



Mavi

Hızlı Büyüme Devam Ediyor

5 Aralık 2018

Güçlü 3Ç18 sonuçları. Mavi 3Ç18'de TL148mn FAVÖK ve TL43mn (FX giderleri öncesinde TL80mn) net kar açıklamıştır. Konsensus beklentileri TL130mn FAVÖK ve TL43,2mn net kar yönündeydi. Şirketin güçlü bir performans sergilediğini düşünmekteyiz – net satışlar %35 Ç/Ç artış göstermiştir ve geçtiğimiz çeyrek %20 olan birebir büyüme ise 9A18 itibarıyla %23,5'e ulaşmıştır. Söz konusu performans, yılsonu FAVÖK marjının ilk şirket beklentisi olan %14'ün (şimdiki: %15) 310bp üstünde olmasını sağlıyor. Marj artışında sert fiyat artışlarından doğan stok kazanımlarının katkısı olduğunu düşünüyoruz. Şirketin sene sonu itibarıyla şirket beklentisi olan %15 FAVÖK marjından daha yüksek bir marj getireceğini söyleyebiliriz.

Güçlü satış performansı sonuçlara büyük katkı yapıyor. Satışlar yıllık bazda 37,1% artarak, piyasa beklentisi olan TL689mn'yi geçip, TL715mn olarak açıklanmıştır. Artışa en büyük katkıyı yapan e-ticaret kanadı yıllık %122 artarken perakende ve toptan satışların her biri %36'lık iyileşmeler göstermiştir. Ek olarak, Türkiye operasyonları (toplam satışların %81'i) %33 Y/Y, yurtdışı operasyonları ise %57'lik artışlar kaydetmiştir. 9A18 birebir büyüme %23,5'e ulaşmıştır (işlem büyümesi: %14 Y/Y – basket büyümesi: %9 Y/Y). Söz konusu artışlarda güçlü marka tanınırlığı ve rakiplerin tamamen döviz bazlı fiyat artışlarından doğan Mavi'nin daha yüksek piyasa payının etkili olduğunu ekleyebiliriz. Bu doğrultuda, yeni müşteri kazanımı da artış eğilimindedir. Mavi, 9A18 itibarıyla, 7 net mağaza açmış ve 9 mağazasını büyütülmüştür. An itibarıyla, Türkiye'de 294 mağazası bulunan şirketin toplam satış alanı 146,5 bin m² 'ye (mağaza başına 498 m²) yükselmiştir.

Mavi hissesi ile ilgili hedef fiyatımızı TL59,5 seviyesine yükseltiyoruz. 17 Ekim 2018 tarihli Araştırma raporumuzda TL55,6 hedef değer belirlediğimiz ve o tarihten itibaren BİST-100'e rölaf olarak %4 yüksek performans gösteren Mavi hissesiyle ilgili olarak, beklentimizden daha olumlu gelen üçüncü çeyrek mali tabloları ve özellikle beklentimizden daha düşük gelen işletme sermayesi ihtiyaçları nedeniyle hedef değerimizi TL59,5'ye yükseltiyoruz. "Al" tavsiyesini koruduğumuz hisse senedinin mevcut fiyat seviyesinden %57 getiri potansiyeli taşıdığını düşünüyoruz.

Sonuç. Yılbaşından beri BİST-100'e rölaf olarak %12 daha kötü performans sergileyen Mavi'nin söz konusu durumunun herhangi bir temel nedenden kaynaklandığını düşünmemekle beraber, şirketin faaliyet gösterdiği coğrafyayla ilgili abartılı kaygıların büyük etkisinin olduğunu düşünüyoruz. Ekonomik dalgalanmalara dayanıklı olduğunu gösteren şirketin hisseleri geçtiğimiz dönemde toparlanmaya başlamıştır ve bu trendin devam etmesini bekliyoruz. Hisse, beklentilerimize göre, 2018T ve 2019T 6.1x FD/FAVÖK ile işlem görmektedir. Mavi'nin açıklamaya devam ettiği güçlü sonuçlar doğrultusunda hedef fiyatımıza öngörülebilir süre içerisinde ulaşılacağı konusunda daha da ikna olmuş durumdayız.

milyon TL	2017	2018T	2019T	2020T
Net Satışlar	1,782	2,341	2,773	3,325
FAVÖK	251	334	359	463
Net Kar	86	132	146	220
Brüt Kar Marjı	43.9%	46.8%	45.5%	46.5%
FAVÖK Marjı	14.1%	14.3%	13.0%	13.9%
Net Kar Marjı	4.8%	5.6%	5.2%	6.6%
F/K (x)	28.7	14.5	13.1	8.7
PD/DD (x)	9.9	5.6	4.5	3.4
FD/FAVÖK (x)	10.3	6.1	6.1	4.7
FD/Satışlar (x)	1.4	0.9	0.8	0.6
Özsermaye Karlılığı	34.4%	38.5%	34.4%	38.6%
Nakit Akış Verimi	7.5%	9.0%	2.6%	12.6%
Temettü Verimi	0.0%	3.1%	3.8%	5.7%

AL

Şirket Raporu

Hisse Bilgileri

Sektör	Perakende
Bloomberg / Reuters Kodu	MAVL.TI / MAVL.IS
Fiyat (TL/hisse)	37.90
Hedef Fiyat (12A, TL/hisse)	59.50
Potansiyel Getiri	57%
52 Haftalık Fiyat Aralığı (TL)	20.46-59.59
Piyasa Değeri (milyon TL)	1,882
Firma Değeri (milyon TL)	2,006
Fili Dolaşım PD (milyon TL)	1,374
Ödenmiş Sermaye (milyon TL)	50
Dolaşımdaki Paylar	73%
Yabancı Oranı (Dolaşımdaki Pay %)	
En Son	84.2%
3 Ay Önce	72.8%

İşlem Hacmi	1H	1A	3A	1Y
Ortalama İşlem Miktarı (000)	236.9	207.1	567.5	331.4
Ortalama İşlem Hacmi (000TL)	8,888.9	7,424.2	18,794.3	11,937.3
Fiyat Aralığı (TL/hisse)	34.34-39	33.1-39	25.02-39.44	20.46-59.59

Hisse Performansı	1A	3A	6A	12A
Nominal Getiri	3%	47%	-14%	-27%
BİST-100'e Göre Rölaf Getiri	2%	45%	-13%	-21%

Ortaklık Yapısı

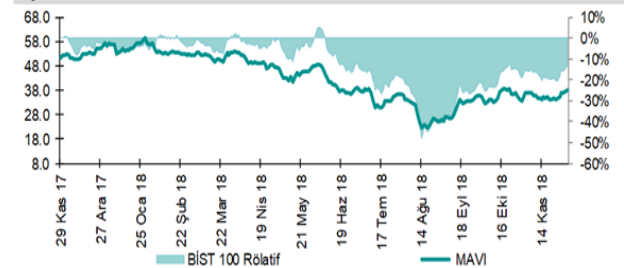
Blue International Holding	27%
Halka Açık	73%

Şirket Özeti

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

Hisse Performansı

Kaynak: Gedik Yatırım



Eren Ege Ayışık

ege.ayisik@gedik.com

+90 212 385 4222

Ali Kerim Akkoyunlu

aakkoyunlu@gedik.com

+90 212 365 4221



Tablo 1: İNA

milyon TL	2018T	2019T	2020T	2021T	2022T	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T
Net Satışlar	2,340.7	2,773.1	3,325.3	3,915.9	4,458.3	5,079.3	5,736.2	6,485.9	7,343.8	8,328.6	9,462.3
Büyüme %	31.4%	18.5%	19.9%	17.8%	13.8%	13.9%	12.9%	13.1%	13.2%	13.4%	13.6%
FAVÖK	334.5	359.4	463.2	543.6	613.8	692.0	776.1	870.9	978.2	1,099.8	1,238.1
Büyüme %	33.4%	7.5%	28.9%	17.4%	12.9%	12.8%	12.1%	12.2%	12.3%	12.4%	12.6%
FAVÖK Marjı	14.3%	13.0%	13.9%	13.9%	13.8%	13.6%	13.5%	13.4%	13.3%	13.2%	13.1%
FVÖK	268	281	370	434	492	557	626	705	794	896	1,012
Borçsuz Vergi	-59	-62	-81	-96	-108	-122	-138	-155	-175	-197	-223
Efektif Vergi Oranı	22%	22%	22%	22%	22%	22%	22%	22%	22%	22%	22%
VSNFK	209	219	288	339	384	434	488	550	619	699	789
VSNFK Marjı	8.9%	7.9%	8.7%	8.7%	8.6%	8.6%	8.5%	8.5%	8.4%	8.4%	8.3%
Yatırım Harcamaları	-67	-79	-90	-101	-111	-119	-128	-137	-147	-157	-168
Amortisman	67	79	94	109	122	135	150	166	184	204	226
Net İS Değişimi	37	168	50	108	119	144	166	110	126	145	297
Serbest Nakit Akımı	172	51	241	239	276	306	344	468	531	601	551
AOSM	17.5%	15.6%	15.0%	14.2%	13.4%	12.8%	12.8%	12.8%	12.9%	12.9%	12.9%
İndirgeme Faktörü	1.08	0.93	0.81	0.71	0.63	0.56	0.49	0.44	0.39	0.34	0.30
İNA	186	47	196	170	173	170	170	204	205	206	167
Toplam İNA	1,708										
Terminal Oranı	4.5%										
Terminal Değer	6,832										
Şimdiki Terminal Değer	1,357										
Firma Değeri	3,065										
Net Borç (Nakit)	112										
Şimdiki Değer	2953										
Hissa Başı Şimdiki Değer	59.5										
Hisse Fiyatı	37.9										
Getiri Potansiyeli	56.9%										



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.