

TUT

Önceki tavsiye: AL



HEDEF FİYAT	105.00 TL
KAPANIŞ	88.05 TL
GETİRİ	+19.3%
ÖNCEKİ HF	108.00 TL
HF DEĞİŞİM	-2.78%

Marjlar baskı altında

2Ç23 net kârı beklentimizi aştı

Logo Yazılım 2Ç23'te yıllık bazda %83, çeyreklik bazda %333 artışla TRY268m net kar açıkladı. Açıklanan net kar piyasa beklentisi TRY255m'nin hafif üzerinde gerçekleşirken, tahminimizin üzerinde operasyonel ve finansal kar sayesinde bizim tahminimiz olan TRY241m'yi aştı. 6A23 net karı ise yıllık bazda %38 artışla TRY330m olarak gerçekleşti.

Türkiye ciro büyümesi enflasyonun üzerinde kaldı

Satış gelirleri yıllık bazda %56 artışla TRY572m oldu ve bizim tahminimiz TRY562m ile piyasa beklentisi TRY570m'ye paralel gerçekleşti. Türkiye'de faturalanan gelirler %133 oranında artarken, müşterilerin kontör harcamaları görece zayıf kaldığından UFRS ciro büyümesi %59 olarak gerçekleşti. Tekrarlanan gelirler ise %140 oranında büyüdü. Romanya tarafındaki ciro artışı yıllık bazda %48 seviyesinde gerçekleşti.

Marjlarda daralma devam etti

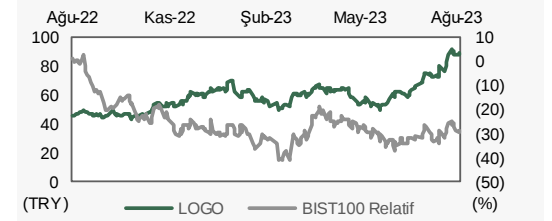
FAVÖK yıllık bazda yalnızca %10 artarak TRY174m olarak gerçekleşti ve bizim beklentimiz olan TRY162m'yi aştı. Yurt içinde yüksek rekabet, Romanya'da ise düşük marjlı kontratlar sebebiyle FAVÖK marjı yıllık bazda 12,5 puan daralarak %30,4'e geriledi. Çeyreğin sonunda TL'de yaşanan değer kaybına rağmen, düşük FAVÖK ve işletme sermayesindeki artış sebebiyle, şirketin net nakit pozisyonu geçen çeyreğe göre %20 oranında daralarak TRY308m'ye düştü.

Hedef fiyatımızı düşürüp, tavsiyemizi TUT'a indiriyoruz

Sonuçların ardından yönetim 2023 UFRS ciro tahminini TRY2,8 milyardan TRY2,6 milyara, FAVÖK marjı tahminini de %30'dan %24'e düşürdü. Bu güncelleme yılın ikinci yarısının daha zayıf olacağına işaret ediyor. Makroekonomik tahminlerimizdeki güncellemelere rağmen biz de 2023 net kar tahminimizi %27 oranında düşürüyoruz. Tahminlerdeki güncellemeler 2024 ve 25'te net kar beklentimizi yukarı yönde revize etmemize sebep oldu. Böylece hedef fiyatımızı TRY105 olarak güncelledik (önceki TRY108). Yeni hedef fiyatımız yalnızca %19 artış potansiyeline işaret ettiğinden tavsiyemizi TUT'a indiriyoruz.

Hisse Detayları

Milyon TL	2022	2023T	2024T	2025T
Net satışlar	1,541	2,693	5,087	6,547
VAFÖK	493	702	1,470	2,050
Net kar	416	632	1,205	1,531
Kar marjı (%)	27.0	23.5	23.7	23.4
VAFÖK marjı (%)	32.0	26.1	28.9	31.3
Satış büyümesi (%)	101.0	74.7	88.9	28.7
F/K (x)	21.2	13.9	7.3	5.8
FD/VAFÖK (x)	17.3	12.1	5.3	3.5
PD/DD (x)	8.1	5.1	3.0	2.3
Net borç/VAFÖK (x)	(0.8)	(0.6)	(0.8)	(0.8)
Net borç/Özsermaye (x)	(0.4)	(0.2)	(0.4)	(0.4)
Özsermaye verimliliği (%)	45.0	44.8	51.7	45.1



Hisse performansı	1 Ay	3 Ay	12 Ay
Mutlak getiri (%)	17.7	60.0	88.7
BIST100 relatif getiri (%)	(1.7)	(1.5)	(28.9)
Son kapanış fiyatı	88.05		
12 Aylık yüksek/düşük	92.70/42.08		
Piyasa değeri (Milyon TL)	8,805		
3 Aylık ortalama hacim (Milyon TL)	62.0		
Halka açıklık (%)	65.0		
Hisse sayısı (Milyon)	100		
Pazar	Yıldız Pazar		

Kaynak: Logo Yazılım; TEB Yatırım Hesaplamaları

Tablo 1: LOGO 2Ç23 sonuçları

	2022/2Ç	2023/1Ç	2023/2Ç	-----Değişim-----		TEB/BNPP	Fark	Konsensus	Fark	6A22	6A23	Değişim
	TRYm	TRYm	TRYm	Yıllık, %*	Çeyrek, %*	TRYm	%*	TRYm	%*	(TRY m)	(TRY m)	Yıllık, %
Net satışlar	368	452	572	56	27	562	2	570	0	637	1,024	61
FAVÖK	158	142	174	10	23	162	7	171	2	271	316	16
FAVÖK marjı (%)	42.9	31.4	30.4	(12.5)	(1.0)	28.8	1.6	30.0	0.4	42.6	30.8	(11.8)
Net kar	147	62	268	83	333	241	11	255	5	239	330	38

FAVÖK marjı için yüzde puan

Kaynak: Logo Yazılım, Resarch Turkey consensus anketi, TEB Yatırım tahminleri

Tablo 2: Tahminlerimizdeki değişiklikler

	----- Eski -----			----- Yeni -----			----- Değişim -----		
	2023T	2024T	2025T	2023T	2024T	2025T	2023T	2024T	2025T
	(TRY m)	(TRY m)	(TRY m)	(TRY m)	(TRY m)	(TRY m)	(%)	(%)	(%)
Net satışlar	2,815	4,847	6,217	2,693	5,087	6,547	-4	5	5
FAVÖK	864	1,501	1,937	702	1,470	2,050	-19	-2	6
Net kar	872	1,141	1,365	632	1,205	1,531	-27	6	12

Kaynak: TEB Yatırım Hesaplamaları

Finansal tablolar

Logo Yazılım

Gelir Tablosu (Milyon TL)	2021	2022	2023T	2024T	2025T
Net Satışlar	767	1,541	2,693	5,087	6,547
Satışların Maliyetleri	(143)	(363)	(639)	(1,174)	(1,312)
Brüt kar (zarar)	624	1,179	2,054	3,913	5,235
Diğer operasyonel gelirler	79	118	177	234	317
Operasyonel giderleri	(417)	(803)	(1,529)	(2,677)	(3,503)
VAFÖK	286	493	702	1,470	2,050
Amortisman	(79)	(118)	(177)	(234)	(317)
Şerefiye amortismanı	-	-	-	-	-
Ana operasyonel gelir (zarar)	207	375	525	1,236	1,733
Net finansman maliyetleri	77	20	41	16	13
Özkaynak yöntemiyle değerlendirilen kar (zarar)	0	(6)	(3)	0	0
Tekrarlanan faaliyet harici gelirler (giderler)	16	59	123	154	91
Tek seferlik faaliyet harici gelirler (giderler)	0	0	0	0	0
Vergi öncesi kar (zarar)	300	454	689	1,406	1,837
Vergi geliri (gideri)	(23)	(30)	(55)	(169)	(276)
Vergi sonrası kar (zarar)	277	424	633	1,237	1,562
Azınlık payları	(13)	(9)	(1)	(33)	(31)
Rüçhanlı temettü	-	-	-	-	-
Diğer paylar	-	-	-	-	-
Ana ortaklık payları	265	416	632	1,205	1,531
Durdurulan faaliyet gelirleri (giderleri)	0	0	0	0	0
Tekrarlanan ana ortaklık payları	265	416	632	1,205	1,531

Hisse başına (TL)					
Tekrarlanan hisse başına kar	2.65	4.16	6.32	12.05	15.31
Hisse başına kar	2.65	4.16	6.32	12.05	15.31
Hisse başına temettü	0	0	0	0	0
Hisse sayısı (bin)	100	100	100	100	100
Yıllık değişim					
Net satışlar (%)	40.7	101.0	74.7	88.9	28.7
VAFÖK (%)	61.6	72.2	42.3	109.5	39.5
Ana operasyonel gelir (%)	82.2	81.0	39.8	135.5	40.2
Tekrarlanan net kar (%)	(42.2)	57.1	52.1	90.6	27.0
Net kar (%)	(42.2)	57.1	52.1	90.6	27.0
Operasyonel performans					
Brüt kar marjı (%)	81.4	76.5	76.3	76.9	80.0
VAFÖK marjı (%)	37.3	32.0	26.1	28.9	31.3
Ana operasyonel gelir marjı (%)	27.0	24.4	19.5	24.3	26.5
Kar marjı (%)	34.5	27.0	23.5	23.7	23.4
Efektif vergi oranı (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Temettü oranı (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Faiz karşılama (x)	n/m	n/m	n/m	n/m	n/m
Stok gün sayısı	11.2	7.2	6.6	6.5	8.0
Ticari borç gün sayısı	135.5	85.4	71.3	68.8	80.0
Ticari alacak gün sayısı	186.4	112.5	115.8	115.4	141.6
Operasyonel kullanılan sermaye getirisi (%)	-	-	-	-	-
Kullanılan sermaye getirisi (%)	-	-	-	-	-
Özsermaye getirisi (%)	42.0	45.0	44.8	51.7	45.1
Varlık getirisi (%)	-	-	-	-	-

Kaynak: Logo Yazılım; TEB Yatırım Hesaplamaları

Finansal tablolar

Logo Yazılım

Nakit akım tablosu (Milyon TL)	2021	2022	2023T	2024T	2025T
Net Kar	265	416	632	1,205	1,531
Amortisman	79	118	177	234	317
Azınlık payları	-	-	-	-	-
Diğer nakit dışı düzeltmeler	(106)	(98)	315	371	485
İşletme sermayesindeki değişim	123	308	(165)	(384)	(307)
Operasyonel nakit akışı	360	743	959	1,426	2,025
Duran varlık harcamaları - bakım	-	-	-	-	-
Duran varlık harcamaları - yeni	(140)	(274)	(603)	(942)	(1,219)
Yatırım gelirleri	-	-	-	-	-
Diğer yatırımlar	(256)	(293)	74	0	0
Yatırım faaliyetlerinden nakit akışı	(396)	(567)	(529)	(942)	(1,219)
Temettü ödemeleri	(29)	(87)	(150)	(316)	(602)
Özkaynak finansmanı	0	0	0	0	0
Borç finansmanı	24	(35)	18	0	0
Diğer finansman gelirleri (giderleri)	(15)	(100)	(25)	0	0
Finansman faaliyetlerinden nakit akışı	(19)	(222)	(158)	(316)	(602)
Durdurulan faaliyet nakit akışı	182	244	(176)	497	364
Diğer düzeltmeler	13	9	0	0	0
Net diğer düzeltmeler	195	252	(176)	497	364
Toplam nakit akışı	140	207	96	665	567
Serbest nakit akışı (Firma)	(35)	177	430	484	806
Serbest nakit akışı (Özkaynak)	168	294	246	981	1,170

Hisse başına (TL)					
Hisse başına serbest nakit akımı (Firma)	(0.35)	1.77	4.30	4.84	8.06
Hisse başına serbest nakit akışı	1.68	2.94	2.46	9.81	11.70
Hisse başına nakit akışı	2.37	4.35	11.24	18.09	23.32

Bilanço (Milyon TL)	2021	2022	2023T	2024T	2025T
Maddi duran varlıklar (Brüt)	21	47	66	83	106
Eksi: birikmiş amortisman	-	-	-	-	-
Maddi duran varlıklar (Net)	21	47	66	83	106
Maddi olmayan duran varlıklar (Net)	806	1,152	1,596	2,016	2,542
Uzun vadeli finansal yatırımlar	184	383	436	516	516
İştirak yatırımları	-	-	-	-	-
Nakit ve nakit benzeri	433	640	737	1,401	1,969
Ticari alacaklar	334	387	664	1,254	1,614
Stoklar	6	8	15	27	30
Diğer kısa vadeli varlıklar	-	-	-	-	-
Toplam dönen varlıklar	773	1,036	1,415	2,683	3,613
Diğer uzun vadeli varlıklar	23	49	136	257	331
Toplam Varlıklar	1,807	2,667	3,649	5,555	7,108
Ana ortağa ait özkaynak	759	1,090	1,731	2,927	3,865
Kontrol gücü olmayan paylar	74	109	109	109	109
Toplam Özkaynak	834	1,199	1,840	3,036	3,974
Uzun vadeli finansal borçlar	173	192	203	203	203
Diğer uzun vadeli yükümlülükler	59	90	79	79	79
Toplam uzun vadeli yükümlülükler	232	283	282	282	282
Ticari borçlar	80	144	262	481	537
Kısa vadeli finansal borçlar	94	61	87	87	87
Diğer kısa vadeli yükümlülükler	569	980	1,177	1,669	2,227
Toplam kısa vadeli yükümlülükler	742	1,186	1,526	2,237	2,851
Toplam Kaynaklar	1,807	2,667	3,649	5,555	7,108
Net işletme sermayesi	(309)	(729)	(760)	(868)	(1,120)
Yatırılmış sermaye	726	902	1,473	2,004	2,375

Hisse başına (TL)					
Hisse başına defter değeri	7.59	10.90	17.31	29.27	38.65
Hisse başına maddi defter değeri	(0.47)	(0.62)	1.36	9.12	13.23
Finansal sağlık					
Net borç/Özkaynak(%)	(20.0)	(32.3)	(24.2)	(36.6)	(42.2)
Net borç/Toplam kaynaklar (%)	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
Cari oran (x)	1.0	0.9	0.9	1.2	1.3
Nakit akışı faiz karşılama (x)	n/m	n/m	n/m	n/m	n/m

Kaynak: Logo Yazılım; TEB Yatırım Hesaplamaları

Uyarı Notu

Burada yer alan tüm bilgiler ve görüşler yatırımcıları bilgilendirmek amacıyla TEB Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("TEB Yatırım") tarafından işbu rapor tarihi itibarıyla hazırlanmış olup, önceden bildirimde bulunmaksızın değiştirilebilir. TEB Yatırım, bu dokümanda yer alan bilgileri mümkün olduğunca güncel kaynaklardan derlemiş olmakla birlikte, söz konusu bilgilerin doğru ve tam olduğunu taahhüt etmemekte ve güvenilir olduğunu iddia etmemektedir. TEB Yatırım, dokümandaki bilgiler hazırlanırken yararlanılan ve kullanılan kaynaklardaki hata ve eksikliklerden ve dokümanın içeriğindeki bilgilerin kullanılması sonucunda üçüncü kişilerin uğrayabilecekleri doğrudan ve/veya dolaylı zararlardan, kar yoksunluğundan, manevi zararlardan sorumlu tutulamaz. Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmakta olup finansal bilgi ve genel yatırım tavsiyesi kapsamında hazırlanmıştır ve hiçbir şekilde 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. Dolayısıyla burada bahsedilen sermaye piyasası araçlarına ilişkin herhangi bir yatırım kararını, kendi özel yatırım amaçlarınız ve mali durumunuzu göz önünde bulundurarak, kendi araştırmalarınızı ve bağımsız danışmanlarınızdan aldığınız tavsiyeleri temel alarak vermeniz önerilmektedir. Ayrıca Yatırım Danışmanlığı Hizmeti almak isteyen yatırımcıların, TEB Yatırım ile Yatırım Danışmanlığı Sözleşmesi imzalamış ve Yerindelik Testi yapmış olmaları gerekmektedir.

Burada yer alan hiçbir bilgi TEB Yatırım veya başka bir şirket tarafından veya onlar adına her hangi bir kimseye, her hangi bir sermaye piyasası aracının alınması veya satılması yönünde her hangi bir icap veya davet teşkil etmez.

Burada bahsedilen yatırım araçlarının fiyat ve değerleri doğrudan veya dolaylı olarak (döviz kurlarındaki değişiklikler, piyasa eğilimleri, getirinin istikrarsız olması...vs sebeplerle) yatırımcıların menfaatlerine aykırı olarak artabilir veya azalabilir ve bu durum yatırımcıların yatırdıkları anaparada kayba yol açabilir. Raporada belirtilen geçmiş performans, gelecekte elde edilecek sonuçların bir garantisi olarak kabul edilemez.

Bunlarla birlikte, muhtelif zamanlarda, TEB Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin, ortaklarının, iştiraklerinin ve işbu kapsamdaki yöneticilerinin, yetkililerinin, çalışanlarının veya temsilcilerinin, doğrudan veya dolaylı olarak, raporda bahsi geçen işlemler, menkul kıymetler veya emtialar üzerinde pozisyonları bulunabilir veya farklı nedenlerle ilgi ve ilişkileri bulunabilir. Ayrıca yine, TEB Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ortakları, çalışanları, yöneticileri ve bunlarla doğrudan ve dolaylı olarak ilişkileri bulunan istihdam ilişkisi doğuracak bir sözleşme çerçevesinde veya herhangi bir sözleşme olmaksızın çalışan ve tavsiyenin hazırlanmasına katılan tüm gerçek veya tüzel kişiler ile müşterileri arasında önlenemeyen çıkar çatışması ve objektifliği etkilemesi muhtemel nitelikte ilişkiler doğabilir. Bu hallerde, TEB Yatırım Menkul Değerler A.Ş. internet sitesinde yer alan Çıkar Çatışması Politikası uyarınca hareket eder.

TEB Yatırım Araştırma analistleri zaman zaman raporun konusu inceleme kapsamına giren şirket ziyaretleri gerçekleştirmektedir. Bu ziyaretler bağlı olarak analistlerin masraflarının şirket tarafından üstlenmesi ya da ziyaretin analistlere ödenmek üzere maddi bir karşılığa istinaden gerçekleştirilmesi anılan Çıkar Çatışması Politikası tarafından yasaklanmaktadır.

İşbu dokümanın bütün hakları TEB Yatırım'ın münhasır mülkiyetinde olup, hiçbir bölümü TEB Yatırım'ın yazılı izni olmaksızın kısmen veya tamamen kopyalanamaz, çoğaltılamaz, değiştirilemez veya üçüncü kişilere dağıtılamaz. Aksi halde, TEB Yatırım uğramış olduğu bütün zarar ve ziyarı talep etme hakkını saklı tutar. Bu doküman ABD dahil dağıtımının hukuka ve ilgili mevzuata aykırı olduğu hiçbir ülkede yayımlanamaz veya dağıtılamaz.