

Filo Kiralama ve 2. El Araç Satış Sektörü

ESCAR

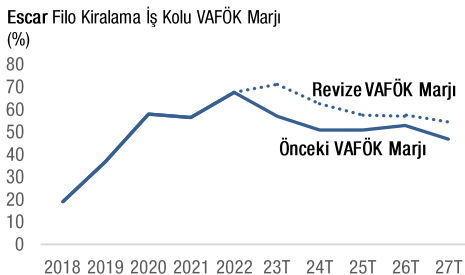
Yüksek karlılık devam edecek

Marjlarda hızlı yükseliş. Seçim öncesi yayınladığımız raporda (31-Mart-2023) kullanılan makro tahminlerimizi yeni açıklanan Orta Vadeli Plan (OVP) ile uyumlu hale getiriyoruz. Önceki tahminlerimiz seçim sonrasında çok daha hızlı bir dezenflasyon beklentisine dayanmaktaydı. Buna göre 2023-2027 döneminde yıllık enflasyonun (TÜFE) ortalama %20 düzeyinde gerçekleşeceğini tahmin etmiştik. Özellikle 2024-2025'te enflasyonun hızla %15 düzeyine inmesini bekliyorduk. Ancak OVP'de açıklanan rakamlara göre enflasyonun %15 düzeylerine inmesi daha uzun bir süre alacaktır. Diğer yandan yine OVP'de ima edilen ortalama kur düzeyi de bizim tahminlerimizin yaklaşık 2 katına karşılık gelmektedir. Bu bilgiler ışığında şirket için yeni yaptığımız VAFÖK marjı projeksiyonlarının 2023T-2027T döneminde önceki tahminlerimize göre yıllık yaklaşık 10 puan daha yüksek gerçekleşmesini bekliyoruz (**Grafik 1**). Marjlarda beklediğimiz yükselişin ilk işaretlerini 2023/2Ç döneminde görmekteyiz. Seçim sonrası hızlı artan kur ve buna bağlı yükselen enflasyon özellikle 2. el araç piyasasında fiyatları hızla yukarı itmiştir. INDICATA on-line araç satış istatistiklerine göre Ocak-Ağustos 2023 döneminde on-line 2. el araç satış endeksi TL bazında %47 artış gösterirken, Escar'ın ortalama 2. el araç birim satış geliri %75 düzeylerine ulaşmıştır. Bunda şirketin filosunda bulunan araç marka portföyünün de etkisi olmuştur. Diğer yandan şirketin yeni yaptığı sözleşmelerde kontrat süresi boyunca marjlarını koruduğu görülmektedir. Bahsettiğimiz dinamikler sonucunda şirketin çeyreklik VAFÖK marjının 2023/2Ç dönemi sonunda bir önceli çeyreğe göre 7 puan artarak %75 düzeyine çıkmıştır. Şirket yönetimi ile yaptığımız görüşmeler ve 2. el araç piyasasındaki gelişmeler ışığında şirketin filo kiralama iş kolunda yılın 2. yarısında ortalama %75 VAFÖK marjını yakalayacağına inanıyoruz. Buna göre 2023T yıl sonu VAFÖK tahminimizi 1,212 mn TL olarak revize ediyoruz (önceki 691 mn TL). Diğer yandan yüksek enflasyon döneminin tahmin ettiğimizden daha uzun sürecek olmasını beklememize rağmen şirketin filo kiralama iş kolunda yıllık ortalama VAFÖK marjlarının 2024'den sonra %55-%60 aralığında gerçekleşmesini bekliyoruz*. Bu beklentimizin ana nedeni 2. el araç satış gelirlerindeki marjların önümüzdeki dönemde ön gördüğümüz kademeli olarak düşüştür.

MINT faaliyetlerine başlıyor. Escar 2022 yılında Kontrolmatik ortaklığı ile elektrikli araç kiralama ve paylaşım teknolojileri konusunda faaliyette bulunmak için Mint Elektrikli Araç Teknolojileri şirketi kurulmuştur. Mint başta İstanbul olmak üzere büyük şehirlerde "küçük elektrikli araçlar"la (tiny electric cars) dakikalık araç kiralama yapacaktır. Mint'in halihazırda Türkiye'de dakikalık araç kiralama alanında faaliyette bulunan önde gelen şirketleri Moov ve TikTak'tan temel farkı araç filosunun tamamen "küçük elektrikli araçlar"dan oluşmasıdır. Mint'in geliştirdiği mobil uygulama ile fiziksel anahtarla gerek duyulmadan tamamen mobil uygulama üzerinden dakikalık kiralama yapılabilecektir. Mint araçlarının elektrik şarj istasyonlarını ve batarya bakım işlerini ise kendi iştiraki olan Teknovus şirketi üstlenecektir. Şirket Temmuz ayında 10 test aracı ile entegrasyon çalışmalarına başlamıştır. Şirket yönetimi MINT'in yeni araç alımı ile Kasım ayında faaliyetlerine başlayacağını belirtmiştir.

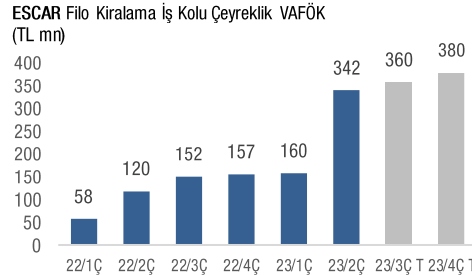
12a hedef fiyatımızı 322 TL'ye yükseltiyor ve AL tavsiyemizi koruyoruz. Yeni makro tahminlerimiz ışığında şirketin önümüzdeki dönemde yüksek karlılığını korumasını bekliyoruz. Diğer yandan MINT operasyonlarının şirketin daha önce açıklanan planlarına uygun şekilde ilerlediğine inanıyoruz. Yeni projeksiyonlarımıza göre hesapladığımız 24T FD/VAFÖK çarpanının 4.3x ile oldukça cazip bir düzeyde olduğuna inanıyoruz. Yeni hedef fiyatımız güncel fiyata göre %74'lük bir getiri potansiyeline işaret etmektedir.

Grafik 1. ESCAR VAFÖK Mark Tahminleri



Kaynak: Şirket verileri, İNTEGRAL Araştırma tahminleri

Grafik 1. ESCAR Çeyreklik VAFÖK Mark Tahminleri



Kaynak: Şirket verileri, İNTEGRAL Araştırma tahminleri

AL

Yeni Hedef Fiyat: 322 TL

Eski Hedef Fiyat: 220 TL

27 Eylül 2023

Şirket Bilgileri

Hisse Kodu	ESCAR
Hisse Öneri	AL
Hedef Fiyat (TL)	322
Hedef Getiri	%74
Hisse Fiyatı (TL)	185.1
52 hafta fiyat aralığı	44-185
Hisse Adedi (mn)	54.3
HAO	%20
Piyasa Değeri (TL mn)	10,051
Piyasa Değeri (USD mn)	369
Özkaynaklar (TL mn)	1,370
Net Borç (TL mn)	695
2022 Temettü Verimi (%)	%2.0

26-09-2023 gün sonu kapanış fiyatı ile

Değerleme Çarpanları

	Güncel*	23T	24T	25T
F/K (x)	15.0	8.5	6.1	3.1
FD/VAFÖK (x)	13.3	8.4	4.3	2.3
F/DD (x)	7.3	5.3	3.3	1.9
F/Satışlar (x)	8.7	5.9	1.8	0.8

Kaynak: İNTEGRAL Araştırma tahminleri, *geçmiş 12 ay

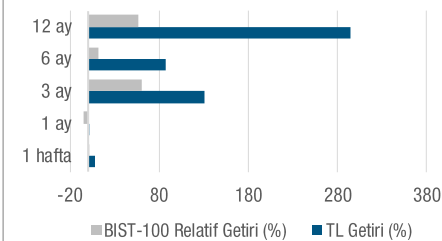
Özet Finansal Tahminler

(TL mn)	2021	2022	23T	24T*
Net Satışlar	452	726	1,699	5,643
VAFÖK	253	491	1,212	2,386
Net Kar	260	454	1,186	1,656
Özkaynaklar	526	1,083	1,913	3,072

Kaynak: İNTEGRAL Araştırma tahminleri

* 2. el on-line araç satış iş kolu (VarMiArtran) yüksek satış hacimli ancak düşük marjlı bir iş koldur. Konsolide satış tahminleri bu iş kolundaki yüksek hacmi yansıtmaktadır.

Fiyat Performansı



İNTEGRAL Araştırma Ekibi

Email: integralanaliz@integralyatirim.com.tr
Tel: +90 (212) 329-8256

Lütfen raporun sonunda yer alan uyarı notunu okuyunuz.

Tablo 1. ESCAR Özet Gelir Tablosu
Gelir Tablosu

(TL mn)	2018	2019	2020	2021	2022	2023T	2024T	2025T	2026T	2026T
Net Satışlar	522	301	312	452	726	1,699	5,643	13,355	22,107	31,940
Satışların Maliyeti	-402	-179	-126	-179	-186	-361	-2,968	-8,382	-14,047	-20,823
Brüt Kar/Zarar	120	123	186	272	540	1,338	2,675	4,973	8,060	11,117
Faaliyet Giderleri	-25	-15	-13	-22	-53	-132	-339	-602	-976	-1,337
Esas Faaliyet Kar/Zarar	95	108	173	250	487	1,206	2,336	4,371	7,084	9,780
Diğer Faaliyetlerden Gelir/Giderler	1	-2	0	3	-3	0	0	0	0	0
Faaliyet Kar/Zararı	96	106	173	253	484	1,206	2,336	4,371	7,084	9,780
Finansman Giderleri	-99	-74	-85	9	-247	-199	-341	-328	-273	-210
Diğer Gelir/Giderler	4	2	8	38	277	400	100	50	50	50
Vergi Öncesi Kar/Zarar	1	34	96	300	514	1,407	2,095	4,093	6,861	9,620
Dönem Vergi Gideri	-1	-8	-17	-39	-61	-222	-439	-889	-1,498	-2,105
Sürdürülen Faaliyetlerden Kar/Zarar	0	26	78	260	454	1,186	1,656	3,204	5,362	7,515
Net Kar/Zarar	0	26	78	260	454	1,186	1,656	3,204	5,362	7,515
VAFÖK	100	112	175	253	491	1,212	2,386	4,520	7,340	10,105
VAFÖK (USD mn)	21	20	25	28	30	55	63	100	148	186

Kaynak: Şirket verileri, İNTEGRAL Araştırma tahminleri

* 2. el on-line araç satış iş kolu (VarMiArtran) yüksek satış hacimli ancak düşük marjlı bir iş koldur. Konsolide satış tahminleri bu iş kolundaki yüksek hacmi yansıtmaktadır.

Tablo 2. ESCAR Özet Değerleme Tablosu

	İNA		Benzer Şirket			
	Hedef Firma Değeri (TL mn)	Oran (%)	24T FD/VAFÖK (x)	Oran (%)	Hedef Firma Değeri (TL mn)	24T VAFÖK (TL mn)
Escar Filo Kiralama	5,300	75	8.8	25	8,455	2,041
Var Mı Artran	1,906	75	9.0	25	1,640	94
MİNT	6,638	100			6,638	281
			Toplam		16,733	2,416

Hedef Firma Değeri (TL mn) 16,733
Net Borç (TL mn) 2,750 >>> 24T sonu
Hedef Şirket Değeri (TL mn) 13,983

Güncel Şirket Değeri (TL mn) 10,051
Hisse Adedi (mn) 54.3
12A Hedef Fiyat (TL) 322

Önceki Hedef Fiyat (TL) 220
Değişim (%) 46

Potansiyel Getiri (%) 74

AOSM

Risksiz Getiri Oranı	22.0%
Beta	0.5
Risk Primi	6.0%
Sermaye Maliyeti	25.0%
Vergi Sonrası Borçlanma Maliyeti	15.0%
Sermayelendirme Oranı	50.0%
Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti	20.0%
Uzun Dönemli Nominal Büyüme Oranı	8.0%

Kaynak: Şirket verileri, İNTEGRAL Araştırma tahminleri

Uyarı 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.

Bu bilgiler ve görüşler önceden haber vermeksizin değiştirilebilir. Integral Yatırım Menkul Değerler A.Ş. bilgilerin ve ifade edilen görüşlerin doğru, eksiksiz ve güncelleştirilmiş olduğuna dair (açıkça ifade edilmiş veya ima edilmiş) hiçbir beyan ve taahhütte bulunmaz. İçerik kesinlikle mali, hukuki, vergi veya diğer konularda bir tavsiye niteliği taşımadığı gibi, tamamen içeriğe dayalı olarak yatırım yapılmamalı veya karar alınmamalıdır. Herhangi bir yatırım konulu karar almadan önce bir uzmandan görüş alınmalıdır.

Sorumluluğun Sınırlandırılması: Integral Yatırım Menkul Değerler A.Ş. herhangi bir sınırlandırma olmaksızın, dolaylı, direkt veya bir fiilin sonucu olarak ortaya çıkan zararlar da dâhil olmak üzere her türlü kayıp ve hasarla ilgili sorumluluk kabul etmez.

Çekince: Bu rapor tarafımızca doğruluğu ve güvenilirliği kabul edilmiş kaynaklar kullanılarak hazırlanmış olup yatırımcılara kendi oluşturacakları yatırım kararlarında yardımcı olmayı hedeflemekte ve herhangi bir yatırım aracını alma veya satma yönünde yatırımcıların kararlarını etkilemeyi amaçlamamaktadır.

Yatırımcıların verecekleri yatırım kararları ile bu raporda bulunan görüş, bilgi ve veriler arasında bir bağlantı kurulamayacağı gibi, söz konusu kararların neticesinde oluşabilecek yanlışlık veya zararlardan kurum çalışanları ile Ulukartal Holding A.Ş. ve Integral Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin herhangi bir sorumluluğu bulunmamaktadır. Bu rapordaki her türlü iç ve dış piyasa tablo ve grafikler, bu konularda resmi hizmet veren yetkili üçüncü kişi kurumlardan elde edilmiş olup, Integral Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından herhangi bir maddi menfaat beklentisi olmaksızın genel anlamda bilgilendirmek amacıyla hazırlanmıştır. Bu raporda bulunan bilgiler belli bir gelirin sağlanmasına yönelik olarak verilmemektedir.