

PNSUT – 09.11.2016

Öneri Yok – Gözden Geçiriliyor

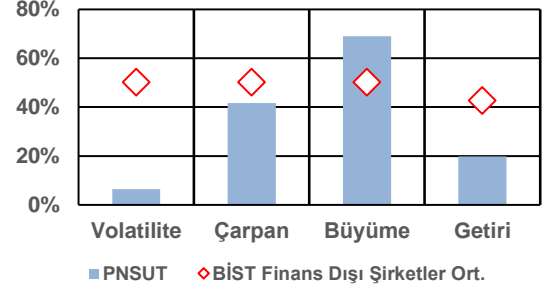
Satışlar Düşerken Karlılık Arttı...

- ✓ Süt ve süt ürünleri pazarı 2016 yılının ilk 9 ayında tonaj bazında %1,6 büyüme kaydederken pazarın toplam cirosu **2,5 milyar TL** ile 2015 yılının aynı dönemindeki **2,4 milyar TL**'ye göre %3,4 artış kaydetmiştir. İşlenmiş ve işlenmemiş gıda enflasyonunun **düşen turizm istatistikleri ve Rusya'ya yapılan ihracatın azalması** nedeniyle düşük seyretmesi sektörün ciro/tonaj artışının nispeten düşük kalmasının nedenidir. Kişi başı süt tüketimi Türkiye'de **16 lt** iken AB'de **62 lt** ve ABD'de **74 lt** olması sektörün potansiyelini göstermektedir.
- ✓ Pınar Süt 2016'nın ilk 9 ayında **243,4 bin ton** satış yaparak **798,4 milyon TL net satış geliri (2015/09 232,5 bin ton/750,4 milyon TL)** elde etmişken 2016 üçüncü çeyrek geliri **253,8 milyon TL ile 279 milyon TL piyasa beklentisinin altında kalmıştır. (20153Ç: 260,3 milyon TL)** Krem peynir segmenti hariç bütün kategorilerde pazar lideri olan Pınar Süt'ün 2016 yılının ilk 9 ayında pazar payı %16,3 olmuş ve 2015 yılının ilk 9 ayındaki %17,5'e göre **1,2 yüzde puan** (yp) gerilemiştir. Satışlarının büyük bir kısmını **(2016/09:%83)** Pınar Süt'ün %31 oranında iştirak ettiği ilişkili taraf şirketlerinden Yaşar Birleşik Pazarlama üzerinden gerçekleştiren Şirketin ihracat payı %11'dir.
- ✓ 2016 ilk 9 ayda ve üçüncü çeyrekte brüt kar marjını 2015 yılının aynı dönemlerine göre sırasıyla **2,3 ve 1,3 yp** artırarak **%15,8 ve %15,4** seviyesine çıkaran şirketin FAVÖK marjı da benzer şekilde 2016 yılında **2,1 ve 1,8 yp** artmıştır. Düşük seyreden gıda enflasyonunu ve 2014 Temmuz ayından beri 1,15 TL'de sabit kalan çiğ süt taban fiyatının etkisiyle maliyetlerin gelirlerine oranla daha fazla düşmesi marjı destekleyen temel faktör olmuştur. Pazarlama giderlerinde reklam giderlerinde yapılan kesintiler, genel yönetim giderlerinde personel giderlerinde yapılan kesintiler şirketin faaliyet giderlerinin 20163Ç'de 20153Ç'ye göre gerilemesini beraberinde getirmiştir. Artan brüt kar ve düşen faaliyet giderlerinin etkisiyle şirketin esas faaliyet karı **%35,4** artışla **13,2 milyon TL** olmuştur. FAVÖK rakamı da benzer şekilde **%27,2** artışla **19,4 milyon TL** kaydedilmiş olmasına rağmen **piyasa beklentisi 24 milyon TL**'yi karşılayamamıştır.
- ✓ 2016 3Ç'de şirketin net dönem karı **12,2 milyon TL** 2015 yılının üçüncü çeyreğindeki **7,5 milyon TL**'ye göre **%63** artmış olmasına rağmen piyasa beklentisi **13 milyon TL**'nin bir miktar altında kalmıştır. 2016 yılının ilk 9 ayındaki dönem karı 2015'in aynı dönemine göre **%45** artışla **55,5 milyon TL** kaydedilmiştir.
- ✓ 2016 yılının ilk 9 ayında işletme sermayesinde bir miktar kötüleşme göze çarpmaktadır. 2015/09 döneminde **%7,3** olan ticari işletme sermayesi/net satış oranı 2016/09 döneminde **%10,2** olmuştur. **60 milyon TL** finansal borcu, **45 milyon TL** ilişkili taraflara ticari olmayan borcu bulunan şirketin finansal yatırım ve özkaynak yöntemiyle muhasebeleştirilen iştiraklerinin değeri **141,6 milyon TL**'dir.

Özet Mali Veriler (mTL)	2015	2016*	2017*
Net Satışlar	1.011	1.127	1.255
FAVÖK	75	95	108
FAVÖK Marjı	7,5%	8,4%	8,6%
Net Kar	62	75	90

*Piyasa beklentisi

Yatırım Profili

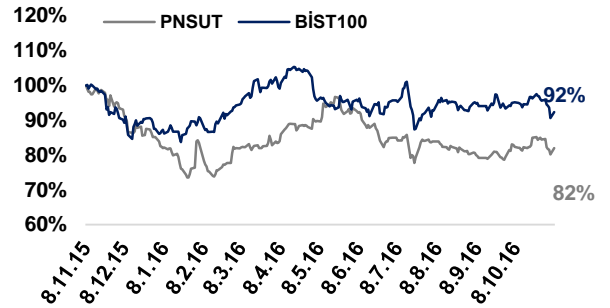
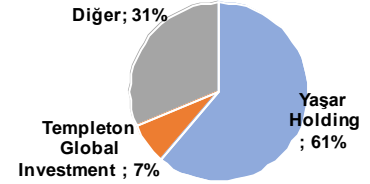


Hisse Verileri (TL)	8.11.16
Bloomberg/Reuters Kodu	PNSUT.TI / PNSUT.IS
Mevcut Fiyat (Kapanış)	15,00
Halka Açıklık Oranı	38%
Ort. Gün. İşlem Hacmi (mn)	0,58
YBB TL Getiri	-3,4%
Temettü Verimi	5,6%
Piyasa Değeri (mn)	674
Düzeltilmiş Net Borç (2016/09) (mn)	-39
Düzeltilmiş Net Borç (2016T) (mn)	-57
Firma Değeri (mn)	635
Net Döviz Pozisyonu	-47

Piyasa Çarpanları	2015	2016T	2017T
FD/FAVÖK	8,4	6,7	5,9
F/K	10,8	9,1	7,5
FD/Satışlar	0,6	0,6	0,5

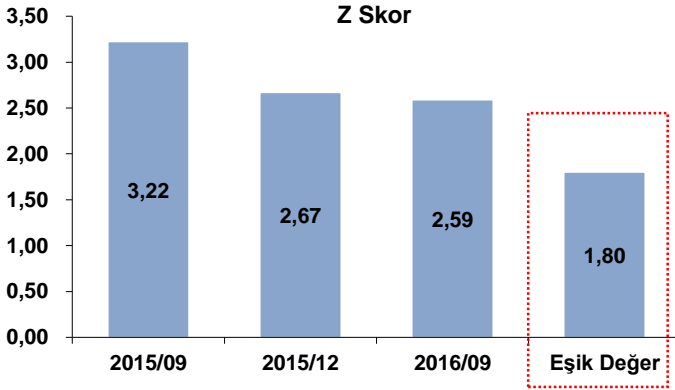
Hisse Performansı (%)	1 Ay	3 Ay	1 Yıl
PNSUT Performans	-0,1%	-1,2%	-16,9%
Relatif Getiri	2,1%	-0,1%	-10,7%

Ortaklık Yapısı

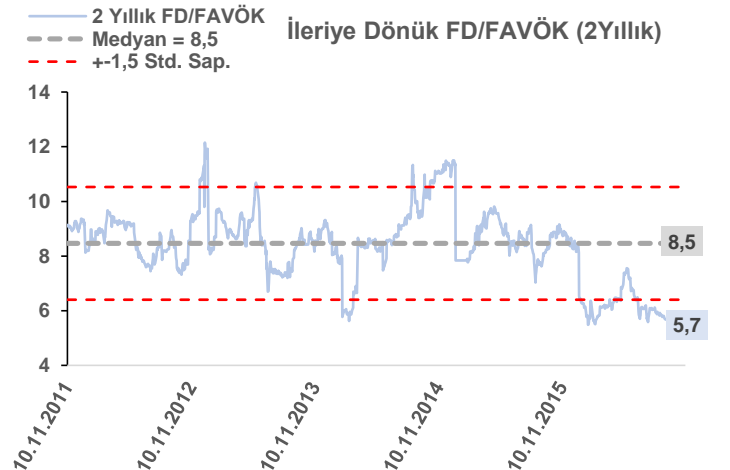
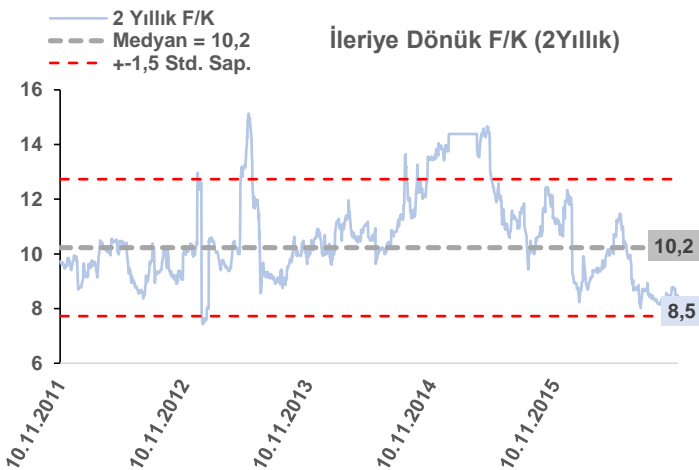
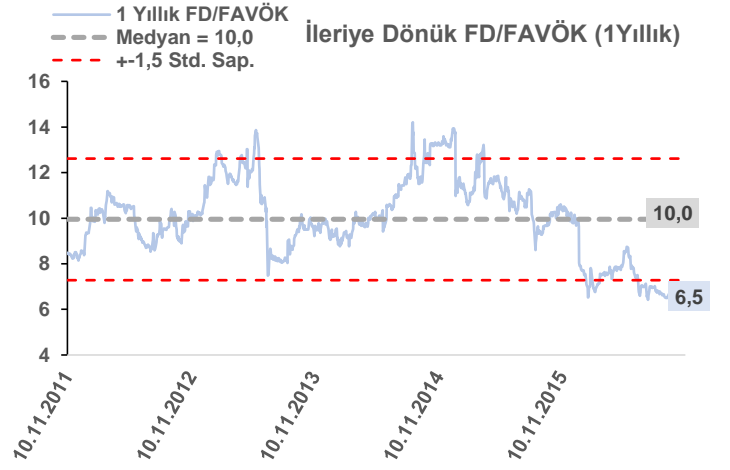
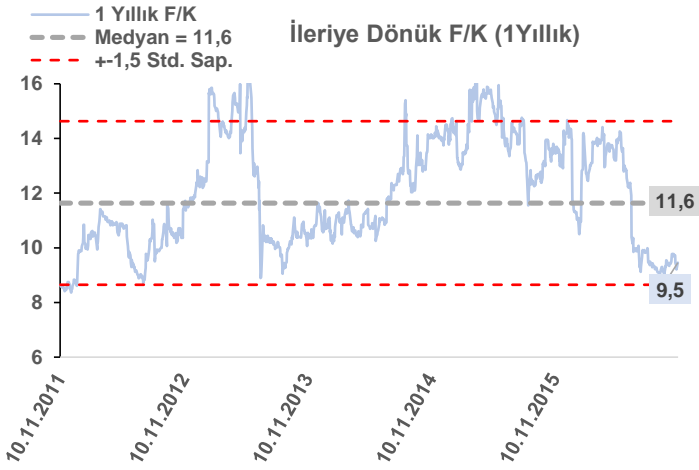
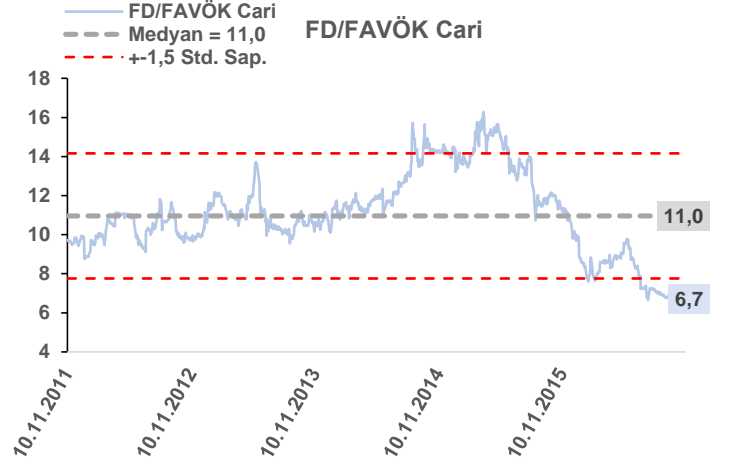
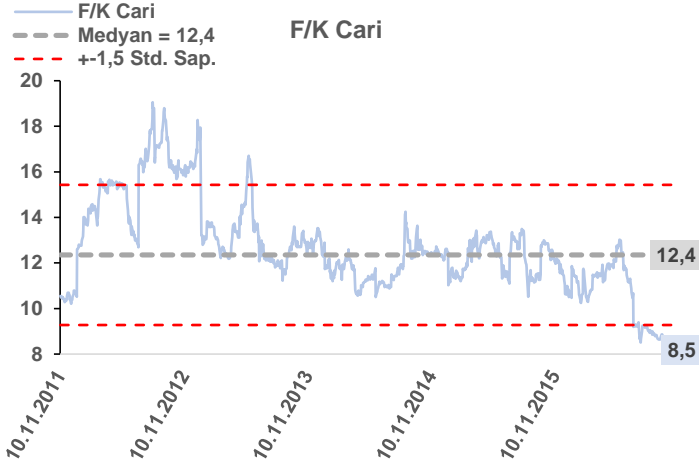


- ✓ Pınar Süt'ün son dönem fiyatlamasıyla **2016 ve 2017 FAVÖK/Net Kar beklentilerine göre oluşan çarpanların Şirket'in tarihi ortalama FD/FAVÖK-F/K çarpanlarına göre iskontolu seviyelerde olması; 2016 üçüncü çeyrekte satış gelirlerinde azalma olmasına rağmen etkin maliyet ve gider yönetimiyle brüt kar, faaliyet karı ve FAVÖK'te yaşanan artış ve marjların yükselmesi nedeniyle şirketi araştırma kapsamımıza alıyoruz.**

PNSUT Özet Mali Veriler								Değişim		
(mTL)	2Ç15	3Ç15	4Ç15	1Ç16	2Ç16	3Ç16	9A15	9A16	3Ç16/3Ç15	9A16/9A15
Net Satışlar	250,6	260,3	260,8	273,9	270,7	253,8	750,4	798,4	-2,5%	6,4%
Brüt Kar	37,3	36,7	43,6	54,3	51,3	39,2	118,9	144,8	6,7%	21,8%
Esas Faaliyet Karı	7,9	9,7	16,4	24,2	18,2	13,2	9,7	13,2	35,4%	35,4%
Amortisman	5,2	5,5	5,8	5,9	6,0	6,2	15,7	18,1	12,5%	15,2%
FAVÖK	13,1	15,2	22,2	30,2	24,2	19,4	53,3	73,7	27,2%	38,4%
Net Kar	7,5	7,5	24,1	25,5	17,8	12,2	38,2	55,5	62,8%	45,3%
Özkaynak	486,6	496,7	587,1	563,6	577,7	586,0	496,7	586,0	18,0%	18,0%
Aktif	773,0	801,8	883,8	920,6	922,6	916,4	801,8	916,4	14,3%	14,3%
Yatırım	5,2	13,5	11,3	5,4	15,8	6,0	25,2	27,2	-55,3%	7,9%
Net Borç	-63,0	-72,1	-90,0	-46,4	-39,5	-39,3	-72,1	-39,3	-45,4%	-45,4%
Rasyolar										
Brüt Marj	14,9%	14,1%	16,7%	19,8%	19,0%	15,4%	15,8%	18,1%	1,3%	2,3%
FAVÖK Marjı	5,2%	5,8%	8,5%	11,0%	8,9%	7,6%	7,1%	9,2%	1,8%	2,1%
Net Kar Marjı	3,0%	2,9%	9,2%	9,3%	6,6%	4,8%	5,1%	6,9%	1,9%	1,9%



Altman tarafından geliştirilen Z-Skor şirketlerin finansal gücünü ölçmektedir. Modele göre 2 yıl boyunca Z-Skor seviyesi 1,80'in altında kalan şirketlerin iflas etme olasılığı %72'dir. Pınar Süt kritik seviyenin oldukça üzerinde yer alan ve 2016/09 dönemi itibarıyla 2,57 kaydedilen Z-Skor seviyesi ile güçlü bir finansal görünüme sahip gözükmektedir.



Likidite Rasyoları	2016/09	2015/12	2015/09	Referans
Cari Oran	1,25	1,16	1,14	1,0-1,5
Likidite Oranı	0,83	0,69	0,72	0,8-1,0
Alacak Gün Süresi (Gün)	59	50	56	Sektör
Stok Gün Süresi (Gün)	44	48	45	Sektör
Ticari Borç Gün Süresi (Gün)	71	77	80	Sektör
Etkinlik Süresi (Gün)	32	21	21	Sektör
İşletme Sermayesi (TL)	108	72	73	Sektör
İşletme Sermayesi/Net Satışlar	10,2%	7,1%	7,3%	Sektör

Borçluluk Oranları	2016/09	2015/12	2015/09	Referans
Toplam Borçlar/Toplam Aktifler	36,0%	33,6%	38,0%	Sektör
Kısa Vad. Fin. Borç/Özkaynak	4,1%	3,3%	4,2%	<100%
FAVÖK/Finansal Giderler	16,5	31,2	22,5	>3
Net Borç/FAVÖK	-0,4	-1,2	-1,0	<4
Net Borç/Özkaynak	-0,1	-0,2	-0,1	Sektör
Net Borç/Piyasa Değeri	-0,1	-0,1	-0,1	Sektör

Karlılık Oranları (Yıllıklandırılmış)	2016/09	2015/12	2015/09	Referans
Brüt Marj	17,8%	16,1%	16,1%	Sektör
Esas Faliyet Marjı	6,8%	5,3%	5,1%	Sektör
FAVÖK Marjı	9,1%	7,5%	7,1%	Sektör
Net Kar Marjı	7,5%	6,2%	7,1%	Sektör
Aktif Karlılık	8,7%	7,0%	8,8%	Sektör
Faiz Gid./Net Satış	0,5%	0,2%	0,3%	<%3

Karlılık Oranları (Çeyreklik)	2016/09	2015/06	Referans
Brüt Marj	15,4%	14,1%	Sektör
FAVÖK Marjı	7,6%	5,8%	Sektör
Net Kar Marjı	4,8%	2,9%	Sektör
Satış Büyümesi		-2,5%	Sektör
FAVÖK Büyümesi		27,2%	Sektör
Net Kar Büyümesi		62,8%	Sektör
Brüt Kar Büyümesi		6,7%	Sektör

Yatırım Rasyoları	2016/09	2015/12	2015/09	Referans
EVA-mTL	-17	-25	-20	>0
ROIC (Yatırımın Getirisi)	10,1%	8,2%	8,7%	>AOSM
CRR	54,0%	52,1%	46,5%	Sektör

DUPONT	2016/09	2015/12	Referans
Aktif / Özkaynak	1,56	1,51	
Net Satış/ Aktif	115,6%	114,4%	
Net Kar / Satış	7,5%	6,2%	
Özsermaye Karlılığı	13,6%	10,6%	9,2%

İlker Şahin
ilker.sahin@bmd.com.tr

Halil Arslan
halil.arslan@bmd.com.tr

Bizim Menkul Değerler A.Ş.
Araştırma Bölümü
Email : arastirma@bizimmenkul.com.tr
Telefon : 0216-547-13-00

Yatırım Profili

Şirketin yatırım profili hesaplamasında getiri olarak yılbaşından buyana hisse getirisi kullanılmıştır. Büyüme değişkeni için son 1 yıldaki FAVÖK büyümesi dikkate alınmıştır. Çarpan olarak son bir yılda elde edilen FAVÖK rakamına göre oluşan FD/FAVÖK çarpanı kullanılmıştır. Risk ölçümü olarak hisse senedinin yılbaşından buyana getirilerinin standart sapması kullanılırken referans değer olarak BİST Tüm'de yer alan finans, holding ve yatırım ortaklığı dışı tüm şirketlerin verileri hesaplanmıştır. Tüm veriler %20'lik dilimlere bölünmüş ve ortalama ve şirket verisinin yüzdelik dilimi hesaplanmıştır.

Endekse Göre Getiri Tanımlamaları

Endeksin Üzerinde Getiri	Hisse senedinin önümüzdeki 12 ay sonundaki getirisinin, BİST100* endeksinin getirisinin üzerinde olması beklenmektedir.
Endekse Paralel Getiri	Hisse senedinin önümüzdeki 12 ay sonundaki getirisinin, BİST100* endeksinin getirisine yakın olması beklenmektedir.
Endeksin Altında Getiri	Hisse senedinin önümüzdeki 12 ay sonundaki getirisinin, BİST100* endeksinin getirisinin altında olması beklenmektedir.

**BİST100 için önümüzdeki 12 aylık getiri beklentimiz mevcut finansal koşullarda %14 seviyesindedir.*

Önemli Uyarı

Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri 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.

Burada yer alan bilgiler Bizim Menkul Değerler A.Ş. (BMD) tarafından okuyucuyu bilgilendirme amacı ile BMD'nin güvenilir olduğunu düşündüğü yayımlanmış bilgilerden ve veri kaynaklarından derlenerek hazırlanmıştır. Kullanılan bilgilerin hatasızlığı ve/veya eksiksizliği konusunda BMD hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. BMD Araştırma raporları şirket içi ve dışı dağıtım kanalları aracılığıyla tüm BMD müşterilerine eşzamanlı olarak dağıtılmaktadır. Ayrıca, Burada yer alan tahmin, yorum ve tavsiyeler dokümanın yayınlandığı tarih itibarıyla geçerlidir. BMD Araştırma Bölümü daha önce hazırladığı ya da daha sonra hazırlayacağı raporlarda bu raporda sunulan görüş ve tavsiyelerden farklı ya da bu raporda sunulan görüş ve tavsiyelerle çelişen başka raporlar yayımlayabilir. Çelişen fikir ve tavsiyeler bu raporu hazırlayan kişilerden farklı zaman dilimlerine işaret ediyor, farklı analiz yöntemlerini içeriyor ya da farklı varsayımlarda bulunuyor olabilir. Böyle durumlarda, BMD'nin bu raporlardaki tavsiye ve görüşlerle çelişen diğer BMD Araştırma Bölümü raporlarını okuyucunun dikkatine sunma zorunluluğu yoktur. BMD ve ilişkili olduğu firmalar bu raporda adı geçen pay senetlerinde pozisyon sahibi olabilir ve/veya raporun yayınlanma tarihinden sonra işlem yapabilir. Ayrıca yatırımcılar bu raporda adı geçen şirketlerle BMD ve/veya diğer ilişkili firmalarının iş ilişkisi içerisinde olabileceğini kabul ederler.

Bu çalışma kesinlikle tekrar çıkarılmak, çoğaltılmak, kopyalanmak ve/veya okuyucudan başkasına dağıtılmak üzere hazırlanmamıştır ve BMD Araştırma Bölümü'nün izni olmadan kopyalanamaz ve çoğaltılıp dağıtılamaz. Okuyucuların bu raporun içeriğini oluşturan yatırım tavsiyeleri, tahmin ve hedef fiyat değerlemeleri de dahil olmak üzere tüm yorum ve çıkarımların, BMD Araştırma Bölümü'nün izni olmadan başkalarıyla paylaşmaması gerekmektedir. BMD bu araştırma raporunu yayınlamaya, müşterilerine ve gerekli yatırım profesyonellerine dağıtmaya yetkilidir. BMD Araştırma Bölümü gerekli olduğunda düzenli olarak yatırım tavsiyelerini güncellemekte ve temel analize dayalı araştırma raporları hazırlamaktadır. Bununla birlikte, bu çalışma herhangi bir hisse senedinin veya finansal yatırım enstrümanlarının alımı ya da satımı için BMD ve/veya BMD tarafından direk veya dolaylı olarak kontrol edilen herhangi bir şirket tarafından gönderilmiş bir teklif ya da öneri oluşturmamaktadır. Herhangi bir alım-satım ya da herhangi bir enstrümanın halka arzına talepte bulunma kararı bu çalışmaya değil, arz edilen yatırım aracı ile ilgili kamuya duyurulmuş ve yayınlanmış izahname ve sirkülere dayanmalıdır. BMD ya da herhangi bir BMD çalışanı bu raporun içeriğindeki görüş ve tavsiyelere uyulması sebebiyle doğabilecek doğrudan ya da dolaylı herhangi bir zarar ya da kayıpla ilgili olarak sorumlu tutulamaz.