

## Yataş Yatak

09/02/2021

## Şirket Güncelleme

## Hedef Fiyat Revizyonu

Yataş'ın, tüketicinin beğenisine uygun kanıtlanmış ürün portföyü, iii) uluslararası pazarda artan etkinliği, iii) Türkiye'deki olumlu demografik dinamikler ve iv) gelenekselden modern kanala kayan mobilya talebi nedeniyle iyi bir büyüme hikâyesi sunduğunu düşünüyoruz. Yeni mağaza açılışları ve uzun vadeli marj öngörülerimizde yaptığımız yukarı yönlü revizyona ek olarak makro tahminlerimizdeki değişikliklerle birlikte YATAS için 12 aylık hisse başı hedef fiyatımızı 14.7 TL'den 21.8 TL'ye çıkarıyoruz. Yeni hedef fiyatımız %36 artış potansiyeline işaret ettiğinden hisse için AL önerimizi devam ettiriyoruz. 2021 tahminlerimize göre hisse 10.6x F/K ve 5.8x FD/FAVÖK çarpanları işlem görüyor.

**Güçlü talep koşulları devam ediyor.** Covid-19 ile ilgili alınan karantina önlemlerine, mağazaların Mart ortasından Mayıs ayına kadar kapalı kalmasına, üretimin durmasına ve ihracattaki zayıflamaya rağmen, 2020 Yataş için güçlü bir yıl oldu. i) Evde geçirilen zaman arttıkça eve yönelik harcamalarının artması ile desteklenen 2Y20 güçlü iç talebi ii) Divanev mağaza açılışları ile desteklenen hızlı mağaza açılışları, iii) pazar payı kazanımları, iv) güçlü satışlar sayesinde iyileşen operasyonel kaldıraç ve v) güçlü nakit yaratımı sayesinde finansman giderlerinde meydana gelen düşüş güçlü finansal sonuçların arkasındaki ana nedenler olarak sıralanabilir. Yataş'ın 4Ç20'de yıllık %86 ciro, %41 FAVÖK ve % 279 net kar büyümesi kaydederek güçlü sonuçlar elde etmeye devam etmesini bekliyoruz (Şirketin 2019'da UFRS-16 değişikliklerinin tüm yıl etkisini 4Ç19 finansallarına yansıttığını hatırlatmak isteriz. Bu nedenle FAVÖK rakamları karşılaştırılabilir olmayacaktır). Artan faiz oranlarına ve 2Y20'deki yüksek baza rağmen 2021 yılı için, özellikle Divanev'in artan katkısı ile hızlanacak yeni mağaza açılışları, bu senenin düşük bazı düşünüldüğünde ihracatta meydana gelmesi beklenen toparlanma ve 2Y20'deki fiyat artışları sayesinde % 32 ciro büyümesi öngörüyoruz. 2021 FAVÖK tahminimiz ise yıllık %27 büyümeye işaret ediyor.

**Divanev formatının genişletilmesi yeni mağaza açılışları için daha fazla alan yaratıyor.** Yönetim, 2021 yılında 30-35 adet yeni Yataş Bedding / Enza mağazası ve 80-100 yeni Divanev mağazası açmayı hedefliyor. Yataş'ın, pazarın alt gelir segmentine daha uygun fiyatlarla hitap eden Divanev konseptinin artan katkısından pozitif etkilenmesini bekliyoruz. Kanıtlanmış ürün portföyü ile penetrasyonun nispeten daha düşük olduğu bir pazara girmek, Yataş'ın satış ağını hızla genişletmesini sağlayacaktır.

**Divanev formatı için erken göstergeler, salgına rağmen bayilik adaylarının yoğun ilgisi nedeniyle oldukça olumlu.** Divanev formatı için daha olumlu bir görüşe sahibiz. Önümüzdeki beş yıl için ortalama 40 yeni Divanev mağaza açılışı öngörüyoruz. Yeni konsept, pazarlama giderlerinde beklenen artış nedeniyle kısa vadede marjlar üzerinde hafif bir baskı yaratabilir. Fakat belirli bir ölçeğe ulaşıldıktan sonra orta vadede şirketin konsolide karlılık seviyesine ulaşmasını bekliyoruz. Uzun vadeli FAVÖK marjı tahminimizi (UFRS 16 hariç) bir önceki %15,5'ten %16,2'ye yükseltiyoruz.

**İhracatın ağırlığının artması bekleniyor.** Yönetim, önümüzdeki 5 yıl boyunca ortalama yıllık %30-% 35 konsolide ciro artışı öngörüyor. FAVÖK marjını ise her yıl 0,5 puan arttırmayı hedefliyor. Şirket, iç pazardaki yeni mağaza açılışları ve pazar payı kazanımlarının yanı sıra, ihracat ağırlığının genişletilmesinin de bu büyümenin arkasındaki ana faktörlerden biri olmasını bekliyor. Yataş, 2021 yılında yurt dışındaki mağaza sayısını 56'dan (38 Corner mağaza) 92-102'ye (100-105 Corner mağaza) çıkarmayı planlıyor. Böylece şirket, satış alanını önümüzdeki dönemde yaklaşık % 55 artırarak, ihracatın toplam cirosu içindeki payını yakın vadede mevcut %10 seviyesinden %15'e çıkarmayı hedefliyor. ABD gibi yeni pazarlara girmek de gündemde. Mevcut büyüme tahminlerimiz şirketin beklentilerine kıyasla çok daha muhafazakâr. 2021-2025 yıllarında konsolide gelirlerde %22'lik bir YBBO öngörüyoruz.

AL

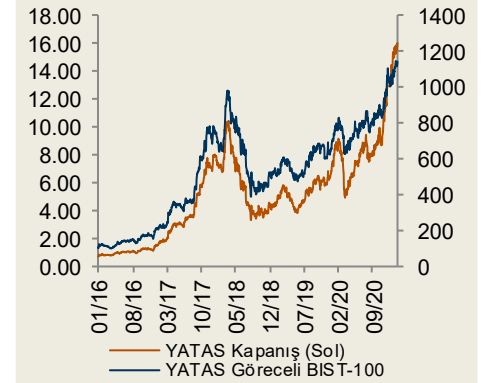
Yükselme Potansiyeli 36%

Kodu	YATAS	
Fiyat Bilgileri	TL (₺)	ABD \$
Kapanış	16.05	2.27
12 Aylık Hedef Fiyat	21.81	2.80
12 Aylık Önc.Hedef Fiyat	14.71	1.80
Piyasa Değeri (mn)	2,404	340
Halka Açık PD (mn)	1,418	200
Ort. İşlem Hacmi (3Ay)	57.1	7.5
Hisse sayısı (Adet mn)		150
Takas Saklama Oranı (%)		59

Çarpanlar	2019G	2020T	2021T
F/K	27.9	14.1	10.6
PD/DD	6.2	4.5	3.4
FD/FAVÖK	11.9	7.6	5.9

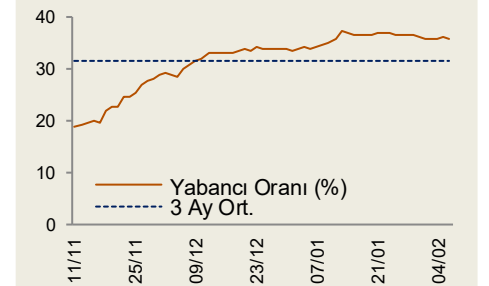
Fiyat Perf. (%)	1 Ay	Yılıçi	12 Ay
TL (₺)	4.2	11.1	75.6
ABD \$	9.8	16.6	48.6
BIST-100 Relatif	4.3	6.9	38.4

## Fiyat / BIST-100'e Göreceli Fiyat



52 Hafta Fiyat Aralığı (₺) 4.88 16.05

Yabancı Oranı (%) Cari (%) 36



Ezgi Akalan

eakalan@isyatirim.com.tr

+90 212 350 25 86

Yataş Yatak

Ortaklık Yapısı (%)

Diğer	78.8
Haci Nuri Öztaşkin	8.3
Yılmaz Öztaşkin	7.3
Bostancı Otelcilik Ve Turizm İşletmesi A.Ş.	5.7

Faaliyet Konusu

Yatak, Yorgan, Ev Tekstili, Kanepe ve Mobilya Alım Satımı ve İmalatı

Gelir Tablosu (m n ₺)	2018G	2019G	2020T	2021T	2022T
<b>Net Satış Gelirleri</b>	<b>943</b>	<b>1,167</b>	<b>1,730</b>	<b>2,285</b>	<b>2,868</b>
<b>Brüt Kar (Zarar)</b>	<b>400</b>	<b>483</b>	<b>657</b>	<b>909</b>	<b>1,147</b>
Operasyonel Giderler	280	343	411	594	780
<b>Esas Faaliyet Karı</b>	<b>120</b>	<b>139</b>	<b>246</b>	<b>315</b>	<b>367</b>
Faal. Diğer Gelirler (Giderler)	-4	14	10	10	10
Net Yatırım Gelirleri (Giderleri)	1	2	0	0	0
Net Finansman Gelir (Gideri)	-32	-43	-37	-41	-49
<b>Vergi Öncesi Kar (Zarar)</b>	<b>84</b>	<b>112</b>	<b>219</b>	<b>284</b>	<b>328</b>
Vergi Giderleri (Gelirleri)	9	26	-48	-58	-64
Azınlık Payları	0	0	0	0	0
<b>Net Kar</b>	<b>76</b>	<b>86</b>	<b>171</b>	<b>227</b>	<b>265</b>
<b>Düzeltilmiş Net Kar</b>	<b>76</b>	<b>86</b>	<b>171</b>	<b>227</b>	<b>265</b>
<b>FAVÖK</b>	<b>145</b>	<b>205</b>	<b>319</b>	<b>411</b>	<b>516</b>

Büyümler & Opr. Perf.	2018G	2019G	2020T	2021T	2022T
<b>Büyümler</b>					
Net Satışlar	18.5%	23.7%	48.2%	32.1%	25.5%
Faaliyet Karı	15.0%	16.3%	76.7%	28.0%	16.4%
FAVÖK	20.2%	41.6%	55.7%	28.9%	25.5%
Net Kar	n.a	n.a	98.4%	32.6%	16.7%

Operasyonel Performans	2018G	2019G	2020T	2021T	2022T
Brüt Marj	42.4%	41.4%	38.0%	39.8%	40.0%
Faaliyet Kar Marjı	12.7%	11.9%	14.2%	13.8%	12.8%
FAVÖK Marjı	15.3%	17.6%	18.4%	18.0%	18.0%
Efektif Vergi Oranı	7.5%	23.1%	21.0%	21.0%	20.0%
Net Kar Marjı	8.0%	7.4%	9.9%	9.9%	9.2%
Özkaynak Karlılığı	27.9%	24.7%	36.8%	36.2%	32.6%
Aktif Karlılığı	12.1%	10.5%	15.6%	16.7%	16.5%
Operasyonel Nakit Akışı / Satışlar	4.1%	13.4%	15.3%	5.5%	6.1%
Serbest Nakit Akışı / Satışlar	-5.0%	7.5%	11.0%	-0.1%	0.5%

Rasyo Analizi	2018G	2019G	2020T	2021T	2022T
Düzeltilmiş F / K (x)	31.8	27.9	14.1	10.6	9.1
FD / FAVÖK (x)	16.9	11.9	7.6	5.9	4.7
FD / Satışlar (x)	2.6	2.1	1.4	1.1	0.9
PD / Defter Değeri (x)	7.8	6.2	4.5	3.4	2.6
Nakit Akışı / PD	a.d	3.6%	7.9%	a.d	0.7%
Hisse Başı Kazanç (₺)	0.50	0.58	1.14	1.51	1.77
Hisse Başı Temettü (₺)	0.00	0.00	0.14	0.34	0.45
Temettü Verimi	0.0%	0.0%	0.9%	2.1%	2.8%
Net Borç (Nakit) (m n ₺)	143	183	-53	-116	-221
Net Borç / FAVÖK (x)	1.0	0.9	a.d	a.d	a.d
Net Borç / Özsermaye (x)	0.5	0.5	a.d	a.d	a.d

Kaynak: İş Yatırım

Bilanço (m n ₺)	2018G	2019G	2020T	2021T	2022T
<b>Dönen Varlıklar</b>	<b>377</b>	<b>497</b>	<b>815</b>	<b>965</b>	<b>1,233</b>
Nakit ve Nakit Benzerleri	64	93	294	274	344
Ticari Alacaklar	115	165	128	219	322
Stoklar	152	213	367	445	538
Diğer Dönen Varlıklar	47	26	25	27	29
<b>Duran Varlıklar</b>	<b>335</b>	<b>437</b>	<b>448</b>	<b>495</b>	<b>523</b>
Maddi Duran Varlıklar	283	315	317	347	355
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	18	20	20	20	20
Diğer Uzun Vadeli Varlıklar	34	102	112	128	147
<b>Toplam Varlıklar</b>	<b>712</b>	<b>934</b>	<b>1,263</b>	<b>1,460</b>	<b>1,756</b>
<b>Kısa Vadeli Yükümlülükler</b>	<b>254</b>	<b>386</b>	<b>450</b>	<b>506</b>	<b>618</b>
Finansal Borçlar	84	157	26	-5	-7
Ticari Borçlar	125	151	309	358	434
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	45	78	115	152	191
<b>Uzun Vadeli Yükümlülükler</b>	<b>151</b>	<b>159</b>	<b>274</b>	<b>240</b>	<b>226</b>
Finansal Borçlar	123	120	215	163	129
Ticari Borçlar	0	0	36	46	57
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	11	16	24	31	39
<b>Özkaynaklar</b>	<b>307</b>	<b>390</b>	<b>539</b>	<b>715</b>	<b>911</b>
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	307	390	539	715	911
Ödenmiş Sermaye	150	150	150	150	150
Rezerv ve Diğer Kalemler	82	154	218	338	497
Dönem Net Karı (Zararı)	76	86	171	227	265
Azınlık Payları	0	0	0	0	0
<b>Toplam Kaynaklar</b>	<b>712</b>	<b>934</b>	<b>1,263</b>	<b>1,460</b>	<b>1,756</b>

Nakit Akım (m n ₺)	2018G	2019G	2020T	2021T	2022T
<b>İşletme Faal. Kay. Net Nakit</b>	<b>38</b>	<b>156</b>	<b>264</b>	<b>125</b>	<b>174</b>
Düzeltilme Öncesi Kar	76	86	171	227	265
Amortisman & İtfa Payları	25	65	73	96	149
İşletme Sermayesindeki Değ.	-92	-32	77	-85	-84
Diğer Faaliyetlerden Nakit Akışı	17	43	-71	-128	-170
<b>Yatırım Faal. Kay. Nakit</b>	<b>-86</b>	<b>-69</b>	<b>-74</b>	<b>-127</b>	<b>-158</b>
Sabit Sermaye Yatırımları	-89	-66	-75	-126	-158
Diğer Yat. Faal. Nakit Akışı	3	-3	0	-1	0
<b>Serbest Nakit Akım</b>	<b>-47</b>	<b>87</b>	<b>190</b>	<b>-2</b>	<b>16</b>
<b>Finansman Faal. Kay. Nakit</b>	<b>77</b>	<b>-58</b>	<b>12</b>	<b>-17</b>	<b>55</b>
Finansal Borçlardaki Değişim	102	0	39	-18	36
Temettü Ödemeleri	0	0	-22	-51	-68
Diğer Fin. Faal. Nakit Akışı	-24	-58	-49	-50	-50
<b>Net Nakit Değişimi</b>	<b>30</b>	<b>29</b>	<b>201</b>	<b>-20</b>	<b>70</b>

**Düşük borçluluk ve esnek kapasite.** Şirketin mevcut kapasite seviyesi, fabrikalarda üretimi 3 vardiya-ya çıkarma seçeneği ile iddialı büyüme planlarını desteklemek için kısa vadede yeterli görünüyor. Bu durum, ileride şirketin serbest nakit akışı yaratımını destekleyecektir. Bununla birlikte, Şirket büyümeyi devam ettirebilmek için 2022 ile 2023 arasında daha büyük bir kapasite yatırımına ihtiyaç duyabilir. 3Ç20 sonu itibarıyla Şirket'in net borç pozisyonu(UFRS-16 dahil) 2Ç20 sonundaki 217mn TL'den 34mn TL seviyesine gerilemiştir. Bu rakam 0.1x NetBorç/ FAVÖK oranına işaret etmektedir. Yataş'ın 2020 yıl sonunda 53 milyon TL net nakit pozisyonuna (UFRS-16 dahil) ulaşmasını bekliyoruz.

**Düzenli temettü ödeyen bir şirket haline geliyor.** Yataş 2020 yılında, 2001'den bu yana ilk kez temettü dağıtarak, 21,5 milyon TL brüt nakit temettü (0,14 TL / hisse) ödemesi gerçekleştirdi (%25 temettü dağıtma oranı). Yönetim, ileriki dönemlerde de temettü dağıtmaya devam etmeyi planlıyor. Önümüzdeki yıllar için %30 temettü dağıtma oranı öngörüyoruz. Düzenli temettü ödeyen bir şirket olmanın, kurumsal yatırımcı tabanını genişleterek hisse performansını destekleyeceğini düşünüyoruz. 2021 için Yataş'ın 52 milyon TL temettü ödemesi gerçekleştireceğini tahmin ediyoruz, bu da yaklaşık % 2,2 temettü getirisine işaret ediyor.

#### Şekil1: Tahminlerimizdeki Değişiklikler

(milyon TL)	Eski tahminler		Yeni tahminler	
	2021T	2022T	2020T	2021T
Net satışlar	2,001	2,486	2,317	3,079
FAVÖK	357	444	410	539
FAVÖK marjı	17.9%	17.9%	17.7%	17.5%
Net kar	182	236	224	271

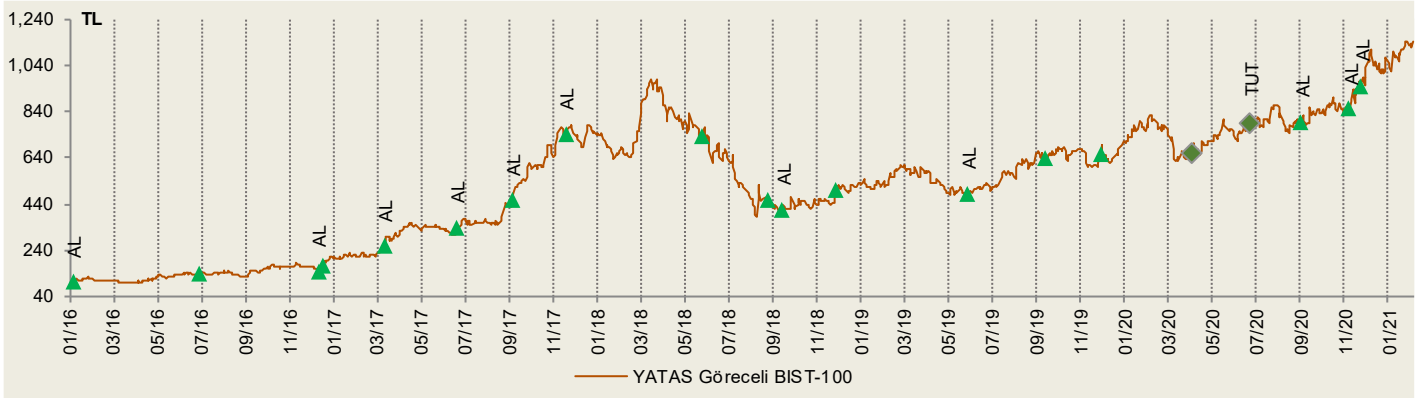
Kaynak: İş Yatırım

#### RİSKLER

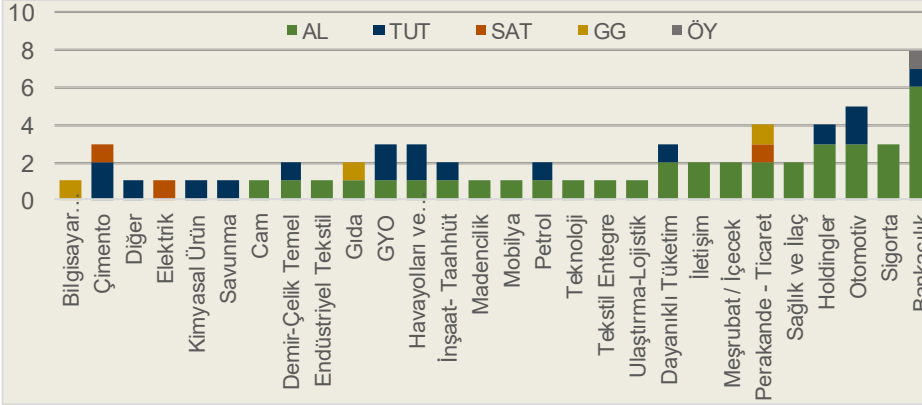
Değerlememiz üzerindeki ana risk faktörleri: i) Ekonomide yeni bir kapanma olmasa dahi vaka sayılarındaki olası artışın tüketicilerin bir kısmını belli ölçüde sosyal izolasyonu (mağaza ziyareti yapmamak gibi) devam ettirip tüketimi ertelemeye itmesi. ii) Kur kaynaklı maliyet artışlarının rekabet ortamı nedeni ile fiyatlara yansıtılmaması. iii) Faiz oranlarında beklentilerimizin üzerinde artış. iv) mobilya alımlarında kredi kartı işlemlerine ilişkin taksit sayılarının azaltılması ve kredi kartı kullanımına sınırlama getirilmesi.

Yatış Yatak

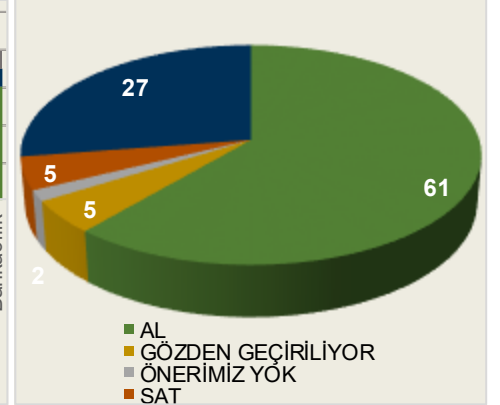
Göreceli Getiri / Öneriler



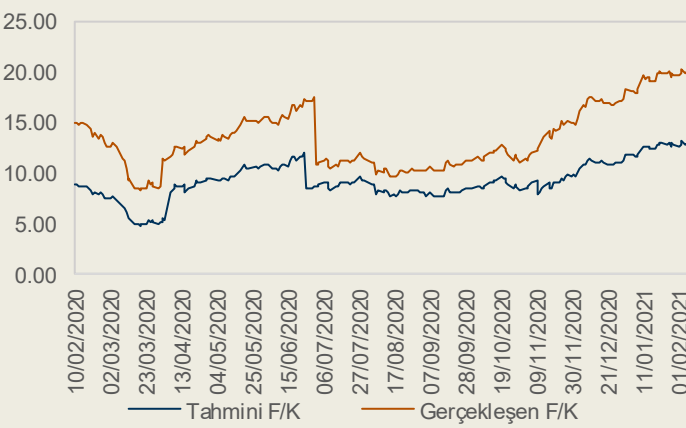
Sirket Sayısı



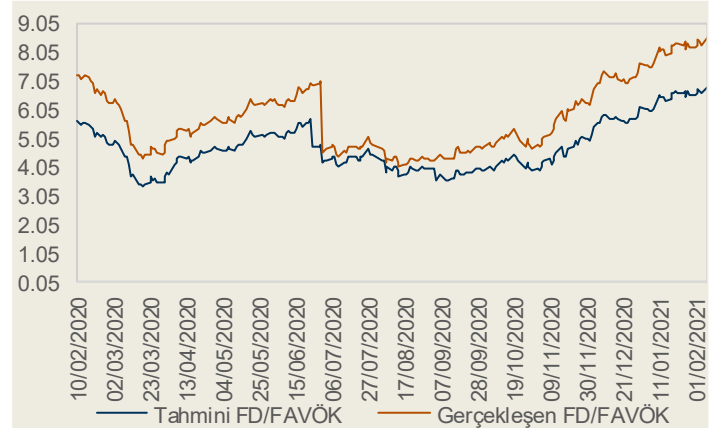
Takip Listesi Dağılımı



Tahmini F/K & Gerçekleşen F/K



Tahmini FD/FAVÖK & Gerçekleşen FD/FAVÖK



Kaynak: İş Yatırım

Burada yer alan bilgiler İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından bilgilendirme amacı ile 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. Herhangi bir yatırım aracının alım-satım önerisi ya da getiri vaadi olarak yorumlanmamalıdır. Bu görüşler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

Burada yer alan fiyatlar, veriler ve bilgilerin tam ve doğru olduğu garanti edilemez; içerik, haber verilmeksizin değiştirilebilir. Tüm veriler, İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan alınmıştır. Bu kaynakların kullanılması nedeni ile ortaya çıkabilecek hatalardan İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş. sorumlu değildir.