

Mavi

Endeksin Üzerinde Getiri

Cari Fiyat: 76,4TL
12 Aylık Hedef: 120TL

2Ç22 Bilanço Değerlendirmesi ve Hedef Fiyat Revizyonu

Analist: Mustafa Küçükmeral, CFA
Mustafa.Kucukmeral@akyatirim.com.tr

2Ç22 Beklenti – Gerçekleşme				Hisse Performansı		Marjlar	
TL milyon	Gerçek	Piyasa	Ak				
Satışlar	2,236	2,362	2,375	1A		2Ç21	Brüt
FAVÖK	548	597	620	3A		3Ç21	Brüt
marj	24.5%	25.3%	26.1%	SBB		4Ç21	Brüt
Net Kar	407	323	370			1Ç22	Brüt
						2Ç22	Brüt
							FAVÖK

Net kar ertelenmiş vergi geliri sayesinde beklentileri aştı: Mavi 2Ç22'de 407 milyon TL net kar açıkladı. Satış büyümesi ve operasyonel kar marjı beklentilerin altında kalmasına rağmen, net kardaki pozitif sürpriz 95 milyon TL tutarındaki tek seferlik ertelenmiş vergi gelirinden kaynaklandı. Satışlar ve FAVÖK sırasıyla piyasa beklentisinin %5 ve %8 altında gerçekleşti. Beklentilerin altında kalan operasyonel sonuçlara rağmen, devam eden yüksek talep ve Ağustos ve Eylül gerçekleştirmelerinin güçlü olması nedeniyle Şirket, 2022 yılı %100 satış büyümesi öngörüsünü %120 büyümeye ve %18 olan TFRS-16 öncesi FAVÖK marjı öngörüsünü %19 (+-%0.5)'a revize etti. Ayrıca Türkiye perakende satışlarının Ağustos ayında yıllık bazda %153, Eylül ayının ilk 18 gününde ise %141 artış gösterdiğini ve Türkiye online satışlarının Ağustos ayında yıllık bazda %95 artış gösterdiğini belirtti. Şirket'in öngörülerinde yukarı yönlü revizyon ve şu ana kadar güçlü 3. çeyrek gerçekleştirmeleri piyasa tahminlerinde ve hedef değerlerinde yukarı yönlü revizyonlar olabileceğine işaret ediyor. Her ne kadar 2Ç22'de operasyonel sonuçlar beklentilerin altında olsa da, hem net kardaki pozitif sapma hem de Şirket'in 2022 öngörülerinde güçlü revizyon nedeniyle piyasanın sonuçlara olumlu tepki vereceğini düşünüyoruz.

Hedef değerimizi 120TL'ye yükseltiyoruz, AL tavsiyemizi yineliyoruz: 2. çeyrekteki operasyonel sonuçlar beklentilerimizin altında kalmasına rağmen yılın 3. çeyreğinin hem fiyatlama hem de hacim olarak güçlü başlamış olması nedeniyle ciro, FAVÖK ve düzeltilmiş net kar tahminlerimizi sırasıyla %7, %10 ve %19 oranında artırıyoruz. Asgari ücret artışının talebe pozitif etkisi ve son iki yıldır zayıf seyreden okul sezonunun bu yıl güçlü geçme potansiyeli nedenleriyle 2Y22'de güçlü talep trendinin devamını öngörüyoruz. Güncel makro tahminlerimiz ışığında hedef değerimizi 92TL'den 120TL'ye yükseltiyoruz. Hedef fiyatımıza %57 getiri potansiyeli sunan hisse için Endeks Üzerinde Getiri tavsiyemizi yineliyoruz. Mavi, 3,8x 2023T F/K ve 3x 2022T FD/FAVÖK ile (UFRS-16 öncesi ve kredi kartı komisyon giderleri ve ithalat giderleri ile FAVÖK düzeltilmiş) ile uluslararası benzerlerine oldukça yüksek %55-60 iskontolu işlem görüyor. Güçlü büyüme, dayanıklı marjlar ve yüksek nakit akışı göz önüne alındığında mevcut fiyat seviyelerinin halen alım fırsatı sunduğunu düşünüyoruz. Hisseyi en çok önerilenler listemizde tutmaya devam ediyoruz.

Pandemi sonrası güçlü talep dinamikleri büyümeyi desteklemeye devam ediyor: Net satışlar 2Ç22'de mağaza trafiğindeki iyileşme, fiyat artışları ve yurtdışı operasyonlarda güçlü talep ve kur çevrim farkları sayesinde yıllık bazda %107 artış göstererek 2.24 milyar TL'ye ulaştı. Türkiye satışları yıllık bazda %103 artış ile 2Ç22'de 2.24 milyar TL'ye ulaşırken, uluslararası satışlar ise aynı dönemde %129 büyüme ile 398 milyon TL'ye yükseldi. Kur etkisinden arındırılmış olarak da %16 büyüme gösterdi. Online satışlar yüksek baz etkisi nedeniyle yıllık bazda görece daha düşük %69 büyüdü. Türkiye'de %58, yurtdışında %85 artış gerçekleşti. Online kanalın satışlardaki payı yılın ilk yarısında %12.9 seviyesinde gerçekleşti. 2021 yılındaki %17.1 seviyesinden gerilese de, pandemi öncesi 2019 seviyesi olan %8.3'ün bir hayli üzerinde kalmaya devam etti.

Güçlü talep sayesinde marjlar iyileşmeye devam ediyor: FAVÖK yıllık bazda oldukça güçlü %111 artış göstererek 2Ç22'de 548 milyon TL'ye yükseldi. FAVÖK marjı 2Ç22'de yıllık bazda 40 baz puan artış göstererek %24.5'e iyileşti. TFRS

16 öncesi FAVÖK marjı çok daha güçlü 170 baz iyileşme göstererek %20.4'e yükseldi. Güçlü talep etkisi ile brüt marjda yaşanan 300 baz puanlık iyileşme bu yükselişte ana etken olarak ortaya çıktı.

2022 öngörülerinde yukarı yönlü revizyon: Şirket %100 olan satış büyüme beklentisini %120'ye, %18 olan FAVÖK marjı (TFRS 16 öncesi) öngörüsünü %19 (+-%0.5)'e revize etti. Şirket'in öngörülerinde yukarı yönlü revizyon ve şu ana kadar güçlü 3. çeyrek gerçekleştirmeleri piyasa tahminlerinde ve hedef değerlerinde de yukarı yönlü revizyonlar olacağına işaret ediyor.

Gelir Tablosu (milyon TL)	2020	2021	2022	2023
Satış Gelirleri	2,402	4,619	10,267	15,505
Brüt Kar	1,160	2,372	5,367	7,986
Operasyonel Giderler	1,087	1,714	3,347	5,183
Faaliyet Karı	73	658	2,020	2,804
FAVÖK	385	1,016	2,461	3,469
FAVÖK (UFRS-16 öncesi)	203	744	1,970	2,731
Operasyonel Olmayan Gelir / (Gider)	18	41	0	0
Özkaynak Yöntemiyle Değ. Yatırım Karı	0	0	0	0
Yatırım Faaliyetlerinden Gelir / (Gider)	-1	0	9	12
Finansal Gelir / (Gider)	-77	-160	-195	-241
Vergi Öncesi Kar	12	539	1,834	2,575
Vergi Geliri / (Gideri)	-4	-116	-322	-515
Azınlık Payları	-3	-23	-31	-47
Net Kar	5	400	1,481	2,013
Hisse Başı Net Kar	0.1	8.1	14.9	20.3
Hisse Başı Temettü	0.6	2.4	4.5	6.1
Temettü Dağıtım Oranı	662%	30%	30%	30%

Bilanço (milyon TL)	2020	2021	2022	2023
Dönen Varlıklar	1,787	2,856	5,686	8,016
Nakit ve Nakit Benzerleri	890	1,509	2,347	3,190
Finansal Yatırımlar	0	0	0	0
Ticari Alacaklar	231	394	877	1,324
Stoklar	560	751	1,947	2,987
Diğer Dönen Varlıklar	105	202	515	515
Duran Varlıklar	921	1,239	1,863	2,258
Maddi Duran Varlıklar	198	259	466	780
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	263	474	694	694
Kullanım Hakkı Varlıkları	435	451	541	622
Diğer Duran Varlıklar	26	56	162	162
Toplam Varlıklar	2,708	4,095	7,549	10,274
Kısa Vadeli Yükümlülükler	1,786	2,570	4,258	5,316
Finansal Borçlar	821	891	965	687
Diğer Finansal Yükümlülükler	219	229	287	330
Ticari Borçlar	638	1,189	2,419	3,712
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	108	262	588	588
Uzun Vadeli Yükümlülükler	388	332	416	468
Finansal Borçlar	106	0	0	0
Diğer Finansal Yükümlülükler	260	277	346	398
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	22	55	70	70
Özkaynaklar	534	1,193	2,875	4,490
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	510	1,115	2,735	4,303
Ödenmiş Sermaye	50	50	99	99
Rezerv ve Diğer Kalemler	113	347	557	557
Geçmiş Yıllar Karları / (Zararları)	343	317	597	1,634
Dönem Net Karı / (Zararı)	5	400	1,481	2,013
Toplam Kaynaklar	2,708	4,095	7,549	10,274

Nakit Akım Tablosu (milyon TL)	2020	2021	2022	2023
İşletme Faaliyetlerinden Nakit	389	1,370	1,303	2,167
Düzeltilme Öncesi Kar	8	423	1,512	2,060
Amortisman ve İtfa Payları	312	358	441	665
İşletme Sermayesindeki Değişim	-29	205	-447	-195
Diğer İşletme Faaliyetlerinden Nakit	99	384	-203	-364
Yatırım Faaliyetlerinden Nakit	-44	-80	-298	-454
Sabit Sermaye Yatırımları	-99	-163	-311	-470
Diğer Yatırım Faaliyetlerinden Nakit	54	84	12	16
Serbest Nakit Akımı	345	1,290	1,004	1,713
Finansman Faaliyetlerinden Nakit	234	-675	-163	-870
Nakit ve Benzerlerindeki Değişim	579	616	842	843

Büyüme	2020	2021	2022	2023
Satış Gelirleri	-16.1%	92.3%	122.3%	51.0%
Brüt Kar	-17.4%	104.4%	126.3%	48.8%
Operasyonel Giderler	4.0%	57.6%	95.3%	54.9%
Faaliyet Karı	-79.7%	801.4%	207.0%	38.8%
FAVÖK	-39.9%	164.1%	142.2%	41.0%
FAVÖK (UFRS-16 Öncesi)	-48.8%	266.5%	164.8%	38.7%
Net Kar	-95.2%	8637.5%	270.0%	35.9%

Karlılık	2020	2021	2022	2023
Brüt Kar Marjı	48.3%	51.3%	52.3%	51.5%
Operasyonel Gider Marjı	45.3%	37.1%	32.6%	33.4%
Faaliyet Kar Marjı	3.0%	14.2%	19.7%	18.1%
FAVÖK Marjı	16.0%	22.0%	24.0%	22.4%
FAVÖK Marjı (UFRS-16 Öncesi)	8.4%	16.1%	19.2%	17.6%
Net Kar Marjı	0.2%	8.7%	14.4%	13.0%
Özkaynak Karlılığı (ROE)	0.9%	49.3%	77.0%	57.2%
Yatırım Sermayesi Getirisi (ROIC)	6.8%	49.1%	102.0%	91.9%
Operasyonel Nakit Akımı Marjı	16.2%	29.7%	12.7%	14.0%
Serbest Nakit Akımı Marjı	14.4%	27.9%	9.8%	11.0%
Operasyonel Nakit Akımı / FAVÖK	101.2%	134.8%	52.9%	62.5%

Rasyo Analizi	2020	2021	2022	2023
F / K	492.2	7.2	5.1	3.8
FD / FAVÖK	7.2	2.7	2.8	1.7
FD / FAVÖK (UFRS-16 Öncesi)	11.3	3.1	3.2	1.9
FD / Satış	1.2	0.6	0.7	0.4
Temettü Verimi	0.0%	1.0%	1.6%	5.9%

Borçluluk	2020	2021	2022	2023
Net Borç (Nakit)	515	-112	-750	-1,776
Net Borç (Nakit) (UFRS-16 Öncesi)	37	-618	-1,383	-2,503
Net Borç / FAVÖK	1.3	-0.1	-0.3	-0.5
Net Borç / FAVÖK (UFRS-16 Öncesi)	0.2	-0.8	-0.7	-0.9
Faaliyet Karı / Net Faiz Gideri (Geliri)	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.

Kaynak: Şirket, AK Yatırım Araştırma

Gelir Tablosu (milyon TL)	2Ç21	3Ç21	4Ç21	1Ç22	2Ç22	6A21	6A22
Satış Gelirleri	1,078	1,354	1,428	1,887	2,236	1,837	4,124
Brüt Kar	567	692	738	1,066	1,243	942	2,309
Operasyonel Giderler	397	444	556	619	817	714	1,436
Faaliyet Karı	170	248	182	447	426	228	873
FAVÖK	260	337	280	550	548	399	1,098
Operasyonel Olmayan Gelir / (Gider)	-35	-35	-36	-53	-32	-48	-85
Vergi Öncesi Kar	135	213	146	394	394	180	788
Vergi Geliri / (Gideri)	-34	-51	-23	-92	8	-42	-83
Vergi Sonrası Net Kar	102	162	122	302	403	138	704
Azınlık Payları	3	9	5	13	-5	8	8
Net Kar	99	153	117	289	407	130	696
Büyüme (Yıllık)	2Ç21	3Ç21	4Ç21	1Ç22	2Ç22	6A21	6A22
Satış Gelirleri	100.4%	63.8%	119.8%	148.7%	107.5%	98.6%	124.5%
Operasyonel Giderler	49.5%	48.1%	89.4%	95.3%	106.0%	44.6%	101.2%
Faaliyet Karı	9033.2%	112.7%	2474.6%	670.8%	150.3%	-549.6%	282.6%
FAVÖK	223.8%	72%	214.4%	294.3%	111.1%	301.2%	175.2%
Net Kar	-2264.2%	96.1%	-720.6%	831.8%	311.9%	-337.6%	436.0%
Karlılık / Rasyo Analizi	2Ç21	3Ç21	4Ç21	1Ç22	2Ç22	6A21	6A22
Brüt Kar Marjı	52.6%	51.1%	51.6%	56.5%	55.6%	51.3%	56.0%
Operasyonel Gider Marjı	36.8%	32.8%	38.92%	32.8%	36.5%	38.9%	34.8%
Faaliyet Kar Marjı	15.8%	18.3%	12.7%	23.7%	19.0%	12.4%	21.2%
FAVÖK Marjı	24.1%	24.9%	19.6%	29.2%	24.5%	21.7%	26.63%
Efektif Vergi Oranı	24.9%	23.7%	16.0%	23.3%	-2.1%	23.3%	10.6%
Net Kar Marjı	9.2%	11.3%	8.2%	15.3%	18.2%	7.1%	16.9%
Operasyonel Nakit Akımı Marjı	38.7%	28.7%	35.1%	9.0%	23.4%	26.1%	16.8%
Serbest Nakit Akımı Marjı	37.7%	27.5%	32.3%	7.9%	23.2%	24.8%	16.2%
Operasyonel Nakit Akımı / FAVÖK	161%	115%	179%	31%	96%	120%	63%
Yatırım Harcaması / Satış Gelirleri	2.6%	2.5%	4.8%	3.2%	2.5%	3.3%	2.8%
İşletme Sermayesinde Değişim (Nakit Akım) / Satış Gelirleri	14.8%	1.9%	9.5%	-20.8%	-4.4%	2.4%	-11.9%
Nakit Akım Tablosu (milyon TL)	2Ç21	3Ç21	4Ç21	1Ç22	2Ç22	6A21	6A22
İşletme Faaliyetlerinden Nakit	417	389	501	169	524	479	693
Düzeltilme Öncesi Kar	102	162	122	302	403	138	704
Amortisman ve İtfa Payları	89	89	98	103	122	171	225
İşletme Sermayesindeki Değişim	160	26	136	-392	-99	43	-491
Diğer İşletme Faaliyetlerinden Nakit	66	112	145	156	98	127	254
Yatırım Faaliyetlerinden Nakit	-11	-16	-41	-21	-4	-23	-25
Sabit Sermaye Yatırımları	-28	-34	-68	-61	-56	-61	-117
Diğer Yatırım Faaliyetlerinden Nakit	17	18	28	40	52	38	92
Serbest Nakit Akımı	406	373	461	148	519	456	668
Finansman Faaliyetlerinden Nakit	-275	-323	94	-117	-127	-446	-243
Finansal Borçlardaki Değişim	-181	-205	200	-5	14	-277	9
Temettü	-8	-22	0	0	0	-8	0
Diğer Finansman Faaliyetlerinden Nakit	-86	-96	-105	-111	-141	-160	-252
Nakit ve Benzerlerindeki Değişim	131	50	555	32	393	11	425

Kaynak: Şirket, AK Yatırım Araştırma

Bilanço (milyon TL)	2Ç21	3Ç21	4Ç21	1Ç22	2Ç22
Dönen Varlıklar	1,868	2,150	2,856	3,400	4,298
Nakit ve Nakit Benzerleri	901	951	1,482	1,540	1,910
Finansal Yatırımlar	0	0	27	0	36
Ticari Alacaklar	287	408	394	590	597
Stoklar	563	674	751	1,004	1,276
Diğer Dönen Varlıklar	117	117	229	265	515
Duran Varlıklar	954	1,039	1,239	1,346	1,598
Finansal Yatırımlar	0	0	0	0	0
Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımlar	0	0	0	0	0
Maddi Duran Varlıklar	216	207	259	290	316
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	298	355	474	521	624
Kullanım Hakkı Varlıkları (UFRS 16)	405	436	451	477	495
Diğer Duran Varlıklar	35	41	56	59	162
Toplam Varlıklar	2,822	3,189	4,095	4,746	5,896
Kısa Vadeli Yükümlülükler	1,850	1,975	2,570	2,986	3,373
Finansal Borçlar	929	789	1,120	1,234	1,228
Ticari Borçlar	707	936	1,189	1,321	1,556
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	214	250	262	431	588
Uzun Vadeli Yükümlülükler	282	321	332	328	514
Finansal Borçlar	252	282	277	272	444
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	30	38	55	55	70
Özkaynaklar	691	893	1,193	1,433	2,009
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	654	842	1,115	1,332	1,892
Azınlık Payları	37	52	79	100	117
Toplam Kaynaklar	2,822	3,189	4,095	4,746	5,896
Yatırım Sermayesi (IC)	1,000	1,052	1,163	1,454	1,841
İşletme Sermayesi	143	146	-43	273	317
İşletme Sermayesi (Diğer Dönen Varlıklar ve Yükümlülükler D.)	46	13	-76	108	243
Toplam Borç	1,181	1,071	1,397	1,506	1,672
Net Borç / (Nakit)	280	121	-112	-34	-274
Net Borç / G12A FAVÖK	0.4	0.1	-0.1	0.0	-0.2
Net Borç / Özkaynaklar	0.4	0.1	-0.1	0.0	-0.1
Fx Pozisyonu (Türev Korunma Dahil)	-131	-52	-144	-483	-453

Kaynak: Şirket, AK Yatırım Araştırma

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