



Mavi

Şirket Ziyaret Notu

13 Eylül 2018

Mavi'den güçlü 2. çeyrek sonuçları. 2Ç18 FAVÖK TL82.2mn (konsensusun %16 üstünde) ve net kar TL28mn (konsensusun %20 üstünde) olarak açıklandı. Konsensus beklentileri TL71mn FAVÖK ve TL23mn net kar olarak izlenmekteydi. Sonuçlar her açıdan etkileyici: Çeyreklik satış gelirlerinin %1.6 aşağıda olmasına rağmen BRB (birebir) büyümesi %20'nin üstünde gelerek marjların şirket beklentilerinin 150 baz puan üstüne çıkmasında önemli rol oynamıştır. Güçlü seyreden BRB büyümesi (Ağustos-Eylül 2018: %26.4) ve yönetimin yıllık LFL büyüme beklentisini %16'dan %20'ye çıkarması, satış gelirleri beklentisini ise %25 seviyesinden %30'a çekmesi dikkat çeken noktalardan. Nakit yaratma açısından ise güçlü seyir devam etmektedir, net borç ve net borç/FAVÖK rakamlarında neredeyse değişiklik gözlenmemiştir. Yeni mağaza ve müşteri kazanım hedefleri ise yıl sonu itibarıyla sürplase edilecek gibi durmakta. Toplam satışların %2.4'ünü oluşturan e-ticaret kanadı ise geçen yıla göre iki katına çıkmıştır.

Güçlü 2Y görünümü – tüm ürün maliyetleri Şubat ayına kadar sabitlenmiş durumda. Şirket sonbahar/kış sezonu için stoklarını şimdiden temin etmiş durumda, bu doğrultuda liradaki dalgalanmaların marjlar üzerinde büyük bir etkisi olmayacaktır. Mağazaların 2/3'ünün dövizle kiralanmış olmasına rağmen bu rakamlar her ay tekrar görülmektedir. Yönetim, kira/satışlar oranını %18 seviyesinde tutma politikasını koruyacağını belirtmiştir. (Güncel: %18 (geçen yıl: %19).

2019 görünümü hala belirsiz, ancak işletme modeli tahmin edilenden daha sağlam. Mavi'nin iki global rakibi, HMV ve Zara'nın fiyat stratejisi tamamen döviz bazlı. Bu durum, Mavi'ye fiyatlamada esneklik sağlamakla beraber aynı zamanda müşteri trafiğini de desteklemektedir. Maliyetler tarafında ise, şu sıralar ilkbahar/yaz sezonunun stratejisi üzerinde çalışan yönetimin 3Ç sonuçları açıklandığında daha sağlıklı bir beklentiler rehberi açıklamasını beklemekteyiz.

Beklentiler ve görüşümüz: Güncel sonuçlar doğrultusunda yönetim, 2018 için, satış gelirleri beklentisini %25'ten %30'a çekti. FAVÖK marjı beklentisi olan %14+'ü ise üzeride gerçekleşebilir. Daha önemlisi, şirketin makro ortamdan kaynaklı olarak uzun vadeli planlarındaki olası bozulmalara rağmen %15+ büyüme trendi ve %30'larda seyreden özkaynak karlılık oranı tutturması beklenebilir. Bilanço tarafı ise, döviz borçlarının sadece yurtdışı operasyonlarının uzantısı olmasından kaynaklı olarak kur risklerine karşı korumalıdır.

Sonuç: Hisseler 12 aylık %32 ve yıl başından beri %37 piyasanın altında performans göstermiştir, bize göre bu durumun temel bir nedeni bulunmamaktadır ve şirketin Türkiye operasyonlarıyla ilgili duyulan abartılı şüphelerden kaynaklıdır. İşletme modelinin volatilitelere karşı bazı yatırımcıların düşüncülerinden daha dayanıklı olduğunu söyleyebiliriz. Konsensus 2018 FD/FAVÖK 4.6x ve F/K 9.6x çarpanları ve büyüme görünümü doğrultusunda, şirketin oldukça ucuz olduğunu düşünmekteyiz.

TL mn	2018/06	2017/06	Δ	2Ç18	1Ç18	4Ç17	3Ç17	2Ç17	Δ (ç/ç)	Δ (y/y)
Net Satışlar	1,062	829	28.2%	527	536	431	522	401	-1.7%	31.5%
Brüt Kâr	557	419	32.8%	290	267	222	265	211	8.3%	37.1%
Faaliyet Karı	121	82	46.9%	65	56	26	80	42	15.4%	55.1%
FAVÖK	156	111	40.4%	84	72	44	96	56	15.7%	48.3%
Net Kâr	51	34	50.0%	28	23	7	45	17	19.3%	62.9%
Brüt Kar Marjı	52.4%	50.6%	182 bps	55.0%	49.9%	51.4%	50.9%	52.7%	511 bps	228 bps
Faaliyet Marjı	11.4%	9.9%	144 bps	12.3%	10.5%	6.1%	15.4%	10.4%	183 bps	187 bps
FAVÖK Marjı	14.7%	13.4%	128 bps	15.9%	13.5%	10.3%	18.3%	14.1%	238 bps	181 bps
Net Kâr Marjı	4.8%	4.1%	70 bps	5.3%	4.4%	1.7%	8.5%	4.3%	93 bps	102 bps
Net Borç	114	144	-20.8%	114	109	112	124	144	5.1%	-20.8%
Net Borç/ FAVÖK	0.39	0.67	-42.2%	0.39	0.41	0.44	0.51	0.67	-4.6%	-42.2%
Net Borç/ Özkaynak	0.39	0.78	-49.4%	0.39	0.39	0.45	0.51	0.78	1.7%	-49.4%

Kaynak: Gedik Yatırım

ÖY

Toplantı Notları

Hisse Bilgileri

Sektör	Perakende
Bloomberg / Reuters kodu	MAVI.TI / MAVI.IS
Fiyat (TL/hisse)	27.42
Hedef fiyat (12A, TL/hisse)	-
Potansiyel getiri	-
52-haftalık fiyat aralığı (TL/hisse)	20.4-59.5
Piyasa değeri (milyon TL)	1,362
Firma değeri (milyon TL)	1,452
Halka Açık PD (milyon TL)	994
Ort. İşlem hacmi (3-aylık, milyon TL)	15.13
Ödenmiş Sermaye (milyon TL)	50
Dolaşımdaki Paylar	73%
Yabancı Oranı (dolaşımdaki pay %)	
En son	71.5%
3 ay önce	84.5%

İşlem Hacmi	1H	1A	3A	12A
Ortalama İşlem Hacmi (000)	804	1,148	545	239
Ortalama İşlem Hacmi (000TL)	22,093	28,395	15,133	9,327
Fiyat aralığı (TL/hisse)	26.16-28.72	20.46-28.72	20.46-40.76	20.4-59.5

Hisse Performansı	1A	3A	6A	12A
Nominal getiri	20%	-32%	-47%	-46%
BIST 100'e göre relatif getiri	22%	-30%	-32%	-37%

Ortaklık Yapısı

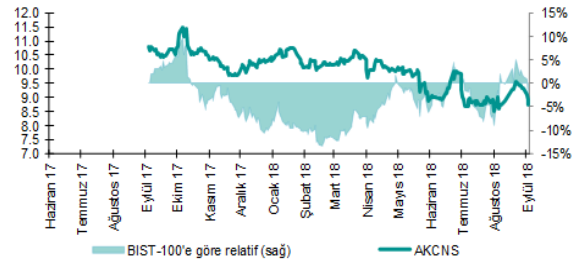
Blue International holding	27.0%
Diğer	73.0%
Halka Açık	73.0%

Şirket Özeti

Şirket, "Mavi" markasıyla iç ve dış piyasaya olmak üzere sipariş üzerine yaptırdığı hazır giyim ürünlerinin toptan ve perakende alım satımı, ithalatı ve ihracatını gerçekleştirmektedir. Ürün yelpazesini erkek, bayan ve çocuk denim altlar, örme ve pamuk gömlek, t-shirt, süveter, ceket, etek, elbise ve aksesuar oluşturmaktadır.

TABLO 1: Fiyat Performansı

Kaynak: Gedik Yatırım



Ali Kerim Akkoyunlu

aakkoyunlu@gedik.com
+90 212 365 4221

Eren Ege Ayışık

ege.ayisik@gedik.com
+90 212 385 4222

Lütfen raporun sonundaki yasal uyarıları göz önünde bulundurunuz.



YASAL UYARI

Burada yer alan bilgiler Gedik Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından genel bilgilendirme amacı ile hazırlanmıştır. Yatırım Danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak Yatırım Danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Herhangi bir yatırım aracının alım-satım önerisi ya da getiri vaadi olarak yorumlanmamalıdır. Bu görüşler 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 fiyatlar, veriler ve bilgilerin tam ve doğru olduğu garanti edilemez; içerik, haber verilmeksizin değiştirilebilir. Tüm veriler, Gedik Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan alınmıştır. Bu kaynakların kullanılması nedeni ile ortaya çıkabilecek hatalardan Gedik Yatırım Menkul Değerler A.Ş. sorumlu değildir.