

LOGO

Nötr

Zayıf operasyonel performans nedeniyle beklentilerin altında...

Logo Yazılım (LOGO TI, Nötr, TP: 98,5 TL) 4Ç23'te beklentilerin altında kalan operasyonel performansı nedeniyle piyasa tahmini olan 98 milyon TL'nin önemli ölçüde altında 13 milyon TL UMS29 öncesi net kar (yıllık -%79) açıkladı. 4Ç23'te yıllık %77 nominal ciro büyümesine rağmen, FAVÖK yıllık %5 düşüşle 94 milyon TL'e geriledi. Çeyreksele FAVÖK marjı, personel maliyetlerindeki baskı ve net ertelenmelerdeki artış nedeniyle y/y yaklaşık 9 puan azalarak %10,2'ye geriledi. FY23 satış geliri ve FAVÖK sırasıyla 2.583mn TL ve 579mn TL olarak gerçekleşerek 2023 yılı için revize edilen yönetim beklentilerinin sırasıyla %2 ve %8 altında kaldı.

Faturalanan gelirler %92 oranında artarak, UMS29 öncesi gelirlerin %68'lik büyümesini aştı ve 606 milyon TL net ertelenmiş gelir oluşturdu. Ertelenmiş gelirler 9A23'teki 227 milyon TL'den 12A23'te 606 milyon TL'ye yükselerek şirket tarihinin en yüksek seviyesine ulaştı. Net ertelenmelerdeki artışın 2 ana sebebi olduğunu düşünüyoruz. **i)** Kasım ve Aralık aylarında artan LEM satışları, **ii)** kontör gelirleri ile kontör kullanımı arasındaki farkın büyümesi. Şirket sunumunda ertelenmiş gelirlerdeki artışın 2023 yılında FAVÖK marjını 7 puan daralttığını belirtti.

Yönetim beklentileri: Yönetim, 2024 yılında Logo TR için UMS29 sonrası ciro büyümesinin %34, FAVÖK büyümesinin ise %15 olmasını beklemektedir. Şirket yönetimi, RO operasyonları için yıllık %11 EUR bazlı büyüme ve %24 FAVÖK marjı beklentisi paylaştı. RO operasyonları için beklentilerin 5 yıllık ortalamalara yakın olduğunu belirtmek isteriz. Bununla birlikte, RO operasyonları 2023 yılında yaklaşık %0 EUR bazlı büyüme ve yaklaşık %13 FAVÖK marjına sahipti; bu da yönetimin 2024 yılında Romanya için hızlı bir toparlanma beklentisinde olduğuna işaret etmektedir. Şirket yönetiminin beklentisi UMS29 öncesi 1,15 milyar TL FAVÖK'e işaret ediyor. Bu beklentilere göre, LOGO hisseleri 10 yıllık ortalamalarına yaklaşık %20 iskontoya işaret eden, 2024T 7.9x FD/FAVÖK çarpanı ile işlem görmektedir.

Yorum: Beklenenden zayıf operasyonel performans ve %4,6 nakit FAVÖK marjına olumsuz piyasa tepkisi bekliyoruz. Yönetimin şahin beklentilerine rağmen, personel maliyeti baskısının marj normalleşmesini engellemeye devam etmesini bekliyoruz. Modelimizi IAS29 standartlarına göre güncelleyeceğiz. Tavsiyemizi ve hedef fiyatımızı koruyoruz.

(milyon TL)	Özet Finansallar					Tahminlerle Karşılaştırma			
	4Ç23	4Ç22	y/y	3Ç23	ç/ç	Consensus		AK Investment	
						Tahmin	Fark	Tahmin	Fark
Net Satışlar	922	522	77%	637	45%	1,062	(13%)	1,062	(13%)
FAVÖK	94	99	(5%)	169	(44%)	175	(46%)	175	(46%)
FAVÖK Marjı	10.2%	19.0%	(877bps)	26.6%	(1,640bps)	16.5%	(628bps)	0	(628bps)
Net Kar	13	63	(79%)	126	(90%)	98	(87%)	95	(86%)

Kaynak: Rasyonet, AK Yatırım

Bloomberg Kodu	LOGO TI
Tavsiye	Nötr
Hedef Fiyat, TL	119.00
Güncel Fiyat, TL	88.35
Getiri Potansiyeli	35%
Halka Açıklık Oranı	65%
Piyasa Değeri, mn TL	8,835
Firma Değeri, mn TL	9,364

Finansal Veriler	2023	2024T	2025T	2026T
Özet UFRS Finansallar				
Ciro, mn TL	2,975	4,238	6,339	8,072
FAVÖK, mn TL	726	1,087	1,777	2,368
Net Kâr, mn TL	140	931	1,402	1,890

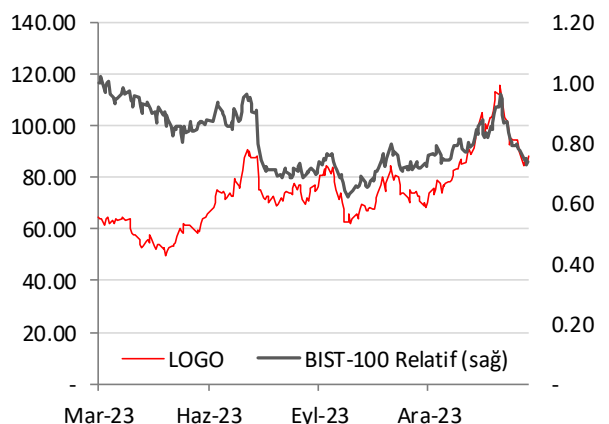
Borçluluk				
Net Borç, mn TL	-421	-1,562	-2,699	-3,944
Net Borç/FAVÖK	-0.6	-1.4	-1.5	-1.7

Kârlılık				
FAVÖK Marjı	24.4%	25.6%	28.0%	29.3%
Net Marj	4.7%	22.0%	22.1%	23.4%
Temettü Verimi	2.2%	1.9%	3.2%	4.8%

Büyüme				
Ciro, y/y	3.0%	42.4%	49.6%	27.3%
FAVÖK, y/y	-30.2%	49.6%	63.5%	33.2%
Net Kâr, y/y	-56.0%	564.4%	50.6%	34.8%

Değerleme Verisi				
F/K	48.3	9.5	6.3	4.7
FD/FAVÖK	10.0	7.6	4.0	2.5
FD/Ciro	2.5	1.9	1.1	0.7

Hisse Verileri				
Nominal Getiri	-16.3%	21.2%	38.8%	19.5%
BİST-100 Relatif	-14.7%	3.0%	-25.5%	-2.4%
AOİH, mn TL	204	143	110	153



* Tahmin rakamlarımız enflasyon düzeltmesi içermemektedir.

Diğer detaylar:

Faturalanan gelirler %92 oranında artarak, UMS29 öncesi gelirlerin %68'lik büyümesini aştı ve 606 milyon TL net ertelenmiş gelir oluşturdu. Net ertelemeler 9A23'te 227 milyon TL'den 12A23'te 606 milyon TL'ye yükselerek şirket tarihinin en yüksek seviyesine ulaştı. Net ertelemelerdeki artışın 2 ana sebebi olduğunu düşünüyoruz. **i)** Kasım ve Aralık aylarında artan LEM satışları, **ii)** kontör gelirleri ile kontör kullanımı arasındaki farkın büyümesi. İlk sebep, LEM gelirleri ile coin kullanımı arasındaki muhasebe farkı ile ilgilidir. LEM gelirlerinin konsolide UFRS gelirleri içindeki payı 4Ç22'de %35 iken 4Ç23'te %41'e yükseldi. UFRS gelir büyümesinin 2024 yılında faturalanan gelirlerden daha fazla olmasını bekliyoruz, bu nedenle ilk sebepten kaynaklı net ertelenmiş gelirlerin önümüzdeki çeyreklerde daralmasını ve böylece marjların 2024 yılında iyileşmesini bekliyoruz. Kontör satışları ile kontör kullanımları arasındaki büyüyen farkın, artan net ertelenmiş gelirlerin ikincil sebebi olduğunu düşünüyoruz. Net 606 milyon TL'lik ertelenmiş gelirlerin kabaca 100 milyon TL'lik kısmının kontör gelirleri ile kontör kullanımı arasındaki farkın artmasıyla ilgili olduğunu tahmin ediyoruz. Ertelenmiş gelirlerdeki artışın ikinci sebebinin ise basit bir muhasebe farkından ziyade makroekonomik koşullarla ilgili olduğunu düşünüyoruz. Dikkat edilirse, 2022 ve 2023 yıllarında eLogo müşteri sayısında sırasıyla %42 ve %26'luk artışa rağmen, kontör kullanımı 2023 yılında yalnızca %13 arttı. Kontör kullanımındaki yavaşlama, parasal sıkılaşma ve yeni müşteri kazanımlarının daha küçük ölçekli müşterilerden oluşmasıyla ilgili olabilir. Faturalanmış kontör gelirlerinin yavaşlamasını ve UFRS ile faturalanmış gelirler arasındaki farkın azalmasını bekliyoruz. Böylece, ikinci sebepten kaynaklanan net ertelemelerin de daralmasını bekliyoruz, ancak ilk sebebin aksine, ikinci sebepten kaynaklanan net ertelemelerin marjlar üzerinde aşağı yönlü bir etkisi olmasını bekliyoruz.

UMS29 sonrası finansallar net karda yıllık bazda %56 düşüşe işaret ediyor. Logo 2023 yılında UMS29 sonrası 140 milyon TL net kar (-%56 y/y) açıkladı. Yıllık bazda %3'lük ciro büyümesine rağmen, personel maliyeti baskıları ve yaklaşık 50 milyon TL'lik tek seferlik depremle ilgili vergi etkisi (UMS29 öncesi rakam), net kar marjının 2022'deki %11'den 2023'te %4,7'ye keskin bir şekilde düşmesine neden oldu. FAVÖK, personel maliyetlerindeki baskılar nedeniyle yıllık bazda %30 azalarak 1.041 milyon TL'den 726mn TL'ye geriledi. Nakit FAVÖK marjı (UMS29 sonrası) 2023 yılında %4,6 olarak gerçekleşti. 2024'teki 340 milyon TL'lik işletme sermayesi iyileşmelerine rağmen, Operasyonel Nakit Akışı gerçekleşmemiş kur farkı giderleri nedeniyle 2022'ye göre 43mn TL daha az gerçekleşti. Serbest Nakit Akışı, 2022 yılında USD tahvili alımlarına ilişkin 309mn TL'lik nakit çıkışının etkisinin ortadan kalkmasıyla negatif 399 milyon TL'den negatif 33 milyon TL'ye iyileşti. Net nakit seviyesi 2023 yılında 637 milyon TL'den 421 milyon TL'ye düştü.

(TRY mn)	Dönem Özeti - UMS29 Sonrası					
	12A23	Özet Finansallar				Enflasyon Muhasebesi Etkisi
		UMS29 Sonrası		UMS29 Öncesi		
		12A22	y/y	12A22	y/y	
Net Satışlar	2,975	2,887	3%	1,541	93%	87%
FAVÖK	726	1,041	(30%)	493	47%	111%
FAVÖK Marjı	24.4%	36.1%	(1,165bps)	32.0%	(757bps)	407bps
Parasal Kazanç / (Kayıp)	(432)	(486)	(11%)	-	n.m.	n.m.
Net Kar	140	319	(56%)	416	(66%)	(23%)
Operasyonel Nakit Akışı	132	175	(24%)	752	(82%)	(77%)
Serbest Nakit Akışı	(33)	(399)	(92%)	185	(118%)	(315%)
Net Borç / (Nakit)	(421)	(637)	(34%)	(387)	9%	65%

Kaynak: Rasyonet, AK Yatırım

Yıllık Finansallar	UMS29 Öncesi	UMS29 Sonrası	UMS29 Sonrası
	2022/12M	2022/12M	2023/12M
GELİR TABLOSU			
Satış Gelirleri	1,541.5	2,887.4	2,975.3
Satışların Maliyeti (-)	(362.6)	(605.4)	(550.6)
BRÜT KAR (ZARAR)	1,178.8	2,281.9	2,424.8
Pazarlama, Satış ve Dağıtım Giderleri (-)	(247.5)	(457.1)	(710.5)
Genel Yönetim Giderleri (-)	(229.1)	(401.8)	(438.3)
Araştırma ve Geliştirme Giderleri (-)	(326.9)	(709.6)	(933.9)
Diğer Faaliyet Gelirleri	27.6	48.5	25.0
Diğer Faaliyet Giderleri (-)	(27.7)	(51.7)	(72.7)
FAALİYET KARI (ZARARI)	375.3	710.2	294.3
Vergi Öncesi Diğer Gelir ve Giderler	64.7	121.9	117.2
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	64.7	121.9	117.2
Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımların Kar/Zararlarındaki Paylar	(5.7)	(9.5)	(12.9)
Finansman Gideri Öncesi Faaliyet Karı/Zararı	434.2	822.7	398.7
Finansal Gelirler (Esas Faaliyet Dışı)	181.8	360.5	465.5
Finansal Giderler (Esas Faaliyet Dışı) (-)	(162.0)	(793.4)	(676.6)
SÜRDÜRÜLEN FAALİYETLER VERGİ ÖNCESİ KARI (ZARARI)	454.1	389.9	187.6
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Geliri (Gideri)	(29.7)	(57.2)	(57.5)
Dönem Vergi Geliri (Gideri)	(35.7)	(58.8)	(120.3)
Ertelenmiş Vergi Geliri (Gideri)	6.0	1.6	62.8
DÖNEM KARI (ZARARI)	424.4	332.7	130.1
Dönem Kar/Zararının Dağılımı			
Ana Ortaklık Payları	415.7	318.6	140.2
Azınlık Payları	8.7	14.1	(10.1)

Kaynak: Rasyonet

BİLANÇO	UMS29 Öncesi	UMS29 Sonrası	UMS29 Sonrası
	2022/12M	2022/12M	2023/12M
VARLIKLAR			
Dönen Varlıklar	1,084.7	1,789.4	1,715.0
Nakit ve Nakit Benzerleri	229.2	377.6	488.1
Finansal Yatırımlar	411.1	677.4	282.0
Ticari Alacaklar	387.4	638.4	815.7
Stoklar	8.4	13.8	36.3
Diğer Dönen Varlıklar	48.4	81.7	92.9
(Ara Toplam)	1,084.7	1,789.4	1,715.0
Duran Varlıklar	1,582.1	3,111.5	3,628.0
Finansal Yatırımlar	383.5	635.8	804.0
Maddi Duran Varlıklar	46.5	212.2	284.2
Şerefiye	436.9	773.8	764.3
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	665.9	1,432.6	1,690.2
Ertelenmiş Vergi Varlığı	24.3	11.5	54.9
Diğer Duran Varlıklar	3.5	5.9	5.1
TOPLAM VARLIKLAR	2,666.9	4,900.9	5,343.0
KAYNAKLAR			
Kısa Vadeli Yükümlülükler	1,185.5	1,989.5	2,584.8
Finansal Borçlar	61.2	100.8	102.6
Ticari Borçlar	143.8	237.0	281.2
Diğer Borçlar	295.3	486.5	571.9
Dönem Karı Vergi Yükümlülüğü	3.7	6.0	9.3
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	218.7	360.3	449.0
(Ara Toplam)	1,185.5	1,989.5	2,584.8
Uzun Vadeli Yükümlülükler	282.5	465.5	455.5
Finansal Borçlar	192.5	317.1	246.9
Diğer Borçlar	6.9	11.4	0.6
Uzun vadeli karşılıklar	67.9	111.8	134.4
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	15.3	25.2	28.5
Özkaynaklar	1,198.8	2,445.9	2,302.7
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	1,090.1	2,266.7	2,110.1
Ödenmiş Sermaye	100.0	100.0	100.0
Kardan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	54.7	275.9	388.5
Geçmiş Yıllar Kar/Zararları	473.1	812.8	807.1
Dönem Net Kar/Zararı	415.7	318.6	140.2
Yabancı Para Çevrim Farkları	282.5	465.5	532.4
Diğer Özsermaye Kalemleri	(235.9)	294.1	142.0
Azınlık Payları	108.7	179.1	192.6
TOPLAM KAYNAKLAR	2,666.9	4,900.9	5,343.0
DİPNOTLAR (GT)			
Amortisman Giderleri	117.6	327.7	384.3
Kıdem Tazminatı	7.9	13.0	16.6
Finansman Giderleri	(162.0)	(793.4)	(676.6)

Kaynak: Rasyonet

NAKİT AKIM	UMS29 Öncesi	UMS29 Sonrası	UMS29 Sonrası
	2022/12M	2022/12M	2023/12M
İşletme Faaliyetlerinden Kaynaklanan Net Nakit	752.1	175.1	132.4
Düzeltilme Öncesi Kar	424.4	332.7	130.1
Düzeltilmeler:	62.7	(165.0)	(209.7)
Amortisman & İtfa Payları	117.6	327.7	384.3
Karşılıklardaki Değişim	20.5	37.2	54.1
Diğer Gelir/ Gider	(75.4)	(529.8)	(648.0)
İşletme Sermayesinde Değişikler Öncesi Faaliyet Karı (+)	487.1	167.7	(79.6)
İşletme Sermayesindeki Değişiklikler	308.5	94.1	340.9
Esas Faaliyet ile İlgili Oluşan Nakit (+)	795.6	261.8	261.3
Diğer İşletme Faaliyetlerinden Nakit	(43.5)	(86.6)	(128.8)
Sabit Sermaye Yatırımları	(274.1)	(494.8)	(677.8)
Diğer Yatırım Faaliyetlerinden Nakit	(292.7)	(79.0)	512.3
Yatırım Faaliyetlerinden Kaynaklanan Nakit	(566.7)	(573.7)	(165.4)
Serbest Nakit Akım	185.4	(398.6)	(33.0)
Finansal Borçlardaki Değişim	(35.3)	(69.2)	(25.5)
Temettü Ödemeleri	(86.7)	(178.2)	(211.7)
Diğer Finansman Faaliyetlerinden Nakit	(100.1)	(168.4)	(324.2)
Finansman Faaliyetlerinden Kaynaklanan Nakit	(222.1)	(415.8)	(561.4)
Yabancı Para Çevrim Fark. Etkisinden Önce Nakit Ve Nakit Benz. Net Artış/Azalış	(36.8)	(814.5)	(594.4)
Yabancı Para Çevrim Fark. Nakit Ve Nakit Benz. Üzerindeki Etkisi	6.5	489.9	704.9
Nakit ve Benzerlerindeki Değişim	(30.2)	(324.5)	110.6
Dönem Başı Nakit Değerler	259.4	702.1	377.6
Dönem Sonu Nakit	229.2	377.6	488.1

Kaynak: Rasyonet

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 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. Bununla birlikte, 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.