

7 Kasım 2017

Mavi Giyim'i hisse başına TL68.00 fiyat hedefi ve Endeksin Üzerinde Getiri tavsiyesi ile araştırma kapsamına alıyoruz.

Türkiye'nin yirmi yıldır jean lideri olan firma, 2016'daki %24'lük pazar payı, Türk giyim perakendesindeki beşinci oyuncu pozisyonunun yanısıra son yıllarda hızlanan perakende odaklı büyüme stratejisi, yurtdışındaki portföyünü genişletmesi ve dünya standartlarındaki ürünleriyle ön plana çıkmaktadır.

Türkiye operasyonları... 2016 finansallarına göre Türkiye, konsolide cirodaki %82'lik payıyla şirketin lokomotifini konumundadır. Mavi, Türkiye'deki mağazalaşma operasyonlarına 2008'den itibaren Turkven ortaklığının da etkisiyle ağırlık vermiştir. Şirketin 2016'da monobrand mağaza sayısı 331'dir. Perakendenin yanısıra şirketin toptan satış ve e-ticaret kanallarında da operasyonları mevcuttur.

Ürün miksi... Türkiye perakende segmenti 2016 verilerine göre ürün miksindeki erkek payı %62 ve toplam cirodaki denim pantolon payı %44'tür. Diğer ürünlerin cirodaki payı sırasıyla tişört, gömlek ve ceket %17, %13 ve %9'la en dikkat çekici ürünlerdir. Euromonitor 2016-2019 tahminleri Türkiye jean sektöründe %11 ve lifestyle ürünlerinde %5 büyüme içermektedir.

Büyüme stratejisi... Mavi, Türkiye'deki 2014-2016 döneminde yıllık net 26 yeni mağaza açışını önümüzdeki yıllarda da sürdürmeyi amaçlamaktadır. Mevcut mağazalardaki birebir satış potansiyeli şirketin gelir büyümesi için önemli bir katalisttir. 2014-2016 döneminde satış ve FAVÖK artışının sırasıyla %21 ve %28 oranında artışının ardından 2017-2020 beklentimiz sırasıyla %18 ve %20'dir.

Uluslararası operasyonlar.... Şirketin Ağustos 2016'da yaptığı satınalmayla Amerika ve Kanada operasyonları da yurtdışı büyüme destekleyecektir. Düzeltilmiş 2016 cirosuna göre Avrupa, ABD, Kanada ve Rusya sırasıyla TL100mn, TL77mn, TL40mn ve TL20mn'la ileri gelen ülkelerdir. Şirket perakende odaklı stratejisini Kanada ve Rusya'da sürdürmeyi planlarken, diğer bölgelerdeki toptan satış odağını koruyacaktır.

Operasyonel avantajlar.... %80 oranında yerel tedarik avantajı, nispeten yüksek fiyatlı ürünler, genç nüfus potansiyeli, güçlü marka bilinirliği ve müşteri sadakat programı önemlidir. Şirketin mağazalarının ağırlıklı olarak AVM'lerde olması ve AVM sahipleriyle yıllara dayanan iletişimi ve mağazalarının prestiji en önemli maliyetlerden olan kira konusunda avantaj sağlamaktadır. Kira/ciro oranlarının mağazaların genişlemesi ve yıllar içinde ürün miksini oturmaıyla kira/ciro oranında orta uzun vadede düşüş olacağı öngörülmektedir.

Net borç.... Net borç/FAVÖK (0.7x) oranıyla borçluluk düşüktür ve şirketin nakit akışı yaratma kapasitesi kuvvetlidir.

Riskler: Makro şoklar, artan rekabet, hissedarların hisse satışı şirket ve hisse performansı için ana riskler olarak sıralanabilir.

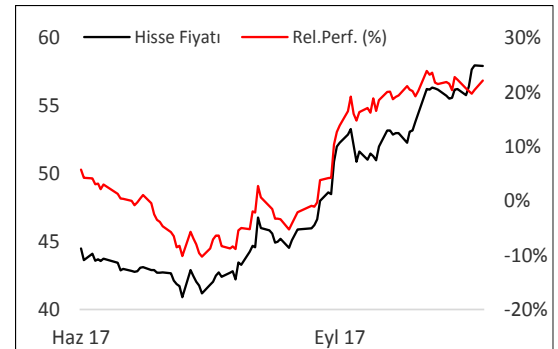
Bloomberg/Reuters Kodu	MAVİ Tİ / MAVİ.IS
Hisse Fiyatı (TL)	58.00
Hedef Hisse Fiyatı (TL)	68.00
Yükseliş Potansiyeli	17%
% Kar Payı Verimi	0.9%

Piyasa Değeri (TLmn)	2,880
Halka Açıklık (%)	55%
12 Aylık Yüksek/Düşük Ort. Gün. İşlem Hacmi	58.00 / 40.90
Net Borç (TLmn)	144
Firma Değeri (TLmn)	3,025

	2015	2016	2017T	2018T
Net Satışlar	1,053	1,308	1,696	2,042
% Gelir Büyümesi	17.6%	24.2%	29.7%	20.4%
FAVÖK	135	170	239	300
% FAVÖK Marjı	12.9	13.0	14.1	14.7
Net Kar	33	50	89	118
% Net Kar Marjı	3.2	3.8	5.3	5.8
Sermaye Getirisi	35%	34%	42%	40%
Kar Payı	0	0	27	35
% Kar Dağıtım Oranı	0	0	30	30
% Kar Payı Verimi	0.0%	0.0%	0.9%	1.2%

Çarpanlar				
F/K	86.1	57.5	32.3	24.5
FD/VAFÖK	22.3	17.8	12.6	10.1
F/DD	30.1	19.4	13.6	9.8

	2H	1A	3A	HA. beri
Rel. Getiri	-2%	0%	30%	18%
Absolut	4%	9%	37%	35%



FİNANSAL TABLOLAR

Gelir Tablosu (TL mn)	2014	2015	2016	2017T	2018T	2019T
Gelirler	895	1,053	1,308	1,696	2,042	2,395
SMM	-460	-528	-641	-826	-980	-1,137
Brüt kar	435	524	667	870	1,062	1,257
Faaliyet giderleri	-357	-429	-544	-690	-834	-986
Faaliyet karı	78	95	123	180	228	271
FAVÖK	107	135	170	239	300	355
Net diğer gelirler	-4	-4	0	4	4	5
Net finansal gelirler	-45	-45	-55	-65	-79	-93
VÖK	29	46	68	119	154	183
Vergi	-10	-13	-17	-28	-34	-40
Azınlık payı	0	0	-2	-2	-2	-3
Net kar	19	33	50	89	118	140
FAVÖK marjı	12.0%	12.9%	13.0%	14.1%	14.7%	14.8%
Net marj	2.1%	3.2%	3.8%	5.3%	5.8%	5.8%
Bilanço (TL mn)	2014	2015	2016	2017T	2018T	2019T
Dönen varlıklar	372	412	625	794	954	1,117
Nakit	92	111	158	195	235	275
Ticari alacaklar	78	75	109	141	170	200
Stoklar	155	177	288	366	438	513
Diğer	47	49	70	92	110	129
Duran varlıklar	124	140	269	336	390	446
Maddi duran varlıklar	100	115	137	185	223	261
Maddi olmayan varlıklar	17	18	123	139	153	168
Diğer	6	7	9	12	14	17
TOPLAM VARLIKLAR	495	551	894	1,130	1,344	1,563
KV Yüklümlülükler	380	402	632	803	923	1,041
Finansal borç	147	147	231	200	150	100
Ticari borç	200	214	300	383	458	537
Diğer	34	42	101	220	315	404
UV Yüklümlülükler	54	54	122	121	125	129
Finansal borç	45	42	105	100	100	100
Diğer	9	11	17	21	25	29
Sermaye	62	96	149	211	293	391
Ödenmiş sermaye	50	50	50	50	50	50
Azınlık payı	0	0	-8	-5	2	2
TOPLAM YÜKÜMLÜLÜKLER	495	551	894	1,130	1,344	1,563
Net borç/ FAVÖK	-0.92	-0.58	-1.05	-0.44	-0.05	0.21

Kaynak: Finansallar, Oyak Yatırım tahminleri

Değerleme Yaklaşımı

Değerleme yöntemi olarak çoğunlukla İndirgenmiş Nakit Akımı (İNA) ve Uluslararası Eş Grup Karşılaştırması yöntemleri kullanılırken, Temettü Verimi, Gordon Büyüme Modeli ve Yenileme Değeri metodu da uygun olan durumlarda kullanılmaktadır. Oyak Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin Araştırma Bölümü analistleri, değerlemelerinde tek bir yöntemle bağlı kalabilecekleri gibi; kendi yorumlarına göre, çeşitli ağırlıklandırmalar yaparak birden çok değerlendirme yöntemini de bir arada kullanabilmektedirler. İMKB-100'ün "Beklenen Piyasa Getirisi", araştırma kapsamındaki şirketlerin, halka açıklık oranlarına karşılık gelen piyasa değerleri üzerinden bulunan hedef getirilere göre hesaplanmaktadır. Oyak Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin araştırma kapsamındaki şirketlerin piyasa değeri, yaklaşık olarak İMKB'nin toplam piyasa değerinin %80'ine karşılık gelmektedir.

Derecelendirme Metodolojisi

Oyak Yatırım Menkul Değerler A.Ş, araştırma kapsamındaki her şirketi aşağıdaki kriterlere göre derecelendirmektedir: Bir hissenin hedef değeri, performans dönemimiz olan 12 aylık süre sonunda, analistin ulaşmasını beklediği değeri ifade eder. Hedef getirisi, 12 aylık dönem sonundaki "Beklenen Piyasa Getirisi"nin en az %10 üzerinde olan hisseler ENDEKSİN ÜZERİNDE GETİRİ tavsiyesi verilir. Hedef getirisi "Beklenen Piyasa Getirisi"nin %10'unundan az olan hisseler ENDEKSİN ALTINDA GETİRİ tavsiyesi verilirken; ENDEKSE PARALEL tavsiyesi ise, hedef getirisi ile Beklenen Piyasa Getirisi arasında +/- %10'luk bant içerisinde kalan hisseler verilen öneridir.

Oyak Yatırım Menkul Değerler A.Ş. analistleri, şirketlerle ilgili gelişmelere paralel olarak değerlemelerini gözden geçirir ve gerekli görüldüğü anlarda hisselerle ilgili tavsiyelerini değiştirebilirler. Bununla beraber, bazı zamanlarda, bir hissenin hedef getirisi, fiyatlardaki dalgalanmalara bağlı olarak, öngördüğümüz derecelendirme aralıklarının dışına çıkabilir. Bu gibi durumlarda, analist tavsiyesini değiştirmeyebilir.

Uyarı Metni

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.

Bu raporda yer alan bilgiler OYAK Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin Araştırma Bölümü tarafından bilgi verme amacıyla hazırlanmış olup herhangi bir hisse senedinin alım satımına ilişkin bir teklif içermemektedir. Veriler, güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan alınmıştır. Bu kaynaklardaki hata ve eksikliklerden ve bu bilgilerin ticari amaçlı kullanılmasından doğabilecek zararlardan OYAK Yatırım Menkul Değerler A.Ş. hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. İşbu rapordaki tüm görüş ve tahminler, söz konusu rapor tarihiyle OYAK Yatırım Menkul Değerler A.Ş. Araştırma Bölümü'ne ait olup diğer OYAK Grubu şirketlerinin görüş ve tahminlerini temsil etmemektedir. Bu rapordaki tüm görüş ve bilgiler önceden haber verilmeksizin değiştirilebilir. OYAK Yatırım ve diğer grup şirketleri bu raporda adı geçen şirketlerin hisselerinde pozisyon sahibi olabilir veya işlem yapabilir. Ayrıca, yatırımcılar bu raporda adı geçen şirketlerle OYAK Yatırım ve diğer grup şirketlerinin yatırım bankacılığı ve/veya diğer iş ilişkileri içinde olabileceğini veya bu tür iş fırsatları arayışında olabileceğini kabul ederler.