



UBER

Uber de Halka Arz Oluyor!

Geçtiğimiz günlerde Lyft beklenin üstünde bir değerlemeyle (**24 Milyar \$**) halka arz oldu. Yatırımcıların şirketin karlılığı hakkındaki şüpheleri nedeniyle Lyft'in piyasa değeri bu yazının yazılış tarihi itibarıyla **%21** düştü. Lyft'in halka arz değerlemesi yazımızda bu değerlemenin çok yüksek olduğunu vurgulamıştık. Şimdi ise gözler Uber'in geçtiğimiz günlerde yayınlanan prospektüsüne çevrildi. 2009 yılında kurulan Uber nisan ayı içerisinde **90-100 milyar \$** değerlemeyle halka arz olmayı planlıyor. Besfin olarak Uber'in halka arzı öncesi bu iki firmanın finansal bilgilerini karşılaştırdık.

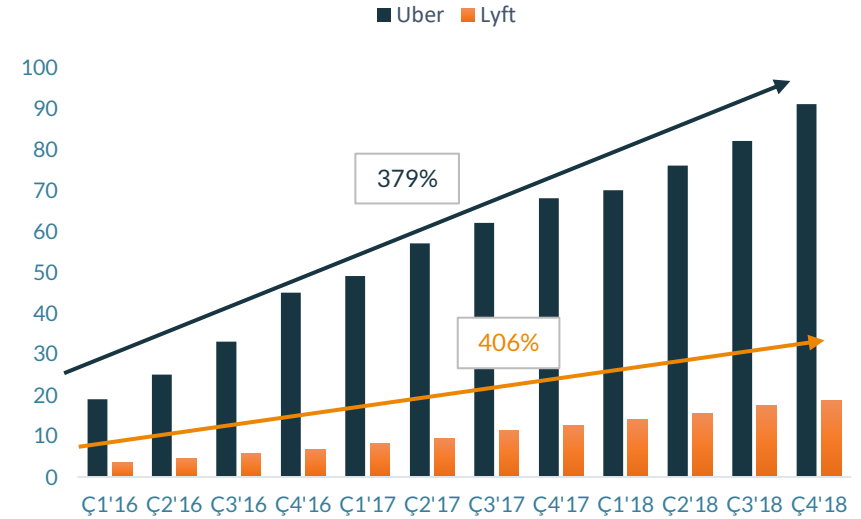
Lyft kendini taşımacılık alanında konumlandırırken Uber hizmetlerinin çeşitliliğine vurgu yapıyor. Uber, iş alanını taşımacılık sektöründen ziyade tüm lojistik hizmetleri kapsayacak bir şekilde genişletiyor. Nitekim, Uber Eats'in elde ettiği başarı bu çeşitliliğin bir vaatten ibaret olmadığını gösteriyor. Aynı zamanda, Lyft kendini Kuzey Amerika bölgesi ile sınırlandırırken Uber tüm dünya üzerinde hizmet sunmayı hedeflediğini belirtiyor. Uber, şu an itibarıyla, Grab ve Didi hisseleriyle Asya'da varlık gösterirken geçtiğimiz günlerde Careem'i satın almasıyla Orta Doğu'da da büyümeyi hedeflediğini gösterdi.

İki firmanın finansal bilgilerini karşılaştırmaya başlamadan önce şu an itibarıyla hiçbir araç paylaşımı firmasının kar elde etmediğini vurgulamamız gerekiyor. Bu da sektörün geleceği konusunda soru işaretlerinin oluşmasına sebebiyet veriyor. Uber, prospektüsünde "Karlılığa hiçbir zaman ulaşamayabiliriz." diyecek kadar ileri gidiyor. Öte yandan araç paylaşım sektörünün kaderini belirleyecek olan otonom araçların ne zaman ticari hale getirilebilecekleri kestirilemiyor. Ancak 2018 yılı içerisinde Lyft'in **300 milyon \$** ve Uber'in **1,5 milyar \$** değerinde **ARGE** harcaması yapması iki firmanın da bu teknolojinin geliştirilmesinde ısrarcı olduklarını gösteriyor

Uber ve Lyft'in Finansal Karşılaştırması

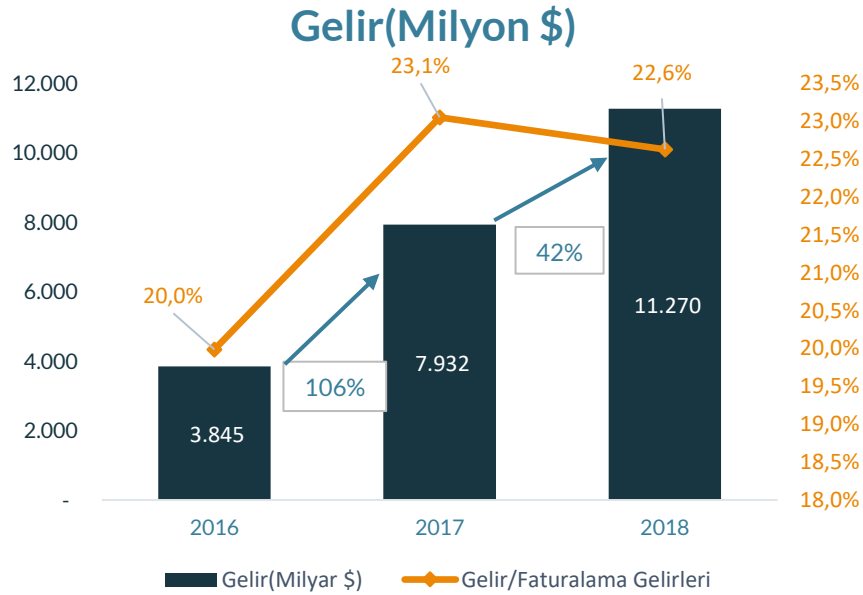
Araç paylaşım sektöründe firmaların kullanıcı sayıları büyük önem arz ediyor. Uygulamanın kullanımının yaygınlaşması hem daha fazla sürücünün bu uygulamayı tercih etmesini hem de kullanıcıların bekleme sürelerinin azalmasını sağlıyor. Ölçek ekonomilerinin araç paylaşımı firmaları için işlediğini söyleyebiliriz. Uber aşağıda gösterildiği üzere bu konuda Lyft'e karşı avantaja sahip. 2018 yılı son çeyreği itibarıyla Uber'in **91 milyon** aktif kullanıcısı bulunurken Lyft **18,6 milyon** aktif kullanıcısıyla Uber'in gerisinde kalıyor. Öte yandan iki firmanın da aktif kullanıcı sayılarını hızlı bir

Aktif Kullanıcı(Milyon)

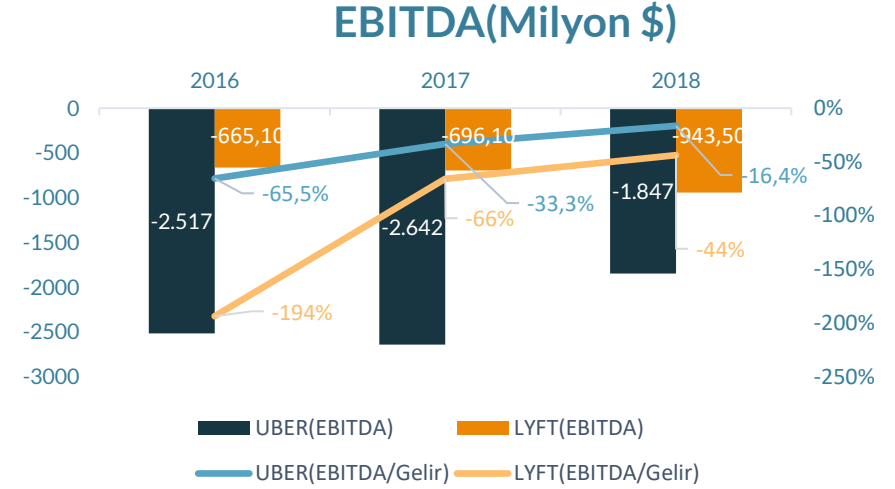


Şekilde arttırmaya devam ettikleri gözlemlenebilir.

Uber'in geçtiğimiz üç yıldaki gelirini incelediğimizde gelirinin yavaşlayan bir yükselme hızıyla arttığını gözlemleyebiliriz. 2018 yılında **11.270 milyar \$** gelir elde eden Uber'in faturalama bedelinden aldığı pay küçük bir düşüş gösteriyor. Farklı bir deyişle Uber'in şoförler karşısında pazarlık gücünün düştüğünü söyleyebiliriz. Bunun sebebi de Kuzey Amerika'da Lyft ile olan rekabetinin artması ve diğer bölgelerde lokal araç paylaşım şirketlerinin güçlenmesidir.



Lyft'in de gelirlerini arttırmak konusunda Uber'e benzer bir performans gösterdiğini göz önünde bulundurursak araç paylaşım marketinin büyümeye devam ettiğini söyleyebiliriz. Artan gelirlerin hem Uber hem de Lyft özelinde kara dönüşmediğini aşağıdaki grafikte gözlemleyebiliriz.

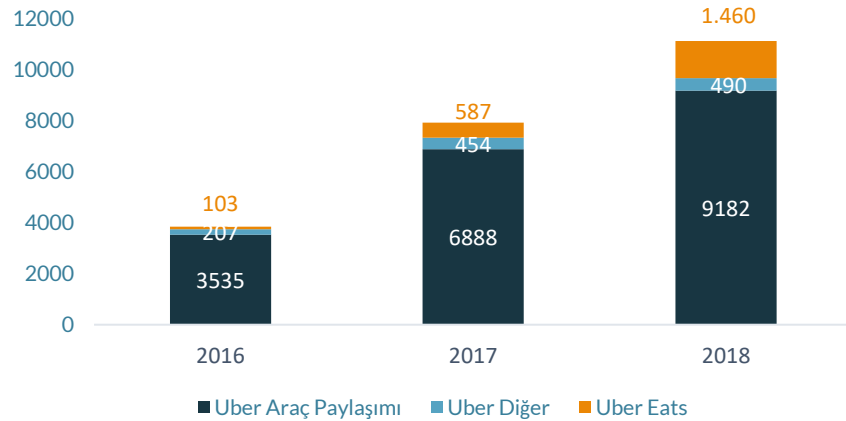


Ancak iki firmanın da zararlarının gelirlerine olan oranı azalma eğilimine devam ediyor. Uber 2018 yılında Lyft'in 2 katı kadar zarar etmesine rağmen zararının gelire karşı oranını **%16,4** seviyesine düşürerek karlılığa geçme ihtimalinin Lyft'e göre daha yüksek olduğunu gösteriyor. Lyft için **%44** olan EBITDA/Gelir oranı şirketin karlılığa geçme konusunda zorlanacağını gösteriyor. Aynı zamanda Lyft'in nakit ihtiyacının Uber'e göre daha yüksek olduğunu söyleyebiliriz. İki firmanın da prospektüsü incelendiğinde 2018 yılında Uber'in diğer gelirler kaleminden yaklaşık **4 milyar \$** gelir yarattığı gözlemleniyor. Tek seferlik böyle bir gelirin Uber'in Güney Doğu Asya piyasasından Grab ile yaptığı anlaşma ile çıkışından sağlandığı gözlemlenebilir. Uber, halk arzı ile hedeflenen **10 milyar \$** fonu da elde ederse yakın zamanda bir iflasla karşılaşması olası gözüküyor. Uber'in bilanço verileri incelendiğinde de bu durum ortaya çıkıyor.

Konsolide Bilanço(Bin Dolar)	Ara.17	Ara.18
Nakit ve Nakit Benzerleri	4.393	6.406
Toplam Varlıklar	15.426	23.988
Toplam Yükümlülükler	11.773	17.196
İtfa İmtiyazlı Hisse Senetleri	12.210	14.177
Geçmiş Yıllar Zararları	-8.874	-7.865
Özkaynaklar	-8.557	-7.385

Uber'in değerlemesi yapılırken araç paylaşımının yanı sıra faaliyet gösterdiği diğer alanların da göz önünde bulundurulması gerekiyor. Bunların başında 2016 yılında faaliyete geçen Uber Eats bulunuyor. Aşağıdaki grafikte Uber'in gelirinin dağılımını görebilirsiniz.

Gelirin Dağılımı(Milyon \$)



Uber Eats'in gelirdeki payı 2018 itibariyle **%13** düzeyinde olmasına rağmen geçmiş yıllara göre hızlı bir artış gösteriyor. Dolayısıyla Uber Eats'in

beklenen büyüme ve karlılık performansı da Uber'in değerlenmesinde önemli bir rol oynayacaktır. Lyft'in sadece ulaşım sektörüne odaklanması bu iki firma arasında bire bir karşılaştırma yapılmasına engel oluyor. Aynı zamanda Uber'in dünyanın birçok ülkesinde faaliyet göstermesi bu iki firmanın karşılaştırılmasını zorlaştırıyor. Örneğin, Çin pazarında kullanıcı başına elde edilen gelir Amerika pazarına göre çok daha düşük oluyor.

Değerleme Analizi

Uber'in değerlemesi yapılırken finansal verilerin yanı sıra riskler ve beklentiler de önemli bir rol oynuyor. Uber, 2017 yılında şirket içi skandallar dolayısıyla medyada olumsuz bir şekilde yer buldu. Yıl içerisinde Lyft bunu bir avantaja çevirerek Uber karşısında Amerika pazarında market payı kazandı. Müşteriler kolaylıkla rakip firmaların hizmetini kullanabilmektedir. Bu nedenle araç paylaşım firmaları için marka değerinin çok önemli olduğunu söyleyebiliriz. Tüm bu değişkenler Uber'in değerlemesini gittikçe zor bir hale getiriyor. Lyft'in halka arzının ardından yaşadığı yüksek volatilite hem araç paylaşımı sektöründe halka arz edilen ilk firma olmasıyla hem de sektörde bulunan firmaların doğru bir şekilde değerlemenin çok güç olmasından kaynaklanıyor.

Uber için bir değerlendirme tahmininde bulunmak için en sağlıklı kaynağın geçtiğimiz haftalarda Lyft'in borsada gösterdiği performansın olduğunu düşünüyoruz. Aşağıdaki tabloda Lyft'in halka arz fiyatı, Uber'in piyasada bahsi geçen fiyatı ve Lyft'in 12 Nisan itibariyle piyasa değeri bulunmaktadır. Uber ve Lyft çarpıcı olarak ikiye ayrışıyor. Lyft faturalama ücretinden alınan payda görüleceği üzere Uber'den daha iyi bir performans gösteriyor. Ancak Lyft her 100\$'lık faturalama başına 11.50\$ zarar ederken Uber bu rakamın yarısı kadar zarar ediyor. Uber'in karlılığa ulaşmasının Lyft'e göre daha olası olduğu gözüküyor. Öte yandan Uber brüt faturalama değerinin daha düşük bir kısmını gelire çevirebiliyor. Uber her kesilen faturanın **22,6%**'sini gelire çevirirken Lyft için ise bu oran **26,8%** seviyesinde.

Şirket	Brüt Faturalama Gelirler	Operasyon Karı	.KS(Ç4'18-Milyar	Fiyat	Fiyat/Fatura	Fiyat/Gelir	Fiyat/Kullanıcı(\$)	
Lyft (IPO)	\$8,05	\$2,16	(-)\$0,98	18,6	\$24,00	2,98	11,13	\$1.290,32
Uber (Prospektüs)	\$49,80	\$11,27	(-)\$3,03	91	\$100,00	2,01	8,87	\$1.098,90
Lyft (12.04.19)	\$8,05	\$2,16	(-)\$0,98	18,6	\$20,00	2,51	9,37	\$1,086,02

AKS: Aktif Kullanıcı Sayısı

Lyft ile karşılaştırmalı olarak Uber'i değerlersek "Fiyat/Gelir", "Fiyat/ Brüt Faturalama" ve "Fiyat/Kullanıcı" oranlarını göz önünde bulundurabiliriz. Yukarıdaki tabloda **100 milyar \$** değerlemeyle elde ettiğimiz rakamlarda kullanıcı başına düşen miktar Lyft'in 12 Nisan itibariyle piyasa değeri üzerinden yapılan hesaplama büyük benzerlik göstermektedir. Lyft'in halka arzından önce Uber için konuşulan **120 milyar \$** düzeyindeki değerlemenin şuan için pek de geçerli olmadığını söyleyebiliriz. Eğer Fiyat/Fatura katsayısı ile bir değerlendirme yaparsak Uber için **125 milyar \$** civarında bir değer elde ediyoruz. Ancak Uber'in brüt faturalamalardan aldığı payın daha düşük olduğunu göz önünde bulundurduğumuzda doğru bir sonuca ulaşmıyoruz. Öte yanda Fiyat/Gelir üzerinden yapılan bir değerlemede yine **100 milyar \$** civarında bir fiyat elde ediyoruz. Lyft'in aşağı yönlü fiyat hareketinin devam etme ihtimali çok yüksek gözüküyor. Dolayısıyla Uber'in **100 milyar \$** veya daha düşük bir değerlendirmeyle piyasaya sürüleceği tahmininde bulunabiliriz. Sonuç olarak, Uber'in değerlemesinde Lyft'in Nisan ayı içerisindeki hisse performansı çok önemli bir etken olacaktır. Ayrıca yatırımcıların Uber'in araç paylaşımı dışındaki iş alanlarındaki performansına vereceği önem de Uber'in değerlemesinde bir farklılaşmaya sebebiyet verebilir.

BESFiW

Business Finance



Besfin Financial Services and Consultancy Co.

Tel: +90 212 609 83 50

Faks: +90 212 609 83 49

Eclipse Business Maslak

Akasya Sokak C Blok No:13

Sarıyer/İstanbul

www.besfin.com

Törehan Çağrı Kara
Kurumsal Finans Analisti
torehan.kara@besfin.com



This presentation has been specially prepared by Besfin. The content of the presentation can not be copied and published beyond Besfin's permission. The views and comments covered by the presentation are generally accepted theoretical approaches and their implementation depends on the circumstances. Besfin and its employees can not be hold responsible for any damages arising from direct use of the content of the presentation.

©2019 Besfin Financial Services and Consultancy Co.

BESFiW