

TEKNOSA (TKNSA TI/TKNSA.IS)

AL

Büyüme Hikayesi Devam Ediyor...

- Teknosa için 2014 ciro tahminimizi %5 arttırarak 3,858 mn TL'ye ve net kar tahminimizi 18% yükselterek 82 mn TL'ye revize ettik.
- Teknosa konsolidasyon ile birlikte hafifleyen rekabet ortamından faydalanacak.
- Teknosa için 12 aylık temettü hariç 14.70 TL hedef fiyat ve %34 yükselme potansiyeli ile "AL" tavsiyemizi koruyoruz.

Büyük resimde değişiklik yok. Konsolidasyon devam ediyor...

Teknosa herhangi bir rakibini satın almamış olsa da, pazarda yaşanan konsolidasyondan olumlu etkilenecek. Oyuncuların karlılığa odaklanmaya başlamaları ile hafifleyen bir fiyat rekabeti göreceğimizi düşünüyoruz. TSS (Technology SuperStores) satış kanalının toplam pazardaki payının artmaya devam edeceğini ve Teknosa'nın bu durumdan faydalanacağını düşünüyoruz.

Şirketin iddialı hedefler pazardaki konumlanması ile uyumlu... Açık

farkla pazar lideri olan Teknosa 2014 yılında internet gelirlerini iki kattan fazla arttırmayı ve faaliyetler zayıf yada hiç olmadığı bölgelerde büyümeyi planlıyor. Şirket 2014 müşteri sayısında daha yavaş bir büyüme beklerken yabancı para birimleri karşısında değer kaybeden TL sebebi ile daha hızlı büyüyen fiyatlar beklemekte.

Güçlü finansal yapı ve cazip değerlendirme... Şirketin borçsuz bilanço

yapısı, net nakit pozisyonu (4Ç13 itibarıyla 320 mn TL) ve güçlü nakit üretme kapasitesi organik ve inorganik büyümeyi destekleyecektir. 2014 yılı için 15,6x F/K çarpanıyla işlem gören hisse ululararası benzerlerine göre %20 iskontolu bulunmaktadır.

Finansallar, mn TL	2011	2012	2013	2014T	2015T
Net Satışlar	1,670	2,330	2,957	3,858	4,437
Büyüme	29%	40%	27%	30%	15%
FAVÖK	107	124	112	147	175
Net Kar	50	50	57	82	100
FAVÖK Marjı	6.4%	5.3%	3.8%	3.8%	3.9%
Net Marjı	3.0%	2.2%	1.9%	2.1%	2.3%
Temettü Verimliliği	0.0%	0.0%	3.4%	4.9%	6.1%
FD/FAVÖK	8.9x	7.7x	8.5x	6.5x	5.4x
F/K	25.3x	25.2x	22.4x	15.6x	12.7x

Kaynak: Ata Yatırım

Ender Kaynar

ekaynar@atainvest.com

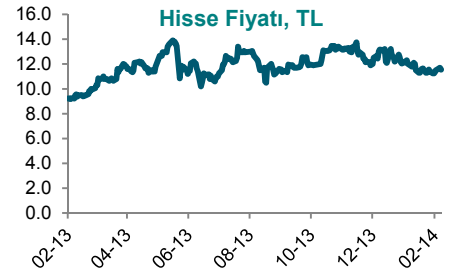
+90 (212) 310 64 52

Değerleme

Hisse Fiyatı, TL	11.55
12 Aylık Hedef Hisse Fiyatı, TL	14.70
Beklenen Temettü Verimliliği	3%
Beklenen Hisse Fiyatı Artışı	31%
Toplam Yükselme Potansiyeli	34%

Hisse Veri

Piyasa Değeri, mn TL	1,271
Piyasa Değeri, mn ABD\$	583
Girişim Değeri, TL mn	951
Halka Açıklık, %	11%
Günlük Ort. Hacim, mn TL	2.2



Hisse Perf.	1 Ay	3 Ay	1 Yıl
Mutlak Getiri	-3%	-13%	25%
İMKB100'e göre	-1%	2%	52%

Gelir Tablosu (mn TL)	2011	2012	2013	2014T	2015T
Operasyonel gelirler	1,670	2,330	2,957	3,858	4,437
FAVÖK	107	124	112	147	175
Amortisman	-22	-25	-32	-37	-43
Faaliyet Karı	85	99	79	109	132
Diğer Gelir ve Giderler, Net	26	22	-21	-31	-35
Finansal Gelir ve Giderler, Net	-25	-34	-9	-7	-7
Vergi Öncesi Kar	60	65	70	102	125
Net Kar	50	50	57	82	100

Bilanço (mn TL)	2011	2012	2013	2014T	2015T
Nakit ve Nakit Benzerleri	187	355	320	265	304
Ticari Alacaklar	29	44	39	58	67
Stoklar	261	467	512	668	770
Maddi Duran Varlıklar	85	103	129	154	174
Diğer Varlıklar	43	40	56	75	80
Toplam Varlıklar	604	1,010	1,056	1,220	1,394
Finansal Borçlar	0	0	0	0	0
Ticari Borçlar	429	758	738	858	990
Diğer Borçlar	30	56	65	71	76
Özsermaye	146	196	253	291	328
Net Borç	-187	-355	-320	-265	-304

Özet Nakit Akımları (mn TL)	2011	2012	2013	2014T	2015T
Vergi ve Azınlık Payları Öncesi Kar	60	65	70	102	125
Amortisman	20	23	29	36	41
Çalışma Sermayesindeki Değişim	-78	-102	46	70	-20
Vergiler	-9	-14	-14	-20	-25
Yatırım Harcamaları	-32	-45	-56	-60	-60
Temettü ödemeleri	0	0	0	-44	-63
Borçlanmadaki Değişim	0	0	0	0	0
Diğer Nakit Giriş/Çıkış	3	37	-18	1	1
Yıl Boyunca Yaratılan Nakit	119	169	-35	-55	39
Yıl Sonunda Nakit Mevcudu	187	355	320	265	304

Büyüme Oranları	2011	2012	2013	2014T	2015T
Satış Gelirleri	29.2%	39.5%	26.9%	30.5%	15.0%
FAVÖK	189.1%	15.8%	-10.0%	31.4%	19.5%
Net Kar	997.8%	0.4%	12.4%	43.9%	22.7%

Önemli Finansal Rasyolar	2011	2012	2013	2014T	2015T
Özsermaye Karlılığı	41.6%	29.5%	25.3%	30.0%	32.4%
Brüt Marj	21.9%	19.2%	18.7%	18.5%	18.3%
FAVÖK Marjı	6.4%	5.3%	3.8%	3.8%	3.9%
Net Kar Marjı	3.0%	2.2%	1.9%	2.1%	2.3%
Net Borç/Özsermaye	-1.28	-1.81	-1.27	-0.91	-0.93
Net Borç/FAVÖK	-1.74	-2.87	-2.87	-1.81	-1.74
Özsermaye/Toplam Aktif	24.1%	19.4%	23.9%	23.8%	23.5%
Nakit Temettü Oranı	0.0%	0.0%	0.0%	77.0%	77.0%

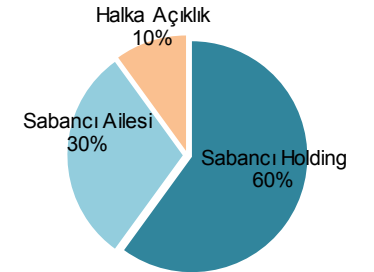
Teknosa

Sektör: Elektronik Perakende
Bloomberg Kodu: TKNSA TI
Öneri: Endeksin Üzerinde Getiri

Şirket Hakkında

Teknosa Türkiye'nin 77 ilinde 294 mağazası ile teknoloji perakendeciliği sektöründe faaliyet göstermektedir. Şirket, İklimsa bayi ağı aracılığı ile klima buzdolabı ve yazarkasa satışı yapmaktadır. Teknosa.com ve kliksa.com internet siteleri şirketin online satış ayağını oluşturarak büyümekte olan e-ticaret kullanıcılarına hitap etmeyi amaçlamaktadır. Teknosa teknoloji ürünleri pazarında 14% payı ile pazar lideri konumunda olup tüketiciler ve tedarikçilerin gözünde güçlü bir marka imajı oluşturmayı başarmıştır.

Ortaklık Yapısı



Yatırım Tezi

Teknosa için hedef fiyatımızı 14.70TL/hisse olarak yükseltirken (eski hedef fiyat: 14.10TL) hisseler için "AL" tavsiyemizi sürdürüyoruz. Teknosa için 2013 karından %3.4 temettü verimi ve önümüzdeki 12 ayda toplam %34 prim potansiyeli öngörmekteyiz. Teknosa hisseleri 2014 tahminlerimize göre 15.6x F/K oranı ile global benzerlerine 20% iskontolu işlem görmektedir.

Pazarda güçlü konumlanma ve sağlam bilançosu faaliyetlerini desteklemeye devam ediyor.

2013 sonlarında pazarda içsel ve dışsal önemli değişiklikler yaşandı. Bimeks'in ElectroWorld'ü ve Darty'i satın alması ile pazarda beklenen oyuncu azalışı gerçekleşmiş oldu. Bu satın almaları Teknosa'dan bekliyor olsak da pazarda orta vadede oluşmasını beklediğimiz hafifleyen rekabet ortamından en çok yararlanacak olan oyuncunun da açık ara Pazar lideri olan Teknosa olduğunu düşünüyoruz.

BDDK tarafından getirilen düzenleme ile cep telefonu satışlarında sıfır taksit uygulaması başladı. Alternatif finansman yöntemleri araştırılıyor olsa da, cep telefonu satışlarının çok yüksek büyüme kaydettiği dönemin sonuna geldiğimizi düşünüyoruz. 2013 yılında bu segmentte satışlarını %70 büyüten Teknosa için 2014'de %3 seviyesinde düşük bir büyüme bekliyoruz. Tüketiciler yeni finansman yöntemlerine alıştıklarında tekrar büyüme olacağını ancak düzenlemeden önceki seviyelere geri dönmeyeceğimizi düşünüyoruz.

Şirket bilançosunda bulunan 320 mın TL net nakit rakamı şirketin Türkiye'deki satın alma operasyonları ve yurt dışı inorganik büyüme fırsatları için önemli bir potansiyel taşımaktadır.

Büyük resimde değişiklik yok. Konsolidasyon devam ediyor.

Teknosa için hazırladığımız ilk raporda iki konsolidasyon temasının altını çizmiştik: i) TSS (Technology SuperStores) satış kanalının toplam pazardaki payının arttığı, ii) TSS kanalı içerisinde yaşanan konsolidasyonun Pazar lideri Teknosa'yı pozitif etkileyeceği. Teknosa'nın satış hacmi ve net nakit pozisyonu sayesinde tedarikçiler üzerinde pazarlık gücünün ve yüksek marka değeri ile tüketicilerin gözündeki yerinin değişmediğini düşünüyoruz ve bu yukarıdaki iki temanın devam edeceğini öngörüyoruz. Şirketin 2014 yılında cirosunu %30 arttıracığını ve dengeli satış kırılımını koruyacağını düşünüyoruz.

Şirket Beklentileri

Teknosa 2013 yıl sonu analist toplantısı sırasında detaylı 2014 beklentilerini paylaştı. Ciro tarafında yaklaşık %35 büyüme ile 4 milyar TL'ye ulaşmayı hedefleyen şirket, %17 satış alanı büyümesi ve %10- 15 aynı mağazadan satışların artmasını bekliyor. 2013 yılında 180 mın TL olan internetten satışların 500 mın TL seviyesine gelmesi hedeflenirken, 20 mın TL'si internet platformlarına olmak üzere toplamda 60 mın TL yatırım yapılması planlanmaktadır. Teknosa 2014'ün ikinci yarısının 3 nedenden dolayı pozitif olacağını düşünüyor: i) makro beklentilerde stabilizasyon ii) global üreticilerin 2. Çeyrek itibarıyla yeni ürünlerini piyasaya sürmesi ve iii) Haziranda yapılacak Dünya Kupası'nın TV satışlarına pozitif etkisi.

4Ç13 Sonuçları

Yüksek marjlar ile güçlü bir yıl sonu...

Teknosa 4Ç13'de TL12mn net kar açıkladı. 13 mn TL olan tahminimiz ve 15mn TL Cnbc-e konsensus ortalamasına paralel gerçekleşti.

Teknosa 816 mn TL net satış rakamı ile 4Ç13'de beklentilerimizin %4 aşağısında kaldı. Ancak brüt marjın beklentimizden yüksek (açıklanan:%18.6, beklentimiz: 17.8%) gerçekleşmesi 2014 için olumlu bir gelişme. Şirketin son çeyrek fiyat rekabetine fazla katılmamış olması ve Euronics ile yapılan anlaşmanın küçük pozitif etkisi marjların yükselmesinde etkili oldu. Operasyonel giderler beklentilerimizin hafif üzerinde geldi ve FAVÖK marjındaki iyileşme 40 baz puan ile sınırlı kaldı. Çeyreksel bazda Teknosa'nın satış kırımında bir değişiklik olmazken şirket 2013'ü %17 büyüme ile 166 bin metrekare satış alanı ve 294 mağaza ile kapattı.

Teknosa - 4Ç13 Sonuçları

milyon TL	Ata Yatırım Tahminleri		Açıklanan							
	4Ç13T	Sapma	4Ç13	4Ç12	y/y Δ	3Ç13	ç/ç Δ	2013T	2012	y/y Δ
Net Satışlar	849	-4%	816	753	8%	786	4%	2,957	2,330	27%
Satışların Maliyeti	-699	-5%	-665	-620	7%	-633	5%	-2,404	-1,881	28%
Brüt Kar	151	1%	152	133	14%	154	-1%	554	448	23%
Faaliyet Giderleri	-126	-1%	-125	-106	19%	-119	5%	-453	-372	22%
FVÖK	24	7%	26	27	-5%	34	-24%	101	77	31%
Net Diğer Gelir / Gider	-7	-15%	-6	5	n.m.	-6	-4%	-21	22	n.m.
Net Finansal Giderler	-1	262%	-5	-10	-53%	-1	348%	-9	-34	-75%
Vergi Öncesi Kar	16	-4%	15	22	-31%	27	-43%	70	65	9%
Vergi	-3	13%	-4	-5	-31%	-5	-34%	-14	-14	-3%
Net Kar	13	-8%	12	17	-31%	21	-45%	57	50	12%
Amortisman	9	-8%	8	6	35%	8	8%	29	23	26%
FAVÖK	26	8%	28	38	-26%	36	-22%	112	122	-8%
Brüt Marj	17.8%	82 bps	18.6%	17.7%	88 bps	19.5%	-96 bps	18.7%	19.2%	-52 bps
Faaliyet Giderleri / Net Satışlar	14.9%	48 bps	15.4%	14.0%	134 bps	15.2%	19 bps	15.3%	16.0%	-64 bps
FAVÖK Marjı	3.1%	39 bps	3.4%	5.1%	-162 bps	4.6%	-114 bps	3.8%	5.2%	-145 bps
Net Kar Marjı	1.5%	-6 bps	1.4%	2.3%	-83 bps	2.7%	-128 bps	1.9%	2.2%	-25 bps

Kaynak: Şirket verileri, Ata Yatırım Tahminleri

Ata Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş.

Emirhan Cad. No: 109 Atakule Kat: 12
34349 Balmumcu /İstanbul
Tel: (212) 310 62 00
www.atayatirim.com.tr

Ata Online Menkul Kıymetler A.Ş.

Emirhan Cad. No: 109 Atakule Kat: 1 Asma Kat
34349 Balmumcu/İstanbul
Tel : 444 62 65
Fax : (212) 310 63 63
www.ataonline.com.tr

Ata Portföy Yönetimi A.Ş.

Emirhan Cad. No: 109 Atakule Kat:12
34349 Balmumcu/İstanbul
Tel : (212) 310 63 60
www.ataportfoy.com.tr

Bu bültende yer alan bilgiler Ata Yatırım tarafından bilgilendirme amacıyla hazırlanmıştır. Yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Bu görüşlere ilişkin bilgiler güvenilirliğine inanılan kaynaklardan elde edilmiş olup, Ata Yatırım bu bilgilerin doğruluğu hakkında garanti vermemektedir. Bu görüşler, mali durumunuz ile risk ve getiri tercihinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Bu durumda, ortaya çıkabilecek sonuçlardan dolayı Ata Yatırım sorumluluk kabul etmez. Ata Yatırım, hiçbir şekilde ihbara ve /veya ihtara gerek kalmaksızın söz konusu bilgileri, tavsiyeleri değiştirebilir, ortadan kaldırabilir. Ata Yatırım, mesajın ve bilgilerinin size, değişikliğe uğrayarak, geç ulaşmasından, bütünlük ve gizliliğinin korunamamasından, virüs içermesinden ve bilgisayar sisteminize verebileceği herhangi bir zarardan sorumlu tutulamaz. Bu e-postanın virüs içermemesi için alınması gereken tedbirler alınmıştır. İsbu e-posta ve eklerinin kullanımdan kaynaklı zarar veya kayıplardan sorumlu olmadığımız için kullanmadan önce virüs kontrol programlarınızı uygulamanızı tavsiye ederiz.