



YATAS

Araştırma Başlangıç Raporu

3 Mayıs 2024

Tüketim Sektörüne Yönelik Cazip Bir Yatırım. YATAŞ, gelirlerinin yaklaşık %90'ını iç pazardan elde eden lider mobilya ve uyku ürünleri üreticisi ve perakendecisi olarak, 2012-2022 yılları arasında perakende mağaza ağındaki hızlı genişleme sayesinde yıllık USD bazında ortalama %15 gelir büyüme hızı elde ederek cirosunu 2012 yılında 104 milyon dolar'dan 2022 yılında 406 milyon dolara yükseltmeyi başarmıştır. Sektördeki sağlam temel dinamikler göz önüne alındığında, 2027 yılına kadar çift haneli döviz bazında büyüme temposunun korunmasını bekliyoruz (2022-2027 ortalama tahminimiz %14). 2023 yılı ilk 9 aylık sonuçlarında SAP yazılım geçişinin ve deprem felaketinin geçici olumsuz etkileri nedeniyle açıklanan zayıf sonuçlar, hissenin son 12 ayda BIST100'e kıyasla -%51 daha kötü performans göstermesinde temel etken olmuştur. Hem 4Ç'23 hem de 2024T'de sonuçlarda bir toparlanma görmeyi bekliyoruz. Hisseler, 2024T tahminimize göre (enflasyon muhasebesi etkileri hariç) 2,6x FD/FAVÖK çarpanından işlem görüyor ve bu da küresel benzerlerine göre %66 iskontoya işaret ediyor. YATAS hissesini Endeks Üzeri Getiri tavsiyesi ve %108 yükseliş potansiyeli taşıyan 68,0 TL hedef fiyat ile araştırma takip listemize ekliyoruz.

Modern mobilya perakende sektörü için güçlü talep görünümü. Türkiye, kentleşme, yeni hane halkı oluşumu (yeni evlilikler ve boşanmalar) ve göç nedeniyle mobilya perakendeciliği için güçlü bir büyüme potansiyeli sunmaktadır. Perakende pazarında, verimsiz geleneksel yerel mağazalar/üreticiler Pazar payı kaybederken, modern/ulusal markalara doğru artan bir eğilim görüyoruz. Düşük hane halkı borcu nedeniyle Türk tüketicilerin finansal sıkılaşma döneminde büyük ölçüde dayanıklı kalabileceğine inanıyoruz, bu da yüksek faiz döneminde aşağı yönlü riskleri sınırılıyor. Kentsel dönüşüm projeleri, güçlü turizm sektörü ve yenileme döngüsü, sektör için gelir artışının diğer itici güçleridir.

TL'nin reel değer kazanımı sektör için marj görünümünü destekliyor. YATAŞ'ın tarihsel ortalama brüt marjı %40 civarındayken, bu oran 9A23'te %33'e gerilemiştir. Ciro büyümesindeki toparlanma, TL'nin nispeten istikrarlı görünümü ve olumlu hammadde fiyatları sayesinde marjlarda iyileşme görmeyi bekliyoruz. YATAŞ'ın 2023 yılı ilk 9 ayında %12,1 seviyesinde olan FAVÖK marjının, 2024T'de %14,0 ve 2025T'de %14,7 ile normalleşmesini bekliyoruz (tarihsel ortalama yaklaşık %16).

TMSF kontrolündeki mobilya markalarının potansiyel satışının ardından rekabet ortamı daha elverişli hale gelebilir TMSF kontrolündeki şirketlerin (Erciyes Anadolu Grubu) maliyet enflasyonunu satış fiyatlarına yansıtmakta daha yavaş davranması nedeniyle mobilya markaları arasındaki fiyat rekabeti son dönemde yoğunlaşmıştır. Bu şirketlerin önümüzdeki dönemde özel sektör yatırımcılarına satılması durumunda, rekabet ortamının daha rasyonel hale gelmesini bekliyoruz. Erciyes Anadolu'nun bazı iştiraklerinin satış sürecini başlattığını ve haber akışının Yataş için de bir katalizör olabileceğini not ediyoruz.

Uluslararası genişleme fırsatı. Yurtdışındaki franchise mağazaları Yataş'ın toplam satış alanınının 3Ç'23 itibarıyla %15,4'ünü temsil etmektedir. Rusya, Almanya, ABD ve Orta Doğu bölgesini kilit büyüme pazarları olarak gören şirket, yurtdışı pazarlarda online kanal üzerinden de büyümeyi hedefliyor. Uluslararası gelirlerin payı, Avrupa'daki yavaşlamanın bir sonucu olarak 2022'de %9,7 ve 2021'de %10,5'ten 9A'23'te %7,6'ya geriledi. Şirketin satış gelirlerindeki ihracat payınının 2025T'ye kadar %11'e ve 2027'de %14'e yükseleceğini tahmin ediyoruz.

Sünger üretim kapasitesi 2025 ortasına kadar iki katına çıkacak Yataş, sünger tesisinde 1Y25 sonuna kadar 500 bin üniteden 1 milyon üniteye kapasite artırımını yatırımı yapacağını duyurmuştu. Yatırım 470mn TL (TL bazında %18 sabit faizli) uzun vadeli cazip finansman ile desteklenirken, önümüzdeki sene tamamlanmasıyla marjları desteklemesi ve büyüme için alan yaratması bekleniyor.

Riskler..Türkiye ve ihracat pazarlarında beklenenden daha keskin bir yavaşlama, hammadde fiyatlarındaki hızlı artış, yoğunlaşan fiyat rekabeti ve işletme sermayesi yönetimindeki bozulma yatırım durumundaki temel riskler olarak sayılabilir.

Tavsiye

Endeks Üzeri Getiri

Hedef Fiyat	TL68.0
Hisse Fiyatı	TL32.7
Getiri potansiyeli	108%

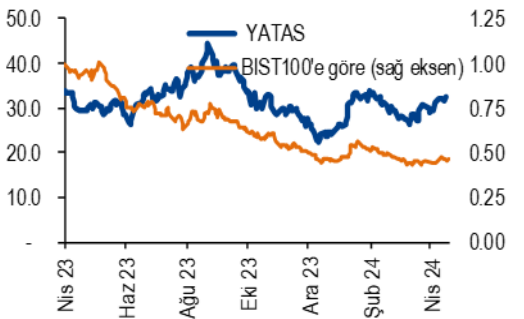
Bloomberg Hisse Kodu	YATAS TI
Piyasa Değeri (TLmn)	4,892
Halka Açıklık Oranı	54%
Hisse adedi (mn)	150
Ortalama İşlem Hacmi -3 aylık (TLmn)	67

Fiyat Performansı	1 Ay	3 Ay	1 Yıl
Nominal (TL)	15%	-3%	11%
Nominal (USD)	15%	-9%	-33%
BIST100'e göre	1%	-17%	-51%

Tahminler (TLmn)	2023T	2024T	2025T
Net Satışlar	11,123	19,581	29,131
FAVÖK	1,466	2,740	4,297
% Marj	13.2%	14.0%	14.7%
Net Kar	572	1,033	1,717
% Marj	5.1%	5.3%	5.9%

Değerleme	2023T	2024T	2025T
F/K	8.6x	4.7x	2.9x
FD/FAVÖK	4.9x	2.6x	1.7x
PD/DD	2.8x	1.7x	1.1x
Hisse Başına Temettü	0.0	0.0	2.9
Temettü Verimi (%)	0%	0%	9%

Fiyat Grafiği



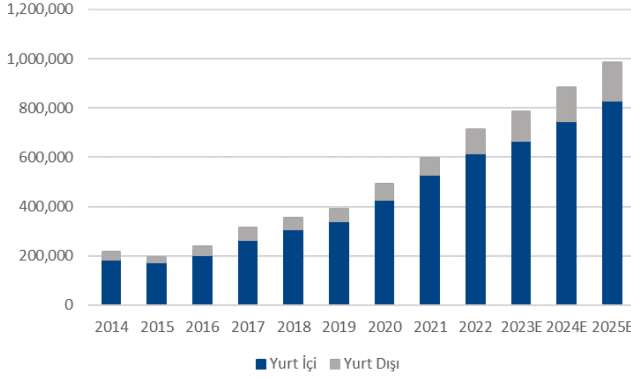
Değerleme	2022	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T
F/K	9.5x	8.6x	4.7x	2.9x	1.8x	1.4x
FD/FAVÖK	7.5x	4.9x	2.6x	1.7x	1.2x	0.9x
F/DD	3.5x	2.8x	1.7x	1.1x	0.7x	0.5x
FD/Satışlar	1.1x	0.7x	0.4x	0.2x	0.2x	0.1x
Temettü verimi	4.1%	0.0%	0.0%	8.8%	13.8%	18.0%
Gelir Tablosu (milyon TL)	2022	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T
Satışlar	6,737	11,123	19,581	29,131	39,397	49,898
Yurt içi	6,085	9,913	17,481	25,792	34,352	42,919
Yurt Dışı	652	1,210	2,100	3,339	5,045	6,979
Brüt kar	2,190	3,648	6,658	10,196	14,183	17,963
Brüt kar marjı	32.5%	32.8%	34.0%	35.0%	36.0%	36.0%
Faaliyet giderleri	-1,376	-2,358	-4,151	-6,176	-8,352	-10,578
Faaliyet giderleri/Satışlar	-20.4%	-21.2%	-21.2%	-21.2%	-21.2%	-21.2%
Esas faaliyet karı	814	1,290	2,506	4,020	5,831	7,385
Esas faaliyet karı marjı	12.1%	11.6%	12.8%	13.8%	14.8%	14.8%
FAVÖK	963	1,466	2,740	4,297	6,166	7,783
FAVÖK marjı	14.3%	13.2%	14.0%	14.7%	15.7%	15.7%
Diğer ve Finansal gelir/giderler (net)	-165	-617	-1,291	-1,927	-2,462	-2,979
Vergi Öncesi Kar	649	673	1,215	2,093	3,369	4,406
Net Kar	514	572	1,033	1,717	2,695	3,525
Net Kar Marjı	7.6%	5.1%	5.3%	5.9%	6.8%	7.1%
Büyüme Oranları	2022	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T
Net satışlar	136%	65%	76%	49%	35%	27%
FAVÖK	122%	52%	87%	57%	44%	26%
Net kar	101%	11%	81%	66%	57%	31%
Nakit Akış	2022	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T
FAVÖK	963	1,466	2,740	4,297	6,166	7,783
Vergi gideri	-163	-258	-501	-804	-1,166	-1,477
Yatırım harcamaları	-340	-710	-650	-858	-983	-1,085
İşletme sermayesi değişimi	-722	-1,298	-1,481	-1,672	-1,908	-1,998
Serbest nakit akışı	-261	-800	108	963	2,110	3,224
Ödenen temettüler	200	0	0	429	674	881
Temettü dağıtım oranı	39%	0%	0%	25%	25%	25%
Bilanço (milyon TL)	2022	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T
Dönen varlıklar	2,983	5,630	8,369	11,399	15,125	19,565
Nakit	342	457	1,064	1,582	2,520	4,022
Ticari alacaklar	745	1,613	2,585	3,845	5,200	6,587
Stoklar	1,264	1,981	3,140	4,393	5,824	7,377
Diğer dönen varlıklar	632	1,579	1,579	1,579	1,579	1,579
Duran varlıklar	1,299	1,910	2,419	3,102	3,859	4,663
Toplam varlıklar	4,281	7,540	10,788	14,501	18,983	24,228
Kısa vadeli yükümlülükler	2,547	4,667	6,214	7,323	8,535	9,818
Kısa vadeli borçlanmalar	1,254	2,504	3,004	3,254	3,504	3,754
Ticari borçlar	873	1,159	1,809	2,651	3,530	4,471
Diğer kısa vadeli yükümlülükler	420	1,004	1,401	1,418	1,501	1,593
Uzun vadeli yükümlülükler	331	1,097	1,765	2,653	3,657	4,767
Uzun vadeli borçlanmalar	158	868	1,518	2,375	3,358	4,443
Diğer uzun vadeli yüküm.	173	229	247	277	299	324
Özkaynaklar	1,404	1,776	2,809	4,526	6,792	9,643
Toplam kaynaklar	4,281	7,540	10,788	14,501	18,983	24,228
Net Borç	1,129	2,995	3,563	4,178	4,497	4,364
Oranlar	2022	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T
Net borç / FAVÖK	1.2x	2.0x	1.3x	1.0x	0.7x	0.6x
Net borç / Özsermaye	0.8x	1.7x	1.3x	0.9x	0.7x	0.5x
Yatırım harcaması / Satışlar	-5.0%	-6.4%	-3.3%	-2.9%	-2.5%	-2.2%
Özsermaye karlılığı	43%	36%	45%	47%	48%	43%
Yatırılan sermaye karlılığı	32%	26%	33%	39%	43%	42%
İS/Satışlar	17%	22%	20%	19%	19%	19%

Kaynak: YF Araştırma

*Tüm veriler enflasyon muhasebesi öncesindedir

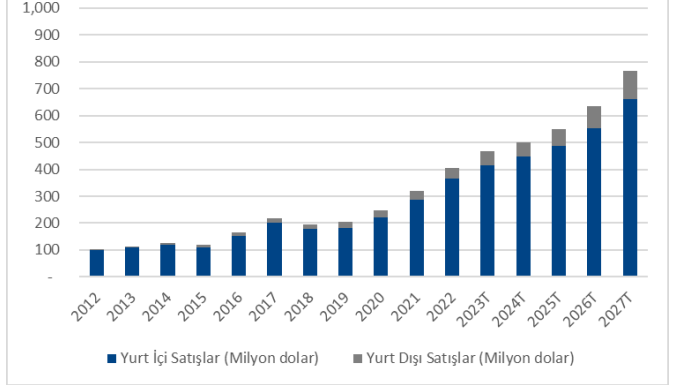
Özet Grafikler

Güçlü mağaza büyümesi (toplam satış alanı / metrekare) Yıllık ortalama %14 büyüme oranı



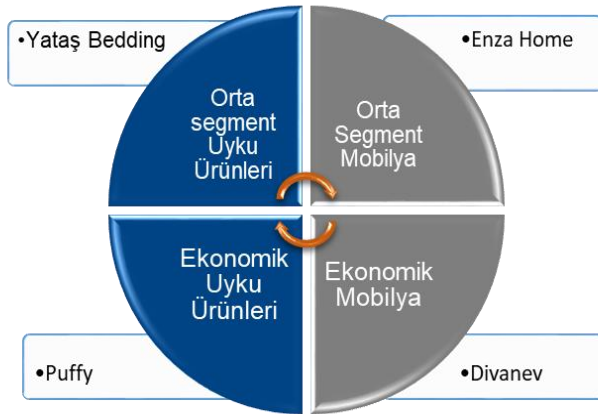
Kaynak: Şirket verisi

ABD Doları cinsinde çift haneli ciro büyümesi İç talep dinamiklerinden güç alıyor



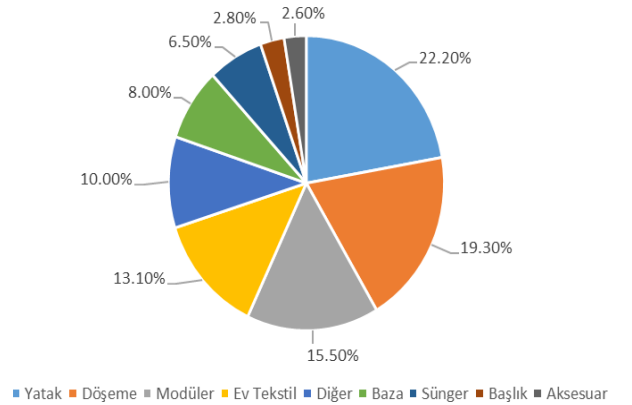
Kaynak: Şirket verisi, YF Araştırma

Geniş Marka Kapsamı Marka Matrisi



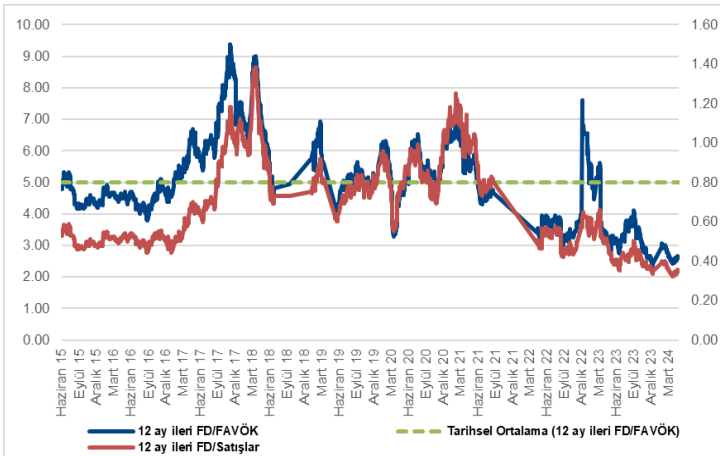
Kaynak: YF Araştırma

Çeşitlendirilmiş ürün portföyü Homojen dağılan satışlar (cirodaki pay %)



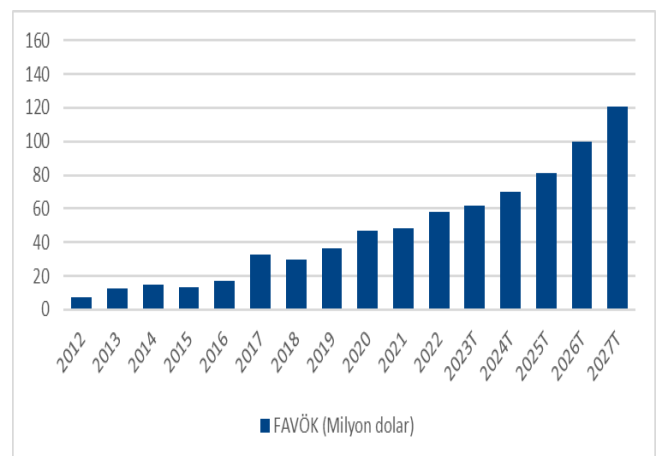
Kaynak: YF Araştırma

Tarihsel olarak düşük değerlendirilme... 12ay beklenen FD/FAVÖK



Kaynak: YF Araştırma

...FAVÖK büyüme performansı FAVÖK (Milyon dolar)

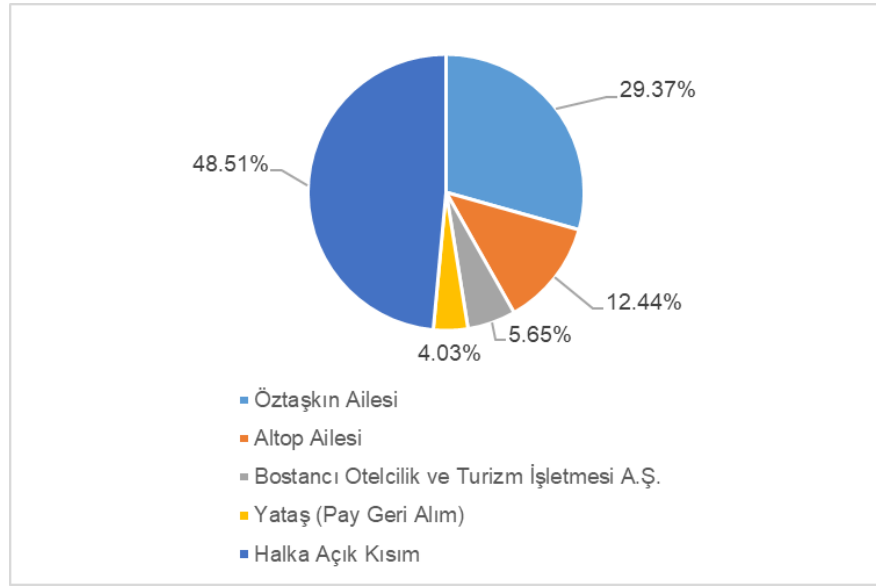


Kaynak: YF Araştırma

Şirket Hakkında

Yataş, 1976 yılında Türkiye'nin mobilya endüstrisi merkezlerinden biri olan Kayseri'de kurulmuştur. Başlangıçta sünger üretimi yapan grup, yıllar içinde genişleyerek bugün uyku, mobilya, kanepeler, ev tekstili ve sünger ürünleri üretmekte ve perakende satışını yapmaktadır. Grup, yeni bir strateji ile ve özellikle 2009 yılında Enza Home markasının lansmanından sonra mobilya perakende sektöründe başarılı bir büyüme gerçekleştirdi. Şirketin yurtdışında 3 iştiraki bulunmaktadır: Yataş Avrupa, Yataş Rus ve küresel bir oyuncu olmak amacıyla kurulan EnzaHome International. Mobilya ve uyku ürünleri pazarlarının alt segmentlerine nüfuz etmek amacıyla Divanev ve Puffy markaları piyasaya sürülmüştür. Şirket bugün Ankara ve Kayseri'deki fabrikalarında faaliyetlerini sürdürmektedir.

Yataş – Ortaklık Yapısı



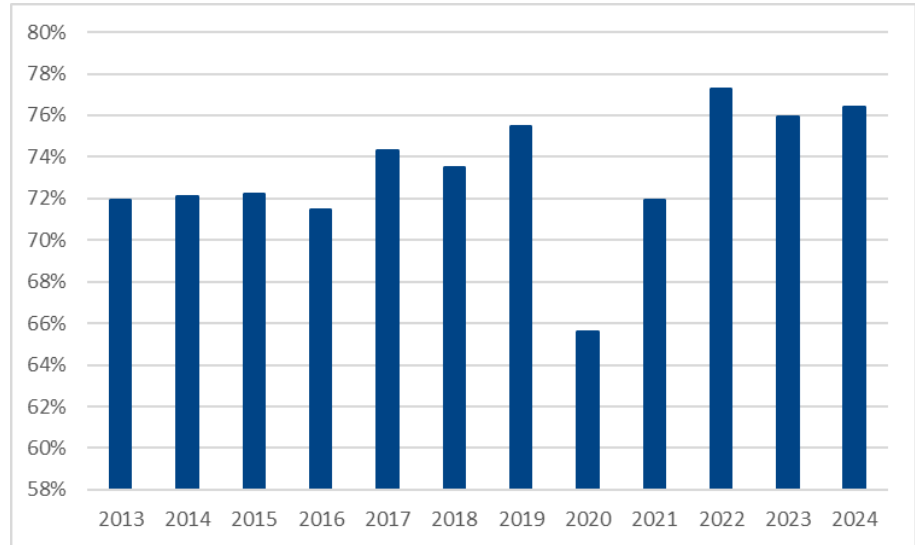
Kaynak: KAP

Sektör Görünümü

Türkiye, yılda yaklaşık 5 milyar ABD doları tutarında ürün ihraç eden büyük bir mobilya endüstrisine ev sahipliği yapmaktadır. Ancak bu ihracatın çoğu markalı olmayıp fason/toptan satış esasına dayanmaktadır. Sektörün genel ekonomiye istihdam katkısının yüksek olması, sektörü devlet desteği açısından stratejik hale getirmektedir. Ana ürün grupları yatak, ev, ofis mobilyaları ve ev tekstilidir. Sektörün maliyet bileşenleri işçilik, hammadde, enerji ve lojistik maliyetleridir. Ürün gruplarının üretiminde kullanılan hammaddeler ağırlıklı olarak ahşap, çelik, kumaş, TDI ve süngerdir.

Sektörün yurtiçi üretiminin toplam değerinin 12 milyar ABD doları olduğu ve bunun 7 milyar ABD doları'nın oldukça parçalı olan iç pazara gittiği tahmin edilmektedir. TÜİK'e göre, 242 bin kişiye istihdam sağlayan 45 binden fazla firma bulunmaktadır ve KOBİ'ler toplam sektörün %92'sini oluşturmaktadır. Verimsiz küçük oyuncular nedeniyle, uzun vadede pazar konsolidasyonu ve markalı ürünlerin pazar payının daha da artması muhtemel görünmektedir.

Yıllık Mobilya Üretiminde Kapasite Kullanım Oranı (KKO %)

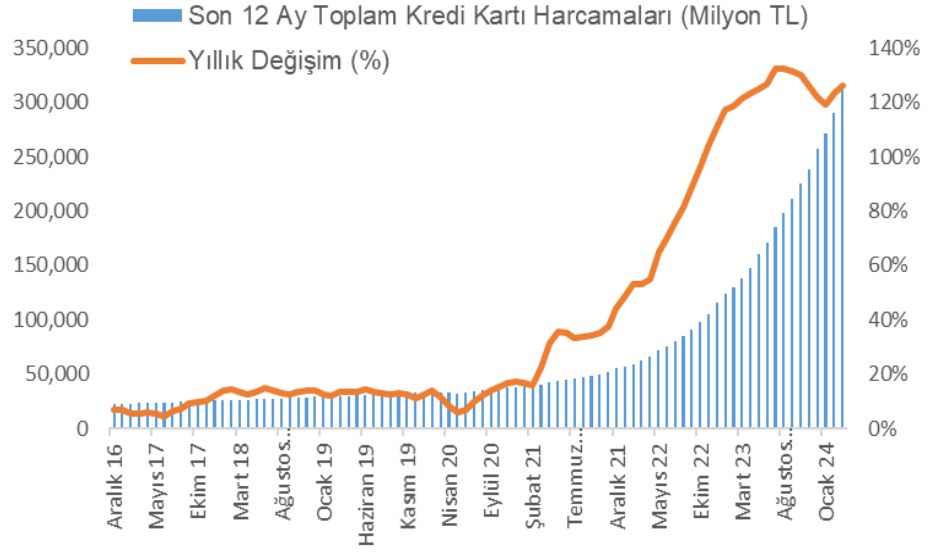


Kaynak: TCMB, YF Araştırma

Yurtiçi Pazarda Talep Görünümü

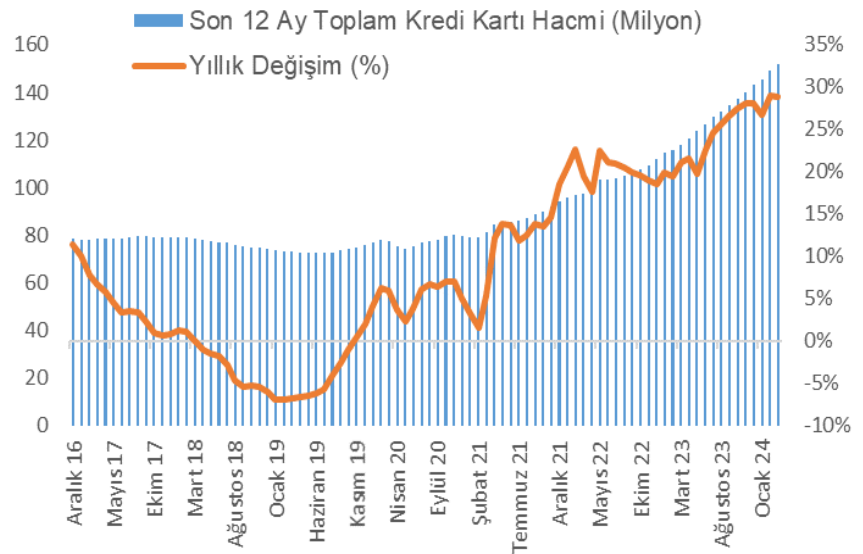
Türkiye'nin son dönemde sıkı para politikasını benimsemesinin ekonomik faaliyeti yavaşlatması bekleniyordu ancak mobilya sektöründeki tüketici talebinde geçen yıldan kalan ötelenmiş talep nedeniyle henüz büyük bir yavaşlama görülmedi. Yüksek faiz oranları ve kredi düzenlemelerine rağmen, kredi kartı işlemlerine ilişkin veriler talebin dirençli olduğuna işaret ediyor. Bunu son ücret artışlarına ve güçlü demografik temellere bağlıyoruz.

Son 12 Ay Toplam Kredi Kartı Harcamaları (Milyon TL)



Kaynak: TCMB, YF Araştırma

Son 12 Ay Toplam Kartı İşlem Hacmi (Milyon)



Kaynak: TCMB, YF Araştırma

Güçlü İhracat Potansiyeli

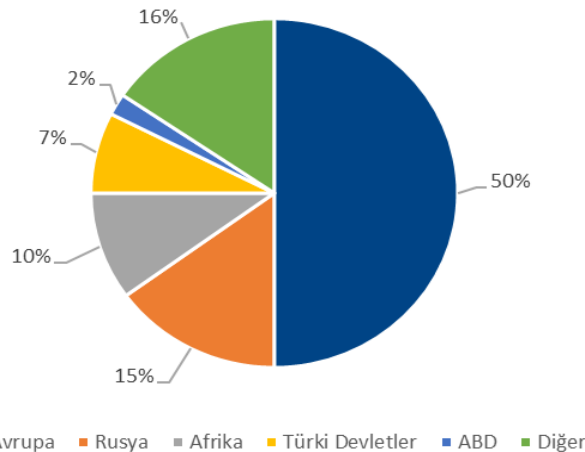
2023 yılında Türkiye'nin ihracatı küresel yavaşlama nedeniyle hafif bir düşüşle (yıllık %2,1) 5,15 milyar ABD dolarına gerilemiştir. Türkiye'nin coğrafi avantajı, mobilya üreticilerinin çeşitli bölgelerden çeşitlendirilmiş bir müşteri portföyüne sahip olmasını sağlamıştır. Türk mobilya şirketlerinin başlıca pazarları Orta Doğu, Avrupa ve Kuzey Amerika'dır. Bölgedeki istikrarsızlığa rağmen, firmalar Orta Doğu'ya girmeyi başardı. Irak geçen yıl 502 milyon ABD doları ile en büyük ihracat pazarı olmaya devam etti. Bölgenin en önemli özelliği, iki ülke arasında iyileşen ilişkiler nedeniyle Suudi Arabistan'a yapılan ihracatın %312,5 oranında artarak 169 milyon ABD dolarına ulaşması oldu. Öte yandan, Avrupa'ya yapılan ihracat ECB'nin sıkılaştırma politikası nedeniyle yavaşladı.

Türkiye'nin Ülkeler Bazında İhracatı (Milyon ABD Doları)

Ülke	2022	2023	% Değişim
Irak	538	502	-6.69%
Almanya	402	390	-2.99%
ABD	240	234	-2.50%
Fransa	213	214	0.47%
Romanya	172	195	13.37%
Libya	178	177	-0.56%
Suudi Arabistan	41	169	312.20%
İsrail	244	164	-32.79%
İngiltere	169	161	-4.73%
Hollanda	148	143	-3.38%
BAE	108	103	-4.63%
Fas	93	94	1.08%
İtalya	94	92	-2.13%
Katar	200	81	-59.50%
Bulgaristan	73	76	4.11%
Belçika	72	75	4.17%
Azerbaycan	68	74	8.82%
Gürcistan	60	73	21.67%
Rusya	62	66	6.45%
Yunanistan	55	57	3.64%

Kaynak: TİM

Yurt dışı satış noktaları ülkelere göre dağılımı (%)



Kaynak: Şirket Verisi

YATAS –Büyüme beklentilerini destekleyen geçmiş performans

Şirketin satış gelirleri 2017-2022 yılları arasında ABD doları bazında %13 YBBO ile artmıştır. Bu dönemde şirketin toplam mağaza sayısı 967'ye ulaşırken, toplam metrekare 713 metrekareye (9A23 itibarıyla 755 metrekare) yükselmiştir. Bu dönemde, franchise modeli güçlü yurtiçi büyümenin ana itici gücü olmuştur.

Yataş Bedding satış noktaları uyku ürünlerini içermekte olup, tipik bir mağaza 250-500 m² alana sahiptir. Şirketin 9A23 itibarıyla Türkiye'de toplam 343 (37 mağaza, 306 franchise), yurt dışında ise 30 satış noktası bulunmaktadır. YATAŞ'ın toplam satış gelirleri içinde yatak satışları, yıllar itibarıyla bir miktar azalsa da 2020, 2021, 2022 ve 9A23'te sırasıyla %28,6, %25,9, %22,2 ve %22,2 ile en yüksek paya sahip olmuştur.

Enza Home satış noktaları mobilya ve uyku ürünlerini içermekte olup, tipik bir mağaza 1000-3500 m² (ortalama 1400 m²) büyüklüğündedir. 9A23 itibarıyla şirketin Türkiye'de toplam 253 satış noktası (54 mağaza, 199 franchise) ve yurt dışında 75 satış noktası bulunmaktadır. Yüksek ürün çeşitliliği mağazaların temel özelliği olup, Enza Home 2020, 2021, 2022 ve 9A23'te sırasıyla %44,8, %43, %41,8 ve %39,2 ile toplam satışlarda (Yataş Bedding'den sonra) ikinci paya sahiptir.

Yataş Bedding ve Enza Home'a ek olarak, şirket 2019 yılında Puffy markasını yeniden konumlandırmaya karar verirken, ayrıca Divanev konseptini de tanıttı. Divanev satış noktaları mobilya ve uyku ürünlerini içerirken, tipik bir mağaza 1000-3500 metrekareye (ortalama 1500 m²) sahiptir. Şirketin 9A23 itibarıyla Türkiye'de toplam 99 satış noktası (3 mağaza, 96 franchise) ve yurt dışında 8 satış noktası bulunmaktadır. Puffy tarafında ise şirket güçlü marka bilinirliği ile alt segmente odaklanmıştır. Puffy'nin 9A23 itibarıyla Türkiye'de tamamı franchise yöntemiyle olmak üzere 72 satış noktası bulunmaktadır. Ana markaların (Enza Home, Yataş Bedding) güçlü performansına rağmen, Divanev ve Puffy'nin toplam satış gelirleri içindeki payı 2020 yılında sırasıyla %3,9 ve %1,3 iken, 9A23'te %10 ve %5'e ulaşmıştır.

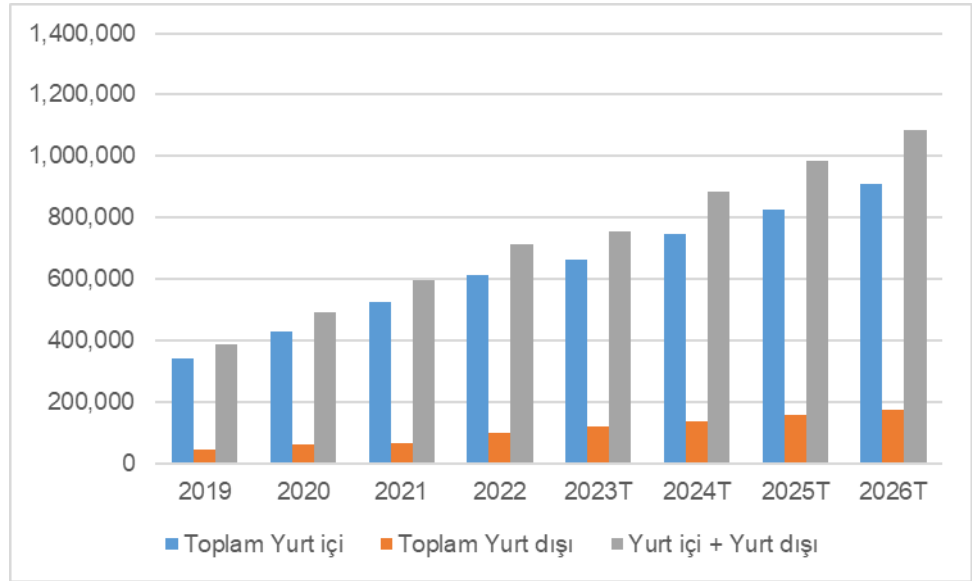
Mağaza Kırılımı	2017	2018	2019	2020	2021	2022	9A23	YBBO (2017 & 2022)
Yurt içi Mağaza	69	74	77	83	91	101	101	8%
Yurt içi (Franchise)	262	285	296	375	486	643	673	20%
Yurt içi Satış Noktası Toplamı	331	359	373	458	577	744	774	18%
Yurt dışı Mağaza	43	61	69	96	119	166	193	31%
Yurt içi + Yurt dışı Toplam	374	420	442	554	696	910	967	19%
Mağaza Kırılımı (m2)	2017	2018	2019	2020	2021	2022	9A23	YBBO (2017 & 2022)
Yurt içi Mağaza	68.5	73.5	75.5	83.3	97.0	107.4	109.4	9%
Yurt içi (Franchise)	230.5	257.5	266.5	345.0	429.9	506.9	528.4	17%
Yurt içi Satış Noktası Toplamı	299.0	331.0	342.0	428.3	527.0	614.3	637.8	15%
Yurt dışı Mağaza	30.8	37.5	48.0	65.0	69.1	99.1	116.4	26%
Yurt içi + Yurt dışı Toplam	329.8	368.5	390.0	493.3	596.0	713.4	754.2	17%
Markalar bazında Hasılat (%)				2020	2021	2022	9A23	
Yataş Bedding				50%	47%	44%	45%	
Enza Home				45%	43%	42%	39%	
Divanev				4%	7%	10%	11%	
Puffy				1%	3%	4%	5%	

Kaynak: YF Araştırma, Şirket Verisi

m2	2019	2020	2021	2022	2023T	2024T	2025T	2026T
Toplam Yurt içi	342,000	428,250	526,955	614,280	665,000	746,684	828,368	910,052
Toplam Yurt içi (Ortalama)		385,125	477,603	570,618	639,640	705,842	787,526	869,210
Değişim (Yıl Sonu)		86,250	98,705	87,325	50,720			
Toplam Yurt dışı	48,000	65,000	69,069	99,100	120,000	138,810	157,620	176,430
Toplam Yurtdışı (Ortalama)		56,500	67,035	84,085	109,550	129,405	148,215	167,025
Değişim (Yıl sonu)		17,000	4,069	30,031	20,900	18,810	18,810	18,810
Yurt içi + Yurt dışı	390,000	493,250	596,024	713,380	754,190	885,494	985,988	1,086,482
Yurt içi + Yurt dışı (Ortalama)		441,625	544,637	654,702	733,785	819,842	935,741	1,036,235

Şirketin toplam yurt içi satış noktalarının metrekaresi 2020-2022 yılları arasında ortalama 91 bin artarken, bu süre zarfında yıllık değişim yurt dışında da ortalama 17 bin olmuştur. 1Y23'te mağaza sayısındaki artış deprem nedeniyle yavaşlarken, 3Ç23'ten itibaren yeniden hızlanmıştır. Şirketin geçmiş performansını düşünerek hem yurtiçi hem de yurtdışı operasyonlarda 2020-2022 dönemleri ortalamasıyla benzer metrekare büyümesi varsayıyoruz. Yurtiçi tarafta, Divanev ve Puffy son 3 yılda devam eden güçlü büyüme ivmesi nedeniyle yeni açılışların ana itici gücü olmasını bekliyoruz. Buna ek olarak, şirketin franchise yönteminden ziyade mağaza odaklı büyüme stratejisi ile yurt dışı faaliyetlerine odaklanması da hem satış gelirlerini hem de marjları destekleyecektir.

Şirket'in satış noktalarının yıllara göre gelişimi (m2 cinsinden)

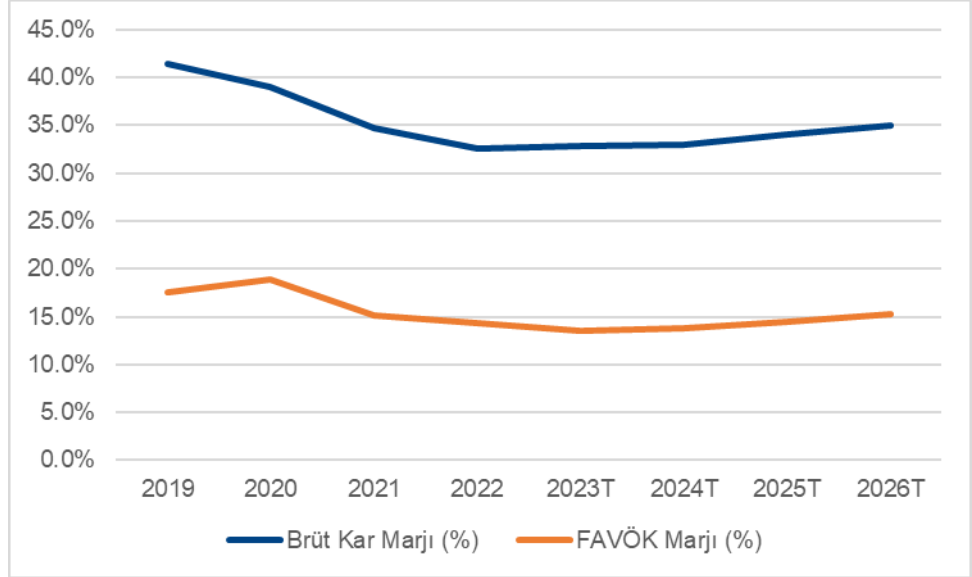


Kaynak: YF Araştırma

Yıllık metrekare büyümesi beklentisi ve güçlü talep ortamının bir sonucu olarak, şirketin satış gelirlerinin 2024T'de yıllık %76 gelir artışı ile 19,6 milyar TL'ye ulaşmasını bekliyoruz. Tahminlerimiz toplam satışlar içindeki yurtiçi payının %89'a (9A23'te %92'den) seviyesine gerilemesine işaret ederken, önemli ihracat potansiyelini yukarı yönlü risk olarak not ediyoruz.

Sünger Yatırımı ile Dikey Entegrasyon

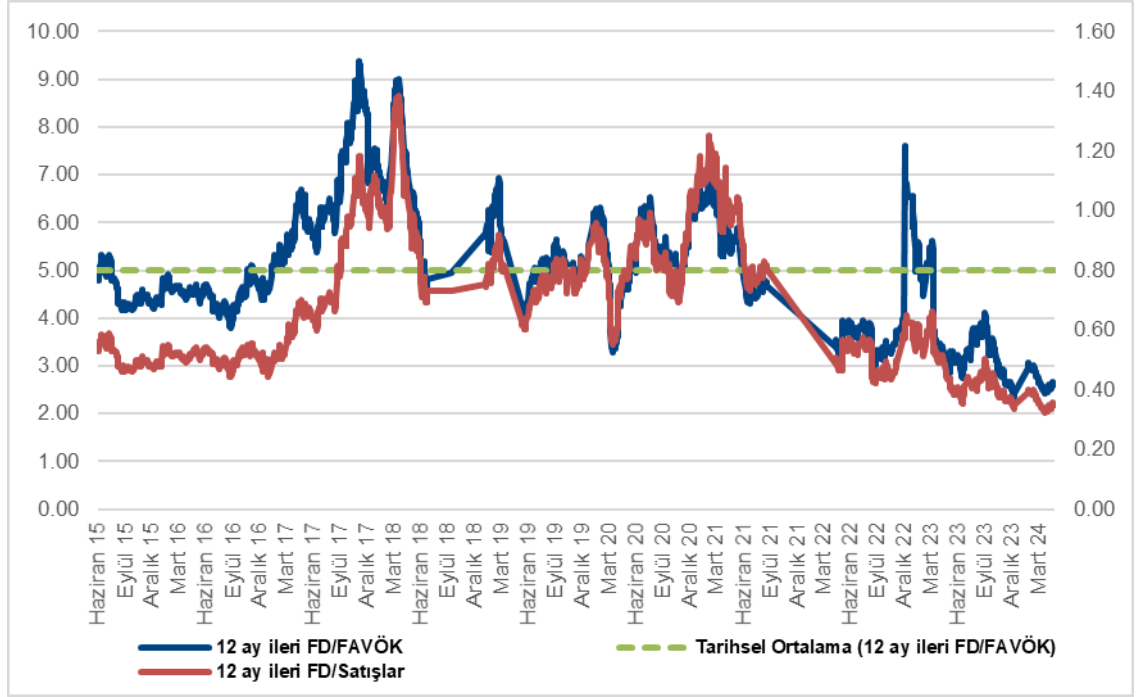
Şirket, sünger tesisindeki üretim kapasitesini 1Y25 sonuna kadar 500 bin birimden 1 milyon birim kapasiteye çıkaracak kapasite genişletme yatırımını duyurmuştu. Yatırımın marjları desteklemesi ve sünger satışlarının toplam içindeki payını mevcut %6 seviyesinden iki katına çıkarması bekleniyor. Kapasite artışının karlılığı artırması ve ihracat için ek alan sağlaması bekleniyor. Ayrıca, şirketin tarihsel brüt marjının 9A23'teki %32,8'e kıyasla yaklaşık %40 olduğunu da not ediyoruz. Miks etkisine ek olarak, yüksek asgari ücret artışları brüt kar marjındaki daralmanın ana nedeni olmuştur.



FAVÖK marjının 2023T'de %13,5'ten 2025T'te %14,7'e kademeli olarak yükseleceğini tahmin ediyoruz. TÜFE'deki gevşeme toplam giderlerdeki keskin artışı sınırlarken, faaliyet giderleri/satışlar oranının 2024T'de yatay kalmasını öngörüyoruz. ABD doları bazında TDI gibi hammadde fiyatlarındaki düşüş ve nispeten istikrarlı TL ortamı da brüt kar marjını destekleyebilir.

Değerleme

YATAS için değerlendirme yöntemi olarak 2024 tahminimizde 5x hedef FD/FAVÖK çarpanı kullandık. 2024T tahminlerimize göre, şirket hisseleri 2,6x FD/FAVÖK ve 4,7x F/K çarpanlarında işlem görmektedir, bu da uluslararası benzerlerine kıyasla %66 ve %61 iskonto anlamına gelmektedir. Öte yandan, 2024T FD/FAVÖK çarpanı da şirketin tarihsel ortalamasına kıyasla %46 iskontoya karşılık gelmektedir. Bu doğrultuda YATAS'ı 68,0TL HF ve Endeks Üzeri Getiri tavsiyesi ile araştırma takip listemize ekliyoruz. Hedef Fiyat'ımız son kapanışa göre %108 yükseliş potansiyeline karşılık gelmektedir.



Kaynak: YF Araştırma

Piyasa, tarihsel olarak düşük FAVÖK çarpanına dayalı olarak YATAS hisselerinde iç talepte keskin bir daralmayı fiyatlarken, mevcut değerlemenin iyi bir giriş seviyesi sunduğunu düşünüyoruz.

YATAS		
YF	2023T	2024T
Hasılat	11,123	19,581
FAVÖK	1,466	2,740
Net Kar	572	1,033
Konsensus		
Hasılat	10,809	17,677
FAVÖK	1,359	2,303
Net Kar	493	1,016
YF vs. Konsensus		
Hasılat	3%	11%
FAVÖK	8%	19%
Net Kar	16%	2%

Kaynak: YF Araştırma, Bloomberg

Benzer Şirketler Çarpanları

Benzer Şirket Adı	Piyasa Değ. Milyon dolar	F/K		FD/FAVÖK	
		2024T	2025T	2024T	2025T
TEMPUR SEALY INT	8,747	18.2	15.6	11.2	9.8
MOHAWK INDS	7,443	12.0	10.2	6.5	6.0
MAN WAH HOLDINGS	2,841	10.3	9.2	7.0	6.3
LEGGETT & PLATT	2,437	11.7	10.7	8.2	7.5
SUOFEIYA HOME-A	2,278	11.2	10.0	6.9	6.3
LA-Z-BOY INC	1,407	12.0	11.1	8.2	7.9
ETHAN ALLEN	722	12.1	12.0	6.5	6.5
VICTORIA PLC	277	10.2	8.6	8.6	8.1
NOBIA AB	277	n.a.	12.5	8.1	6.0
Ortalama		12.2	11.1	7.9	7.2
Yatas	151	4.7	2.9	2.6	1.7
Prim (İskonto)		-61%	-74%	-66%	-76%

Kaynak: Bloomberg, YF Araştırma

2024T	
FAVÖK	2,740
Hedef FD/FAVÖK (x)	5.0
Firma Değeri	13,698
- 24T Net Borç	3,563
Hedef Piyasa Değeri	10,135
Hedef Fiyat (TL/hisse)	68.0
Hisse Fiyatı (TL/hisse)	32.7
Yükseliş Potansiyeli (%)	108%

Kaynak: YF Araştırma Tahminleri

Hedef FD/FAVÖK hassasiyet tablosu					
Hedef FD/FAVÖK (x)	4	4.5	5.0	5.5	6
Hedef Fiyat (TL/hisse)	49.4	58.5	68.0	76.8	85.9
Yükseliş Potansiyeli (%)	51%	79%	108%	135%	163%

Kaynak: YF Araştırma

Değerleme Üzerindeki Riskler

2024T'de daha güçlü iç talep, daha yüksek ihracat satışları değerlememize yönelik başlıca yukarı yönlü riskler olacaktır. Öte yandan, iç talepteki keskin yavaşlama değerlememiz için aşağı yönlü risk olacaktır.

Yatırım Finansman Menkul Değerler

Meclis-i Mebusan Cad. 81 Fındıklı 34427 Beyoğlu/İstanbul

Tel: +90 (212) 317 69 00 Faks: +90 (212) 282 15 50 - 51

UYARI NOTU:

Bu e-posta mesajı ve ekleri gönderildiği kişi ya da kuruma özeldir ve gizlidir. Hiçbir şekilde üçüncü kişilere açıklanamaz ya da yayımlanamaz. Yetkili alıcılardan biri değilseniz, bu mesajın herhangi bir şekilde ifşa edilmesi, kullanılması, kopyalanması, yayılması veya mesajda yer alan hususlarla ilgili olarak herhangi bir işlem yapılmasının kesinlikle yasak olduğunu bildiririz. Eğer mesajın alıcısı veya alıcısına iletmekten sorumlu kişi değilseniz lütfen mesajı sisteminizden siliniz ve göndereni uyarınız. Gönderen ve Yatırım Finansman Menkul Değerler A.Ş., bu mesajın içerdiği bilgilerin doğruluğu, güncelliği ve eksiksiz olduğu konusunda bir garanti vermemektedir, içerik Yatırım Finansman Menkul Değerler A.Ş. tarafından her zaman değiştirilebilir. Bu e-posta yer alan bilgiler "Yatırım Finansman Menkul Değerler A.Ş." tarafından genel bilgilendirme amacı ile her türlü veri, yorum ve değerlendirmeler hazırlandığı tarih itibarıyla mevcut piyasa koşulları ve güvenilirliğine inanılan kaynaklara dayanılarak hazırlanmıştır. Bu kaynakların kullanılması nedeni ile ortaya çıkabilecek hatalardan Yatırım Finansman Menkul Değerler A.Ş. sorumlu değildir. Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti, kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Burada yer alan ve hiçbir şekilde yönlendirici nitelikte olmayan içerik, yorum ve tavsiyeler ise genel nitelikte olup, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. 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 e-posta içeriğinde yer alan çeşitli bilgi ve görüşlere dayanarak yapılacak ileriye dönük yatırımlar ve ticari işlemlerin sonuçlarından ya da ortaya çıkabilecek zararlardan Yatırım Finansman Menkul Değerler A.Ş. sorumlu tutulamaz. Mesajın içeriğinden, iletilmesinden, alınmasından, saklanmasından, gizliliğinin korunamamasından, virüs içermesinden ve sisteminizde yaratabileceği zararlardan Yatırım Finansman Menkul Değerler A.Ş. sorumlu tutulamaz. Yatırım Finansman bu mesajın içeriği ve ekleri ile ilgili olarak hukuki açıdan herhangi bir sorumluluk kabul etmemektedir. Teşekkür ederiz.

Levent Durusoy	Genel Müdür Yardımcısı	levent.durusoy@yf.com.tr	+90 (212) 334 98 33
----------------	------------------------	--------------------------	---------------------

Araştırma Bölümü

Serhat Kaya	Araştırma Müdürü	serhat.kaya@yf.com.tr	+90 (212) 334 98 36
Erol Gürçan	Başekonomist	erol.gurcan@yf.com.tr	+90 (212) 334 98 37

Hizmet Noktalarımız

Genel Müdürlük	+90 (212) 317 69 00	Merkez	+90 (212) 334 98 00
Antalya	+90 (242) 243 02 01	Ankara	+90 (312) 417 30 46
Caddebostan	+90 (216) 302 88 00	İzmir	+90 (232) 441 80 72
Samsun	+90 (362) 431 46 71	Ulus	+90 (212) 263 00 24
Bursa	+90 (224) 224 47 47	Bodrum	+90 (252) 999 14 04
Denizli	+90 (258) 999 19 75	Çorlu	+90 (282) 888 96 50