptığı görülüyor.

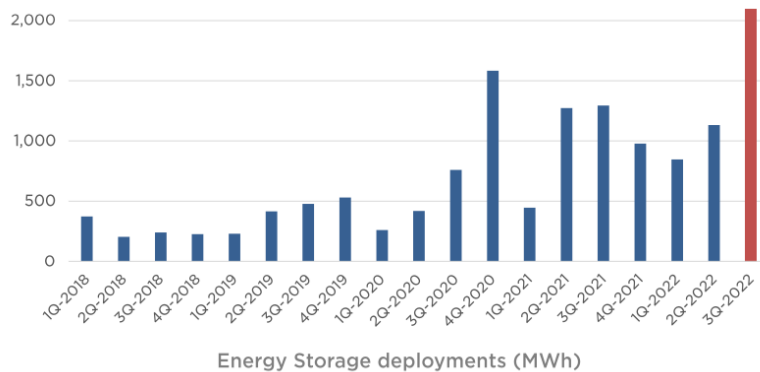


**Marjlardaki baskı dikkat çekiciydi...** Bilançoda satışların bir miktar yavaş kalmasının yanı sıra negatif bir başka unsur bu çeyrek de beklenti altında kalan marjlar oldu. Otomotiv brüt marjları %27,9 ile %28,4'lük beklentinin gerisinde kaldı. Tesla marjlardaki baskının bir nedeni olarak geçtiğimiz çeyrekte de olduğu gibi yeni yapılan ve henüz istenildiği verimliliğe ulaşamayan Austin ve Berlin'deki fabrikalarına bağladı. Hatırlanacağı gibi geçtiğimiz çeyrekte de biz buna negatif bir unsur olarak şu şekilde değinmiştik:

- ✓ “otomotiv brüt marjının bir önceki çeyrekteki %32,9'dan %27,9'a gerilemesi idi. Burada elektrikli araç komponentlerindeki ve batarya metallerindeki artışın etkisi vardı. Önceki dört çeyrekte giderek açılan brüt marjın bir anda sert bir şekilde gerilemesi yatırımcılarda soru işaretleri doğurdu.”
- ✓ Dolayısıyla arka arkaya çeyreklerde marjların geride kalma eğilimi haklı olarak bir üzerinde durulması gereken bir konu ve **yatırımcılarda bunun üretimle alakalı geçici sıkıntılardan çok, ürünün fiyatlama gücü ile alakalı olabileceğinin de sorgulanmasına neden oldu.** Her ne kadar Tesla bunu itiraf etmese de, yukarıda bahsettiğimiz gibi özellikle global bazda bir çok dev üreticinin geriden gelmiş olsalar da, bu sene çok ciddi rekabetçi modellerle Tesla'nın karşısına çıkıyor olmaları da burada önemli bir etmen olabilir. Nitekim ortalama araç satış fiyatında da önceki seneye göre ilerleme olsa da, üçüncü çeyrekte bir önceki çeyreğe göre düşüş var (\$53,500 vs \$55,700)

Tesla ile alakalı kaygı duyulan diğer bir konu da, Twitter'ın Musk'da yaratağı dikkat dağınıklığı ve o taraftaki alım ve yatırımları fonlamak için ek Tesla hissesi satabileceği. Bu sene \$15 milyar üzerinde hisse satışı yapmış olan Musk'ın, satışlara devam etmesi çok şaşırtıcı olmayacaktır. Twitter ile alakalı bir potansiyel sıkıntı da platformun ciddi şekilde dezenformasyona açık olması dolayısıyla politik anlamda Musk için problem yaratma potansiyeli.

**Enerji depolama hızlı büyüyen bir iş kolu...** Tesla'nın gelirlerinde otomotiv halen %87 ile en büyük paya sahip olsa da, çok hızlı büyüyen enerji depolama, solar kurulum gibi alanları da atlamamak gerekiyor. Solar kurulumlar %13 artarak 94 MW seviyesine çıktı önceki çeyreğe göre düşüş olsa da, güçlü bir çeyrekte ve geleceğe dair solar, Tesla için önemli bir başka alan. Enerji depolama özellikle solar enerji kurulumlarının artması ile giderek daha önemli hale gelirken, Tesla bu alanda çok önemli bir oyuncu. Geçtiğimiz çeyrekte enerji depolamada da %62 artışla 2,1 GW seviyesine ulaşıldı. Tesla ayrıca superşarj istasyonlarını da %32 artışla 4,283 seviyesine çıkarttı. Bu alanların Biden'ın IRA planının temiz enerji tarafı için oldukça önemli olduğunu ve Tesla'nın önümüzdeki dönemdeki yatırımlarında burada ciddi vergi avantajları sağlayacağını da unutmamak gerekiyor.



**Güçlü nakit akımı ile hisse geri alım programı başlayabilir...** Tesla'nın giderek daha stabil bir iş planına gitmesinin arkasında ilk senelerde yaşadığı nakit akımı ve fonlama sıkıntılarını da aşması var. Bilançosunda son çeyrekte \$21,1 milyar nakit bulunan ve son dokuz ayda \$8,9 milyar nakit yaratan şirketin, önümüzdeki dönemde hisse geri alımları yapabileceğine de değinildi. Her ne kadar Musk \$5-\$10 milyar arası bir rakamdan bahsetmiş olsa ve bu şirketin piyasa büyüklüğünün çok ufak bir kısmı olsa da, yatırımcılar tarafından bu adım olumlu karşılanacaktır.

**Hisse orta vadede büyüme profiline göre cazip hale gelmeye başladı...** Tesla'nın büyüme ivmesini bu kadar güçlü bir şekilde sürdürmesi çok zor olsa da, şirketin hali hazırda genişlemeye devam eden ve gelecekte dominant olabilecek sektörlerde faaliyet göstermesi ve ürününün tüketici tarafındaki güçlü talebi ve marka bağlılığı göz önüne alındığında, **genişleyen elektirkli araçlar ve enerji depolama pastasından büyük pay almaya devam edebileceğini** ve entegre bir oyuncu olarak bölümler arasında sinerjiler yaratabileceğini düşünüyoruz.

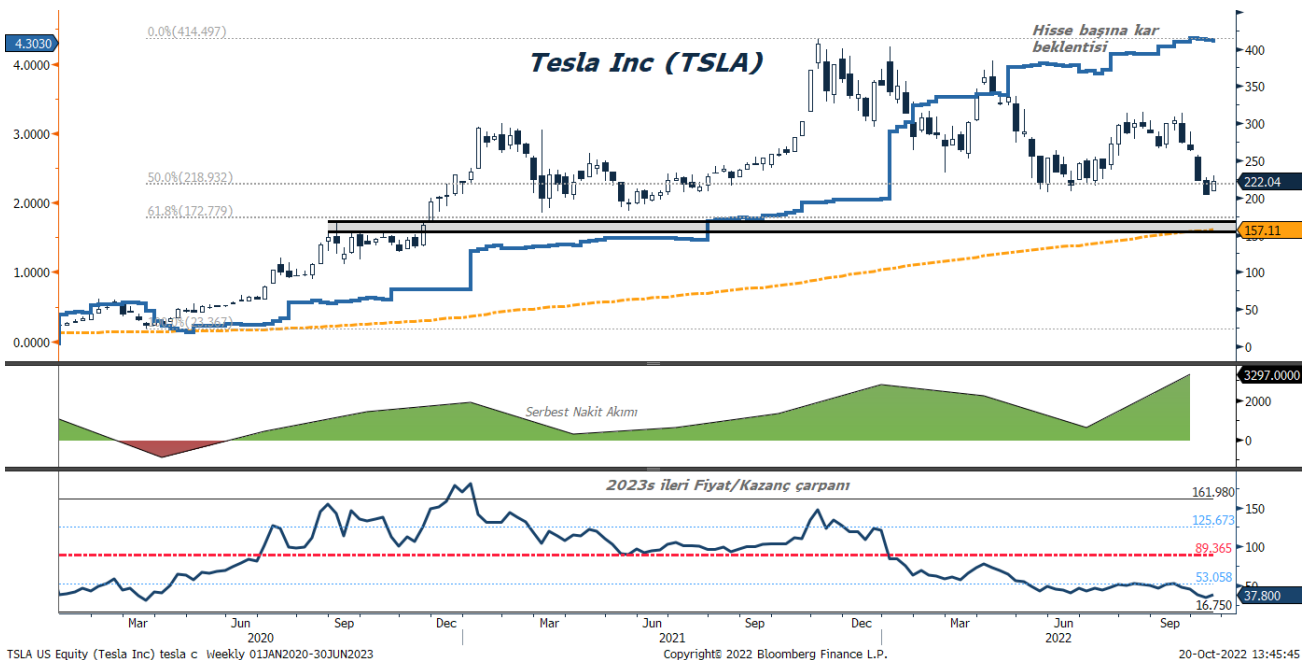
Her ne kadar dönem dönem Elon Musk'ın diğer girişimleri kaynaklı bazı dikkat dağınıklıkları Tesla'yı olumsuz etkilese ve global ekonomide olası bir sert inişin şirketin ürünlerindeki talebe olumsuz yansıma potansiyeli olsa da, biz halen Tesla'nın uzun vadeli büyüme patikasında önemli bir sıkıntı görmüyoruz ve şirketin elektrikli araçlar sektörünü eskisi kadar domine etmese de lider konumunu sürdüreceğini düşünüyoruz. Aynı zamanda **şirketin batarya teknolojisi, batarya üretimi, otonom sürüş, software ve hardware alanlarında da kaydettiği ilerleme ile beraber, geleceğin araçlarını üretme konusunda giderek etrafına daha sağlam ve geniş bir koruma duvarı örme yolunda ilerlediğini görüyoruz. Özellikle batarya teknolojisi ve batarya metallerine ulaşım konusunda** ciddi efor harcayan Musk, bu konuların gelecekte önemli fark yaratacak noktalar olduğuna defalarca değinmişti. Burada şirketin Texas'ta bir lityum hidroksit üretecek rafineri kurmak için de yetkililerle görüştüğünü ve böyle bir fabrikanın gelecekte "para basacağı"na dair Musk'ın açıklamaları olduğunu da not edelim.

<b>TESLA Finansallar</b>					
<i>Milyon USD</i>	2022 - Q3	2021 - Q3	%	2022 - Q2	%
Satışlar					
<i>Otomotiv</i>	18.692	12.057	55,03%	14.602	28,01%
<i>Enerji ve Depolama</i>	1.117	806	38,59%	866	28,98%
<i>Servis ve Diğer</i>	1.645	894	84,00%	1.466	12,21%
<b>Toplam Satışlar</b>	<b>21.454</b>	<b>13.757</b>	<b>55,95%</b>	<b>16.934</b>	<b>26,69%</b>
Satışların Maliyeti	16.072	10.097	59,18%	12.700	26,55%
<b>Brüt Kar</b>	<b>5.382</b>	<b>3.660</b>	<b>47,05%</b>	<b>4.234</b>	<b>27,11%</b>
Faaliyet Giderleri	1.694	1.656	2,29%	1.770	-4,29%
<b>Faaliyet Karı</b>	<b>3.688</b>	<b>2.004</b>	<b>84,03%</b>	<b>2.464</b>	<b>49,68%</b>
Vergi provizyonu	305	223	36,77%	205	48,78%
Azınlıkların payı	39	41	-4,88%	10	290,00%
<b>Net Kar</b>	<b>3.292</b>	<b>1.618</b>	<b>103,46%</b>	<b>2.259</b>	<b>45,73%</b>
<b>Hisse başına net kar</b>	<b>\$1,05</b>	<b>\$0,54</b>	<b>94,44%</b>	<b>\$0,73</b>	<b>43,84%</b>

**Son oniki ayda satışlarını %56 büyüten Tesla'nın büyüme hızının 2023'te %40, 2024 senesinde ise %22'lere gerilemesi fiyatlanıyor**, buna karşılık Musk önümüzdeki bir kaç sene %50'lik üretim artışı hedefini koruyor. Burada piyasa doyuma ulaştıkça ve rekabet kızıştıkça ki son dönemde bunu net bir şekilde görüyoruz, **Tesla'nın otomotiv marjları baskılanacak ve talep bu kadar canlı kalmayacaktır. Ancak yine de yukarıda belirttiğimiz dinamikleri göz önüne alarak, özellikle de şirketin batarya teknolojisi ve otonom sürüş gibi alanlarda rekabetin oldukça ilerisinde olduğunu düşündüğümüzde** Tesla fiyatlanandan daha uzun süre büyüme ivmesini yüksek tutabilir.

**S&P500'deki en büyük beşinci şirket olması** dolayısıyla, Tesla piyasadaki risk iştahına oldukça hassas hareket ediyor. 2022 senesinin genilinde olduğu gibi piyasaların kırılğan olduğu dönemlerde endeks **ETF'lerine ve bazı pasif fonlara gelen satışlardan, hisselerin de fon akımları anlamında olumsuz etkileneceği** göz ardı edilmemeli. Dolayısıyla kısa vadede baktığımızda, piyasalardaki baskının bir miktar daha devam etmesi, Tesla'da \$200 seviyelerine bir geri çekilme yaratabilir. Buna piyasa oyuncularının miyopik bir bakış açısıyla bilançodaki beklenti altında satışları da konu etmesi, baskıyı arttırabilir. Teknik olarak \$200, \$180 ve özellikle de \$160 seviyeleri aşağıdaki önemli destekler.

Temel anlamda biz şirketin büyüme profilini güçlü buluyoruz ve büyüme patikasının fiyatlanandan daha öngörülebilir hale geldiğini düşünüyoruz. Geçmişte gördüğümüz şirketin finansal durumundaki kırılğanlığın da bir hayli azalması ile uç olumsuz senaryolara(likidite krizi) yönelik kuyruk risklerin aşağı çekilmesi de değerlemelere yansıyor. Biz hisselerin 2023 sonu kar beklentilerine göre 30x ileri Fiyat/Kazanç seviyesine geri çekilmesini(FED'in sıkılaştırma politikalarında sona yaklaşmış olsak da çarpanlarda daralama aşırıya kaçabilir ancak dibe yakın olduğumuzu düşünüyoruz) ve bir orta sert iniş senaryosunda olası bir resesyonun kar rakamlarına etkisini göz önüne aldığımızda, \$165-\$175 gibi bir bant aralığını değer anlamında makul olduğunu düşünüyoruz. Dolayısıyla sabırlı yatırımcılar için önümüzdeki dönemde hissede yaşanacak geri çekilmeler cazip fırsatlar sunabilir.



#### 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 getirinin 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, iştiraklerini 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, yayınlanamaz veya üçüncü kişilere gösterilemez, ticari amaçla kullanılamaz.