

Brisa

2 Kasım 2016

Brisa için hedef fiyatımızı 7.0 TL'ye indiriyoruz...

Şirketin üçüncü çeyrekte açıkladığı zayıf sonuçlar sonrası, tahminlerimizde aşağı yönlü revizyona gittik. Hedef fiyatımızı 9.0 TL'den 7.0 TL'ye indirirken, Endekse Paralel Getiri tavsiyemizde değişiklik yapmadık.

Brisa için piyasa beklentisi 3Ç'de 37 milyon TL net kar açıklanması yönüyle; şirket 8 milyon TL zarar açıklamıştı. Böylece şirketin 2016 yılı ilk 9 ayında net karı geçen senenin aynı dönemine göre %60 azalış ile 46 milyon TL seviyesine gerilemiştir. TL bazında ciro geçen seneye göre %11 küçülürken, satış adetleri ise son çeyrekte %6 daralma kaydetmiştir.

Şirket yönetimi zayıf büyümenin arkasındaki sebepler olarak, yüksek bayi stokları nedeniyle yavaşlayan yenileme kanalındaki talep (3Ç: -12%) ve OE segmentinde (araç üreticilerine yapılan lastik satışlarında) yaşanan pazar payı kaybına dikkat çekmiştir.

Zayıf talep nedeniyle maliyet artışlarının fiyatlara tam olarak yansıtılamaması sonucu, 3Ç'de gerçekleşen kar marjları beklentilerin oldukça altında kalmıştır. Faaliyet kar marjında (FAVÖK) geçen seneye göre yaklaşık 13 puan düşüş gözlenmiştir.

Brisa yönetimi yıl içinde yapılan üretim duruşlarının, bazı bayilerdeki stokların eritilmesi için yapılan ürün geri alımlarının ve şüpheli alacak karşılıklarının bu çeyrekte toplam 10 milyon TL civarında bir defaya mahsus olumsuz etki yaptığını kaydetmiştir (yaklaşık 250 baz puan).

Brisa Aksaray'da yapmakta olduğu ve tam olarak faaliyete geçtiğinde yaklaşık %30 kapasite artışı sağlayacak olan yeni fabrika yatırımı için 310 milyon ABD doları kredi sağlamıştır. Bu yatırımın da etkisiyle, şirketin net borcu 3Ç itibarıyla 1,5 milyar TL seviyesine ulaşmıştır. Şirket yeni fabrikasında test üretiminin 2017'nin son çeyreğinde başlamasını beklemektedir. Bu yatırım ile yaratılacak kapasitenin bir kısmının, ekonomi fiyat sınıfında yeni bir markanın yerli üretiminin yapılarak doldurulması ve bu yeni markanın ayrıca ihracat pazarlarında kullanılması planlanmaktadır. Brisa'nın uzun dönemli büyüme potansiyelini beğenmekle birlikte, kısa vadede gözlenecek zayıf karlılık nedeniyle hisse için temkinli görüşümüzü koruyoruz.

BRISA	ENDEKSE PARALEL		
Fiyat (TL)			6.77
Hedef Fiyat (TL)			7.00
Yükseliş Potansiyeli			3%
Piyasa Değeri (\$mn)			685
Günlük Ortalama Hacim (\$mn)			0.7
Net Borç (TLmn)			1,482
FD (TLmn)			3,548
<i>TL mn</i>	2014	2015	2016T
Net Satışlar	1,693	1,802	1,808
% büyüme	13.7%	6.4%	0.3%
VAFÖK	328	352	240
% marj	19.4%	19.5%	13.3%
Net Kar	186	192	95
% marj	11.0%	10.7%	5.3%
Özsermaye Karlılığı (%)	31.8%	30.7%	15.4%
Temettü	151	157	80
% ödeme oranı	81%	82%	84%
% temettü verimi	7.3%	7.6%	3.9%
F/K	11.1	10.7	21.7
FD/VAFÖK	10.8	10.1	14.8
F/DD	3.4	3.2	3.5

Özet Finansallar

GELİR TABLOSU (Milyon TL)	1ç15	2ç15	3ç15	4ç15	1ç16	2ç16	3ç16	Yıllık	Çeyreklik
Satışlar	389	434	459	519	402	463	408	-11%	-12%
Satışların Maliyeti	-284	-305	-318	-333	-275	-303	-317	0%	4%
Brüt Kar	105	129	141	186	127	160	91	-36%	-43%
Faaliyet Giderleri	-71	-85	-77	-87	-91	-104	-73	-6%	-30%
Faaliyet Karı	34	44	64	100	37	56	18	-72%	-68%
Amortisman	22	31	29	29	25	27	10	-65%	-62%
FAVÖK	56	74	93	129	61	82	28	-70%	-66%
Diğer Faaliyet Gelirleri	11	10	20	8	9	15	7		
Yarırım Gelirleri	0	0	0	0	0	0	0		
Finansal Gelir/Giderler	-18	-23	-31	-20	-26	-33	-35		
İştiraklerden Elde Edilen Kar	0	0	0	0	0	0	0		
Vergi Öncesi Kar	27	31	52	88	20	38	-9		
Vergi Gideri	1	3	1	-11	3	-7	1		
Net Kar	28	34	53	76	23	32	-8		
Azınlık Payları	0	0	0	0	0	0	0		
Net Kar (Ana Ortaklık Payları)	28	34	53	76	23	32	-8	-115%	40%
Satış Büyümesi (yıllık)	0.3%	8.8%	8.0%	7.9%	3.3%	6.7%	-11.3%		
Brüt Kar Marjı	27.0%	29.6%	30.8%	35.9%	31.7%	34.5%	22.3%	-848 bps	-1,222 bps
Faaliyet Giderleri (Ciroya Oran)	-18.2%	-19.5%	-16.9%	-16.7%	-22.6%	-22.5%	-17.9%	-102 bps	463 bps
FAVÖK Marjı	14.4%	17.1%	20.2%	24.8%	15.3%	17.8%	6.9%	-1,329 bps	-1,090 bps
Net Kar Marjı	7.2%	7.9%	11.6%	14.7%	5.6%	6.8%	-2.0%	-1,358 bps	-877 bps
Efektif Vergi Oranı	3%	10%	3%	-13%	15%	-17%	-12%		
BİLANÇO (Milyon TL)	1ç15	2ç15	3ç15	4ç15	1ç16	2ç16	3ç16	Yıllık	Çeyreklik
Dönen Varlıklar	1,130	1,191	1,399	1,235	1,291	1,265	1,288	-8%	2%
Nakit ve Benzerleri	10	6	10	61	64	78	67	597%	-14%
Ticari Alacaklar	556	605	713	763	769	763	800	12%	5%
Stoklar	351	358	368	358	391	359	356	-3%	-1%
Diğer	213	222	308	54	67	66	66	-79%	-1%
Duran Varlıklar	657	744	786	891	943	1,063	1,226	56%	15%
Maddi Duran Varlıklar	572	589	615	673	705	806	952	55%	18%
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	42	45	44	48	50	49	47	8%	-4%
Diğer	43	110	127	170	188	208	227	79%	9%
Toplam Varlıklar	1,786	1,935	2,185	2,126	2,235	2,328	2,514	15%	8%
Kısa Vadeli Yükümlülükler	720	796	911	944	1,162	1,188	1,202	32%	1%
Finansal Borç	473	502	595	615	794	848	820	38%	-3%
Ticari Borç	172	215	232	270	246	261	293	27%	13%
Diğer	75	79	85	59	123	79	88	4%	11%
Uzun Vadeli Yükümlülükler	567	608	686	535	594	643	811	18%	26%
Finansal Borç	528	566	642	486	517	550	729	13%	32%
Diğer	39	42	44	49	77	92	82	86%	-11%
Azınlık Payları	0	0	0	0	0	0	0		
Özsermaye	499	531	587	647	478	497	502	-15%	1%
Toplam Yükümlülükler	1,786	1,935	2,185	2,126	2,235	2,328	2,514	15%	8%
Net Broç	991	1,062	1,227	1,040	1,247	1,321	1,482		
Net Borç / FAVÖK	3.25	3.42	3.87	2.96	3.49	3.62	4.93		
İşletme Sermayesi (Ciroya Oran)	43.3%	43.3%	48.2%	47.2%	50.4%	46.7%	48.1%		

Değerleme Yaklaşımı

Değerleme yöntemi olarak çoğunlukla İndirgenmiş Nakit Akımı (İNA) ve Uluslararası Eş Grup Karşılaştırması yöntemleri kullanılırken, Temettü Verimi, Gordon Büyüme Modeli ve Yenileme Değeri metodu da uygun olan durumlarda kullanılmaktadır. Oyak Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin Araştırma Bölümü analistleri, değerlemelerinde tek bir yöntemle bağlı kalabilecekleri gibi; kendi yorumlarına göre, çeşitli ağırlıklandırmalar yaparak birden çok değerlendirme yöntemini de bir arada kullanabilmektedirler. İMKB-100'ün "Beklenen Piyasa Getirisi", araştırma kapsamındaki şirketlerin, halka açıklık oranlarına karşılık gelen piyasa değerleri üzerinden bulunan hedef getirilere göre hesaplanmaktadır. Oyak Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin araştırma kapsamındaki şirketlerin piyasa değeri, yaklaşık olarak İMKB'nin toplam piyasa değerinin %80'ine karşılık gelmektedir.

Derecelendirme Metodolojisi

Oyak Yatırım Menkul Değerler A.Ş, araştırma kapsamındaki her şirketi aşağıdaki kriterlere göre derecelendirmektedir: Bir hissenin hedef değeri, performans dönemimiz olan 12 aylık süre sonunda, analistin ulaşmasını beklediği değeri ifade eder. Hedef getirisi, 12 aylık dönem sonundaki "Beklenen Piyasa Getirisi"nin en az %10 üzerinde olan hisseler ENDEKSİN ÜZERİNDE GETİRİ tavsiyesi verilir. Hedef getirisi "Beklenen Piyasa Getirisi"nin %10'unundan az olan hisseler ENDEKSİN ALTINDA GETİRİ tavsiyesi verilirken; ENDEKSE PARALEL tavsiyesi ise, hedef getirisi ile Beklenen Piyasa Getirisi arasında +/- %10'luk bant içerisinde kalan hisseler verilen öneridir.

Oyak Yatırım Menkul Değerler A.Ş. analistleri, şirketlerle ilgili gelişmelere paralel olarak değerlemelerini gözden geçirir ve gerekli görüldüğü anlarda hisselerle ilgili tavsiyelerini değiştirebilirler. Bununla beraber, bazı zamanlarda, bir hissenin hedef getirisi, fiyatlardaki dalgalanmalara bağlı olarak, öngördüğümüz derecelendirme aralıklarının dışına çıkabilir. Bu gibi durumlarda, analist tavsiyesini değiştirmeyebilir.

Uyarı Metni

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.

Bu raporda yer alan bilgiler OYAK Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin Araştırma Bölümü tarafından bilgi verme amacıyla hazırlanmış olup herhangi bir hisse senedinin alım satımına ilişkin bir teklif içermemektedir. Veriler, güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan alınmıştır. Bu kaynaklardaki hata ve eksikliklerden ve bu bilgilerin ticari amaçlı kullanılmasından doğabilecek zararlardan OYAK Yatırım Menkul Değerler A.Ş. hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. İşbu rapordaki tüm görüş ve tahminler, söz konusu rapor tarihiyle OYAK Yatırım Menkul Değerler A.Ş. Araştırma Bölümü'ne ait olup diğer OYAK Grubu şirketlerinin görüş ve tahminlerini temsil etmemektedir. Bu rapordaki tüm görüş ve bilgiler önceden haber verilmeksizin değiştirilebilir. OYAK Yatırım ve diğer grup şirketleri bu raporda adı geçen şirketlerin hisselerinde pozisyon sahibi olabilir veya işlem yapabilir. Ayrıca, yatırımcılar bu raporda adı geçen şirketlerle OYAK Yatırım ve diğer grup şirketlerinin yatırım bankacılığı ve/veya diğer iş ilişkileri içinde olabileceğini veya bu tür iş fırsatları arayışında olabileceğini kabul ederler.