

Endeks Üzeri Getiri - 12A hedef fiyat: 80.1 TL

13.03.2024
09.00

Kabuk Değiştiriyor

- TKNSA için 80.1 TL hedef fiyat ve **Endeks Üstü Getiri** (EÜ) tavsiyesi ile önerimizi başlatıyoruz. Hedef fiyatımız %70 getiri potansiyeli sunuyor. TKNSA, 2023T 6.6x düz. FD/FVAÖK ve 0.2x FD/Satışlar ile işlem görmektedir.

Dijital deneyim sunan yeni mağaza konseptine geçildi. 2022 yılından itibaren 13 mağaza dönüştürüldü. Dijital mağaza konseptine paralel olarak mağaza ağı, deneyim ve ürün çeşitliliği odağına uygun şekilde, yüksek metrekareli alanlarda yeni mağazalar ve mevcut mağazaların relokasyonu ile optimize ediliyor.

Fiziksel büyümede verimlilik odaklı anlayışla hareket ediliyor. 2020'de 211 adeti bulan mağaza sayısı 9A23 itibariyle 187'ye geriledi ancak esas konsantrasyon adetsel büyümede değil. Mağaza sayıları azalırken zamanla metrekare bazlı genişlemeye gidildi. Mağaza başı satış alanında 2020'den itibaren artış başladı ve 9A23 itibariyle 554 m²'ye ulaşıldı (2020: 459 m²). 2020'de 96,879 m² olan toplam satış alanı tahminimize göre 2025'te 110 bin m²'yi aşacak (12A23: 105 bin m²).

Büyümede yeni hikaye: Pazaryeri yatırımı ve online kanallar. 2023'ün ortasında yatırımı tamamlanan Pazaryeri, şuana kadar 137 bin SKU ve 445 satıcıya sahip. Pazaryerinin 9A23 itibariyle Teknosa.com hacmindeki payı %37'ye ulaştı. Online kanalların perakendedeki payı ise %15'e yükseldi (2019: %7), online net satış hacmi (NMV) 20 kat arttı. Online brüt işlem hacminde (GMV) 2023'te 7.5milyarTL ve 2024'te 15milyarTL hedefleniyor. Teknosa yatırım harcamalarının (2023T) %60'ını bilgi teknolojilerine aktarıyor.

Daha güçlü ve sürdürülebilir sonuçlar. Operasyonel gider kalemlerinde maliyet disiplinine odaklanan şirket, kârlılık tarafında pandemi öncesi yıllardan çok farklı ve daha olumlu bir çizgide ilerliyor. Düzeltilmiş FVAÖK marjı (net vade farkı gelir/gider, kredi kartı komisyon gideri ve kira sözleşmelerine ilişkin nakit çıkışları eklendi) 2023T ve 2024T için sırasıyla %3.1 ve %2.8 tahmin ediyoruz. 2019 yılı ve öncesinde düz. FVAÖK marjı %0.8 ila %2.5 dolaylarında istikrarsız bir operasyonel karlılığa işaret ediyordu. Net kâr marjı %3.0 sınırına dayandı ve modellemelerimizde uzun vade için %2.0 net kâr marjının altını beklemiyoruz. Ayrıca, şirket 2021'den sonra net nakit pozisyonunda da sürdürülebilir bir yapı yakalamıştır. 9A23 itibariyle 1,878milyarTL net nakit pozisyonundadır. Görece yüksek yatırım döneminde kısa-orta vadede temettü ihtimali görmüyoruz.

Değerleme: Şirket 20 Mart'ta TFRS-29 bilanço sonuçlarını açıklayacak. Çeyreklik sonuçlar kıyaslama adına anlamlı olmayacak. Değerlememizde 2024 için %36, 2025 için ise %26 iskonto faizi kullandık. Uzun vadede risksiz faiz oranımızı %15'e kadar düşürdük. Enflasyonun normalleşme patikasına girmesini beklediğimiz bu dönemde değişken risksiz faiz oranı kullanmanın adil olduğunu düşünüyoruz. Çalışmamızda sadece INA kullandık.

Riskler: i) Daha sıkı para politikası uygulamaları, ii) Lira'daki keskin değer kayıpları, iii) Kredi kartı harcamalarını kısıtlamaya yönelik olası tedbirler, iv) Enflasyonun seyri ve v) Online kanal pazarındaki yoğun rekabet ortamı

Mevcut Hisse Fiyatı	12A Hedef Fiyat	Potansiyel Getiri
TL47.20	TL80.1	70%
Piyasa Değeri	**Firma Değeri	
TL9,487mn	USD297mn	TL7,609mn

Hisse Senedi Bilgileri			
Bloomberg/Reuters:	TKNSA.TI / TKNSA.IS		
Relatif Performans:	1 ay	3 ay	12 ay
	25%	15%	39%
12 Ay Fiyat Aralığı (TL):	15.24 / 53.35		
Ort. Günlük Hacim (mn TL) 3 ay:	231.1		
YBB TL Getiri:	59%		
Beta (2 yıllık, haftalık)	0.94		
BİST-100'deki ağırlığı	0.1%		
Ödenmiş Sermaye (mnTL):	201.0		
Yabancı Payı:	Mevcut	12A önce	
	22%	5%	

Kısaca Şirket

Teknosa 03.03.2000 tarihinde kurulmuş olup, fiili faaliyet konusu, sahip olduğu mağazalar ve www.teknosa.com internet sitesi aracılığıyla teknoloji ürünleri satışı, bayi ağı aracılığıyla klima ve buzdolabı satışı yapmaktır. Ayrıca www.teknosa.com internet sitesi 04.02.2022 tarihi itibarıyla "Pazaryeri" olmuştur ve müşterilerine kendi ürünleri ile birlikte sitesindeki yetkili satıcılarının ürünlerinin de satışına başlamıştır.

Ortaklık Yapısı

Hacı Ömer Sabancı Holding A.Ş.	50.0%
Halka Açıklık	50.0%

Özet Finansallar	2021	2022	2023T	2024T
Net Satışlar (TLmn)	7,520	17,441	37,827	59,889
Yıllık Değişim	34%	132%	117%	58%
*FVAÖK (TLmn)	681	1,429	3,141	4,842
Yıllık Değişim	45%	110%	120%	54%
Net Kar (TLmn)	132	525	876	1,197
Yıllık Değişim	55%	297%	67%	37%
*FVAÖK marjı	9.1%	8.2%	8.3%	8.1%
Net Kâr marjı	1.8%	3.0%	2.3%	2.0%
F/K (x)	71.8	18.1	10.8	7.9
**FD/FVAÖK (x)	40.0	14.2	6.6	4.7
**FD/Net Satışlar (x)	1.17	0.46	0.20	0.13
Hisse Başına Kar(TL)	0.7	2.6	4.4	6.0
Hisse Başına Temettü	0	0	0	0
Temettü Verimi	0%	0%	0%	0%
Özkaynak karlılığı	-52%	54%	69%	54%

*TFRS16 etkisi dahildir

**FD ve FVAÖK için TFRS16 etkileri elimine edildi ve FVAÖK için ayrıca operasyonel düzeltmeler uygulandı

Analist: Emin Tay

+90 (212) 384 12 47

ETay@garantibbva.com.tr

ÖZET FİNANSAL TABLOLAR (mn TL)

Gelir Tablosu	2020	2021	2022	2023T	2024T
Satış Gelirleri	5,607	7,520	17,441	37,827	59,889
Satışların Maliyeti	-4,676	-6,253	-14,537	-31,397	-49,708
Brüt Kar/Zarar	931	1,267	2,904	6,431	10,181
Faaliyet Giderleri	-579	-728	-1,674	-3,720	-6,020
Faaliyet Karı	352	539	1,231	2,711	4,161
*FVAÖK	470	681	1,429	3,141	4,842
Net Diğer Gelir/Gider	-42	-171	-276	-719	-1,054
Net Finansal Gelir/Gider	-208	-248	-464	-1,237	-1,956
Vergi Öncesi Kar/(Zarar)	111	139	601	1,168	1,597
Vergi	-26	-8	-76	-292	-399
Net Kar	85	132	525	876	1,197
Faaliyet Kar Marjı	6.3%	7.2%	7.1%	7.2%	6.9%
*FVAÖK marjı	8.4%	9.1%	8.2%	8.3%	8.1%
Net Kar Marjı	1.5%	1.8%	3.0%	2.3%	2.0%
Gelir Büyümesi	36%	34%	132%	117%	58%
FVAÖK Büyümesi	52%	45%	110%	120%	54%
Net Kar Büyümesi	n.m.	55%	297%	67%	37%
Bilanço	2020	2021	2022	2023T	2024T
Dönen Varlıklar	1,565	2,624	5,439	11,983	16,875
Nakit ve Nakit Benzerleri	392	709	1,604	2,366	4,179
Kısa Vadeli Ticari Alacaklar	103	156	441	854	1,196
Stoklar	1,057	1,719	3,265	8,373	10,882
Diğer Dönen Varlıklar	13	39	128	391	619
Duran Varlıklar	395	378	859	1,543	2,500
Toplam Varlıklar	1,961	3,001	6,298	13,526	19,375
Kısa Vadeli Yükümlülükler	1,944	2,627	5,204	11,367	15,721
Kısa Vadeli Finansal Borçlar	468	96	356	608	977
Kısa Vadeli Ticari Borçlar	1,386	2,428	4,561	10,327	14,061
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	89	103	287	431	683
Uzun Vadeli Yükümlülükler	182	131	332	521	819
Uzun Vadeli Finansal Borçlar	168	113	264	406	651
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	14	18	69	115	167
Özkaynaklar	-166	243	761	1,638	2,835
Toplam Kaynaklar	1,961	3,001	6,298	13,526	19,375
Özet Nakit Akım Tablosu	2020	2021	2022	2023T	2024T
*FVAÖK	470	681	1,429	3,141	4,842
İşletme Sermayesi Değişimi	80	-327	-301	-247	-882
Faaliyetlerden Nakit Akımı	367	820	1,522	1,466	3,052
Sermaye Yatırımları	-37	-70	-192	-503	-1,006
Yat. Faaliyetleri Nakit Akımı	-25	-56	-137	-449	-952
Temettü Odemesi	0	0	0	0	0
Net borçtaki değişim	265	-370	202	138	153
Fin. Faaliyetlerden Nakit Akımı	11	-447	-463	-256	-287
Dönem Başı Nakit ve Nakit Benzerleri	37	392	709	1,604	2,366
Dönem Sonu Nakit ve Nakit Benzerleri	392	709	1,604	2,366	4,179
Rasyo Analizi	2020	2021	2022	2023T	2024T
Net Borç/FVAÖK (x)	0.0	-1.0	-1.0	-0.6	-0.4
Net Borç/Özkaynaklar (x)	0.1	-2.9	-1.8	-1.1	-0.7
Yatırım Harcamaları/Satışlar (%)	-0.7%	-0.9%	-1.1%	-1.3%	-1.7%
İş. Ser. Değişimi/Satışlar (%)	1.4%	-4.3%	-1.7%	-0.7%	-1.5%
Yatırılan Sermaye Getirisi (%)	511.6%	35.3%	48.0%	40.6%	32.8%
Serbest Nakit Akımı Verimi (%)	0.7%	4.4%	5.2%	7.4%	13.6%
*: Hesaplamalara TFRS16 dahildir					
Kaynak: Garanti BBVA Yatırım. Şirket verileri					

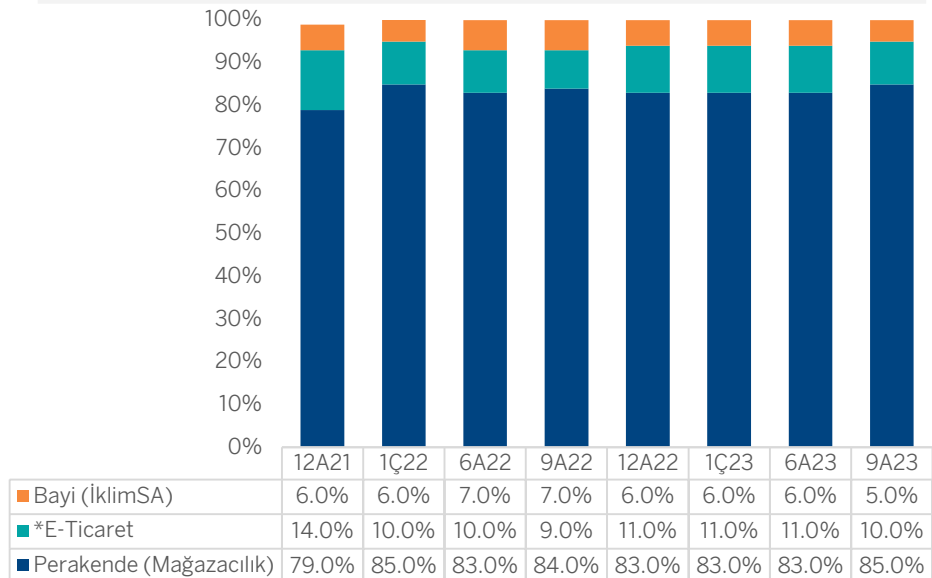
Yatırım Tezi

Teknosa'ya ve Sektöre Bakış

Teknosa'nın faaliyette bulunduğu alanları ikiye ayırmak mümkün. Bunlar; mağazacılık ve e-ticaret ile bayi ağı olarak gruplandırılabilir. Mağazalarda ve online kanallarda; tüketici elektroniği, görüntüleme, bilgi teknolojisi, telekom ürünleri ve ev aletleri perakendeciliği yapan şirket, bayi grubu markası İklimsa ile iklimlendirme sektöründe ve GES alanında faaliyet göstermektedir. İklimsa'nın yanı sıra Teknosa'nın müşterileriyle buluşturduğu toplam 4 markası bulunmaktadır;

- İklimsa:** Bünyesinde 5 marka ve 200 model ile iklimlendirme ve 2022 yılı itibarıyla Güneş Enerji Sistemleri (GES) alanında faaliyet gösteriyor. 500'den fazla bayi ve servis ağına sahip. Klima sektöründe dünya markaları (Sharp, Fujitsu, Mitsubishi Klima, GE Appliance, Samsung) ve kendi markaları (Sigma) ile uçtan uca klima çözümleri sunuluyor. GES alanında da uçtan uca hizmet sunan İklimsa'da bu hizmetler; proje çözüm ve çizim süreçleri, projelerin sahada uygulanması ve satış sonrası hizmeti kapsamaktadır. Yaklaşık 90 bayi GES konusunda yetkilendirildi. Satış gelirlerinden aldığı pay %5 civarında bulunuyor. Diğer satışlar perakendecilik alanında olup %85 mağazacılık ve %10 e-ticaret şeklindedir.

Teknosa—Kategori Bazlı Gelirlerin Yüzdesel Dağılımı



*Teknosa.com ciro ve Pazaryeri komisyon gelirleri

Kaynak: Garanti BBVA Yatırım, Şirket verileri

- **Preo:** 1400'den fazla SKU ile 2023'te iki milyonu aşan ürün satışı gerçekleşmiştir. Kişisel Bakım, küçük ev aletleri, TV ve tablet satışı gerçekleşen ürünlerden bazılarıdır. GfK Araştırmanın yaptığı ankete göre müşterilerin %92'si ürünlerden memnuniyetini belirtmiştir.
- **Tekno Hizmet:** 2023'te üç milyonu aşan hizmet satışı yapılmıştır.
- **Teknoclub:** Üç milyonun üzerinde Tecnoclub üyesi vardır.
- **Teknosacell:** 450 bin Teknosacell abonesi bulunmaktadır.

Teknosa, dijital ve fiziki kanalların harmanlandığı uygulamalarıyla omnichannel (çoklu kanal) modelinde ilerleme sağlamaktadır ve müşterisine en yakın teknoloji perakende zinciri konumundadır. Bu anlamda, yurtdışında FNAC Darty, Currys, Ceconomy AG ve Best Buy şirketleri ile benzer iş modelinde olduğu söylenebilir.

Türkiye Tüketici Elektronik Sektöründe Dağıtım Kanalları

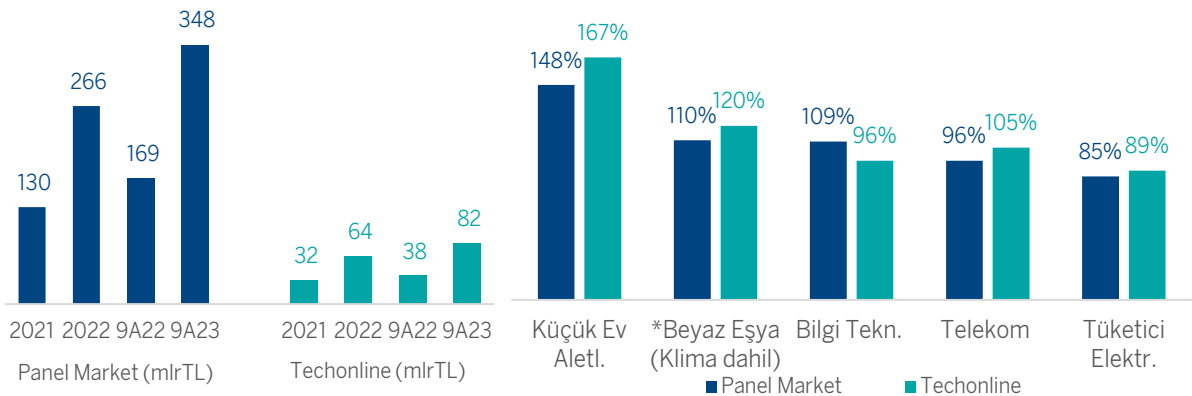


Kaynak: Şirket

Panel markette yer alan tüm kanalların online satışları techonline pazarını oluşturmaktadır. Teknosa'nın da içinde bulunduğu panel market ve techonline sektörü büyümesini sürdürüyor. GfK'nın 2023 yılın ilk 9 ayında yayımlanan verilerine göre panel markette büyüme %106 iken techonline sektöründeki büyüme yıllık bazda %116 seviyesinde.

Pazar Hacmi (mlr TL)

Kategoriler Bazında Yıllık Büyüme Oranları



Kaynak: Garanti BBVA Yatırım, Şirket verileri

Kategori bazlı detaylandırıldığında tüm kategorilerde yüksek büyüme gözleniyor. Özellikle küçük ev aletlerinde hem panel markette hem de techonline pazarında sırasıyla %148 ve %167 oranında büyüme oldukça dikkat çekici. Bunun yanı sıra klima ve mobil telefon satışlarında güçlü talep devam ediyor.

Teknosa'nın İş Modeli ve Stratejisine Yakın Çekim

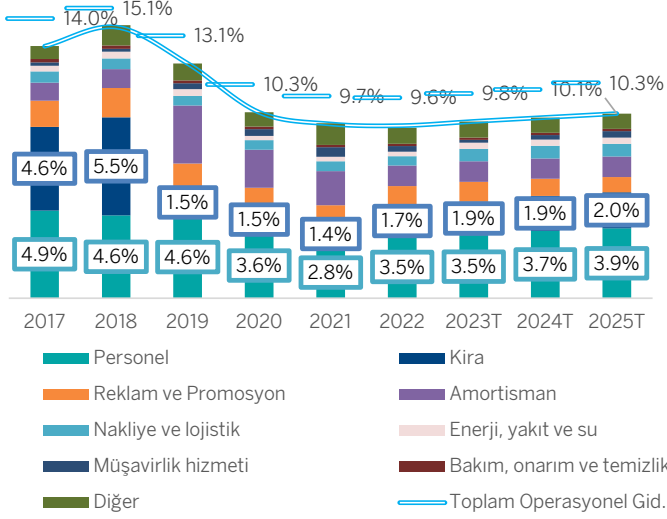
"Dönüşüm" mottosuyla her alanda verimliliği artırmaya çalışan Teknosa farklı bir yapıya bürünüyor. Dönüşümün ilk adımları 2019'da finansal ve operasyonel alanda atılmaya başlandı. Devamında müşteri memnuniyetinde sürdürülebilirlik adımları atıldı. 2022'de önemli vizyoner bir adımla Teknosa online kanallarına pazaryeri yetkinliği eklendi. 3Ç23'te ise dijital altyapı ve çözümler için start verildi. Dönüşümün son adımıyla hedeflenenler; i) hizmet kalitesini, ii) şirketin operasyonel performansını ileriye taşımak ve iii) Teknosa'yı Digital-First hale getirmek.

2019'da başlatılan kapsamlı "Yeni Neslin Teknosa'sı" dönüşüm programı ile önceki yıllara kıyasla daha güçlü ve sürdürülebilir sonuçlar üretiliyor. 2019'da sırasıyla kategori, satış, stok yönetimi, maliyet yönetimi ve yönetsel dönüşümler ele alındı. Finansal ve operasyonel dönüşüm odak noktası oldu. Daha sağlıklı finansal temeller üzerine oturmak için tamamlayıcı ürün satışlarından mağaza performans yönetimine, mağaza network optimizasyonundan stok yönetim sistemine, fiyat ve promosyon yönetiminden hedef ve teşvik sistemine hedef odaklı önemli adımlar atıldı.

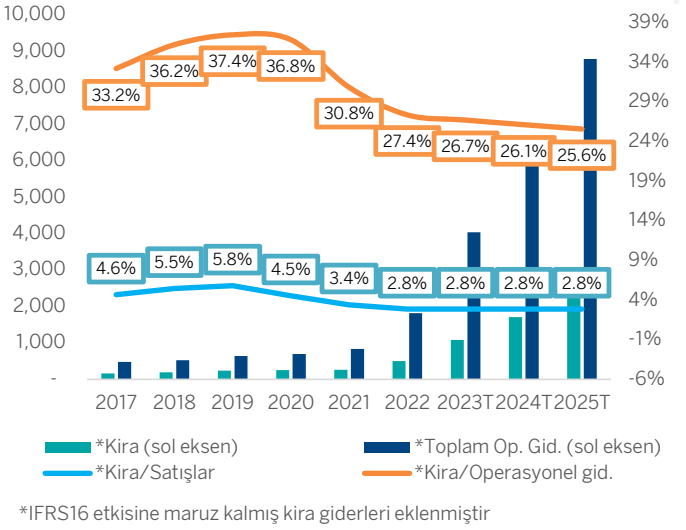
Maliyet yönetimine ayrı bir parantez açmak gerekiyor. Operasyonel gider kalemlerinde maliyet disiplinine odaklanan şirket, kira müzakereleri de dahil olmak üzere operasyonel maliyeti azaltma çalışmalarına hız verdi.

2017 ve 2018'de kira giderleri toplam satışların sırasıyla %4.6 ve %5.5'ini oluşturmaktaydı. 20219'da %5.8'e ulaşan TFRS-16 etkileri hariç kira giderleri 9A23 itibarıyla %2.8'e kadar düştü. Söz konusu gider kaleminde yaklaşık 2.5-3.0 puanlık iyileşme öne çıkıyor. Şirket pandemiden hemen önce birçok kira sözleşmesini ciro endeksli hale getirdi. Hesaplamalarımıza göre 9A23 itibarıyla tüm kira giderlerinin %74'ü ciro endeksli giderlerden oluşuyor. Kira ödemelerinde ağırlıklı olarak ciro endeksli sözleşmelere geçilmiş olması iyileşmede aslan payına sahip.

Operasyonel Giderlerin Satışlara Göre Oranı



TFRS-16 Hariç Kira Giderleri

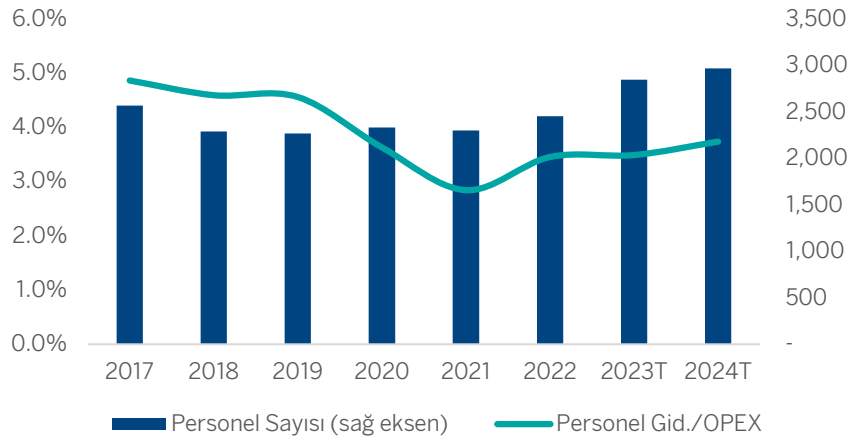


Kaynak: Garanti BBVA Yatırım, Şirket verileri

Tahminlerimize göre Teknosa için ciroda büyüme 2023'ün altında kalacak (2023T gelir büyümesi: %117; 2024T gelir büyümesi: %58) ancak Türkiye'de kira artışı 2023'ün üzerinde seyredecek. Buna rağmen şirketin kira sözleşmelerinin büyük ağırlığının ciro endeksli olması sebebiyle kira giderlerinin marjlar üzerinde yaratacağı baskının hafif olmasını bekliyoruz.

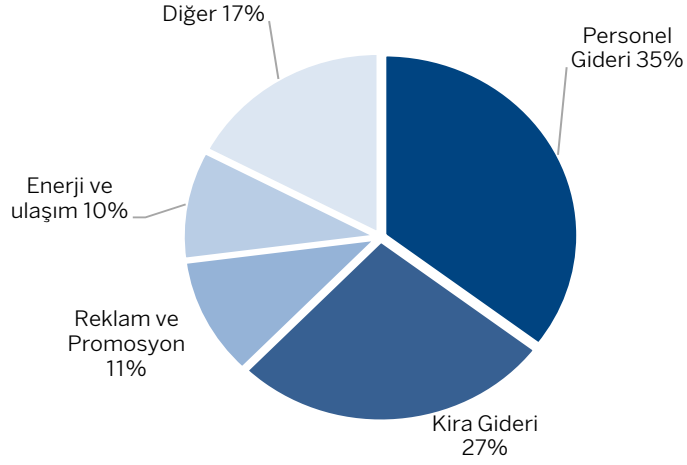
Teknosa'nın operasyonel giderleri arasında en büyük kalem kira giderleri değil. 2023'te TFRS-16 dahil kira giderleri/operasyonel giderler %1.7 iken personel giderleri %3.5 oranında bulunuyor. Pandemi dönemini (2021: %2.8) dikkate almazsak 2019 öncesine göre yaklaşık 1.0-1.5 puan iyileşme var. Operasyonel kalemlerde maliyet disiplinine yüksek ciro beklentimiz eşlik ettiğinden, bu tarafta, 2026'ya kadar %4.0 oranının aşılmasını beklemiyoruz.

Personel Sayısı ve Personel Giderlerinin Operasyonel Giderler İçindeki Payı



Kaynak: Garanti BBVA Yatırım, Şirket verileri

Operasyonel Gider Kırılımı

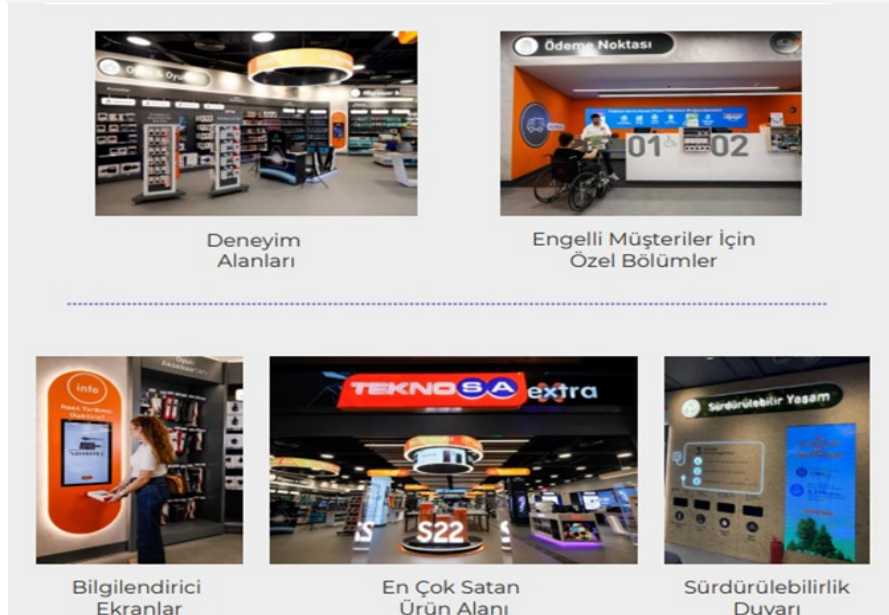


Kaynak: Garanti BBVA Yatırım, Şirket verileri

9A23 dönemi itibariyle toplam operasyonel giderlerin %35'i personel giderleri, %27 kira giderleri, %11'i reklam ve promosyon gideri ve %10'u enerji&ulaşım giderleridir.

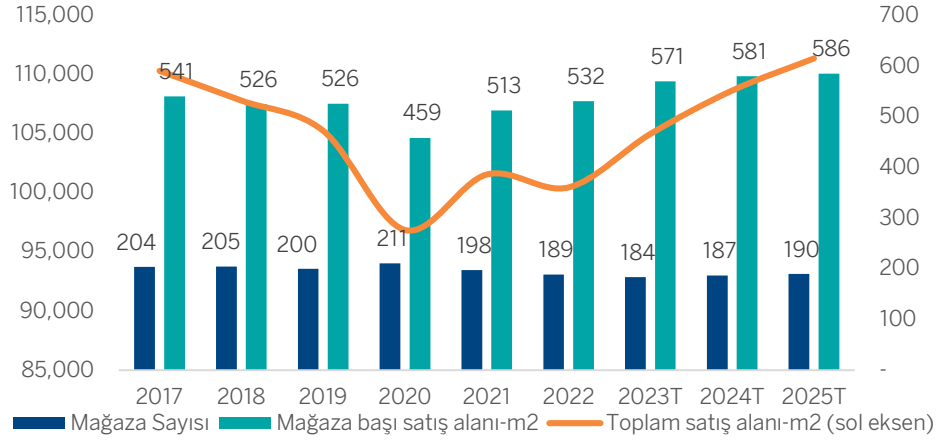
Mağazalarda verimlilik esas alındı. Dijital deneyim sunan yeni mağaza konseptine geçildi. 2022 yılından itibaren 13 mağaza dönüştürüldü. Dokunmatik info ekranlarla ürün özelliklerini detaylı inceleme, mobil kasa ödeme imkanları ve deneyim alanları oluşturuldu. En çok satan ürün alanı, engelli müşteriler için özel bölümler ve bilgilendirici ekranlar getirildi. Dijital mağaza konseptine paralel olarak mağaza ağı, deneyim ve ürün çeşitliliği odağına uygun şekilde, yüksek metrekaresi alanlarda yeni mağazalar ve mevcut mağazaların relokasyonu ile optimize ediliyor.

Yenilenen Mağazalar



Kaynak: Şirket

Mağaza Sayısı ve Satış Alanı



Kaynak: Garanti BBVA Yatırım, Şirket verileri

Teknosa aynı dönemlerde mağaza sayısında da artışa gitmek yerine verimlilik odaklı anlayışla hareket etti. 2020’de 211 adeti bulan mağaza sayısı 9A23 itibariyle 187’ye geriledi ancak esas konsantrasyon adetsel büyümede değil. Mağaza sayıları azalırken zamanla metrekare bazlı genişlemeye gidildi. Mağaza başı satış alanında 2020’den itibaren artış başladı ve 9A23 itibariyle 554 m²’ye ulaşıldı (2020: 459 m²). 2020’de 96,879 m² olan toplam satış alanı tahminimize göre 2025’e geldiğimizde 110 bin m²’yi aşacak (9A23: 105 bin m²).

Önemli Büyüme Alanı “Online Kanal”: Teknosa.com ve Pazaryeri

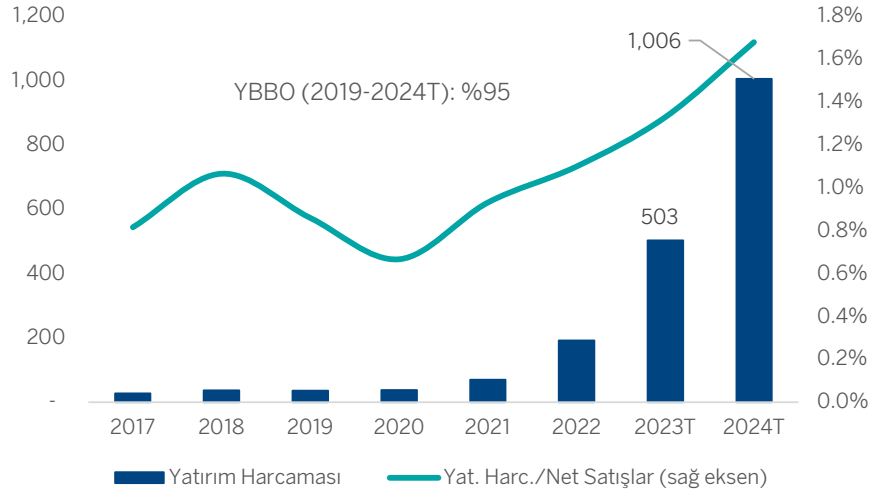
Güçlü fiziksel varlığıyla çoklu-kanal perakendeciye dönüşüm amacına paralel olarak 2023’ün ilk yarısında pazaryeri yatırımı tamamlanmış oldu. Böylece Teknosa, online kanallarına pazaryeri yetkinliği ekleyerek müşterilerine çok daha geniş yelpazede ürünler sunmaya başladı. Teknosa’nın pazaryerinde teknoloji odaklı ürünler yer alıyor.

Teknosa kendi mağazalarından online satışı mümkün hale getirdi. Böylece müşterilerin tercih ettikleri kanallar üzerinden etkileşimde bulunmalarına olanak tanıyor. Bunlara ek olarak yapay zeka (AI) bazlı veriye dayalı pazarlık çözümlerine başlandı. Önümüzdeki dönemde AI yetkinlikleri daha fazla kullanılarak rekabet avantajı elde etme hedefleniyor ve nihayetinde bunun satış, kârlılık ve operasyonel verimlilikte önemli iyileşmelere yol açması bekleniyor.

2. yılında bulunan Pazaryeri, şuana kadar 137 bin SKU ve 445 satıcıya sahip. Pazaryerinin 9A23 itibariyle Teknosa.com hacmindeki payı %37’ye ulaştı. 2019’a referansla bugüne bakıldığında online kanalların perakendedeki payı %7’den %15’e yükseldi. Orta vadede hedef %20 seviyelerine ulaşmak. Online net satış hacmi (NMV) ise aynı dönemde 20 kat artış kaydetti. E-ticaret brüt işlem hacminde (GMV) 2023’te 7.5milyarTL ve 2024’te 15milyarTL hedefleniyor.

Teknosa yatırım harcamalarının (2023T) %60'ını bilgi teknolojileri oluştururken %40'ı mağaza&lojistik yatırımlarıdır. 2019-2022 dönemi toplam yatırım harcaması 339mnTL iken 2023 ve 2024 yılı toplam yatırım harcamasının 1,500mnTL'yi bulması beklenmektedir.

Yatırım Harcamaları



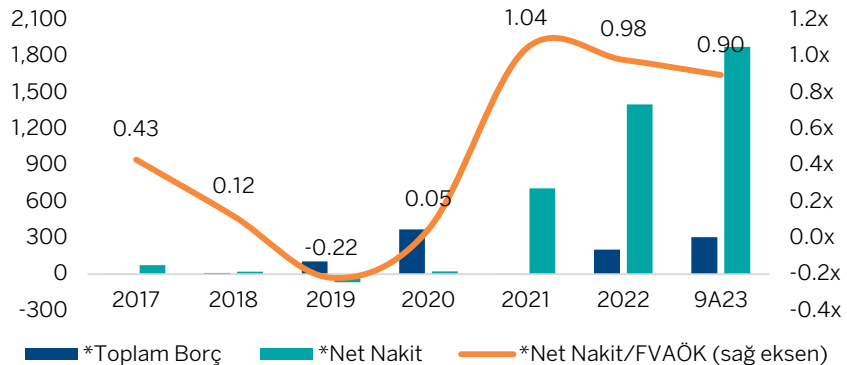
Kaynak: Garanti BBVA Yatırım, Şirket verileri

Tahminlerimize göre 2019-2024T yılları arası yatırım harcamaları için YBBO %95 gibi yüksek bir oran olacak. 2019'da %0.9 olan Yat.Harc./Net satışlar oranı için 2024'te tahminimiz %1.7 seviyesinde.

Nakit Pozisyon ve FVAÖK Gelişimi

Dönüşüm vizyonu ile sürdürülebilir verimliliğe ve geleceğe yatırım yapan Teknosa'da borçluluk bir miktar yükselmiştir. 9A23 itibarıyla toplam finansal borç 304mnTL'dir. Ancak, 2021'de yapılan sermaye artışına ek olarak, aynı dönemlerde artmaya başlayan FVAÖK'e paralel nakit pozisyonunda da artış yaşanmış 2021'den sonra net nakit pozisyonunda sürdürülebilir bir yapı yakalanmıştır.

Toplam Finansal Borç ve Net Nakit Pozisyonu



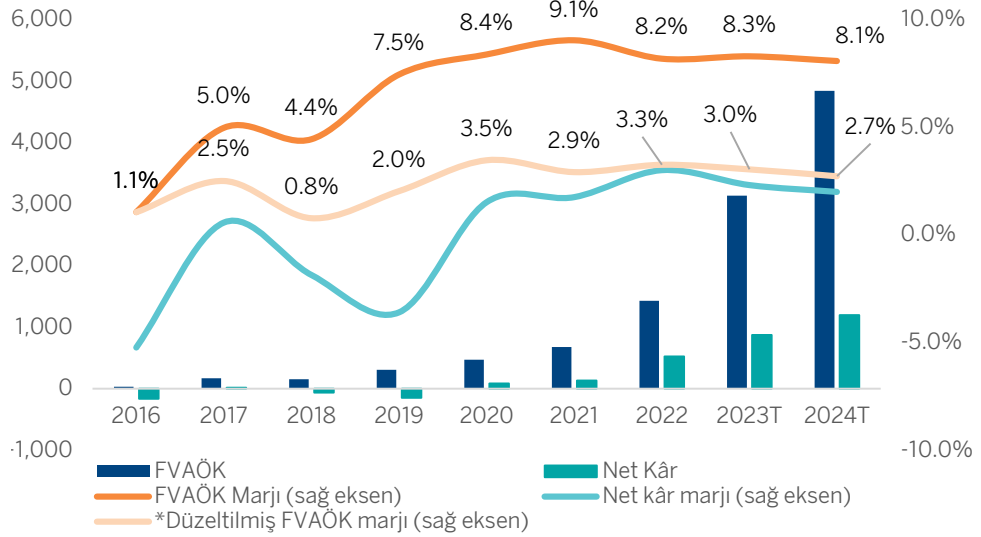
*TFRS -16 hariç

Kaynak: Garanti BBVA Yatırım, Şirket verileri

Perakende sektörünün ruhunu yansıtan negatif işletme sermayesinin nakit yaratımındaki kuvvetli desteği Teknosa'da da fazlasıyla hissedilmeye başlanmıştır. Net nakit döngüsünü negatif 14 gün olarak projekte ediyoruz.

6A21'de 141mnTL net borç pozisyonuna sahip olan Teknosa 9A21'de 118mnTL net nakit pozisyonuna geçmiştir. Devam eden tüm dönemlerde net nakit pozisyonunu koruyan şirket 9A23 itibariyle 1,878mnTL net nakittir. Nakitin %81'i Lira iken %19'u döviz (USD+EUR) cinsindendir. TFRS16 hariç net nakit/FVAÖK oranı 2021'de 1.0'a yükselmiş ve mevcut oran 0.9 seviyesinde korunmaktadır.

Bazı Kârlılık Göstergeleri



Kaynak: Garanti BBVA Yatırım , Şirket verileri

*TFRS 16 etkisi hariç, FVÖK ayrıca net vade farkı gelir/gider, kredi kartı komisyon gideri ve kira sözleşmelerine ilişkin nakit çıkışlarına göre düzenlenmiştir.

2023T ve 2024T TFRS-16 dahil FVAÖK beklentimiz sırasıyla 3,141mnTL ve 4,842mnTL seviyesinde iken FVAÖK marjı da aynı dönemler için %8.3 ve %8.1'dir. Ancak biz Teknosa'da operasyonel performansı doğru ölçmek için FVAÖK'te bazı düzeltmeler yapılması gerektiğine inanıyoruz. Düzeltilmiş FVAÖK hesaplamamızda net vade farkı gelir/gideri, kredi kartı komisyon gideri ve kira giderlerine ilişkin nakit çıkışlarını da dikkate alarak FVAÖK hesabına ekliyoruz. Bu durumda düzeltilmiş FVAÖK marjı 2023T ve 2024T için sırasıyla %3.0 ve %2.7 tahmin ediyoruz. 2019 yılı ve öncesinde düz. FVAÖK marjı %0.8 ila %2.5 dolaylarında istikrarsız bir operasyonel karlılığa işaret ediyordu. Operasyonel tarafta yakalanan verimlilik dip toplamda da istikrarı beraberinde getirdi. Net kâr marjı %3.0 sınırına dayandı ve modellemelerimizde uzun vade için %2.0 net kâr marjının altını beklemiyoruz.

Değerleme

TKNSA için 12 aylık hedef fiyat çalışmamızda sadece indirgenmiş nakit akımları (İNA) yaklaşımını kullandık. Yurtdışı benzerlerini incelerken hem online hem de offline faaliyet gösterenler olarak FNAC Darty, Currys, Ceconomy AG ve Best Buy şirketlerini tespit ettik. Bunun yanı sıra Magazine Luiza, Hepsiburada, Tsann Kuen Enterprise Co., Ltd. (Taiwan), Conn's, Inc. (U.S.), LOTTE Himart Co., Ltd. (South Korea), Newegg (U.S.), Suning (China) ve M.video (Russia) analize konu edilebilir diğer şirketler olabilir. Ancak, piyasa çarpanları için kullanılacak metriklerde detaylı düzeltmeler yapılması gerekliliğinden dolayı benzer şirket çarpanları yöntemini kullanmaktan kaçındık. Buna göre hedef fiyat 80.1 TL ile %70 artış potansiyeline işaret etmektedir.

Değerleme Özeti	Hesaplanan Değer (mn TL)	Ağırlık	Katkı (mn TL)
İNA Analizi	16,095	100%	16,095
Hedef Şirket Değeri			16,095
Piyasa Değeri			9,487
12 Aylık Hisse Hedef Fiyatı			80.1
Hisse Fiyatı			47.20
Yükselme Potansiyeli			70%

Kaynak: Garanti BBVA Yatırım

2023-2028 yıllarını içeren İNA değerleme modellememizde nihai büyüme oranı %5, hisse risk primini %5.0 ve Beta'yı 0.94 alıyoruz.

Risksiz faiz oranını hesaplarken "Finansal Piyasalar Stratejisi 2024" raporumuzdaki görüşlerimiz paralelinde değişikliğe gidiyoruz.

Değerlemelerde kullandığımız risksiz faiz oranını kısa vadeli yüksek enflasyon döneminde yüksek tutuyor, oranın uzun vadede normalleşmesini bekliyoruz. Eski uygulamalarımızda risksiz faiz oranı olarak on yıllık uzun vadeli TL tahvil faizini kullanıyorduk. Son dönemdeki regülasyonlar ve düşük likidite ile tahvil faizinin gösterge niteliğinin bozulması ve enflasyon beklentilerinde yaşanan dalga boyu yüksek değişimler yöntem değişikliğine gitmemize neden oldu. Analizlerimiz neticesinde piyasa katılımcılarının bir yıl ileriye dönük enflasyon beklentileri ile on yıllık tahvil faizi arasındaki ilişkinin oldukça kuvvetli olduğu sonucuna vardık (2012-2022 arası dönem). Dolayısıyla, 2024 için aylık olarak bir yıl ileriye dönük beklentileri lineer olarak tahmin ettik ve değerlemeler için uygun olan risksiz faiz oranını belirledik. Buna göre, değerlemelerimizde 2024 için %36, 2025 için ise %26 iskonto faizi kullandık. Uzun vadede ise risksiz faiz oranımızı %15'e kadar düşürdük. Enflasyonun normalleşme patikasına girmesini beklediğimiz bu dönemde değişken risksiz faiz oranı kullanmanın adil olduğunu düşünüyor, sermaye maliyeti için bunun üzerine 5 puan hisse risk primi ekliyoruz.

Serbest Nakit Akımı (TLmn)	2022	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T
Net Satışlar	17,441	37,827	59,889	78,967	97,675	116,714	137,636
*FVÖK	1,231	2,711	4,161	5,317	6,495	7,637	8,874
Net Vade farkı gelir/gideri	-239	-481	-822	-1,084	-1,341	-1,485	-1,614
Kredi Kartı komisyon gideri	-414	-1,135	-1,797	-2,211	-2,540	-3,035	-3,579
Kira sözl. iş. nakit çıkışları	-207	-373	-590	-778	-1,157	-1,616	-2,181
Düz. FVÖK	370	722	952	1,244	1,457	1,501	1,500
Vergi	-85	-181	-190	-249	-291	-300	-300
Vergi Sonrası Faaliyet Kârı	285	542	762	995	1,166	1,200	1,200
Amortisman	198	430	681	977	1,307	1,678	2,116
Brüt Nakit Akımı	484	972	1,443	1,973	2,472	2,878	3,317
İşletme Sermayesindeki Değişim	-214	-247	-882	-948	-987	-997	-1,156
Yatırım Harcamaları	192	503	1,006	1,247	1,445	1,610	1,761
Firmaya Serbest Nakit Akımı (FSNA)	506	716	1,319	1,673	2,014	2,265	2,712
*FVAÖK	1,429	3,141	4,842	6,294	7,801	9,315	10,991
*FVAÖK Marjı	8.2%	8.3%	8.1%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%
Düz. FVAÖK Marjı	3.3%	3.0%	2.7%	2.8%	2.8%	2.7%	2.6%

Varsayımlar ve Sonuçlar (TL mn)

Nihai Büyüme Oranı	5.0%
Nakit Akımlarının Bugünkü Değeri	4,559
Nihai Değerin Bugünkü Değeri	5,011
Firma Değeri	9,571
Net Nakit(3Ç23) - TFRS16 hariç	1,878
12A Hedef Değer	16,095

*: TFRS16 etkisi dahildir

Kaynak: Garanti BBVA Yatırım, Şirket verileri

AOSM (%)	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T
Sermaye Ağırlığı (2023)	85.2%	85.2%	85.2%	85.2%	85.2%	85.2%
Sermaye Maliyeti	40.6%	40.6%	30.9%	26.5%	22.1%	20.2%
Beta	0.94	0.94	0.94	0.94	0.94	0.94
Risksiz Faiz Oranı	35.9%	35.9%	26.2%	21.8%	17.5%	15.5%
Piyasa Risk Primi	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%
Vergi Sonrası Borçlanma Maliyeti	33.3%	33.3%	33.3%	33.3%	33.3%	33.3%
Vergi Oranı	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%
AOSM	39.5%	39.5%	31.3%	27.5%	23.8%	22.2%

Kaynak: Garanti BBVA Yatırım, Şirket verileri

Piyasa Beklentileri

Bizim gelir ve FVAÖK tahminlerimiz Bloomberg konsensüs ile paralel, net kâr tahminimiz ise konsensüsün altındadır. Enflasyon ve Türk Lirası'nın seyri Teknosa'nın satış gelirleri ve karlılığı açısından çok önemlidir. Bu nedenle makro varsayımlarda enflasyona ve dövizde dayalı farklılıklar, tahminlerimiz ile Bloomberg rakamları arasında farklılığa yol açabilir. Bloomberg'de tahmin yapan sadece 2 kurum olması da farklılığa temel olabilir.

TKNSA için bizim 12 aylık 80.1 TL olan hedef fiyatımız Bloomberg beklentisinin %8 üzerindedir.

TKNSA (TLmn)	Bloomberg		Garanti BBVA Yatırım		Fark	
	2023T	2024T	2023T	2024T	2023T	2024T
Net Satışlar	37,666	60,280	37,827	59,889	0%	-1%
FVAÖK	3,138	4,826	3,141	4,842	0%	0%
Net Kâr	972	1,331	876	1,197	-10%	-10%
FVAÖK marjı	8.3%	8.0%	8.3%	8.1%	0pp	0.1pp
Net Marj	2.6%	2.2%	2.3%	2.0%	-0.3pp	-0.2pp
Hedef Fiyat	74.4		80.1		8%	

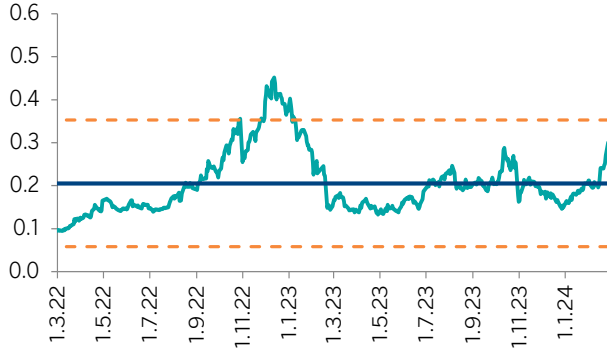
Kaynak: Bloomberg, Garanti BBVA Yatırım

Ek olarak enflasyon muhasebesine geçilecek olması sebebiyle 2023 yılı son çeyrek gerçekleştirmeleri ile bizim ve Bloomberg anketine katılım yapmış analistlerin tahminleri arasında tutarsızlık ortaya çıkacaktır. Dolayısıyla tablodaki rakamlar ile gerçekleşecek sonuçlar arasında bir kıyas yapmak bizce mümkün olmayacaktır.

Enflasyon muhasebesinin perakende sektöründeki şirketlere ilk etkisinin stoklar üzerinden olmasını bekliyoruz. Stok tutma süresi (STS) uzun olan (STS>30) şirketler enflasyon düzeltmesine maruz kaldıklarında stoklardan elde ettikleri kar aşağı gelecektir. Bu şirketlerin, brüt kar marjı ve FAVOK marjlarında azalma olmasını bekleriz. Teknosa için son 5 yıl ortalama STS 69 gün olarak hesaplıyoruz. Dolayısıyla stoklar üzerinden yapılacak enflasyon düzeltmelerinin Teknosa'da kârlılık göstergelerini aşağı yönde etkileyeceğini ve net kâr rakamında bulduğumuz sonucun (GY 2023T: 876mnTL) oldukça aşağısında bir sonuç görebileceğimizi tahmin ediyoruz.

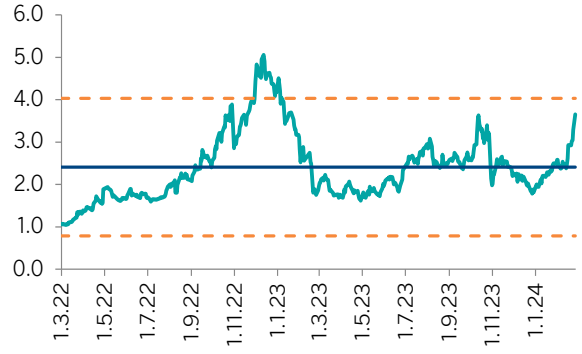
EK-1: *Grafikler

TKNSA — FD/Satışlar



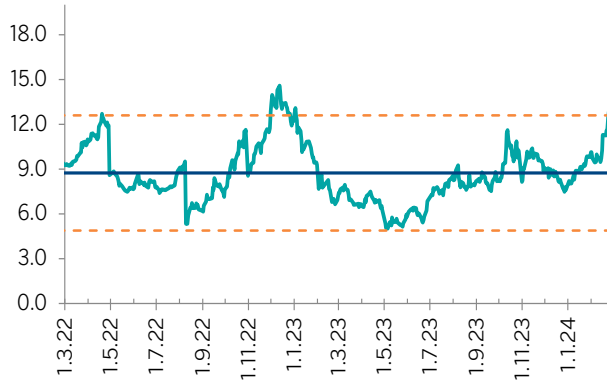
Son 2 yıl Ortalama +2 STSap -2 STSap

TKNSA — FD/FVAÖK



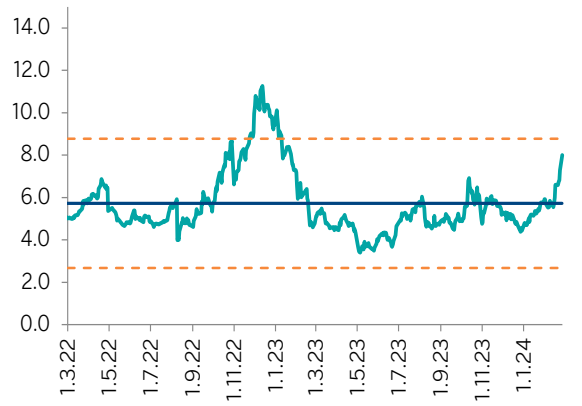
Son 2 yıl Ortalama +2 STSap -2 STSap

TKNSA — F/K



Son 2 yıl Ortalama +2 STSap -2 STSap

TKNSA — F/DD



Son 2 yıl Ortalama +2 STSap -2 STSap

Kaynak: Garanti BBVA Yatırım, Şirket verileri

*TFRS-16 dahil

EK-2: 3Ç23 Finansal Sonuçlar

Teknosa Özet Finansal Sonuçlar					Değişim					
(mn TL)	3Ç22	4Ç22	1Ç23	2Ç23	3Ç23	9A22	9A23	3Ç23/3Ç22	3Ç23/2Ç23	9A23/9A22
Net Satışlar	4,539	6,652	6,622	7,831	10,409	10,789	24,861	129%	33%	130%
Brüt Kar	778	1,022	1,062	1,334	1,828	1,883	4,224	135%	37%	124%
Faaliyet Karı	335	438	420	572	844	793	1,836	152%	48%	132%
FVAÖK	386	496	492	658	943	933	2,093	144%	43%	124%
Net Diğer Gelir/Gider	-78	-96	-98	-241	-167	-179	-506	a.d.	a.d.	a.d.
Yatırım Faal. Gelirler	16	79	39	19	62	31	120	291%	224%	290%
Finansal Gelirler (net)	-103	-197	-200	-162	-377	-267	-739	a.d.	a.d.	a.d.
VÖK	170	224	161	188	362	378	712	113%	92%	88%
Vergi	-29	-31	-19	-32	-70	-45	-120	a.d.	a.d.	a.d.
Net Kar	141	193	142	157	293	332	591	108%	87%	78%
Net Nakit	343	984	209	-37	1,262	343	1,262			
Çalışma Sermayesi	403	854	45	-130	956	403	956			
Özsermaye	566	761	898	1,062	1,341	566	1,341			
Rasyolar										
Brüt Kar Marjı	17.1%	15.4%	16.0%	17.0%	17.6%	17.5%	17.0%	0.4 puan	0.5 puan	-0.5 puan
Faaliyet Kar Marjı	7.4%	6.6%	6.3%	7.3%	8.1%	7.3%	7.4%	0.7 puan	0.8 puan	0 puan
FVAÖK Marjı	8.5%	7.5%	7.4%	8.4%	9.1%	8.6%	8.4%	0.5 puan	0.7 puan	-0.2 puan
Net Kar Marjı	3.1%	2.9%	2.1%	2.0%	2.8%	3.1%	2.4%	-0.3 puan	0.8 puan	-0.7 puan

Kaynak: Garanti BBVA Yatırım, Şirket verileri

UYARI NOTU

Model Portföy hisseleri, Araştırma Bölümü'nün Endeks Üzeri (EÜ) ve Endekse Paralel (EP) tavsiyesi verdiği hisseler arasından; şirketlerin uzun dönemli mali verilerine dayalı olarak yapılan temel analiz ve kısa vadeli beklentiler bir arada değerlendirilerek oluşturulmuştur. Tercih etmediğimiz hisseler ise benzer analizler ile, Araştırma Bölümü'nün Endekse Paralel (EP) ve Endeks Altı (EA) tavsiyesi verdiği hisseler arasından seçilir. Model Portföy değişiklik raporunda, hissenin portföye giriş ya da çıkış gerekçesi belirtilir. Bir hissenin Model Portföy'e girmesi ya da çıkması uzun vadeli temel tavsiyesinin değiştiği anlamına gelmemektedir. Model Portföy, sanal bir portföy olup; piyasa beklentimiz ve de içerisinde yer alan hisselerin beklentileri doğrultusunda ağırlıklandırılarak kümülatif performansı ile değerlendirilmektedir. Dolayısıyla Model Portföy ve Model Portföy kapsamında yapılan değişimler, yatırımcının risk ve getiri tercihleri ile birebir örtüşmeyebilir.

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.

Veri ve grafikler güvenilirliğine inandığımız sağlam kaynaklardan derlenmiş olup, yapılan yorumlar sadece GARANTİ YATIRIM MENKUL KIYMETLER A.Ş.'nin görüşünü yansıtmaktadır. Bu bilgiler ışığında yapılan ve yapılacak olan ileriye dönük yatırımların sonuçlarından Şirketimiz hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. Ayrıca, Garanti Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş.'nin yazılı izni olmadıkça içeriği kısmen ya da tamamen üçüncü kişilerce hiç bir şekil ve ortamda yayınlanamaz, iktisap edilemez, alıntı yapılamaz, kullanılamaz. İleti, gönderilen kişiye özel ve münhasırdır. İlave olarak, bu raporun gönderildiği ve yukarıdaki açıklamalarımız doğrultusunda kullanıldığı ülkelerdeki yasal düzenlemelerden kaynaklı tüm talep ve dava haklarımız saklıdır.

GARANTİ YATIRIM MENKUL KIYMETLER A.Ş.

Nispetiye Mahallesi Barbaros Bul. Çiftçi Tovvers Kule 1,
34340 Beşiktaş / İstanbul
Telefon: 212 384 11 21
Faks: 212 352 42 40

Hisse Senedi Tavsiye Tanımları

EÜ	Hisse senedinin önümüzdeki 12 ay sonundaki getirisinin, BIST100 endeksinin getirisinin üzerinde olması beklenmektedir.
EP	Hisse senedinin önümüzdeki 12 ay sonundaki getirisinin, BIST100 endeksinin getirisine yakın olması beklenmektedir.
EA	Hisse senedinin önümüzdeki 12 ay sonundaki getirisinin, BIST100 endeksinin getirisinin altında olması beklenmektedir.