

TAT GIDA

28 Ekim 2016

Tat Gıda 3Ç16 finansallarında sırasıyla TL241mn ciro (yıllık %7 artış), TL18mn FAVÖK (%3 artış), TL11mn net kar (%27 gerileme) açıkladı. Ciro, FAVÖK ve net kar piyasa beklentilerinin sırasıyla %4, %9 ve %36 altında gerçekleşmiştir. Zayıf ihracat ve salça segmentinin hayal kırıklığı yaratan performansı ciro büyümesini ve marjları etkilemiştir. Brüt marj yıllık 39bps artışla %22.5 olarak gerçekleşmiştir. Süt segmentine yönelik olduğunu düşündüğümüz artan faaliyet giderleriyle FAVÖK marjı %7.4'le 3Ç15 teki %7.7'nin hafif gerisindedir. Moova satın almasıyla sağlanan vergi avantajının devamına yönelik beklentilere rağmen operasyonel olarak zayıf finansalların yanısıra TL3mn luk vergi de net karda baskı yaratmıştır. Finansalların hisse performansına negatif yansımaları muhtemeldir.

3Ç16 detaylarına baktığımızda yurtiçi satışların yıllık olarak %14 oranında artmasına rağmen ihracattaki %45'lik gerilemeyle cirodaki konsolide büyüme %7 seviyesinde kalmıştır ve bu hacim büyümesi kaynaklıdır. İhracatın cirodaki payı %6'yla geçen seneki %11 seviyesinin altındadır. 15 Temmuz olaylarının tüketici üzerindeki etkileri kampanyalar ve promosyonların da etkisiyle marjlarda baskı yaratmış olabilir. Bölümsel olarak detaylara bakıldığında 3Ç16da süt ve makarna segmenti ciroları sırasıyla %17 (2Ç16: +12%) ve %4 (2Ç16:+8%) oranında artış kaydederken salça segmenti cirosu %4 daralmıştır (2Ç16:+12%).

Şirketin büyüme potansiyeli ve Moova yatırımının da etkisiyle odaklandığı süt ve özellikle peynir segmentinin de etkisiyle segmentte 3Ç16'da %15'lik hacim büyümesi yakalamıştır, rakam 2Ç16'daki %11'lik hacim büyümesinin üzerindedir. %2'lik averaj fiyat artışıyla süt segmenti ciro büyümesi %17'dir.

Ciro açısından ikinci derecede önemli salça segmentinde ise hacim bazında %3'lük daralma ve %1'lik averaj fiyat gerilemesiyle ciro %4 düşmüştür. Şirket, ikinci çeyrekte salça satış hacmini %13 artırırken averaj fiyattaki gerileme benzerdi.

Nispeten daha düşük marjlı bir iş kolu olan makarna segmentindeki durumsa 3Ç16'da %1'lik hacim daralması ve %6'lık averaj fiyat artışıyla %4'lük ciro artışıdır. 2Ç16'da hacim büyümesi %5, fiyat arışı %2 seviyesindeydi.

Şirketin 3Ç16 brüt marjı yıllık 39bps artışla %22.5'e yükselmiştir. Hafif artan faaliyet giderlerinin etkisiyle FAVÖK marjı %7.4'le geçen seneki %7.7'nin gerisindedir. Önceki çeyreklere göre faaliyet gideri/satışlar oranındaki artış geçen senenin yüksek bazı sebepleriyle nispeten daha limitli kalmıştır. Şirketin 3Ç16 sonu net borcu TL25mn'dur ve net borç/yıllıklandırılmış FAVÖK çarpanı 0.3x'dir.

TATGD	ENDEKSE PARALEL GETİRİ			
Fiyat (TL)	6.01			
Hedef Fiyat (TL)	7.10			
Yükseliş Potansiyeli	18%			
Piyasa Değeri (\$mn)	263			
Günlük Ortalama Hacim (\$mn)	1.3			
Net Borç (TLmn)	25			
FD (TLmn)	842			
TL mn	2014	2015	2016T	2017T
Net Satışlar	817	911	1,014	1,152
% büyüme	17.4	11.4	11.4	13.6
VAFÖK	51	68	74	92
% marj	6.2	7.5	7.2	7.9
Net Kar	150	67	71	88
% marj	18.4	7.4	7.0	7.7
Özsermaye Karlılığı (%)	54.5	16.0	15.0	16.0
Temettü	0	17	18	20
% ödeme oranı	0	25	25	22
% temettü verimi	0.0	2.1	2.2	2.4
F/K	5.4	12.3	11.5	9.2
FD/VAFÖK	16.5	12.1	11.9	9.7
F/DD	2.3	2.0	1.7	1.5

TL mn	3Ç15	3Ç16	Yıllık Değişim
İhracat	25.7	14.3	-45%
İhracat (USD mn)	9.0	4.8	-47%
Cirodaki ihracat payı	11%	6%	-549 bps
Süt segmenti gelirleri	114	133	17%
Hacim	45,554	52,253	15%
Averaj fiyat	2,508	2,551	2%
Salça segmenti gelirleri	98	94	-4%
Hacim	25,825	24,991	-3%
Averaj fiyat	3,808	3,778	-1%
Makarna segmenti gelirleri	13	13	4%
Hacim	5,800	5,715	-1%
Averaj fiyat	2,156	2,276	6%
Konsolide gelirler	225	241	7%
Hacim	77,179	82,959	7%
Averaj fiyat	2,917	2,901	-1%
Dönem sonu net borç	46.2	24.6	-47%

Özet Finansallar

GELİR TABLOSU, TL mn	3Q15	2Q16	3Q16	Yıllık	Çeyreksel
Satışlar	225	250	241	7%	-4%
SMM	-175	-189	-187	6%	-1%
Brüt kar	50	61	54	9%	-11%
Faaliyet giderleri	-37	-42	-41	12%	-2%
Faaliyet karı	13	19	13	0%	-31%
Amortisman	5	2	5	9%	120%
FAVÖK	17	21	18	3%	-15%
Diğer faaliyet gelirleri	3	2	1	-78%	-55%
Net finansal gelirler	-1	-1	-1	-28%	-30%
VÖK	15	20	14	-8%	-28%
Vergi	0	1	-3	n.m.	n.m.
Net kar	16	21	11	-27%	-46%
Brüt marj	22.1%	24.4%	22.5%	39 bps	-191 bps
Faaliyet gideri/ ciro	-16.4%	-16.9%	-17.2%	-73 bps	-26 bps
FAVÖK marjı	7.7%	8.4%	7.4%	-31 bps	-101 bps
Net marj	6.9%	8.4%	4.7%	-219 bps	-367 bps
Efektif vergi oranı	0.2%	6.2%	-20.5%	n.m.	n.m.
BİLANÇO, TL mn	3Q15	2Q16	3Q16	y/y	q/q
Dönen varlıklar	514	492	565	10%	15%
Nakit	29	60	50	73%	-17%
Ticari alacaklar	219	257	251	15%	-2%
Stoklar	226	115	230	2%	100%
Diğer	40	61	34	-13%	-43%
Duran varlıklar	159	175	183	16%	5%
MDV	132	148	152	14%	2%
Maddi olmayan varlıklar	1	1	0	n.m.	n.m.
Diğer	25	26	32	28%	24%
Toplam varlıklar	672	667	748	11%	12%
KV Yükümlülükler	180	199	270	50%	36%
Finansal borç	5	56	59	1074%	5%
Ticari borç	113	124	181	60%	47%
Diğer	62	19	30	-52%	56%
UV Yükümlülükler	82	28	27	-67%	-4%
Finansal borç	70	17	15	-78%	-9%
Diğer	12	11	12	1%	3%
Azınlık payı	0	0	0	n.m.	n.m.
Özsermaye	410	439	451	10%	3%
Toplam yükümlülükler	672	667	748	11%	12%
Net borç	46	14	25	-47%	82%
Net borç/ FAVÖK	0.7	0.2	0.3	-49%	81%
İşletme sermayesi /ciro	38%	26%	31%	-716 bps	481 bps

Değerleme Yaklaşımı

Değerleme yöntemi olarak çoğunlukla İndirgenmiş Nakit Akımı (İNA) ve Uluslararası Eş Grup Karşılaştırması yöntemleri kullanılırken, Temettü Verimi, Gordon Büyüme Modeli ve Yenileme Değeri metodu da uygun olan durumlarda kullanılmaktadır. Oyak Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin Araştırma Bölümü analistleri, değerlemelerinde tek bir yönteme bağlı kalabilecekleri gibi; kendi yorumlarına göre, çeşitli ağırlıklandırmalar yaparak birden çok değerlendirme yöntemini de bir arada kullanabilmektedirler. İMKB-100'ün "Beklenen Piyasa Getirisi", araştırma kapsamındaki şirketlerin, halka açıklık oranlarına karşılık gelen piyasa değerleri üzerinden bulunan hedef getirilere göre hesaplanmaktadır. Oyak Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin araştırma kapsamındaki şirketlerin piyasa değeri, yaklaşık olarak İMKB'nin toplam piyasa değerinin %80'ine karşılık gelmektedir.

Derecelendirme Metodolojisi

Oyak Yatırım Menkul Değerler A.Ş, araştırma kapsamındaki her şirketi aşağıdaki kriterlere göre derecelendirmektedir: Bir hissenin hedef değeri, performans dönemimiz olan 12 aylık süre sonunda, analistin ulaşmasını beklediği değeri ifade eder. Hedef getirisi, 12 aylık dönem sonundaki "Beklenen Piyasa Getirisi"nin en az %10 üzerinde olan hisseler ENDEKSİN ÜZERİNDE GETİRİ tavsiyesi verilir. Hedef getirisi "Beklenen Piyasa Getirisi"nin %10'unundan az olan hisseler ENDEKSİN ALTINDA GETİRİ tavsiyesi verilirken; ENDEKSE PARALEL tavsiyesi ise, hedef getirisi ile Beklenen Piyasa Getirisi arasında +/- %10'luk bant içerisinde kalan hisseler verilen öneridir.

Oyak Yatırım Menkul Değerler A.Ş. analistleri, şirketlerle ilgili gelişmelere paralel olarak değerlemelerini gözden geçirir ve gerekli görüldüğü anlarda hisselerle ilgili tavsiyelerini değiştirebilirler. Bununla beraber, bazı zamanlarda, bir hissenin hedef getirisi, fiyatlardaki dalgalanmalara bağlı olarak, öngördüğümüz derecelendirme aralıklarının dışına çıkabilir. Bu gibi durumlarda, analist tavsiyesini değiştirmeyebilir.

Uyarı Metni

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 raporda yer alan bilgiler OYAK Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin Araştırma Bölümü tarafından bilgi verme amacıyla hazırlanmış olup herhangi bir hisse senedinin alım satımına ilişkin bir teklif içermemektedir. Veriler, güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan alınmıştır. Bu kaynaklardaki hata ve eksikliklerden ve bu bilgilerin ticari amaçlı kullanılmasından doğabilecek zararlardan OYAK Yatırım Menkul Değerler A.Ş. hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. İşbu rapordaki tüm görüş ve tahminler, söz konusu rapor tarihiyle OYAK Yatırım Menkul Değerler A.Ş. Araştırma Bölümü'ne ait olup diğer OYAK Grubu şirketlerinin görüş ve tahminlerini temsil etmemektedir. Bu rapordaki tüm görüş ve bilgiler önceden haber verilmeksizin değiştirilebilir. OYAK Yatırım ve diğer grup şirketleri bu raporda adı geçen şirketlerin hisselerinde pozisyon sahibi olabilir veya işlem yapabilir. Ayrıca, yatırımcılar bu raporda adı geçen şirketlerle OYAK Yatırım ve diğer grup şirketlerinin yatırım bankacılığı ve/veya diğer iş ilişkileri içinde olabileceğini veya bu tür iş fırsatları arayışında olabileceğini kabul ederler.