

BRISA

Gelecek vadediyor

İhracat kaynaklı yüksek satış hacmi, iyileşen marj yapısı ve yatırımlardaki azalma sayesinde güçlü bir nakit akımı yaratma kapasitesine sahip olan Brisa, defansif bir büyüme potansiyeli sunuyor. Ayrıca, önümüzdeki üç yıl içerisinde şirketin kar büyümesinin güçleneceğini ve finansal borçluluğunun da azalacağı görüşündeyiz. Ortaya koyduğu güçlü potansiyeli ve değerlemeyi ele aldığımızda, yatırımcıların Brisa'ya yönelik tutumunun yersiz olduğu görüşündeyiz. Bununla birlikte Brisa'yı GÜÇLÜ AL tavsiyesi ve 10,50 TL hedef fiyat ile değerlendirme kapsamına alıyoruz.

Artan ihracat hacmi ile yurt içi piyasadaki zor koşullar bertaraf ediliyor.

Ekonomik koşullara bağlı olarak, Brisa'nın yenileme pazarına yaptığı satışlarda 2019 yılında yatay bir performans sergilemesini beklemekle birlikte, Bridgestone International'a yaptığı ihracat artışına bağlı olarak toplam ihracat hacminin yıllık bazda %19 büyüyeceğini tahmin ediyoruz. Bununla birlikte toplam hacimde yıllık %8 büyüme öngörüyoruz. Hacim büyümesinin 2020 yılında yıllık bazda %7 olacağını tahmin ediyoruz.

Yüksek yatırım dönemi bitiyor. Brisa, Aksaray fabrikasına 270 milyon dolar yatırımda bulunurken, 4,2 milyon lastik üretim kapasitesine ulaşılabilmesi için 50 milyon dolarlık daha ilave yatırıma ihtiyacı olacak. Bakım ve onarım harcamaları dahil olmak üzere, yatırımların net satışlara oranının 2019'da yaklaşık %4 düzeyinde normalleşmesini ve nakit akımını desteklemesini bekliyoruz.

İhtiyatlı finansal yönetim uygulamaları fark yaratıyor. Brisa, banka kredilerinin vadesi boyunca oluşan kur ve faiz riskini, swap anlaşmaları sayesinde bertaraf etmektedir. Dolayısıyla, Brisa TL'de oluşabilecek değer kayıpları karşısında önemli bir korumaya ve %16 gibi düşük bir ortalama borçlanma maliyetine sahip. Net finansal harcamaların satışlara olan oranının 2019 itibarıyla sert bir şekilde düşüşe geçmesini bekliyoruz. Net borç seviyesinin, 2019 yılında en yüksek seviyesine ulaşmasının ardından, 2020 yılında yüksek nakit yaratımı ve düşük yatırım harcamaları ile birlikte hızla azalacağını öngörüyoruz. Bununla birlikte, 2018'de 3,2 olan net borç/FAVÖK oranının 2019'da 2,6 ve 2020'de 2 seviyesine inmesini bekliyoruz.

Güçlü faaliyet performansı, net kar büyümesini de beraberinde getiriyor.

Yüksek satış hacmi, Aksaray fabrikasının sağladığı katkı ve kauçuk fiyatlarındaki stabil görünüm, faaliyet marjlarını yukarı yönlü destekleyecek olup, 2018–2021 yılları arasında FAVÖK marjının 90 baz puan artmasını ve FAVÖK'ün %24 yıllık bileşik büyüme oranına ulaşmasını bekliyoruz. Öte yandan, Brisa'nın ihtiyatlı finansal yönetim ve devam etmekte olan düşük borçlanma süreci ile birlikte azalan finansal giderlerin yarattığı kaldıraç etkisinden faydalanacağını ve bu durumun kar büyümesini destekleyeceğini tahmin ediyoruz. Düşük baz etkisi ile birlikte 2019 yılında net kar büyümesinin %23 ve önümüzdeki üç yıl boyunca yıllık bileşik büyüme oranının %71 olacağını tahmin ediyoruz.

Tavsiye

GÜÇLÜ AL

Hedef fiyat TL 10.50
Getiri potansiyeli %53

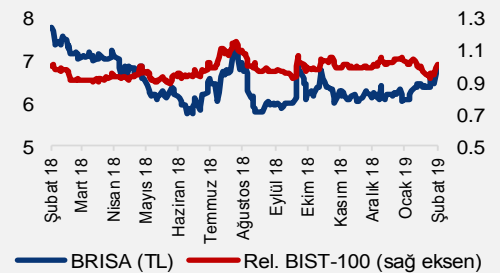
Hisse bilgileri

Hisse Kodu	BRISA TI
Hisse fiyatı (05-Şubat-2019)	6.86
Hisse fiyat aralığı (52 haftalık)	5.8 / 7.8
Piyasa Değeri (TL mn - USD mn)	2,093 - 403
Hisse adedi (mn) & halka açıklık oranı	305.1 - 10%
Ortalama işlem hacmi USD mn	1 Ay 0.4 3 Ay 0.3 12 Ay 0.4

Fiyat performansı	1 Ay	3 Ay	YBB
TL	13%	9%	8%
USD	17%	14%	10%
BIST -100'e göre performans	-2%	2%	-3%

Tahminler (TL mn)	2018T	2019T	2020T
Net satışlar	3,093	4,002	4,937
FAVÖK	503	667	835
Net kâr	94	115	287

Değerleme	2018T	2019T	2020T
F/K	22.3x	18.2x	7.3x
F/DD	2.1x	1.9x	1.6x
FD/FAVÖK	7.4x	5.8x	4.5x
FD/Net satışlar	1.2x	1.0x	0.8x
Temettü verimi	0.0%	0.0%	1.2%



Can Yurtcan

+90 212 355 2678

can.yurtcan@tacirler.com.tr

Ekin Akbaş

+90 212 355 4638

ekin.akbas@tacirler.com.tr

Yatırım Özeti

İhracat kaynaklı yüksek satış hacmi, iyileşen marj yapısı ve yatırımlardaki azalma sayesinde güçlü bir nakit akımı yaratma kapasitesine sahip olan Brisa, defansif bir büyüme potansiyeli sunuyor. Ayrıca, şirketin kar büyümesinin güçleneceğini ve mali borçluluğunun da azalacağı görüşündeyiz. Ortaya koyduğu güçlü potansiyeli ve değerlemeyi ele aldığımızda, Brisa'yı GÜÇLÜ AL tavsiyesi ve 10,50 TL hedef fiyat ile değerlendirme kapsamına alıyoruz.

Artan ihracat hacmi ile yurt içi yenileme piyasasındaki zor koşullar bertaraf ediliyor. Ekonomik koşullara bağlı olarak yenileme pazarının 2019 yılında %3 daralmasını, Brisa'nın ise pazar payını 100 baz puan artışla %32'ye yükseltmesini ve yıllık satış hacminin yatay kalmasını bekliyoruz. Bridgestone International'a yaptığı ihracat artışına bağlı olarak toplam ihracat hacminin yıllık bazda %19 büyüyeceğini tahmin ediyoruz. Bununla birlikte toplam hacimde yıllık %8 büyüme öngörüyoruz. Hacim büyümesinin 2020 yılında yıllık bazda %7 olacağını tahmin ediyoruz.

Faaliyet marjlarında önemli ölçüde iyileşme bekliyoruz. Artan satış hacmi ile Brisa'nın faaliyet kaldıracından daha fazla yararlanacağı görüşündeyiz. Ayrıca, kauçuk fiyatlarındaki durağan görünüm ve faaliyet giderlerinin net satışlara oranındaki gerileme FAVÖK marjına katkıda bulunacak faktörler olarak ön plana çıkıyor. FAVÖK marjının 2019'da yaklaşık 40 baz puanlık artışla %16,7'ye çıkmasını öngörmekle birlikte, 2021 yılına kadar 50 baz puanlık daha artış kaydedileceğini tahmin ediyoruz. Projeksiyonumuz, FAVÖK'ün 2018–2021 yılları arasında %24 oranında yıllık bileşik büyüme kaydedeceğini işaret ediyor.

Yüksek yatırım dönemi bitiyor. Brisa, Aksaray fabrikasına 270 milyon dolar yatırımda bulunurken, 4,2 milyon lastik üretim kapasitesine ulaşılabilmesi için 50 milyon dolarlık daha ilave yatırıma ihtiyacı olacak. Bakım ve onarım harcamaları dahil olmak üzere, yatırımların net satışlara oranının 2019'da yaklaşık %4 düzeyinde normalleşmesini ve nakit yaratımını desteklemesini bekliyoruz.

İhtiyatlı finansal yönetim fark yaratıyor. Brisa, banka kredilerinin vadesi boyunca oluşan kur ve faiz riskini, swap anlaşmaları sayesinde bertaraf etmekte olup, TL'de oluşabilecek değer kayıpları karşısında önemli bir korumaya ve %16 gibi düşük bir ortalama borçlanma maliyetine sahiptir. Brisa'nın 2019 yılında yenileme pazarı ve kapasite artırımı yatırımına yönelik ek net işletme sermayesi ihtiyacını karşılamak amacıyla borçlanacağını tahmin ediyoruz. Net finansal giderlerin satışlara olan oranının 2019 itibarıyla sert bir şekilde düşüşe geçmesini ve net borç seviyesinin ise 2019 yılında en yüksek seviyesine ulaşmasının ardından, 2020 yılında güçlü nakit yaratımı ve düşük yatırımlar ile birlikte hızla azalacağını öngörüyoruz. Bununla birlikte, 2018'de 3,2 olan net borç/FAVÖK oranının 2019'da 2,6 ve 2020'de 2 seviyesine inmesini bekliyoruz.

Güçlü faaliyet performansı, net kar büyümesini de beraberinde getiriyor. Güçlü faaliyet gelir büyümesinin net kar büyümesinin temel destekleyicisi olacağı ve Brisa'nın ihtiyatlı finansal yönetim uygulamaları ile birlikte finansal giderler ve borçluluk seviyesindeki azalmanın da net kar artışına katkıda bulunacağı görüşündeyiz. Düşük baz etkisi ile birlikte 2019 yılında net kar büyümesinin %23 ve önümüzdeki üç yıl boyunca yıllık bileşik büyüme oranının %71 olacağını tahmin ediyoruz. Brisa'nın ayrıca 2020 yılı itibarıyla temettü ödemeye yeniden başlamasını bekliyoruz.

PROJEKSİYONLAR

Bilanço	2016	2017	2018T	2019T	2020T
Nakit ve benzerleri	86	195	257	254	319
Ticari alacaklar	826	755	1,059	1,382	1,704
Stoklar	364	393	602	777	948
Diğer dönen varlıklar	57	58	77	80	89
Dönen varlıklar	1,333	1,401	1,995	2,492	3,060
Finansal yatırımlar	0	0	0	0	0
Maddi duran varlıklar	1,090	1,693	1,809	1,869	1,876
Maddi olmayan duran varlıklar	71	61	61	61	61
Diğer duran varlıklar	343	298	1,492	1,727	1,661
Duran varlıklar	1,504	2,052	3,362	3,657	3,598
Toplam varlıklar	2,836	3,453	5,358	6,149	6,658
Kısa vadeli borçlanmalar	737	408	675	1,035	715
Ticari borçlar	360	588	880	1,146	1,407
Diğer kısa vadeli yükümlülükler	58	81	108	140	173
Kısa vadeli yükümlülükler	1,155	1,076	1,663	2,322	2,294
Uzun vadeli borçlanmalar	1,046	1,622	2,622	2,597	2,842
Diğer uzun vadeli yükümlülükler	65	71	93	140	173
Uzun vadeli yükümlülükler	1,111	1,693	2,715	2,737	3,015
Özkaynaklar	570	683	979	1,091	1,348
Ana ortaklığa ait	570	683	979	1,091	1,348
Kontrol gücü olmayan paylar	0	0	0	0	0
Toplam kaynaklar	2,836	3,453	5,358	6,149	6,658
Net borç, hedging dahil	1,604	1,689	1,625	1,751	1,676
Net işletme sermayesi	829	538	750	952	1,161
Net işletme sermayesi (operasyonel)	830	561	781	1,012	1,245
Yatırılan sermaye	1,989	2,292	2,620	2,882	3,098
Oranlar					
Karlılık					
Özsermaye kârlılığı	%13.0	%15.2	%11.3	%11.1	%23.5
Net kâr	%4.5	%4.1	%3.0	%2.9	%5.8
Aktif devri	0.7x	0.7x	0.7x	0.7x	0.8x
Kaldıraç	4.0x	5.0x	5.3x	5.6x	5.3x
Aktif kârlılığı	%3.2	%3.0	%2.1	%2.0	%4.5
Yatırılan sermaye kârlılığı	%7.5	%8.1	%10.9	%13.7	%16.5
Kaldıraç					
Net borç/toplam varlıklar	%63	%59	%62	%59	%53
Net borç/özsermaye	2.81	2.47	1.66	1.61	1.24
Net borç/FAVÖK	6.49	5.23	3.23	2.62	2.01

Gelir tablosu	2016	2017	2018T	2019T	2020T
Net satışlar	1,766	2,294	3,093	4,002	4,937
Brüt kâr	519	611	782	1,018	1,296
Faaliyet giderleri	352	393	449	546	679
Esas faaliyet kârı	167	218	333	472	617
FAVÖK	247	323	503	667	835
Net diğer gelir	52	40	-15	30	37
Net finansman geliri	-139	-160	-221	-387	-367
Vergi öncesi kâr	80	97	98	115	287
Vergi gideri	0	2	4	0	0
Net kâr	80	95	94	115	287

Nakit akış tablosu	2016	2017	2018T	2019T	2020T
FAVÖK	247	323	503	667	835
Vergi gideri	0	2	4	0	0
Yatırımlar	623	711	169	170	225
İşletme sermayesi değişim	-17	-290	211	202	209
Serbest nakit akışı	-359	-99	118	295	401

Büyüme ve marjlar	2016	2017	2018T	2019T	2020T
Net satışlar	%12.8	%13.2	%11.3	%13.2	%14.7
FAVÖK	%14.7	%9.2	%17.8	%11.3	%17.2
Net kâr	%3.2	%44.4	-%4.6	%16.9	%22.7

Brüt marj	2016	2017	2018T	2019T	2020T
Brüt marj	%29.4	%26.6	%25.3	%25.4	%26.3
Esas faaliyet kâr marjı	%9.4	%9.5	%10.8	%11.8	%12.5
FAVÖK marjı	%14.0	%14.1	%16.3	%16.7	%16.9
Net marj	%4.5	%4.1	%3.0	%2.9	%5.8
Serbest nakit akışı marjı	-%20.3	-%4.3	%3.8	%7.4	%8.1

Hisse başına (TL)	2016	2017	2018T	2019T	2020T
Net kâr	0.26	0.31	0.31	0.38	0.94
Özsermaye	1.87	2.24	3.21	3.58	4.42
Temettü	0.51	0.00	0.00	0.00	0.09

Değerleme	2016	2017	2018T	2019T	2020T
F/K	26.1x	22.0x	22.3x	18.2x	7.3x
F/DD	3.7x	3.1x	2.1x	1.9x	1.6x
FD/FAVOK	15.0x	11.7x	7.4x	5.8x	4.5x
FD/Net satışlar	2.1x	1.6x	1.2x	1.0x	0.8x
Temettü verimi	%7.5	%0.0	%0.0	%0.0	%1.2
Serbest nakit akışı verimi	-%17.2	-%4.7	%5.6	%14.1	%19.2

Kaynak: Tacirler Yatırım Araştırma

* Bütün rakamlar milyon TL olarak ifade edilmiştir.

Yatırım Merkezlerimiz

Genel Müdürlük

Nispetiye Cad. B-3 Blok Kat: 9 Akmerkez
Etiler - İSTANBUL
0 212 355 46 46

Adana

Cemal Paşa Mah. Gazipaşa Bul.
Cemal Uğurlu Apt. Kat: 1 D: 4 ADANA

(0 322) 457 77 55

Ankara

Remzi Oğuz Arık Mah. Tunalı Hilmi Cad.
Yaprak Apt. No: 94 Kat: 2 D: 9
Kavaklıdere Çankaya - ANKARA

(0 312) 435 18 36

Antalya

Şirinyalı Mah. İsmet Gökşen Cad. Özden
Apt. No:82/6 Muratpaşa - ANTALYA

(0 242) 248 45 20

Bakırköy

İstanbul Cad. Bakırköy İş Merkezi No:
6 Kat: 4 D: 14 Bakırköy - İSTANBUL

(0 212) 570 52 59

Bursa

Muradiye Mah. Çekirge Cad. Koçer Apt.
No: 49 Kat: 2 D: 4 Osmangazi - BURSA

(0 224) 225 64 10

Denizli

Urban İş Merkezi 2. Ticari Yol Daire 26
Kat: 6 Bayramyeri - DENİZLİ

(0 258) 265 87 85

Erenköy

Bağdat Cad. Çubukçu Apt. No: 333
Kat: 2 D: 4 Kadıköy - İSTANBUL

(0 216) 348 82 82

Gaziantep

İncilipinar Mah. Gazimuhtarpaşa Bul.
Kepkepzade Park İş Merkezi B Blok No:
18 Kat: 1 D: 5 GAZİANTEP

(0 342) 232 35 35

Girne

Şehit Necati Gürkaya Mevkii Çağdaş Apt.
Kat: 1 D: 1 Girne - KKTC

(0 392) 815 14 54-55-56

İzmir

Şair Eşref Bul. Ragıp Şanlı İş Merkezi
No: 6 Kat: 3 D: 306 Çankaya - İZMİR

(0 232) 445 01 61

İzmit

Hürriyet Cad. Kaya İşhanı No: 39/5 İzmit -
KOCAELİ

(0 262) 323 11 33

İzmit İrtibat

Ömerağa Mah. Alemdar Cad. İ. Kolaylı
Apt. No: 8 Kat: 2 İzmit KOCAELİ

(0 262) 260 01 01

Karadeniz Ereğli

Murtaza Mah. Hamamüstü Sok. İ. Esat
Taneri İş Merkezi No: 19 Kat: 2
Karadeniz Ereğli - ZONGULDAK

(0 372) 316 40 50

Kartal

Üsküdar Cad. Cevat Kayacan Apt. No:
26 Kat: 4 D: 8 Kartal - İSTANBUL

(0 216) 306 22 71 - 306 22 06

Kayseri

Cumhuriyet Mah. Turan Cad. Turan Plaza
Apt. No:8 Kat:2 D:5 Melikgazi / KAYSERİ

(0 352) 221 08 68 - 222 82 51

Mersin

Çankaya Mah. Bahri Ok İş Merkezi B
Blok No: 78 MERSİN

(0 324) 238 11 89

Marmaris İrtibat Bürosu

Kemeraltı Mah. Orgeneral Mustafa
Muğlalı Cad. Güven Apt. No: 22 D: 2
Marmaris / MUĞLA

(0 252) 321 08 00

Akatlar İrtibat Bürosu

Akatlar Mahallesi Ebulula Mardin Cad.
Maya Meridien İş Merkezi No:16 D Blok
Kat:11 Bağımsız Bölüm No:29 Akatlar-
Beşiktaş/İSTANBUL

(0 212) 355 4605

Uyarı Notu

Bu raporda yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmakta olup finansal bilgi ve genel yatırım tavsiyesi kapsamında hazırlanmıştır ve hiçbir şekilde 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.

Yatırım Danışmanlığı hizmeti talep edilmesi halinde; yatırımcının Tacirler Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ile Yatırım Danışmanlığı sözleşmesi imzalamış olması, Yerindelik Testi'ni tamamlamış ve risk grubunun belirlemiş olması zorunludur.

Bu raporda yer alan her türlü bilgi, yorum ve tavsiye uygunluk testi ile tespit edilecek risk grubunuz ve getiri beklentiniz ile uyumlu olmayabilir. Dolayısıyla, uygunluk testi neticesinde risk grubunuz tespit edilmeden sadece burada yer alan bilgilere dayanılarak yatırım kararı verilmesi amaç, bilgi ve tecrübenize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

Bu rapor herhangi bir sürede belirli bir getirinin sağlanacağına dair bir taahhüt içermemekte olup, zaman içerisinde piyasa koşullarında meydana gelen değişiklikler nedeniyle yorum ve tavsiyelerde değişiklikler söz konusu olabilir. Bu raporda bahsedilen yatırım araçlarının fiyatları ve değerleri yatırımcıların menfaatlerine aykırı olarak hareket edebilir ve netice itibarıyla yatırımcılar anaparalarını kaybetme riski ile karşı karşıya kalabilirler. Bu raporda yer alan geçmiş performans verileri gelecekte elde edilecek sonuçların bir garantisi olarak kabul edilemez.

Bu raporda yer alan tüm bilgiler ve görüşler yatırımcıları bilgilendirmek amacıyla, Tacirler Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından güncel ve güvenilir kaynaklardan temin edilmiş olmakla beraber, Tacirler Yatırım Menkul Değerler A.Ş. söz konusu bilgilerin doğru ve tam olduğunu taahhüt etmemektedir. Raporlardaki yorumlardan, bilgilerin tam veya doğru olmaması ve/veya güncellenme nedeniyle doğabilecek maddi ve manevi zararlardan Tacirler Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ve çalışanları sorumlu tutulamaz.

Bu rapor, sadece gönderildiği kişilerin kullanımı içindir. Bu raporun tümü veya bir kısmı Tacirler Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin yazılı izni olmadan çoğaltılamaz, yayımlanamaz veya üçüncü kişilere gösterilemez, ticari amaçla kullanılamaz. Aksi halde, Tacirler Yatırım Menkul Değerler A.Ş. uğramış olduğu bütün zarar ve ziyanı talep etme hakkını saklı tutar.