

Mavi

Endeksin Üzerinde Getiri

Cari Fiyat: 43TL
12 Aylık Hedef: 70TL

Analist: Mustafa Küçükmeral, CFA

Mustafa.Kucukmeral@akyatirim.com.tr

1Ç22 Bilanço Değerlendirmesi

1Ç22 Beklenti – Gerçekleşme				Hisse Performansı		Marjlar	
TL milyon	Gerçek	Piyasa	Ak				
Satışlar	1,887	1,549	1,742	1A			
FAVÖK	550	298	372	3A			
marj	29.2%	19.2%	21.4%	SBB			
Net Kar	289	117	155				

Net kar güçlü büyüme ve iyileşen operasyonel marjlar sayesinde beklentileri aştı: Mavi 1Ç22'de 289 milyon TL net kar açıkladı. Net kar satış büyümesinin ve operasyonel marjlarının beklentilerden iyi olması sayesinde piyasa beklentisi 117 milyon TL'nin oldukça üzerinde gerçekleşti. Satışları ve FAVÖK sırasıyla piyasa beklentisinin %22 ve %85 üzerinde gerçekleşirken, bizim daha iyimser olan tahminlerimizi de aştı. Ayrıca Şirket'in 2022 yılına ilişkin paylaştığı %100 satış büyümesi ve %24 FAVÖK marjı öngörüsü Bloomberg piyasa satış ve FAVÖK beklentisinin sırasıyla %21 ve %42 üzerinde, dolayısıyla piyasa tahminlerinde güçlü revizyonlar olabileceğine işaret ediyor. Hem sonuçların beklentileri yüksek oranda aşması hem de 2022 öngörülerinin güçlü olması nedeniyle piyasanın sonuçlara güçlü pozitif tepki vereceğini öngörüyoruz.

Pandemi sonrası güçlü talep dinamikleri büyümeyi desteklemeye devam ediyor: Net satışlar 1Ç22'de mağaza trafiğindeki iyileşme, halen güçlü online satış kanalı büyümesi ve yurtdışı operasyonlarda güçlü talep ve kur çevrim farkları sayesinde yıllık bazda %149 artış göstererek 1.89 milyar TL'ye ulaştı. Türkiye satışları yıllık bazda %163 artış ile 1Ç22'de 1.51 milyar TL'ye ulaşırken, uluslararası satışlar ise aynı dönemde %117 büyüme ile 379 milyon TL'ye yükseldi. Kur etkisinden arındırılmış olarak da %13 büyüme gösterdi. Pandemi döneminde değişen tüketici davranışlarının devam eden etkisiyle online satışlar yıllık bazda %86 büyüdü. Türkiye'de %99, yurtdışında %70 artış gerçekleşti. Online kanalın satışlardaki payı %13.9 seviyesinde gerçekleşti. 2021 yılındaki %17.1 seviyesinden gerilese de, pandemi öncesi 2019 seviyesi olan %8.3'ün bir hayli üzerinde kalmaya devam etti.

Halka arzdan beri en güçlü kar marjlarına ulaştı: FAVÖK yıllık bazda oldukça güçlü %294 artış göstererek 1Ç22'de 550 milyon TL'ye yükseldi. FAVÖK marjı 1Ç22'de yıllık bazda 1075 baz puan artış göstererek %29.2'ye iyileşti. Brüt marjdaki 705 baz puanlık iyileşme, maliyet kontrolü ve güçlü büyümenin getirdiği operasyonel kaldıraç sayesinde operasyonel giderlerin ciroya göre payının azalması FAVÖK marjını destekledi. Şirket halka arzından beri en yüksek çeyreklik brüt marj, FAVÖK marjı ve net kar marjına ulaşmış oldu.

2022 yılı öngörülerini piyasa tahminlerinde yukarı yönlü revizyonlara işaret ediyor: Şirket satışların yıllık bazda %100 büyümesini öngörüyoruz. UFRS 16 öncesi FAVÖK marjının %18, UFRS 16 sonrası FAVÖK marjının %24 olmasını bekliyoruz. Şirket'in öngörülerini satışlarda beklentimize paralel olmasına rağmen, FAVÖK'te bizim beklentimizin %12 üzerinde. Ayrıca Şirket'in tahminleri Bloomberg piyasa beklentilerinden satışlarda %21 ve FAVÖK'te %42 üzerinde yer alıyor. Dolayısıyla önümüzdeki dönemde piyasa tahminlerinde ve değerlemelerde yukarı yönlü revizyonlar görebileceğimizi düşünüyoruz.

Al Tavsiyemizi yineliyoruz: Güçlü sonuçların ardından hedef değerimizde hafif yukarı yönlü revizyon yapabiliriz, şuan için 70TL olan hedef değerimizi koruyoruz. Hedefimize %63 getiri potansiyeli sunan hisse için Endeks Üzerinde Getiri tavsiyemizi yineliyoruz. Mavi, 4,8x 2022T F/K ve 3x 2022T FD/FAVÖK ile (UFRS-16 öncesi ve kredi kartı komisyon giderleri ve ithalat giderleri ile düzeltilmiş) ile uluslararası benzerlerine oldukça yüksek %55 iskonto ile işlem görüyor. Güçlü

büyüme, dayanıklı marjlar ve yüksek nakit akışı göz önüne alındığında mevcut seviyelerin alım fırsatı sunduğunu düşünüyoruz. Hissenin aynı zamanda en çok önerilenler listemizde olduğunu da hatırlatırız.

Gelir Tablosu (milyon TL)	1Ç21	2Ç21	3Ç21	4Ç21	1Ç22	2020	2021
Satış Gelirleri	759	1,078	1,354	1,428	1,887	2,402	4,619
Brüt Kar	375	567	692	738	1,066	1,160	2,372
Operasyonel Giderler	317	397	444	556	619	1,087	1,714
Faaliyet Karı	58	170	248	182	447	73	658
Amortisman ve İtfa Payları	82	89	89	98	103	312	358
FAVÖK	140	260	337	280	550	385	1,016
Operasyonel Olmayan Gelir / (Gider)	-13	-35	-35	-36	-53	-61	-119
Diğer Faaliyet Gelir / (Gider)	8	4	17	12	15	18	41
Özkaynak Yöntemiyle Değ. Yatırım Karı	0	0	0	0	0	0	0
Yatırım Faaliyetlerinden Gelir / (Gider)	0	0	0	0	-1	-1	0
Finansal Gelir / (Gider)	-21	-38	-52	-48	-67	-77	-160
Vergi Öncesi Kar	45	135	213	146	394	12	539
Vergi Geliri / (Gideri)	-8	-34	-51	-23	-92	-4	-116
Dönem Vergi Geliri / (Gideri)	-16	-39	-56	-45	-97	-10	-156
Ertelenmiş Vergi Geliri / (Gideri)	8	5	6	21	5	5	40
Vergi Sonrası Net Kar	36	102	162	122	302	8	423
Azınlık Payları	5	3	9	5	13	3	23
Net Kar	31	99	153	117	289	5	400
Büyüme (Yıllık)	1Ç21	2Ç21	3Ç21	4Ç21	1Ç22	2020	2021
Satış Gelirleri	96.0%	100.4%	63.8%	119.8%	148.7%	-16.1%	92.3%
Operasyonel Giderler	38.8%	49.5%	48.1%	89.4%	95.3%	4.0%	57.6%
Faaliyet Karı	-210.2%	9033.2%	112.7%	2474.6%	670.8%	-79.7%	801.4%
FAVÖK	622.3%	223.8%	72%	214.4%	294.3%	-39.9%	164.1%
Net Kar	-161.9%	-2264.2%	96.1%	-720.6%	831.8%	-95.2%	8637.5%
Karlılık / Rasyo Analizi	1Ç21	2Ç21	3Ç21	4Ç21	1Ç22	2020	2021
Brüt Kar Marjı	49.4%	52.6%	51.1%	51.6%	56.5%	48.3%	51.3%
Operasyonel Gider Marjı	41.8%	36.8%	32.8%	38.92%	32.8%	45.3%	37.1%
Faaliyet Kar Marjı	7.6%	15.8%	18.3%	12.7%	23.7%	3.0%	14.2%
FAVÖK Marjı	18.4%	24.1%	24.9%	19.6%	29.2%	16.0%	22.00%
Efektif Vergi Oranı	18.6%	24.9%	23.7%	16.0%	23.3%	35.5%	21.5%
Net Kar Marjı	4.1%	9.2%	11.3%	8.2%	15.3%	0.2%	8.7%
Operasyonel Nakit Akımı Marjı	8.2%	38.7%	28.7%	35.1%	9.0%	16.2%	29.7%
Serbest Nakit Akımı Marjı	6.6%	37.7%	27.5%	32.3%	7.9%	14.4%	27.9%
Operasyonel Nakit Akımı / FAVÖK	45%	161%	115%	179%	31%	101%	135%
Yatırım Harcaması / Satış Gelirleri	4.3%	2.6%	2.5%	4.8%	3.2%	4.1%	3.5%
İşletme Sermayesinde Değişim (Nakit Akım) / Satış Gelirleri	-15.4%	14.8%	1.9%	9.5%	-20.8%	-1.2%	4.4%
Nakit Akım Tablosu (milyon TL)	1Ç21	2Ç21	3Ç21	4Ç21	1Ç22	2020	2021
İşletme Faaliyetlerinden Nakit	62	417	389	501	169	389	1,370
Düzeltilme Öncesi Kar	36	102	162	122	302	8	423
Amortisman ve İtfa Payları	82	89	89	98	103	312	358
İşletme Sermayesindeki Değişim	-117	160	26	136	-392	-29	205
Diğer İşletme Faaliyetlerinden Nakit	61	66	112	145	156	99	384
Yatırım Faaliyetlerinden Nakit	-12	-11	-16	-41	-21	-44	-80
Sabit Sermaye Yatırımları	-33	-28	-34	-68	-61	-99	-163
Diğer Yatırım Faaliyetlerinden Nakit	21	17	18	28	40	54	84
Serbest Nakit Akımı	50	406	373	461	148	345	1,290
Finansman Faaliyetlerinden Nakit	-170	-275	-323	94	-117	234	-675
Finansal Borçlardaki Değişim	-96	-181	-205	200	-5	497	-283
Temettü	0	-8	-22	0	0	0	-30
Diğer Finansman Faaliyetlerinden Nakit	-74	-86	-96	-105	-111	-263	-361
Nakit ve Benzerlerindeki Değişim	-120	131	50	555	32	579	616

Bilanço (milyon TL)	1Ç21	2Ç21	3Ç21	4Ç21	1Ç22
Dönen Varlıklar	1,879	1,868	2,150	2,856	3,400
Nakit ve Nakit Benzerleri	770	901	951	1,509	1,540
Finansal Yatırımlar	0	0	0	0	0
Ticari Alacaklar	332	287	408	394	590
Stoklar	659	563	674	751	1,004
Diğer Dönen Varlıklar	118	117	117	202	265
Duran Varlıklar	955	954	1,039	1,239	1,346
Finansal Yatırımlar	0	0	0	0	0
Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımlar	0	0	0	0	0
Maddi Duran Varlıklar	208	216	207	259	290
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	293	298	355	474	521
Kullanım Hakkı Varlıkları (UFRS 16)	425	405	436	451	477
Diğer Duran Varlıklar	29	35	41	56	59
Toplam Varlıklar	2,834	2,822	3,189	4,095	4,746
Kısa Vadeli Yükümlülükler	1,866	1,850	1,975	2,570	2,986
Finansal Borçlar	1,013	929	789	1,120	1,234
Ticari Borçlar	737	707	936	1,189	1,321
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	115	214	250	262	431
Uzun Vadeli Yükümlülükler	350	282	321	332	328
Finansal Borçlar	328	252	282	277	272
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	23	30	38	55	55
Özkaynaklar	618	691	893	1,193	1,433
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	585	654	842	1,115	1,332
Azınlık Payları	33	37	52	79	100
Toplam Kaynaklar	2,834	2,822	3,189	4,095	4,746
Yatırım Sermayesi (IC)	1,211	1,000	1,052	1,136	1,454
İşletme Sermayesi	254	143	146	-43	273
İşletme Sermayesi (Diğer Dönen Varlıklar ve Yükümlülükler D.)	256	46	13	-103	108
Toplam Borç	1,341	1,181	1,071	1,397	1,506
Net Borç / (Nakit)	571	280	121	-112	-34
Net Borç / G12A FAVÖK	1.1	0.4	0.1	-0.1	0.0
Net Borç / Özkaynaklar	0.9	0.4	0.1	-0.1	0.0
Fx Pozisyonu (Türev Korunma Dahil)	-168	-131	-52	-144	-483

Kaynak: Şirket, AK Yatırım Araştırma

Gelir Tablosu (milyon TL)	2020	2021	2022	2023
Satış Gelirleri	2,402	4,619	9,231	12,468
Brüt Kar	1,160	2,372	4,532	6,103
Operasyonel Giderler	1,087	1,714	2,941	4,158
Faaliyet Karı	73	658	1,592	1,945
FAVÖK	385	1,016	1,988	2,480
FAVÖK (UFRS-16 öncesi)	203	744	1,528	1,859
Operasyonel Olmayan Gelir / (Gider)	18	41	0	5
Özkaynak Yöntemiyle Değ. Yatırım Karı	0	0	0	0
Yatırım Faalaliyetlerinden Gelir / (Gider)	-1	0	0	0
Finansal Gelir / (Gider)	-77	-160	-384	-436
Vergi Öncesi Kar	12	539	1,208	1,515
Vergi Geliri / (Gideri)	-4	-116	-278	-303
Azınlık Payları	-3	-23	-44	-62
Net Kar	5	400	886	1,150
Hisse Başına Net Kar	0.1	8.1	17.8	23.2
Hisse Başına Temettü	0.6	2.4	5.4	6.9
Temettü Dağıtım Oranı	662%	30%	30%	30%
Bilanço (milyon TL)	2020	2021	2022	2023
Dönen Varlıklar	1,787	2,856	5,268	6,727
Nakit ve Nakit Benzerleri	890	1,509	2,412	2,932
Finansal Yatırımlar	0	0	0	0
Ticari Alacaklar	231	394	788	1,065
Stoklar	560	751	1,867	2,529
Diğer Dönen Varlıklar	105	202	202	202
Duran Varlıklar	921	1,239	1,516	1,874
Maddi Duran Varlıklar	198	259	468	749
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	263	474	474	474
Kullanım Hakkı Varlıkları	435	451	518	596
Diğer Duran Varlıklar	26	56	56	56
Toplam Varlıklar	2,708	4,095	6,784	8,601
Kısa Vadeli Yükümlülükler	1,786	2,570	4,408	5,231
Finansal Borçlar	821	891	1,563	1,524
Diğer Finansal Yükümlülükler	219	229	264	303
Ticari Borçlar	638	1,189	2,320	3,143
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	108	262	262	262
Uzun Vadeli Yükümlülükler	388	332	373	421
Finansal Borçlar	106	0	0	0
Diğer Finansal Yükümlülükler	260	277	318	366
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	22	55	55	55
Özkaynaklar	534	1,193	2,003	2,949
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	510	1,115	1,880	2,764
Ödenmiş Sermaye	50	50	50	50
Rezerv ve Diğer Kalemler	113	347	347	347
Geçmiş Yıllar Karları / (Zararları)	343	317	597	1,218
Dönem Net Karı / (Zararı)	5	400	886	1,150
Toplam Kaynaklar	2,708	4,095	6,784	8,601

Kaynak: Şirket, AK Yatırım Araştırma

Nakit Akım Tablosu (milyon TL)	2020	2021	2022	2023
İşletme Faaliyetlerinden Nakit	389	1,370	962	1,577
Düzeltilme Öncesi Kar	8	423	930	1,212
Amortisman ve İtfa Payları	312	358	396	535
İşletme Sermayesindeki Değişim	-29	205	-378	-116
Diğer İşletme Faaliyetlerinden Nakit	99	384	14	-54
Yatırım Faaliyetlerinden Nakit	-44	-80	-302	-406
Sabit Sermaye Yatırımları	-99	-163	-302	-406
Diğer Yatırım Faaliyetlerinden Nakit	54	84	0	0
Serbest Nakit Akımı	345	1,290	661	1,171
Finansman Faaliyetlerinden Nakit	234	-675	245	-651
Nakit ve Benzerlerindeki Değişim	579	616	906	520
Büyüme	2020	2021	2022	2023
Satış Gelirleri	-16.1%	92.3%	99.8%	35.1%
Brüt Kar	-17.4%	104.4%	91.1%	34.7%
Operasyonel Giderler	4.0%	57.6%	71.6%	41.4%
Faaliyet Karı	-79.7%	801.4%	141.9%	22.2%
FAVÖK	-39.9%	164.1%	95.6%	24.8%
FAVÖK (UFRS-16 Öncesi)	-48.8%	266.5%	105.4%	21.7%
Net Kar	-95.2%	8637.5%	121.3%	29.8%
Karlılık	2020	2021	2022	2023
Brüt Kar Marjı	48.3%	51.3%	49.1%	48.9%
Operasyonel Gider Marjı	45.3%	37.1%	31.9%	33.3%
Faaliyet Kar Marjı	3.0%	14.2%	17.2%	15.6%
FAVÖK Marjı	16.0%	22.0%	21.5%	19.9%
FAVÖK Marjı (UFRS-16 Öncesi)	8.4%	16.1%	16.5%	14.9%
Net Kar Marjı	0.2%	8.7%	9.6%	9.2%
Özkaynak Karlılığı (ROE)	0.9%	49.3%	59.2%	49.5%
Yatırım Sermayesi Getirisi (ROIC)	6.8%	49.1%	89.8%	81.0%
Operasyonel Nakit Akımı Marjı	16.2%	29.7%	10.4%	12.6%
Serbest Nakit Akımı Marjı	14.4%	27.9%	7.2%	9.4%
Operasyonel Nakit Akımı / FAVÖK	101.2%	134.8%	48.4%	63.6%
Rasyo Analizi	2020	2021	2022	2023
F / K	492.2	7.2	4.8	3.7
FD / FAVÖK	7.2	2.7	2.0	1.4
FD / FAVÖK (UFRS-16 Öncesi)	11.3	3.1	2.2	1.5
FD / Satış	1.2	0.6	0.4	0.3
Temettü Verimi	0.0%	1.0%	2.8%	6.2%
Borçluluk	2020	2021	2022	2023
Net Borç (Nakit)	515	-112	-267	-739
Net Borç (Nakit) (UFRS-16 Öncesi)	37	-618	-849	-1,408
Net Borç / FAVÖK	1.3	-0.1	-0.1	-0.3
Net Borç / FAVÖK (UFRS-16 Öncesi)	0.2	-0.8	-0.6	-0.8
Faaliyet Karı / Net Faiz Gideri (Geliri)	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.

AKYatırım

Bu rapor, Ak Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından, güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan elde edilen bilgi ve veriler kullanılarak hazırlanmıştır. Raporda yer alan ifadeler, hiçbir şekilde veya suretle alış veya satış teklifi olarak değerlendirilmemelidir. Ak Yatırım, bu bilgilerin doğru, eksiksiz ve değişmez olduğunu garanti etmemektedir. Bu sebeple, okuyucuların, bu raporlardan elde edilen bilgilere dayanarak hareket etmeden önce, bilgilerin doğruluğunu teyit ettirmeleri önerilir ve bu bilgilere dayanarak aldıkları kararlarda sorumluluk kendilerine aittir. Bilgilerin eksikliği ve yanlışlığından Ak Yatırım hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. Ayrıca, Ak Yatırım'ın ve Akbank'ın tüm çalışanları ve danışmanlarının, herhangi bir şekilde bilgiler dolayısıyla ortaya çıkabilecek, doğrudan veya dolaylı zararlarla ilgili herhangi bir sorumluluğu yoktur. Burada yer alan bilgiler, bir yatırım tavsiyesi, yatırım aracının alım-satım önerisi ya da getiri vaadi değildir ve Yatırım Danışmanlığı kapsamında yer almamaktadır. Yatırım Danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak Yatırım Danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde sunulmaktadır. Bunlara ilaveten, Ak Yatırım, raporların Internet üzerinden e-mail yoluyla alınması durumunda virüs, hatalı gönderim veya diğer herhangi bir teknik sebepten dolayı alıcının donanımına veya yazılımına gelebilecek herhangi bir zarardan dolayı sorumlu tutulamaz.

© Ak Yatırım Menkul Değerler A.Ş. 2020