

DESA

Artan yurt içi satış hacmi ve yurt dışı ayak izi...

DESA <DESA TI>'ı AL tavsiyesi ile araştırma kapsamımıza alırken, hedef fiyatımızı 74,00 TL olarak belirliyoruz. 12 aylık hedef fiyatımız 68% getiri potansiyeline işaret ediyor. Değerlememizin ana katalistleri i) Yaklaşan yaz sezonu katkısıyla bavul segmentinde hacimsel büyüme beklentimiz ii) Toscana Fabrikasının şirketin hem uluslararası bilinirliğine hem de operasyonel verimlilik ve karlılığına pozitif etkilerinin olacağı öngörümüz iii) Şirketin iş modelini trendler doğrultusunda uyarlayabilmesidir. DESA, tahminlerimiz doğrultusunda 2023T'de 2,9x FD/FAVÖK ve 4,6x F/K çarpanlarıyla işlem görüyor.

Yaz sezonu ve bavul segmentindeki pozitif beklentiler... DESA, marka bilinirliği açısından her ne kadar ayakkabıcı, derici olarak tanınsa da şirketin 2022 gelirlerinin %41'i Samsonite bavul ve %32'si çanta ve diğer sarıya ürünleri segmentlerinden elde edildi. (Son 4 yıl ortalaması ise %61 düzeyindedir.) Bu nedenle yaklaşan turizm sezonu şirket açısından önemli bir katalist niteliğinde. Ek olarak, Rusya'da savaş nedeni ile Samsonite mağazaları kapandı ve Rus turistlere satışı gerçekleşen bavul hacminde artış meydana geldi. Şirket, Mart ve Mayıs aylarında Alanya ve Antalya'da toplamda 3 adet mağaza açtığını da bildirdi. i) Mevcut satış miktarları, ii) talep trendlerine yönelik mağaza açılışlarından ötürü DESA için bavul segmentinin önemli bir hikâye niteliği taşıdığı görüşüdeyiz.

Toscana Fabrikası ve artan yurt dışı ayak izi... Şirketin 2022 yılında yurt dışı gelirlerinin toplam gelirlerinin içindeki payı %33 düzeyinde gerçekleşti. Bu oran, 2021, 2020 ve 2019 yıllarında sırasıyla %37, %41 ve %48 seviyelerindeydi. Son yıllarda yurt dışı gelirlerinin toplam pasta içindeki payının gerilediğini gözlemliyoruz ancak Toscana Fabrikası ile trend tersine dönecek düşüncesindeyiz. Şirketi Toscana Fabrikası yatırıma yönelten ana nedenler i) Coğrafi riskleri dağıtmak ii) "Made in Italy" ibaresiyle ihracat hacmini artırmaktır. Şirket, bu yatırımla yurt içi üretiminde oluşabilecek potansiyel riskleri minimize ediyor; üretime Türkiye'de başlayıp İtalya'da tamamlayacak. 2027 yılına kadar ihracat kırımının %5'lik yıllık bileşik yüzdesel artışla %47'ye ulaşmasını bekliyoruz. DESA'nın, 2023'te yıllık bazda %160 artışla 1,2 milyar TL ihracat geliri elde edeceğini öngörüyoruz.

Trendlere göre hızlıca şekillenen iş modeli... DESA trendlere çabuk uyum sağlayan ve iş modelini kolayca dönüştürebilen bir şirket olarak öne çıkıyor. Yurt içi talepte artış gördüğünde mağaza açan (Rus turistlere yönelik Antalya ve Alanya'da mağaza açması), ihraç pazarlardaki talepte yükseliş gördüğünde ise üretime hız veren bir yapıya sahip. Bu nedenle, DESA'yı hem kur artışlarından olumlu etkilenebilecek hem de yurt içi talepte artış olan dönemlerde mağaza açılışı gibi yöntemlerle trende uyum sağlayabilecek bir şirket olarak görüyoruz.

Lüks moda devlerinin üretim ortağı... DESA'nın 2022'de elde etmiş olduğu 27 milyon USD'lik ihracat gelirinin %70'lik kısmı B2B kanalıyla Prada, MiuMiu ve Chanel gibi markalara yapılan deri ve deri mamulleri tedarikinden elde edildi. Ölçek olarak büyük şirketlerin deri ve deri mamulleri tedarikçisi olmak, DESA'yı küresel ekonomide gerçekleşebilecek olası kötüleşmelere karşı koruyacaktır. Şirket, şüpheli alacak riskini minimize ederken, maliyet artışlarını da fiyatlarına yansıtılabiliyor. Bu nedenle, marjlar da görece az etkileniyor. DESA, deri satışı gerçekleştirdiği büyük ölçekli birçok tekstil şirketinin en büyük tedarikçisi konumunda.

Tavsiye

AL

Hedef fiyat
Getiri potansiyeli74,00
%68

Pay bilgileri

Pay Kodu	DESA TI
Pay fiyatı (18.05.2023)	44,14
Pay fiyatı aralığı (52 haftalık)	26,0 / 67,2
Piyasa Değeri (TL mn - mn USD)	2172,7 - 109,9
Pay adedi (mn) & halka açıklık oranı	49 - 22%
Yabancı Takas Oranı	19,12%
Pazar	Yıldız

Sektör

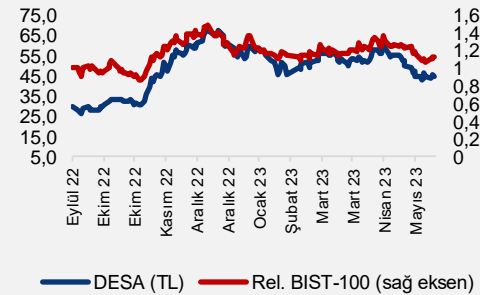
Tekstil, Giyim Eşyası ve Deri

Ortalama işlem hacmi	1 Ay	3 Ay	12 Ay
milyon ABD doları	0,4	0,6	1,0

Fiyat performansı	1 Ay	3 Ay	YBB
TL	-19%	-12%	-26%
USD	-20%	-16%	-30%
BIST-100'e göre performans	-9%	-2%	-10%

Tahminler (TL mn)	2021	2022	2023T
Net satışlar	432	1.359	2.869
FAVÖK	104	352	508
Net kâr	46	287	471

Değerleme	2021	2022	2023T
F/K	46,9x	7,6x	4,6x
F/DD	10,4x	3,8x	2,3x
FD/FAVOK	14,4x	4,2x	2,9x
FD/Net satışlar	5,1x	1,4x	0,5x
Temettü verimi	0,0%	0,0%	0,0%



Oğuzhan Kaymak

+90 212 355 2604

oguzhan.kaymak@tacirler.com.tr

Murat Akça

+90 212 355 4646

murat.akca@tacirler.com.tr

Riskler... i) deri ürünlerine oluşacak beklenmedik talep düşüşü ii) global tedarik zincirindeki bozulmalar ve navlun fiyatlarında oluşabilecek sert yükselişler

DESA & Samsonite iş ortaklığı... 2022 yıl sonu itibarıyla, DESA'nın Samsonite ile ortak yönettiği 16 adet mağaza bulunmaktadır. %40 iştirak olan "Samsonite Seyahat Ürünleri A.Ş." üzerinden konsolide olan operasyonlar, özkaynak yöntemiyle değerlendirilen yatırımlardır. Samsonite Seyahat Ürünleri, 2022'de 91,4 milyon TL net kar elde etmiştir. Şirket, ABD ve Hong Kong borsalarında sırasıyla 14,74 x'e 14,85x çarpanları ile işlem gören Global Samsonite çarpanlarının ortalaması alınarak 14.79x F/K ile değerlememize eklenmiştir.

İNA

TL mn	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E
Hasılat	428	233	432	1.359	2.869	3.383
Büyüme, % y/y	23%	-45%	85%	214%	111%	18%
FAVÖK	69	58	104	352	508	691
Büyüme, % y/y	94,4%	-16,9%	80,1%	240,0%	44,0%	36,1%
<i>Favök Marjı</i>	16,2%	24,6%	24,0%	25,9%	17,7%	20,4%
Vergi	-4	-1	-7	-70	-117	-164
Yatırım Harcaması	4	2	-64	-57	-53	-68
Net İşletme Sermayesi Değişimi	-17	31	-12	-73	-227	74
Serbest Nakit Akışı	52	111	894	608	690	785
Serbest Nakit Akışı Marjı	12,2%	38,4%	4,7%	11,3%	3,9%	26,4%
Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti	25%	26%	26%	27%	27%	28%
İndirgenmiş Nakit Akışı	13	22	5	38	70	551
Uç Büyüme Oranı	7,0%					
Uç Değer	5.696					
Uç Değerin Bugünkü Değeri	783					
Serbest Nakit Akışının Bugünkü Değeri	1.945					
Uç Değerin Bugünkü Değeri	783					
Şirket Değeri	2.728					
Net Borç	-384					
Samsonite Seyahat Ürünleri A.Ş. (JV)	530					
Özkaynak	3.642					
12-Aylık Hedef Fiyat	74,0					
Hisse Fiyatı	44,14					
Potansiyel Getiri	68%					

Şirket Adı	Şirket Kodu	F/K		FD/FAVÖK	
		2022	2023T	2022	2023T
Samsonite USA	SMSEY	14,74x		10,75x	
Samsonite Hong Kong	1910	14,85x	13,77x	10,81x	8,61x

Kaynak: Tacirler Yatırım, Bloomberg, Equity RT

Gelir Modeli

- ❖ Değerleme periyodumuzda, net satışlar %12 YBBO ile 6,2 milyar TL'ye yükselmektedir.
- ❖ Değerleme periyodumuzda, mağaza adedi %7 YBBO ile 155 adete erişmektedir.
- ❖ Değerleme periyodumuzda, metrekare başı ciro %3 YBBO ile 148 bin TL'ye çıkmaktadır.

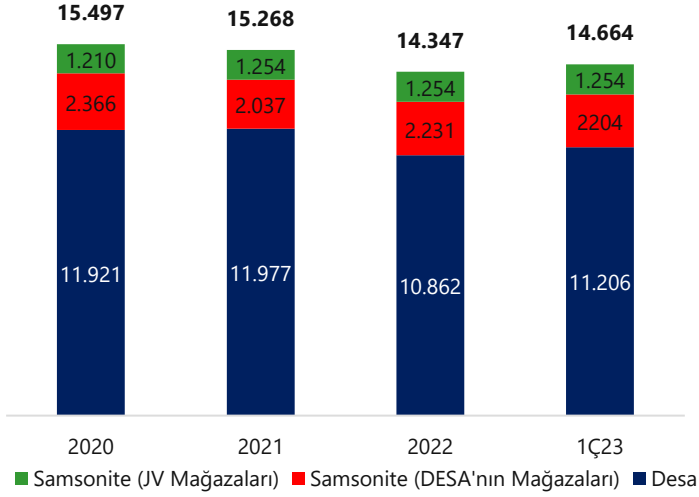
	2022	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T
Net Satışlar (TLmn)	1.359	2.869	3.383	3.847	4.303	4.771	5.242	5.709	6.162
İhracat	448	1.164	1.484	1.744	1.984	2.224	2.455	2.667	2.851
Yurt İçi	911	1.705	1.899	2.103	2.319	2.547	2.788	3.042	3.310
İndirimler	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Net Satışlar y/y									
Net Satışlar	214%	111%	18%	14%	12%	11%	10%	9%	8%
İhracat	182%	160%	27%	18%	14%	12%	10%	9%	7%
Yurt İçi	233%	87%	11%	11%	10%	10%	9%	9%	9%

Yurt içi operasyonlar

Mağaza Sayısı	93	99	107	115	123	131	139	147	155
Net Mağaza Açılışı	-7	6	8	8	8	8	8	8	8
Brüt Satış Alanı, bin metre	13	14	15	17	18	19	20	21	22
Mağaza başı ortalama metrekare	142	144	144	144	144	144	144	144	144
Metrekare başı ciro, yurt içi	69	119	123	127	131	135	139	144	148
Metrekare başı ciro, y/y %		73%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%

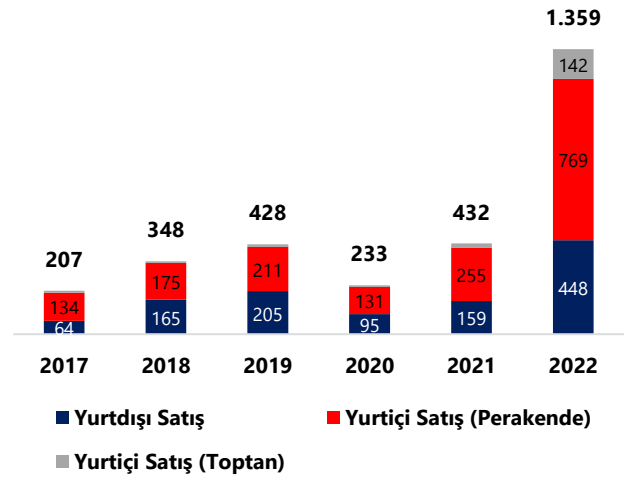
* Gelir modelimizdeki 93 mağaza DESA'nın sahip olduğu mağazalardır. Ek olarak, 16 adet Desa-Samsonite ortaklığı ile kurulmuş mağaza vardır – Joint Venture tam ismi-. Desa-Samsonite işbirliği ile operasyonlarına devam eden 16 adet mağaza modelimizde equity pick-up yöntemi ile değerlendirilmiştir.

Toplam Satış Alanı (m2)



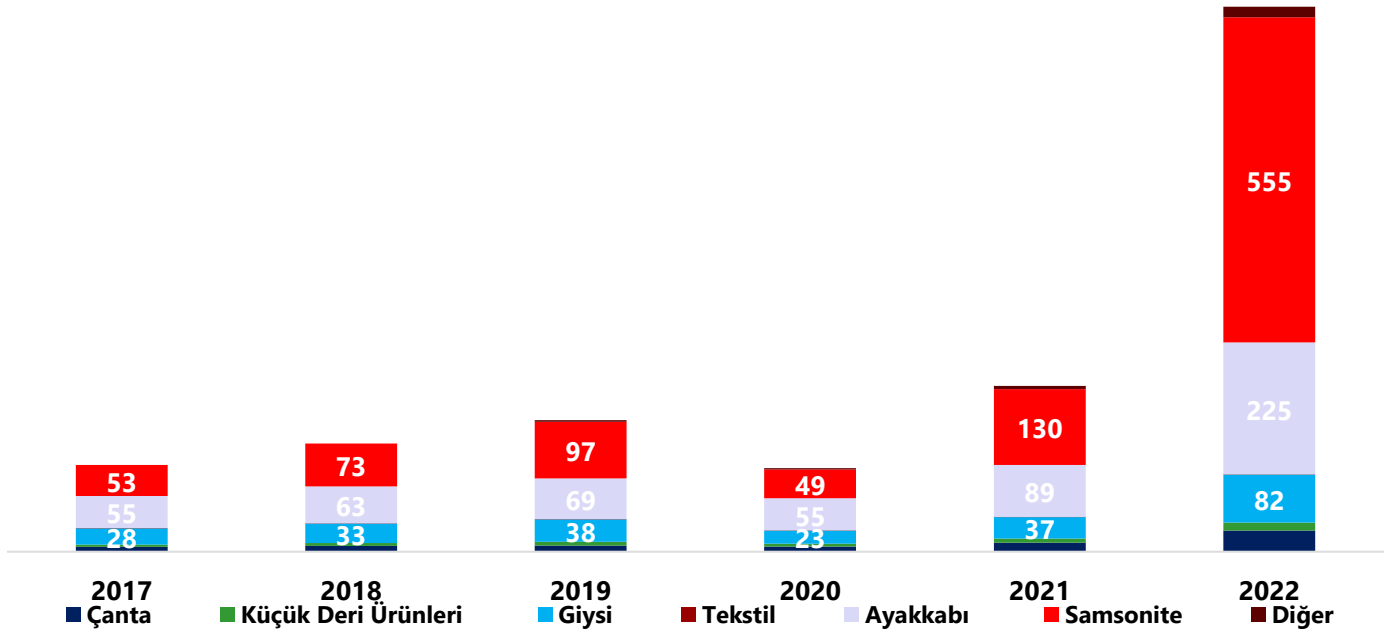
Kaynak: Tacirler Yatırım, DESA

Net Satışlar (mn TL)



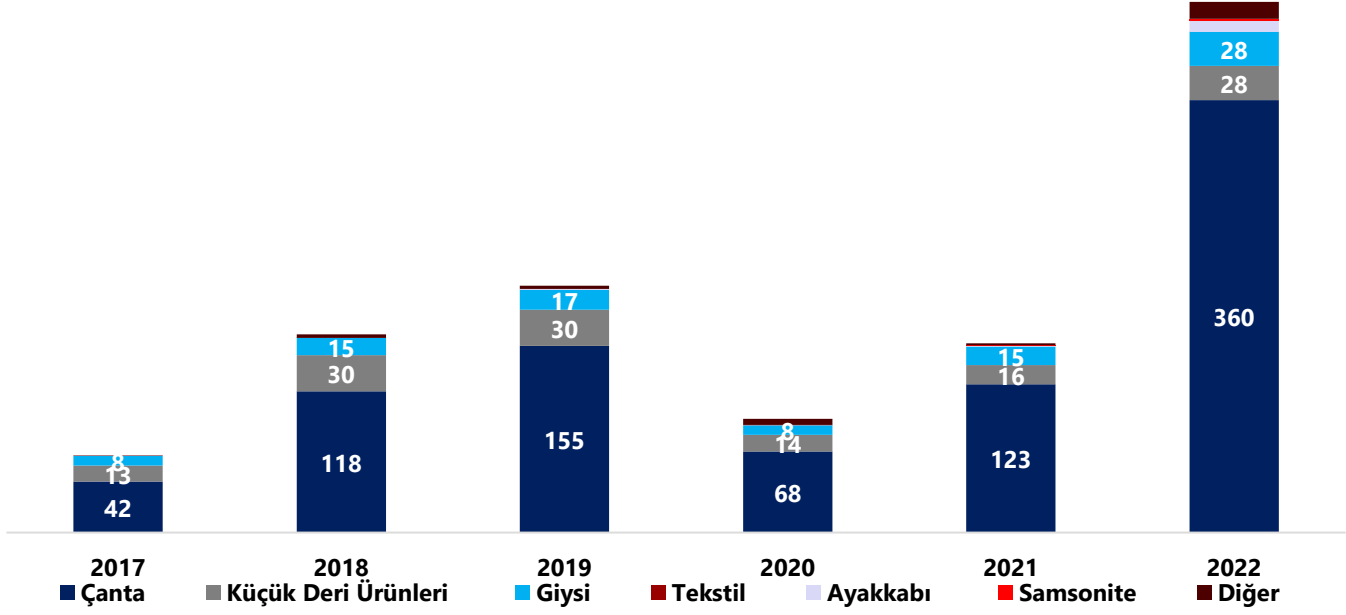
Kaynak: Tacirler Yatırım, DESA

Yurt İçi Satış Kırılımı (mn TL)



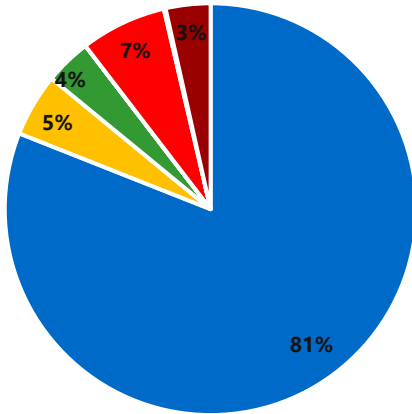
Kaynak: Tacirler Yatırım, DESA

Yurt Dışı Satış Kırılımı (mn TL)



Kaynak: Tacirler Yatırım, DESA

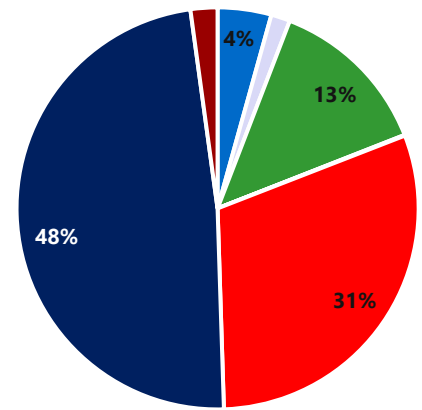
1Ç23 İhracat Kırılımı (TLmn)



■ Çanta
■ Küçük Deri Ürünleri
■ Giysi
■ Tekstil
■ Ayakkabı
■ Samsonite

Kaynak: Tacirler Yatırım, DESA

1Ç23 Yurtiçi Satışların Kırılımı (TLmn)



■ Çanta
■ Küçük Deri Ürünleri
■ Giysi
■ Tekstil
■ Ayakkabı
■ Samsonite

Kaynak: Tacirler Yatırım, DESA

Projeksiyonlar

Bilanço	2020	2021	2022	2023T	2024T
Nakit ve benzerleri	62	147	205	647	1.256
Ticari alacaklar	26	89	190	291	334
Stoklar	146	155	163	215	525
Finansal yatırımlar	0	0	266	369	369
Maddi duran varlıklar	49	126	237	246	248
Diğer duran varlıklar	72	118	222	289	-38
Toplam varlıklar	354	635	1.283	2.057	2.692
Kısa vadeli borçlanmalar	67	73	87	93	117
Ticari borçlar	69	153	335	715	632
Uzun vadeli borçlanmalar	89	138	94	176	206
Diğer uzun vadeli yükümlülükler	35	63	193	129	116
Yükümlülükler	259	427	709	1.112	1.071
Özkaynaklar	95	208	574	945	1.622
Ödenmiş sermaye	49	49	49	49	49
Diğer özkaynaklar	45	159	525	896	1.572
Toplam kaynaklar	354	635	1.283	2.057	2.692
Net borç	68	17	-336	-748	-1.302
Net işletme sermayesi	103	91	18	-209	226

Oranlar

Karlılık					
Özkaynak kârlılığı	%1,7	%30,6	%73,5	%62,0	%52,7
Net kâr	%0,7	%10,7	%21,1	%16,4	%20,0
Aktif devri	0,6x	0,9x	1,4x	1,7x	1,4x
Kaldıraç	3,8x	3,3x	2,5x	2,2x	1,9x
Aktif kârlılığı	%0,5	%9,4	%30,0	%28,2	%28,5
Kaldıraç					
Finansal borç/toplam varlıklar	%44	%33	%14	%13	%12
Net borç/özsermaye	0,72	0,08	-0,59	-0,79	-0,80
Net borç/FAVÖK	1,18	0,16	-0,95	-1,47	-1,88

Hisse başına (TL)

Net kâr	0,03	0,94	5,84	9,57	13,75
Özkaynak	1,92	4,22	11,66	19,20	32,95
Temettü	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00

Gelir tablosu	2020	2021	2022	2023T	2024T
Net satışlar	233	432	1.359	2.869	3.383
Brüt kâr	116	192	565	1.084	1.414
Faaliyet giderleri	-81	-121	-289	-616	-756
Esas faaliyet kârı	35	71	276	468	657
FAVÖK	58	104	352	508	691
Net diğer gelir	-3	-3	38	89	105
Net finansman geliri	-27	-29	2	12	67
Vergi öncesi kâr	3	53	357	634	907
Vergi gideri	-1	-7	-70	-162	-230
Net kâr	2	46	287	471	677

Nakit akış tablosu

FAVÖK	58	104	352	508	691
Vergi gideri	-1	-7	-70	-117	-164
Yatırımlar	2	-64	-57	-53	-68
İşletme sermayesi değişim	31	-12	-73	-227	435
Serbest nakit akışı	90	20	153	111	894

Büyüme ve marjlar

Net satışlar	-%45	%85	%214	%111	%18
FAVÖK	-%17	%80	%240	%44	%36
Net kâr	-%91	%2714	%520	%64	%44
Brüt marj	%49,6	%44,3	%41,6	%37,8	%41,8
Esas faaliyet kâr marjı	%15,0	%16,4	%20,3	%16,3	%19,4
FAVÖK marjı	%24,6	%24,0	%25,9	%17,7	%20,4
Net marj	%0,7	%10,7	%21,1	%16,4	%20,0
Serbest nakit akışı marjı	%38,4	%4,7	%11,3	%3,9	%26,4

Değerleme

F/K	1319,2x	46,9x	7,6x	4,6x	3,2x
F/DD	23,0x	10,4x	3,8x	2,3x	1,3x
FD/FAVÖK	26,0x	14,4x	4,2x	2,9x	2,2x
FD/Net satışlar	9,6x	5,1x	1,4x	0,5x	0,3x
Temettü verimi	%0,0	%0,0	%0,0	%0,0	%0,0
Serbest nakit akışı verimi	%4,1	%0,9	%7,1	%5,1	%41,1

Kaynak: Tacirler Yatırım Araştırma

* Bütün rakamlar milyon TL olarak ifade edilmiştir.

Yatırım Merkezlerimiz

Genel Müdürlük

Nispetiye Cad. B-3 Blok Kat: 9 Akmerkez Etiler - İSTANBUL
0 212 355 46 46

Adana	Cemal Paşa Mah. Gazipaşa Bul. Cemal Uğurlu Apt. Kat: 1 D: 4	(0 322) 457 77 55
Akatlar İrtibat Bürosu	Akat Mahallesi Meydan Caddesi B Blok No: 16 D: 8 (Eski No D: 10) Beşiktaş	(0 212) 355 46 46
Ankara	Remzi Oğuz Arık Mah. Tunalı Hilmi Cad. Yaprak Apt. No: 94 Kat: 2 D: 9 Kavaklıdere Çankaya	(0 312) 435 18 36
Ankara - Çukurambar İrtibat Bürosu	Kızılırmak Mah.Ufuk Üniversitesi Cad. Next Level Loft Ofis No: 4/65 Kat: 24 Söğütözü Çankaya	(0 312) 909 87 70
Antalya	Şirinyalı Mah. İsmet Gökşen Cad. Özden Apt. No:82/6 Muratpaşa	(0 242) 248 45 20
Bakırköy	İstanbul Cad. Bakırköy İş Merkezi No: 6 Kat: 4 D: 14 Bakırköy	(0 212) 570 52 59
Bodrum İrtibat Bürosu	Konacık Mahallesi, Atatürk Bulvarı, Arbor-Abdullah Ünal Çabuk İş Merkezi No: 285/1-A6 Bodrum	(0212) 355 46 46
Bursa	Muradiye Mah. Çekirge Cad. Koçer Apt. No: 49 Kat: 2 D: 4 Osmangazi	(0 224) 225 64 10
Çankaya İrtibat Bürosu	Çankaya Mahallesi Cinnah Caddesi Cinnah Apartmanı No: 55 D: 7-8 Çankaya / ANKARA	(0212) 355 46 46
Denizli	Urban İş Merkezi 2. Ticari Yol Daire 26 Kat: 6 Bayramyeri	(0 258) 265 87 85
Erenköy	Bağdat Cad. Çubukçu Apt. No: 333 Kat: 2 D: 4 Kadıköy	(0 216) 348 82 82
Gaziantep	İncilipinar Mah. Gazimuhtarpaşa Bul. Kepkepzade Park İş Merkezi B Blok No: 18 Kat: 1 D: 5	(0 342) 232 35 35
Girne	Ziya Rızki Cad. Şehit Necati Gürkaya Sok. Kat: 1 D: 1 Girne - KKTC	(0 392) 815 14 54-55-56
İzmir	Şair Eşref Bul. Ragıp Şanlı İş Merkezi No: 6 Kat: 3 D: 306 Çankaya	(0 232) 445 01 61
İzmir İrtibat Bürosu	Şehit Nevres Bulvarı Eczacıbaşı Apartmanı No: 7 Kat: 2 Daire: 5 Pasaport Alsancak - Konak	(0 232) 241 24 50
İzmit	Hürriyet Cad. Kaya İşhanı No: 39/5 İzmit	(0 262) 323 11 33
İzmit İrtibat Bürosu	Ömerağa Mah. Alemdar Cad. İ. Kolaylı Apt. No: 8 Kat: 2 İzmit	(0 262) 260 01 01
Karadeniz Ereğli	Murtaza Mah. Hamamüstü Sok. İ. Esat Taneri İş Merkezi No: 19 Kat: 2 Karadeniz Ereğli	(0 372) 316 40 50
Kartal	Üsküdar Cad. Cevat Kayacan Apt. No: 26 Kat: 4 D: 8 Kartal	(0 216) 306 22 71 - 306 22 06
Kayseri	Hunat Mah. Nuh Mehmet Baldöktü Sok. Gürcüoğlu Plaza No: 5 K: 3 D: 11 Melikgazi	(0 352) 221 08 68 - 222 82 51
Marmaris İrtibat Bürosu	Kemeraltı Mah. Orgeneral Mustafa Muğlalı Cad. Güven Apt. No: 22 D: 2 Marmaris	(0 252) 321 08 00
Merkez Şube	Akat Mahallesi Meydan Caddesi B Blok No: 16 D: 7 (Eski No D: 9) Beşiktaş	(0 212) 355 46 46
Mersin	İnönü Mah. 1401 Sok. No:32 Pozcu Evo Kat:2 No:10-11 Yenişehir Mersin	(0 324) 238 11 89
Trabzon İrtibat Bürosu	Kemerkaya Mahallesi Halkevi Cad. Mandıralı İş Merkezi No: 4 Daire: 4 Ortahisar	(0 462) 432 24 50

Uyarı Notu

Bu raporda 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.

Yatırım Danışmanlığı hizmeti talep edilmesi halinde; yatırımcının Tacirler Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ile Yatırım Danışmanlığı sözleşmesi imzalamış olması, Yerindelik Testi'ni tamamlamış ve risk grubunun belirlemiş olması zorunludur.

Bu raporda yer alan her türlü bilgi, yorum ve tavsiye uygunluk testi ile tespit edilecek risk grubunuz ve getiri beklentiniz ile uyumlu olmayabilir. Dolayısıyla, uygunluk testi neticesinde risk grubunuz tespit edilmeden sadece burada yer alan bilgilere dayanılarak yatırım kararı verilmesi amaç, bilgi ve tecrübenize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

Bu rapor herhangi bir sürede belirli bir getirinin sağlanacağına dair bir taahhüt içermemekte olup, zaman içerisinde piyasa koşullarında meydana gelen değişiklikler nedeniyle yorum ve tavsiyelerde değişiklikler söz konusu olabilir. Bu raporda bahsedilen yatırım araçlarının fiyatları ve değerleri yatırımcıların menfaatlerine aykırı olarak hareket edebilir ve netice itibarıyla yatırımcılar anaparalarını kaybetme riski ile karşı karşıya kalabilirler. Bu raporda yer alan geçmiş performans verileri gelecekte elde edilecek sonuçların bir garantisi olarak kabul edilemez.

Bu raporda yer alan tüm bilgiler ve görüşler yatırımcıları bilgilendirmek amacıyla, Tacirler Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından güncel ve güvenilir kaynaklardan temin edilmiş olmakla beraber, Tacirler Yatırım Menkul Değerler A.Ş. söz konusu bilgilerin doğru ve tam olduğunu taahhüt etmemektedir. Raporlardaki yorumlardan, bilgilerin tam veya doğru olmaması ve/veya güncellenme nedeniyle doğabilecek maddi ve manevi zararlardan Tacirler Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ve çalışanları sorumlu tutulamaz.

Bu rapor, sadece gönderildiği kişilerin kullanımı içindir. Bu raporun tümü veya bir kısmı Tacirler Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin yazılı izni olmadan çoğaltılamaz, yayınlanamaz veya üçüncü kişilere gösterilemez, ticari amaçla kullanılamaz. Aksi halde, Tacirler Yatırım Menkul Değerler A.Ş. uğramış olduğu bütün zarar ve ziyanı talep etme hakkını saklı tutar.