

YÜNSA

Öneri Yok

Analist: Yusuf Karagöz

yusuf.karagoz@akyatirim.com.tr

Kayahan Demirak

kayahanazmi.demirak@akyatirim.com.tr

Güçlü büyüme ve geniş marjlar...

Sektörün görünümünü ve orta/uzun vadede şirket vizyonunu görüşmek Yünsa merkez ofisine bir ziyaret gerçekleştirdik.

Avrupa'nın en büyük entegre yünü kumgaş üreticisi olan Yünsa, yıllık yaklaşık 11 milyon metre üretim kapasitesi ile dünyanın ilk beş kumgaş üreticisi arasında yer almaktadır. Şirket ayrıca yılda 4.500 ton kumgaş iplik üretiyor. Yünsa, Çin'de işlenen Avustralya merinos yünü toplarını eğime, dokuma, boyama ve terbiye işlemlerinden geçirerek iplik ve kumaşa dönüştürmektedir. Şirket, bitmiş kumaşları küresel moda markalarına satmaktadır. Yün, dört mevsim kullanıma uygun, doğal, yumuşak, rahat, yeni lenebilir ve nefes alabilen bir malzemedir. Yünsa, erkek giyim, kadın giyim, kurumsal giyim, premium segment ve döşemelik kumaşlar olmak üzere başlıca beş kategoride kumaş ürün yelpazesine sahiptir. Yünsa, Hugo Boss, MaxMara, Zara, COS ve Vakko, Kiğılı gibi küresel isimlerin de aralarında bulunduğu 400'den fazla moda markasının ana tedarikçisi konumundadır. Şirket, 2025 yılına kadar Avrupa'nın, 2030 yılına kadar ise dünyanın en büyük üst düzey yünü kumaş üreticisi olmayı hedefliyor.

Yönetim stratejik olarak 3 başlığa odaklanmaktadır: Yünsa, hisselerinin %57,88'nin 2019 yılında Sürmegöz Tekstil tarafından yaklaşık 20 milyon dolar karşılığında satın alınmasının ardından, temel olarak üç başlığa odaklanmaktadır; i) daha iyi rekabet gücü ile ana işi güçlendirmek, ii) sürdürülebilirliğe bağlılık ve iii) yakın alternatif iş kollarında büyüme. Ana faaliyet alanının genişletilmesi ve verimliliğin artırılmasının bir parçası olarak şirket, makine ve ekipmanlarını modernize etmek için yaklaşık 10 milyon dolar yatırım yapmış ve daha yüksek üretkenlik ve sürdürülebilir üretim kabiliyetleri elde etmiştir. Yünsa, üst düzey müşterilere ulaşmak için yüksek marjlı premium koleksiyonlarının yelpazesini de zenginleştirmektedir. Sürdürülebilirlik dönüşümü hem satış gelirlerini hem de kâr marjlarını desteklemektedir. 3Ç23 itibarıyla Yünsa'nın satışlarının %28'ini sürdürülebilir ürünler oluşturmuştur. Şirket, 9A23'te sürdürülebilir kumaş satışlarını yıllık bazda %184 artırarak 2 milyon metrenin üzerine çıkarmayı başarmıştır. Şirket ayrıca ev tekstili, ofis mobilyaları, havayolları için kumaşlara odaklanmakta ve yerli ve yabancı savunma sanayi i halelerine katılmaktadır. Şirketin geliri 9A19 ile 9A23 arasında Euro bazında %8 oranında artarken, FAVÖK marjı %5,8'den %35,4'e yükseldi.

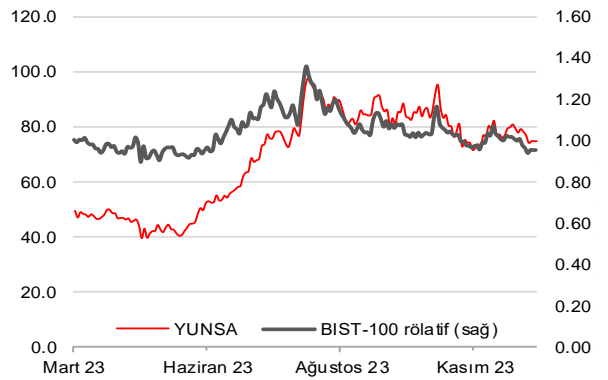
Mevcut katsayılar benzerlerine göre iskontoya işaret etmektedir: Yünsa şu anda 7,2 SOA F/K ile işlem görmektedir ve BİST'de işlem gören benzerlerine göre %35 iskontoya işaret etmektedir.

Yünsa'nın iş dönüşümünü; i) 9A23'te yıllık yaklaşık %12'lik güçlü döviz bazlı gelir büyümesi, ii) 2019-3Ç23 arasında 30 puanlık etkileyici FAVÖK marjı genişlemesi, iii) operasyonların kur riskinden doğal olarak korunması, iv) güçlü nakit yaratma potansiyeli ve net nakit pozisyonu, v) yüksek rekabet gücü ve marjlara sahip sağlam iş modeli, vi) istikrarlı temettü dağıtımını nedeniyle beğeniyoruz.

Bloomberg Kodu	YUNSA TI
Tavsiye	Yok
Hedef Fiyat	Yok
Son kapanış, TL	67.10
Halka açıklık oranı	38%
Piyasa değeri, milyon TL	4,026
Firma değeri, milyon TL	3,984

Finansal veriler	2020	2021	2022	9A23 S12A
Özet UFRS Finansallar, milyon TL				
Ciro	298	342	1,280	1,767
FAVÖK	33	76	386	610
Net kar	10	26	349	588
Net borç	85	127	-45	-42
Net borç/FAVÖK	2.6	1.7	-0.1	-0.1
FAVÖK marjı	11.1%	22.2%	30.2%	34.5%
Net marj	3.4%	7.7%	27.3%	33.2%
Ciro, y/y	-36%	15%	275%	80%
FAVÖK, y/y	6%	130%	409%	97%
Net kar, y/y	99%	164%	1222%	178%
F/K	37.40	14.93	3.35	6.85
PD/DD	3.78	3.93	3.20	2.68
FD/FAVÖK	13.91	6.88	2.91	6.54
FD/Ciro	1.54	1.53	0.88	2.25

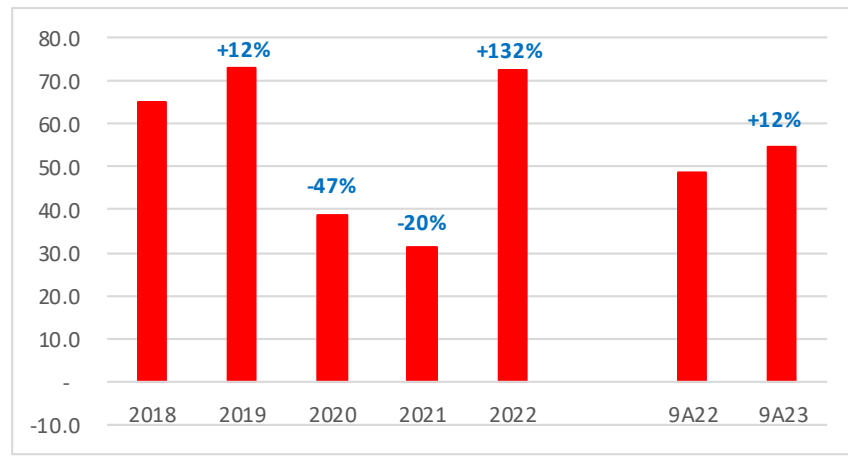
Hisse verisi	1a	3a	6a	12a
Nominal değişim	-15%	-19%	24%	67%
BIST 100 rölatif	-14%	-18%	-15%	17%
AOİH, milyon TL	41	77	116	87



Fiyatlar 19 Aralık 2023 tarihlidir.

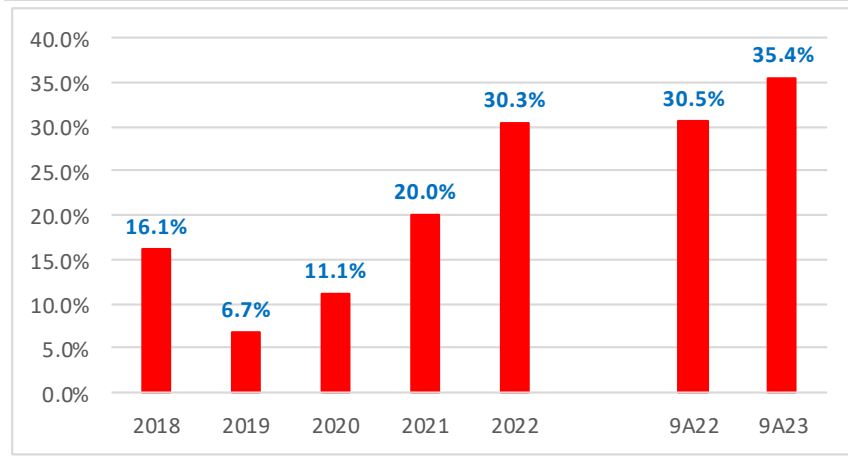
Toplantımızdan çıkan başlıca notlar:

i) Güçlü gelir artışı: Avrupa'nın en büyük entegre yünlü kumaş üreticisi olan Yünsa, zorlu faaliyet ortamına, Avrupa'daki zayıf talebe ve güçlü baz etkisine rağmen 9A23'te EUR bazında satış gelirlerini yıllık %12 artırmayı başarmıştır. İhracat gelirleri 9A23'te toplam satışların %53'ünü oluşturdu. 2022 yılında satışlar %132 artışla 78.5 milyon Euro'ya ulaştı. Bugün itibarıyla Yünsa'nın altı acentesi ve üç satış ofisi Avrupa'nın en önemli lokasyonlarında yer almaktadır. Şirket'in çevre dostu ve sorumlu üretim süreçlerine stratejik odaklanması sayesinde Avrupa moda sektöründeki sürdürülebilirlik dönüşümünün en önemli faydalanıcılarından biri olmasını bekliyoruz. Bu nedenle yönetim, artan ESG farkındalığı sayesinde Avrupa'da daha fazla satış büyümesi öngörmektedir. Şirketin büyümeyi sürdürmek için acil bir kapasite sorunu bulunmamaktadır.

Figure 1: Satışlar ve Yıllık Büyüme Oranları, 2018-9A23 (EURmn, %)

Kaynak: Şirket, Ak Yatırım Araştırma

ii) Marj artışı: Üretim hatlarının modernizasyonu, daha etkin boyama tesislerinin kurulması, enerji tasarrufu projelerine odaklanması ve daha katma değerli ürünlere odaklanması, şirketin 2019 yılından itibaren marjlarını önemli ölçüde artırmasını sağlamıştır. Bu sayede Yünsa, 9A19 itibarıyla %5,8 olan FAVÖK marjını 9A23'te %35,4'e yükseltmeyi başarmıştır.

Figure 2: FAVÖK Marjı, 2018-9A23 (%)

Kaynak: Şirket, Ak Yatırım Araştırma

iii) Operasyonlarda doğal kur riskinden korunma: Yünsa'nın cirosunda ihracat gelirlerinin payı 2022 finansallarına göre %52 civarındadır. Dolaylı ihracat ile birlikte bu oran toplam satışların yaklaşık 2/3'üne ulaşmaktadır. Mart 2023'te açıklanan Milli Savunma Bakanlığı ihalesi hariç, Yünsa'nın yurt içi satışları dahil tüm satış gelirleri döviz bazlıdır.

iv) Güçlü nakit yaratma potansiyeli ve net nakit pozisyonu: İşletme sermayesi baskılarına rağmen, Yünsa artan kârlılık sayesinde Operasyonel Nakit Akışı marjını 2019 yılındaki %10,2 seviyesinden 12 puan artırarak 2022 yıl sonu itibarıyla %22,1'e yükseltmiştir. 9A23 itibarıyla Yünsa'nın operasyonel nakit akışı marjı %11,9 olarak gerçekleşmiştir. Kazançların mevsimsellik göstermesi ve işletme sermayesi baskısının hafiflemesi nedeniyle bu oranın 4Ç23'te yükselmesini bekliyoruz. Şirket 3Ç23'ü bir yıl önceki 23mn TL'lik net borca kıyasla 42mn TL nakit ile tamamlamıştır. Şirketin ileriye dönük olarak güçlü nakit yaratma kabiliyetini sürdürmesini bekliyoruz.

v) Güçlü rekabet gücü ve yüksek marjlara sahip sağlam iş modeli: Yünsa, artan verimliliği ve etkin maliyet yönetimi sayesinde 9A23'te %36,0 gibi güçlü bir FAVÖK marjına sahiptir ve bu oran BIST'deki benzerlerine kıyasla 17 puan daha yüksektir. Güçlü satış ve pazarlama kanalı, jeopolitik avantajlar, üretimdeki verimlilik ve dövizdeki dalgalanmalara karşı doğal kur riskinden korunma mekanizması Yünsa'nın rekabet avantajlarının ana unsurlarıdır.

vi) İstikrarlı temettü dağıtımı: Yünsa, 2023 yılına kadar 5 yıl üst üste yaklaşık %81,8 oranında temettü ödemesi yapmış ve temettü dağıtımından önceki son kapanış günlerine göre ortalama %3,9 oranında temettü verimi sağlamıştır. 2022 ve 2021 yıllarında dağıtılan geçmiş yıl karı rezervleri dağıtım oranı ortalamasını yükseltmiştir. Şirket kar dağıtımında pay sahiplerine dağıtılabılır karın en az %50'si oranında nakit ve/veya bedelsiz hisse şeklinde kar payı dağıtılması prensip olarak benimsemektedir.

Gelir Tablosu (milyon TL)	3Ç22	4Ç22	1Ç23	2Ç23	3Ç23	9A22	9A23
Satış Gelirleri	350	452	397	369	550	828	1,316
Brüt Kar	130	159	152	162	260	330	573
Operasyonel Giderler	36	28	36	39	46	89	120
Faaliyet Karı	94	131	116	123	214	240	453
FAVÖK	97	135	121	130	223	252	474
Operasyonel Olmayan Gelir / (Gider)	-7	15	11	35	4	-11	51
Vergi Öncesi Kar	87	146	127	158	218	229	504
Vergi Geliri / (Gideri)	-13	19	-19	-24	-38	-45	-81
Vergi Sonrası Net Kar	74	165	108	134	180	184	422
Azınlık Payları	0	0	0	0	0	0	0
Net Kar	74	165	108	134	180	184	422
Büyüme (Yıllık)	3Ç22	4Ç22	1Ç23	2Ç23	3Ç23	9A22	9A23
Satış Gelirleri	308.8%	189.7%	75.9%	45.9%	57.1%	346.2%	58.8%
Operasyonel Giderler	252.9%	104.3%	72.4%	20.8%	26.0%	228.8%	34.9%
Faaliyet Karı	482.2%	133.3%	52.8%	73.4%	128.5%	5232.6%	88.4%
FAVÖK	396%	124%	51.2%	75.9%	128.6%	1497.0%	88.5%
Net Kar	554.9%	498.6%	97.8%	116.5%	142.7%	-15484.4%	129.7%
Faaliyet Kar Marjı	26.7%	28.9%	29.2%	33.3%	38.9%	29.0%	34.4%
FAVÖK Marjı	27.8%	29.8%	30.4%	35.4%	40.5%	30.37%	36.04%
Efektif Vergi Oranı	14.5%	-13.1%	14.9%	15.2%	17.5%	19.7%	16.1%
Net Kar Marjı	21.2%	36.6%	27.3%	36.3%	32.7%	22.2%	32.1%
Operasyonel Nakit Akımı Marjı	12.1%	24.8%	29.8%	-28.6%	26.0%	20.7%	11.9%
Serbest Nakit Akımı Marjı	5.8%	7.5%	24.8%	-24.1%	22.2%	17.4%	10.0%
Operasyonel Nakit Akımı / FAVÖK	43%	83%	98%	-81%	64%	68%	33%
Yatırım Harcaması / Satış Gelirleri	6.4%	10.2%	4.2%	0.4%	1.8%	3.3%	2.2%
İşletme Sermayesinde Değişim / Satış Gelirleri	-13.7%	-16.8%	3.0%	-58.2%	-11.7%	-10.2%	-20.3%
Nakit Akım Tablosu (milyon TL)	3Ç22	4Ç22	1Ç23	2Ç23	3Ç23	9A22	9A23
İşletme Faaliyetlerinden Nakit	42	112	119	-105	143	171	156
Düzeltilme Öncesi Kar	67	165	108	134	180	184	422
Amortisman ve İtfa Payları	4	4	5	8	9	11	21
İşletme Sermayesindeki Değişim	-48	-76	12	-214	-64	-84	-267
Diğer İşletme Faaliyetlerinden Nakit	19	19	-7	-32	18	60	-21
Yatırım Faaliyetlerinden Nakit	-22	-78	-20	16	-21	-27	-24
Sabit Sermaye Yatırımları	-22	-46	-17	-2	-10	-27	-28
Diğer Yatırım Faaliyetlerinden Nakit	0	-32	-3	18	-11	0	4
Serbest Nakit Akımı	20	34	98	-89	122	144	132
Finansman Faaliyetlerinden Nakit	-118	39	28	-46	31	-110	13
Finansal Borçlardaki Değişim	-116	45	26	95	22	-81	143
Temettü	0	0	-2	-147	0	-25	-149
Diğer Finansman Faaliyetlerinden Nakit	-2	-6	4	5	10	-5	19
Nakit ve Benzerlerindeki Değişim	-99	73	128	-121	145	38	152

Bilanço (milyon TL)	3Ç22	4Ç22	1Ç23	2Ç23	3Ç23
Dönen Varlıklar	681	716	990	972	1,233
Nakit ve Nakit Benzerleri	60	133	261	139	284
Finansal Yatırımlar	0	32	36	19	28
Ticari Alacaklar	266	257	281	339	412
Stoklar	331	271	374	431	461
Diğer Dönen Varlıklar	24	56	74	62	75
Duran Varlıklar	125	219	1,181	1,188	1,204
Finansal Yatırımlar	0	0	0	0	0
Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımlar	0	0	0	0	0
Maddi Duran Varlıklar	62	102	1,147	1,152	1,155
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	26	29	30	32	37
Diğer Duran Varlıklar	37	88	4	5	11
Toplam Varlıklar	806	935	2,171	2,160	2,437
Kısa Vadeli Yükümlülükler	441	391	610	610	702
Finansal Borçlar	21	57	91	192	216
Ticari Borçlar	306	225	331	292	360
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	114	109	187	125	127
Uzun Vadeli Yükümlülükler	126	178	264	224	233
Finansal Borçlar	62	64	56	52	55
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	64	115	208	172	178
Özkaynaklar	238	366	1,296	1,326	1,501
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	238	366	1,296	1,326	1,501
Azınlık Payları	0	0	0	0	0
Toplam Kaynaklar	806	935	2,171	2,160	2,437
Yatırım Sermayesi (IC)	325	468	1,391	1,604	1,666
İşletme Sermayesi	291	303	324	478	514
İşletme Sermayesi / Son 12A Satış Gelirleri	30%	24%	22%	30%	29%
İşletme Sermayesi (Diğer Dönen Varlıklar ve Yükür	200	249	210	415	462
Toplam Borç	83	120	147	245	270
Net Borç / (Nakit)	23	-45	-149	86	-42
Net Borç / G12A FAVÖK	0.1	-0.1	-0.3	0.2	-0.1
Net Borç / Özkaynaklar	0.1	-0.1	-0.1	0.1	0.0
Fx Pozisyonu (Türev Korunma Dahil)	-4	114	29	128	143

AKYatırım

Bu rapor, Ak Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından, güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan elde edilen bilgi ve veriler kullanılarak hazırlanmıştır. Raporda yer alan ifadeler, hiçbir şekilde veya suretle alış veya satış teklifi olarak değerlendirilmemelidir. Ak Yatırım, bu bilgilerin doğru, eksiksiz ve değişmez olduğunu garanti etmemektedir. Bu sebeple, okuyucuların, bu raporlardan elde edilen bilgiler dayanak olarak hareket etmeden önce, bilgilerin doğruluğunu teyit ettirmeleri önerilir ve bu bilgilere dayanılarak aldıkları kararlarda sorumluluk kendilerine aittir. Bilgilerin eksikliği ve yanlışlığından Ak Yatırım hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. Ayrıca, Ak Yatırım'ın ve Akbank'ın tüm çalışanları ve danışmanlarının, herhangi bir şekilde bilgiler dolayısıyla ortaya çıkabilecek, doğrudan veya dolaylı zararlarla ilgili herhangi bir sorumluluğu yoktur. Burada yer alan bilgiler, bir yatırım tavsiyesi, yatırım aracının alım-satım önerisi ya da getiri vaadi değildir ve Yatırım Danışmanlığı kapsamında yer almamaktadır. Yatırım Danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak Yatırım Danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde sunulmaktadır. Bunlara ilaveten, Ak Yatırım, raporların Internet üzerinden e-mail yoluyla alınması durumunda virüs, hatalı gönderim veya diğer herhangi bir teknik sebepten dolayı alıcının donanımına veya yazılımına gelebilecek herhangi bir zarardan dolayı sorumlu tutulamaz.