



## Türk Tuborg

30 Mart 2018

### Şirket Bilgi Notu

**IBB'nin Türk Tuborg'u 2008 yılında satın almasından itibaren, şirket güçlü sonuçlar sergiliyor:** Rekabet Kurulu'nun değişen mevzuatı ile Anadolu Efes'in bakkal ve marketlere verdiği buzdolabının %20'lik alanını rakiplerine açma zorunluluğu getirmesi ve yeni yönetimin genç ve sağlığına önem veren tüketicilere hitap eden yeni pazarlama stratejileri, Tuborg'un pazar payını geçtiğimiz yıllarda önemli ölçüde artırmaya yol açtı. 2012'den 2017'ye Türk Tuborg'un yıllık ortalama satış gelirleri, FAVÖK ve net karı sırasıyla %31, %48 ve %49 oranında büyüdü.

**Ancak, Tuborg'un önümüzdeki yıllarda iç pazardaki büyüme ivmesi, geçmiş yıllardaki kadar güçlü olamayabilir:** Son yıllarda, Tuborg'un gösterdiği güçlü performansla karşı karşıya kalan Efes, pazar payını korumak için piyasaya yeni markalar sunmaya başladı. Böylece son dönemde şirketlerin pazar paylarının bir miktar dengelendiği gözlenmektedir. Ayrıca, Anadolu Grubu tarafından kontrol edilen Migros'un hızlı büyümesi ve Tuborg'un ithal edilen bazı markalarının Efes'in ortaklarından AB Inbev'e ait olması da gelecek yıllarda Tuborg'un büyüme ivmesi üzerinde risk oluşturmaktadır.

**Tuborg'un nakit yaratma kabiliyeti düşünüldüğü kadar güçlü olmayabilir:** FAVÖK tarafındaki çok başarılı performansa rağmen, geçtiğimiz yıllarda yüksek yatırım harcaması ve işletme sermayesi ihtiyacı nedeniyle Tuborg'un nakit yaratma kabiliyeti zayıf kaldı. Yüksek yatırım harcaması ve işletme sermayesi ihtiyacı iş modelinin (ve hızlı büyümesinin) bir parçası gibi görünüyor ve bu nedenle de kolayca düzeltilemeyebilir.

**Yüksek temettü potansiyeli:** Tuborg'un güçlü net nakit pozisyonu nedeniyle temettü ödeme potansiyeli güçlü görünüyor. 2017 yılı haricinde, şirket geçtiğimiz 10 yıl içerisinde herhangi bir temettü dağıtımını gerçekleştirmemiştir. 2018 yılında ise şirket güçlü net nakit pozisyonu (592 milyon TL) nedeniyle (2017 yılındaki kazançlarından) kayda değer bir miktarda temettü dağıtabilir. Şirket geçen yıl temettü kararını 25 Nisan'da açıklamıştı.

**Türk Tuborg tarihsel olarak düşük çarpanlarda işlem gördü:** Hissenin son 6 yıllık ortalama F/K ve FD/FAVÖK oranı sırasıyla 10.0x (benzer şirket ortalaması ~20x) ve 5.4x (~12x)'di ve bu rakamlar AEFES ve global bira şirketlerine göre önemli ölçüde düşüktür.

**Daha yüksek çarpanla işlem görme potansiyelinin düşük olduğuna inanıyoruz:** Şirketin likidite ve şeffaflığının öngörülebilir gelecekte değişmeyeceği varsayımı altında, Tuborg hisselerinin tarihi ortalamalara göre çok daha yüksek çarpanla işlem görmeyeceğini düşünüyoruz. Ayrıca, Türk bira pazarı büyüme beklentilerinin cazip olmaması ve Tuborg'un Pazar payı kazanımlarının eskisi kadar yüksek olmayacağını düşündüğümüzde de hisselerin daha yüksek bir çarpanla işlem görmesi ihtimali azalmaktadır. Bu durumda hisse performansını net kardaki artış ivmesinin sürüklemesi muhtemel gözüküyor.

**Hisse çarpanları:** Hisse hakkında araştırma değerlememiz ve tavsiyemiz bulunmamaktadır. Ancak 2018 yılında, geçmiş yıllardaki performansına yakın olarak, satış gelirlerinde %30 oranında büyüme varsayımı yaparsak (net karda %36 ve FAVÖK'te %33 oranında büyüme beklentisi ile beraber), 2018 yılı finansallarına göre hissenin 9,5x F/K (tarihsel ortalaması 10x) ve 5,2x FD/FAVÖK (tarihsel ortalaması 5,4x) çarpanı ile işlem gördüğünü söyleyebiliriz.

### Tavsiye

Sektör	Bira
Bloomberg Hisse Kodu	TBORG TI
Hisse Fiyatı	TL12.4
Piyasa Değeri (TLmn)	3,999
BIST-100 içindeki ağırlığı	0.0%
Halka Açıklık Oranı	4%
Hisse adedi (mn)	322.5
Ortalama İşlem Hacmi -3 aylık (TLmn)	0.7

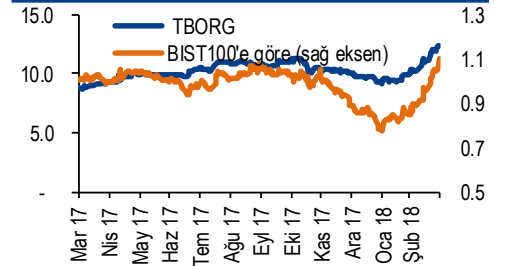
Fiyat Performansı	1 Ay	3 Ay	1 Yıl
Nominal (TL)	26%	24%	41%
Nominal (USD)	19%	18%	28%
BIST100'e göre	30%	24%	9%

Finansallar (TLmn)	2015	2016	2017
Net Satışlar	743	963	1,236
FAVÖK	239	334	460
Net Kar	158	237	308

Değerleme*	2015	2016	2017
F/K	25.4x	16.9x	13.0x
FD/FAVÖK	15.4x	10.6x	7.4x
F/DD	7.8x	5.4x	3.9x
Temettü verimi	0%	0%	0%

\*Mevcut piyasa değeri üzerinden

### Fiyat Grafiği



**Erol Danış, Ph.D, CFA**  
+90 (212) 334 98 39  
[erol.danis@yf.com.tr](mailto:erol.danis@yf.com.tr)

<b>Gelir tablosu (TLmn)</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>Bilanço (TLmn)</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>
<b>Satışlar</b>	<b>586</b>	<b>743</b>	<b>963</b>	<b>1,236</b>	<b>Dönen varlıklar</b>	<b>425</b>	<b>629</b>	<b>917</b>	<b>1,138</b>
Brüt kar	328	407	546	703	Nakit	184	313	464	592
Brüt kar marjı	56.0%	54.8%	56.7%	56.9%	Ticari alacaklar	199	256	341	433
Faaliyet giderleri	-186	-226	-286	-369	Stoklar	38	48	98	102
Faaliyet giderleri/Satışlar	-31.8%	-30.4%	-29.7%	-29.9%	Diğer dönen varlıklar	4	12	14	10
Esas faaliyet karı	142	181	261	334	<b>Duran varlıklar</b>	<b>233</b>	<b>283</b>	<b>368</b>	<b>524</b>
Esas faaliyet karı marjı	24.2%	24.3%	27.1%	27.0%	Maddi duran varlıklar	220	261	341	430
<b>FAVÖK</b>	<b>185</b>	<b>239</b>	<b>334</b>	<b>460</b>	Maddi olmayan duran varlıklar	2	5	5	6
<b>FAVÖK marjı</b>	<b>31.5%</b>	<b>32.2%</b>	<b>34.7%</b>	<b>37.2%</b>	Finansal yatırımlar	0	0	0	0
Net diğer gelir	14	23	52	60	Diğer duran varlıklar	11	17	22	87
Net finansman geliri	-4	-5	-10	-11	<b>Toplam varlıklar</b>	<b>657</b>	<b>911</b>	<b>1,286</b>	<b>1,661</b>
İştiraklerden gelirler	0	0	0	0	<b>Kısa vadeli yükümlülükler</b>	<b>296</b>	<b>386</b>	<b>518</b>	<b>596</b>
Vergi öncesi kar	152	199	303	382	Kısa vadeli borçlanmalar	0	0	0	0
Vergi gideri	-32	-41	-66	-74	Ticari borçlar	70	83	119	166
Efektif vergi oranı	-20.9%	-20.7%	-21.8%	-19.4%	Diğer kısa vadeli yükümlülükler	227	303	399	429
Kontrol gücü olmayan pay	0	0	0	0	<b>Uzun vadeli yükümlülükler</b>	<b>8</b>	<b>15</b>	<b>21</b>	<b>28</b>
<b>Net kar</b>	<b>120</b>	<b>158</b>	<b>237</b>	<b>308</b>	Uzun vadeli borçlanmalar	0	0	0	0
Net kar marjı	20.5%	21.2%	24.6%	24.9%	Diğer uzun vadeli yüküm.	8	15	21	28
<b>Büyüme Oranları</b>					<b>Özkaynaklar</b>	<b>353</b>	<b>510</b>	<b>747</b>	<b>1,037</b>
Net satışlar	27%	27%	30%	28%	Ana ortaklığa ait	353	510	747	1,037
FAVÖK	31%	29%	40%	38%	Kontrol gücü olmayan paylar	0	0	0	0
Net kar	44%	31%	50%	30%	<b>Toplam kaynaklar</b>	<b>657</b>	<b>911</b>	<b>1,286</b>	<b>1,661</b>
<b>Nakit Akış</b>					<b>Net borç</b>	<b>-184</b>	<b>-313</b>	<b>-464</b>	<b>-592</b>
FAVÖK	185	239	334	460	Net borç (USDmlr)	-79	-107	-132	-157
Vergi gideri	28	36	52	67	Net işletme sermayesi	167	220	321	369
Yatırım harcamaları	94	104	152	215	Net FX pozisyonu	58	116	201	331
İşletme sermayesi değişimi	0	54	100	49	<b>Hisse Başına Göstergeler</b>				
<b>Serbest nakit akışı</b>	<b>62</b>	<b>45</b>	<b>30</b>	<b>130</b>	Hisse Başı Net Kar	0.37	0.49	0.73	0.95
Ödenen temettüler	0	0	0	16	Hisse Başı Özsermaye	0.00	0.00	0.00	0.05
Temettü dağıtım oranı	0%	0%	0%	7%	Hisse Başı Temettü	1.10	1.58	2.32	3.22
<b>Oranlar</b>					<b>Değerleme*</b>				
Net borç / FAVÖK	-1.0x	-1.3x	-1.4x	-1.3x	F/K	33.3x	25.4x	16.9x	13.0x
İşletme sermayesi / Satışlar	28%	30%	33%	30%	FD/FAVÖK	20.6x	15.4x	10.6x	7.4x
Yatırım harcaması / Satışlar	16%	14%	16%	17%	F/DD	11.3x	7.8x	5.4x	3.9x
Özsermaye karlılığı	41%	37%	38%	34%	Serbest nakit akışı verimi	2%	1%	1%	3%
Yatırılan sermaye karlılığı	65%	79%	87%	73%	Temettü verimi	0%	0%	0%	0%

Kaynak: Şirket, YF Araştırma, Rasyonet (\*) Piyasa çarpanları hesabı için mevcut Piyasa Değeri kullanılmıştır

## Yatırım Finansman Menkul Değerler

Meclis-i Mebusan Cad. 81 Fındıklı 34427 Beyoğlu/İstanbul

Tel: +90 (212) 317 69 00 Faks: +90 (212) 282 15 50 - 51

research@yf.com.tr

Bu rapor gönderildiği kişi ya da kuruma özeldir ve gizlidir. Hiçbir şekilde üçüncü kişilere açıklanamaz ya da yayınlanamaz. Yetkili alıcılardan biri değilseniz, bu raporun herhangi bir şekilde ifşa edilmesi, kullanılması, kopyalanması, yayılması veya raporda yer alan hususlarla ilgili olarak herhangi bir işlem yapılmasının kesinlikle yasak olduğunu bildiririz. Eğer raporun alıcısı veya alıcısına iletmekten sorumlu kişi değilseniz lütfen raporu sisteminizden siliniz ve göndereni uyarınız. Gönderen ve Yatırım Finansman Menkul Değerler A.Ş., bu raporun içerdiği bilgilerin doğruluğu, güncelliği ve eksiksiz olduğu konusunda bir garanti vermemektedir, içerik Yatırım Finansman Menkul Değerler A.Ş. tarafından her zaman değiştirilebilir. Bu raporda yer alan bilgiler "Yatırım Finansman Menkul Değerler A.Ş." tarafından genel bilgilendirme amacı ile her türlü veri, yorum ve değerlendirmeler hazırlandığı tarih itibarıyla mevcut piyasa koşulları ve güvenilirliğine inanılan kaynaklara dayanılarak hazırlanmıştır. Bu kaynakların kullanılması nedeni ile ortaya çıkabilecek hatalardan Yatırım Finansman Menkul Değerler A.Ş. sorumlu değildir. Burada yer alan 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. Yatırım danışmanlığı hizmeti, kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Burada yer alan ve hiçbir şekilde yönlendirici nitelikte olmayan içerik, yorum ve tavsiyeler ise genel nitelikte olup, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. 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 raporun içeriğinde yer alan çeşitli bilgi ve görüşlere dayanarak yapılacak ileriye dönük yatırımlar ve ticari işlemlerin sonuçlarından ya da ortaya çıkabilecek zararlardan Yatırım Finansman Menkul Değerler A.Ş. sorumlu tutulamaz. Raporun içeriğinden, iletilmesinden, alınmasından, saklanmasından, gizliliğinin korunamamasından, virüs içermesinden ve sisteminizde yaratabileceği zararlardan Yatırım Finansman Menkul Değerler A.Ş. sorumlu tutulamaz. Yatırım Finansman bu raporun içeriği ve ekleri ile ilgili olarak hukuki açıdan herhangi bir sorumluluk kabul etmemektedir. Teşekkür ederiz.

- Yatırım Finansman Menkul Değerler A.Ş., Ana ortağı veya İştiraki raporda yer alan şirketlerle iş ilişkisi içinde bulunabilir veya bulunmaktadır. Bu nedenle yatırımcılar bu raporu yatırım kararı verilirken bakılacak faktörlerden sadece biri olarak düşünmelidir ve sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

- Ek olarak, Yatırım Finansman (YF) Menkul Değerler A.Ş. Araştırma Bölümü, Şirketin ortaklık yapısı gereği TSKB ve Türkiye İş Bankası için yatırım tavsiyesi yapmaktan sakınmaktadır.

- Yatırım Finansman Menkul Değerler A.Ş.'nin takibi altında bulunan Şirketler BİST100 endeksinde görece beklenen performanslarına göre notlandırılmıştır. Raporda geçen hisse senedi hedef fiyatları 12 aylık dönemi kapsamaktadır.

- Aşağıdaki notlandırma analistlerin takipleri altındaki hisseler için araştırmalarını ve düşüncelerini tam olarak yansıtmak için kullanılmıştır:

**Endeks Üzeri Getiri:** Hisse senedinin önümüzdeki 12 aylık dönemde getirisinin, BİST100 endeksinin getirisinin üzerinde olması beklenmektedir.

**Endekse Paralel Getiri:** Hisse senedinin önümüzdeki 12 aylık dönemde getirisinin, BİST100 endeksinin getirisine yakın olması beklenmektedir.

**Endeks Altı Getiri:** Hisse senedinin önümüzdeki 12 aylık dönemde getirisinin, BİST100 endeksinin getirisinin altında olması beklenmektedir.

# Yatırım Finansman Menkul Değerler

Meclis-i Mebusan Cad. 81 Fındıklı 34427 Beyoğlu/İstanbul

Tel: +90 (212) 317 69 00

Faks: +90 (212) 282 15 50 - 51

## **UYARI NOTU:**

Bu e-posta mesajı ve ekleri gönderildiği kişi ya da kuruma özeldir ve gizlidir. Hiçbir şekilde üçüncü kişilere açıklanamaz ya da yayınlanamaz. Yetkili alıcılardan biri değilseniz, bu mesajın herhangi bir şekilde ifşa edilmesi, kullanılması, kopyalanması, yayılması veya mesajda yer alan hususlarla ilgili olarak herhangi bir işlem yapılmasının kesinlikle yasak olduğunu bildiririz. Eğer mesajın alıcısı veya alıcısına iletmekten sorumlu kişi değilseniz lütfen mesajı sisteminizden siliniz ve göndereni uyarınız. Gönderen ve Yatırım Finansman Menkul Değerler A.Ş., bu mesajın içerdiği bilgilerin doğruluğu, güncelliği ve eksiksiz olduğu konusunda bir garanti vermemektedir, içerik Yatırım Finansman Menkul Değerler A.Ş. tarafından her zaman değiştirilebilir. Bu e-posta yer alan bilgiler "Yatırım Finansman Menkul Değerler A.Ş." tarafından genel bilgilendirme amacı ile her türlü veri, yorum ve değerlendirmeler hazırlandığı tarih itibarıyla mevcut piyasa koşulları ve güvenilirliğine inanılan kaynaklara dayanılarak hazırlanmıştır. Bu kaynakların kullanılması nedeni ile ortaya çıkabilecek hatalardan Yatırım Finansman Menkul Değerler A.Ş. sorumlu değildir. Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti, kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Burada yer alan ve hiçbir şekilde yönlendirici nitelikte olmayan içerik, yorum ve tavsiyeler ise genel nitelikte olup, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. 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 e-posta içeriğinde yer alan çeşitli bilgi ve görüşlere dayanarak yapılacak ileriye dönük yatırımlar ve ticari işlemlerin sonuçlarından ya da ortaya çıkabilecek zararlardan Yatırım Finansman Menkul Değerler A.Ş. sorumlu tutulamaz. Mesajın içeriğinden, iletilmesinden, alınmasından, saklanmasından, gizliliğinin korunamamasından, virüs içermesinden ve sisteminizde yaratabileceği zararlardan Yatırım Finansman Menkul Değerler A.Ş. sorumlu tutulamaz. Yatırım Finansman bu mesajın içeriği ve ekleri ile ilgili olarak hukuki açıdan herhangi bir sorumluluk kabul etmemektedir. Teşekkür ederiz.

Levent Durusoy Genel Müdür Yardımcısı levent.durusoy@yf.com.tr +90 (212) 334 98 33

## **Araştırma Bölümü**

Erol Danış Müdür erol.danis@yf.com.tr +90 (212) 334 98 39

## **Yatırım Danışmanlığı Birimi**

Göksel Tekiner Müdür Yrd. goksel.tekiner@yf.com.tr +90 (212) 334 98 44  
Kamer Külek Uzman kamer.kulek@yf.com.tr +90 (212) 334 98 47  
Kerem Can Önal Uzman kerem.onal@yf.com.tr +90 (212) 334 98 70

## **Kurumsal Finansman Bölümü**

Pervin Bakankuş Müdür pervin.bakankus@yf.com.tr +90 (212) 334 98 61

## **Hizmet Noktalarımız**

Genel Müdürlük	+90 (212) 317 69 00	Merkez	+90 (212) 334 98 00
Antalya	+90 (242) 243 02 01	Ankara	+90 (312) 417 30 46
Bakırköy	+90 (212) 543 05 04	Bursa	+90 (224) 224 47 47
Caddebostan	+90 (216) 302 88 00	İzmir	+90 (232) 441 80 72
Samsun	+90 (362) 431 46 71	Ulus	+90 (212) 263 00 24