

Mavi

Endeksin Üzerinde Getiri

Cari Fiyat: 108TL
12 Aylık Hedef: 183TL

4Ç22 Bilanço Değerlendirmesi ve Hedef Fiyat Revizyonu

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

4Ç22 Beklenti – Gerçekleşme				Hisse Performansı		Marjlar	
TL milyon	Gerçek	Piyasa	Ak				
Satışlar	3,267	3,017	3,015	1A		4Ç21	Brüt
FAVÖK	633	603	549	3A		1Ç22	FAVÖK
marj	19.4%	20.0%	18.2%	SBB		2Ç22	
Net Kar	295	260	263			3Ç22	
						4Ç22	

Net kar güçlü operasyonel sonuçlar sayesinde beklentileri aştı: Mavi 4Ç22'de 295 milyon TL net kar açıkladı. Yıllık bazda %152 gibi oldukça güçlü büyüme gösteren net kar, Şirket'in topladığı piyasa beklentisi 260mn TL'nin %14 üzerinde gerçekleşti. Net kardaki pozitif sapma operasyonel sonuçların beklentileri aşmasından kaynaklandı. Satışlar ve FAVÖK sırasıyla piyasa beklentisinin %8 ve %5 üzerinde gerçekleşti. Şirket makroekonomik belirsizlikler nedeni ile 2023 öngörülerini 1Ç23 finansalları ile birlikte Haziran'da açıklayacağını belirtti. Ancak yılın ilk çeyreğine ilişkin Şubat ve Mart ayı gerçekleştirmelerini paylaştı. Şirket'in Türkiye perakende gelirleri Şubat ayında %98, Mart ayının ilk 12 gününde %154 artış gösterirken, Türkiye online satışları aynı dönemlerde sırasıyla %27 ve %157 artış gösterdi. Bu gerçekleştirmeler 2023 yılına da büyüme açısından oldukça güçlü bir giriş yapıldığına işaret ediyor. 4. çeyrek bilançosunun beklentilerden güçlü olması ve şuna kadar 1. çeyrek gerçekleştirmelerinin güçlü büyüme momentumunun korunduğuna işaret etmesi nedeniyle piyasanın sonuçlara olumlu tepki vereceğini düşünüyoruz.

Hedef değerimizi 183TL'ye yükseltiyoruz, AL tavsiyemizi yineliyoruz: Sonuçların ardından güncel makro tahminlerimiz ışığında tahminlerimizde hafif revizyonlar yaparken hedef değerimizi hisse başı 175TL'den 183TL'ye yükseltiyoruz. Hedef fiyatımıza %69 getiri potansiyeli sunan hisse için Endeks Üzerinde Getiri tavsiyemizi yineliyoruz. Mavi, 4,8x 2023T F/K ve 3,4x 2022T FD/FAVÖK ile (UFRS-16 öncesi ve kredi kartı komisyon giderleri ve ithalat giderleri ile FAVÖK düzeltilmiş) ile uluslararası benzerlerine oldukça yüksek %60 iskontolu işlem görüyor. Güçlü büyüme, dayanıklı marjlar ve yüksek nakit akışı göz önüne alındığında mevcut fiyat seviyelerinin alım fırsatı sunduğunu düşünüyoruz. Hisseyi en çok önerilenler listemizde tutmaya devam ediyoruz. Hisse fiyatının yıl başından beri %18 gerilemesi ve endeksin %14 gerisinde kalması nedeniyle mevcut seviyelerin iyi bir giriş fırsatı sunduğunu düşünüyoruz.

Temettü ve %100 bedelsiz sermaye artırımını: Yönetim Kurulu Genel Kurul'un onayına yaklaşık 429,5 milyon TL brüt nakit temettü (yaklaşık 4,3242/hisse) sunma kararı aldı. Temettü verimi %4'e, temettü dağıtım oranı %30'a denk geliyor. Açıklanan temettü bizim beklentimiz ile uyumlu iken, geçen sene dağıtılan 120 milyon TL'nin oldukça üzerinde yer aldı. Temettü dağıtımına en geç 10 Mayıs itibari ile başlanması planlanıyor. Yönetim ayrıca sermayesini %100 bedelsiz sermaye artırımını ile 198,6 milyon TL'ye çıkarma kararı aldı.

Güçlü talep dinamikleri büyümeyi desteklemeye devam ediyor: Net satışlar 4Ç22'de mağaza trafiğindeki iyileşme, fiyat artışları ve yurtdışı operasyonlarda güçlü talep ve kur çevrim farkları sayesinde yıllık bazda %129 artış göstererek 3.3 milyar TL'ye ulaştı. Türkiye satışları yıllık bazda oldukça güçlü %143 artış ile 4Ç22'de 2.8 milyar TL'ye ulaşırken, uluslararası satışlar ise aynı dönemde %70 büyüme ile 485 milyon TL'ye yükseldi. Kur etkisinden arındırılmış olarak da %13 büyüme gösterdi. Online satışlar yüksek baz etkisi nedeniyle yıllık bazda görece daha düşük %87 büyüdü; Türkiye'de %88, yurtdışında %86 artış gerçekleşti. Online kanalın satışlardaki payı 2022 yılında %12.8 seviyesinde gerçekleşti. 2021 yılındaki zirvesi %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 (TFRS 16 sonrası) yıllık bazda oldukça güçlü %126 artış göstererek 4Ç22'de 633 milyon TL'ye yükseldi. FAVÖK marjı 4Ç22'de yıllık bazda 100 baz puan daralarak %19,4 olarak gerçekleşti. Ancak değerlendirme açısından daha önemli olan TFRS 16 öncesi FAVÖK marjı çok daha güçlü 140 baz iyileşme göstererek %15.2'ye yükseldi.

Gelir Tablosu (milyon TL)	2020	2021	2022	2023	2024	Nakit Akım Tablosu (milyon TL)	2020	2021	2022	2023	2024
Satış Gelirleri	2,402	4,619	10,592	17,877	24,666	İşletme Faaliyetlerinden Nakit	389	1,370	2,325	2,462	3,493
Brüt Kar	1,160	2,372	5,602	9,267	12,631	Düzeltilme Öncesi Kar	8	423	1,459	2,241	2,846
Operasyonel Giderler	1,087	1,714	3,625	6,071	8,476	Amortisman ve İtfa Payları	312	358	503	742	1,024
Faaliyet Karı	73	658	1,978	3,196	4,155	İşletme Sermayesindeki Değişim	-29	185	-171	-516	-364
FAVÖK	385	1,016	2,481	3,938	5,179	Diğer İşletme Faaliyetlerinden Nakit	99	404	534	-5	-13
FAVÖK (UFRS-16 öncesi)	203	744	2,052	3,218	4,223	Yatırım Faaliyetlerinden Nakit	-44	-107	-56	269	290
Operasyonel Olmayan Gelir / (Gider)	18	41	45	0	0	Sabit Sermaye Yatırımları	-99	-163	-292	-497	-675
Özkaynak Yöntemiyle Değ. Yatırım Karı	0	0	0	0	0	Diğer Yatırım Faaliyetlerinden Nakit	54	57	236	766	965
Yatırım Faaliyetlerinden Gelir / (Gider)	-1	0	14	0	0	Serbest Nakit Akımı	345	1,263	2,269	2,731	3,783
Finansal Gelir / (Gider)	-77	-160	-333	-395	-597	Finansman Faaliyetlerinden Nakit	234	-675	-524	-1,025	-2,251
Vergi Öncesi Kar	12	539	1,703	2,801	3,557	Nakit ve Benzerlerindeki Değişim	579	589	1,745	1,705	1,532
Vergi Geliri / (Gideri)	-4	-116	-244	-560	-711	Büyüme	2020	2021	2022	2023	2024
Azınlık Payları	-3	-23	-20	-27	-32	Satış Gelirleri	-16.1%	92.3%	129.3%	68.8%	38.0%
Net Kar	5	400	1,439	2,214	2,814	Brüt Kar	-17.4%	104.4%	136.2%	65.4%	36.3%
Hisse Başı Net Kar	0.1	8.1	14.5	22.3	28.3	Operasyonel Giderler	4.0%	57.6%	111.5%	67.5%	39.6%
Hisse Başı Temettü	0.6	2.4	4.3	6.7	8.5	Faaliyet Karı	-79.7%	801.4%	200.5%	61.6%	30.0%
Temettü Dağıtım Oranı	662%	30%	30%	30%	30%	FAVÖK	-39.9%	164.1%	144.1%	58.8%	31.5%
Bilanço (milyon TL)	2020	2021	2022	2023	2024	FAVÖK (UFRS-16 Öncesi)	-48.8%	266.5%	175.9%	56.8%	31.2%
Dönen Varlıklar	1,787	2,856	6,785	10,772	14,414	Net Kar	-95.2%	8637.5%	259.4%	53.8%	27.1%
Nakit ve Nakit Benzerleri	890	1,482	3,245	4,929	6,460	Karlılık	2020	2021	2022	2023	2023
Finansal Yatırımlar	0	27	58	58	58	Brüt Kar Marjı	48.3%	51.3%	52.9%	51.8%	51.2%
Ticari Alacaklar	231	394	871	1,469	2,028	Operasyonel Gider Marjı	45.3%	37.1%	34.2%	34.0%	34.4%
Stoklar	560	751	2,308	3,981	5,500	Faaliyet Kar Marjı	3.0%	14.2%	18.7%	17.9%	16.8%
Diğer Dönen Varlıklar	105	202	304	334	368	FAVÖK Marjı	16.0%	22.0%	23.4%	22.0%	21.0%
Duran Varlıklar	921	1,239	1,858	2,440	3,029	FAVÖK Marjı (UFRS-16 Öncesi)	8.4%	16.1%	19.4%	18.0%	17.1%
Maddi Duran Varlıklar	198	259	395	725	1,168	Net Kar Marjı	0.2%	8.7%	13.6%	12.4%	11.4%
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	263	474	663	663	663	Özkaynak Karlılığı (ROE)	0.9%	49.3%	77.7%	63.6%	51.6%
Kullanım Hakkı Varlıkları	435	451	576	807	928	Yatırım Sermayesi Getirisi (ROIC)	6.8%	49.1%	118.6%	113.5%	103.8%
Diğer Duran Varlıklar	26	56	224	246	270	Operasyonel Nakit Akımı Marjı	16.2%	29.7%	21.9%	13.8%	14.2%
Toplam Varlıklar	2,708	4,095	8,643	13,212	17,443	Serbest Nakit Akımı Marjı	14.4%	27.3%	21.4%	15.3%	15.3%
Kısa Vadeli Yükümlülükler	1,786	2,570	5,444	8,068	10,037	Operasyonel Nakit Akımı / FAVÖK	101.2%	134.8%	93.7%	62.5%	67.4%
Finansal Borçlar	821	891	1,541	2,209	2,326	Rasyo Analizi	2020	2021	2022	2023	2023
Diğer Finansal Yükümlülükler	219	229	350	490	564	F / K	492.2	7.2	4.2	4.8	3.8
Ticari Borçlar	638	1,189	2,961	4,717	6,430	FD / FAVÖK	7.2	2.7	2.0	2.2	1.5
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	108	262	592	652	717	FD / FAVÖK (UFRS-16 Öncesi)	11.3	3.1	2.1	2.5	1.5
Uzun Vadeli Yükümlülükler	388	332	467	601	681	FD / Satış	1.2	0.6	0.5	0.5	0.3
Finansal Borçlar	106	0	0	0	0	Temettü Verimi	0.0%	1.0%	2.0%	4.0%	6.2%
Diğer Finansal Yükümlülükler	260	277	290	406	467	Borçluluk	2020	2021	2022	2023	2023
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	22	55	177	195	215	Net Borç (Nakit)	515	-112	-1,122	-1,882	-3,162
Özkaynaklar	534	1,193	2,732	4,543	6,725	Net Borç (Nakit) (UFRS-16 Öncesi)	37	-618	-1,762	-2,778	-4,192
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	510	1,115	2,592	4,376	6,526	Net Borç / FAVÖK	1.3	-0.1	-0.5	-0.5	-0.6
Ödenmiş Sermaye	50	50	99	99	99	Net Borç / FAVÖK (UFRS-16 Öncesi)	0.2	-0.8	-0.9	-0.9	-1.0
Rezerv ve Diğer Kalemler	113	347	501	501	501	Faaliyet Karı / Net Faiz Gideri (Geliri)	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.
Geçmiş Yıllar Karları / (Zararları)	343	317	552	1,562	3,112						
Dönem Net Karı / (Zararı)	5	400	1,439	2,214	2,814						
Toplam Kaynaklar	2,708	4,095	8,643	13,212	17,443						

Kaynak: Şirket, AK Yatırım Araştırma

Gelir Tablosu (milyon TL)	4Ç21	1Ç22	2Ç21	3Ç22	4Ç22	2021	2022
Satış Gelirleri	1,428	1,887	2,236	3,202	3,267	4,619	10,592
Brüt Kar	738	1,066	1,243	1,667	1,626	2,372	5,602
Operasyonel Giderler	556	619	817	1,049	1,139	1,714	3,625
Faaliyet Karı	182	447	426	618	487	658	1,978
FAVÖK	280	550	548	749	633	1,016	2,481
Operasyonel Olmayan Gelir / (Gider)	-36	-53	-32	-77	-113	-119	-274
Vergi Öncesi Kar	146	394	394	541	374	539	1,703
Vergi Geliri / (Gideri)	-23	-92	8	-88	-73	-116	-244
Vergi Sonrası Net Kar	122	302	403	453	301	423	1,459
Azınlık Payları	5	13	-5	5	6	23	20
Net Kar	117	289	407	448	295	400	1,439
Büyüme (Yıllık)	4Ç21	1Ç22	2Ç21	3Ç22	4Ç22	2021	2022
Satış Gelirleri	119.8%	148.7%	107.5%	136.4%	128.7%	92.3%	129.3%
Operasyonel Giderler	89.4%	95.3%	106.0%	136.3%	104.9%	57.6%	111.5%
Faaliyet Karı	2474.6%	670.8%	150.3%	148.9%	168.0%	801.4%	200.5%
FAVÖK	214.4%	294.3%	111.1%	122%	126%	164.1%	144.1%
Net Kar	-720.6%	831.8%	311.9%	192.3%	151.7%	8637.5%	259.4%
Karlılık / Rasyo Analizi	4Ç21	1Ç22	2Ç21	3Ç22	4Ç22	2021	2022
Brüt Kar Marjı	51.6%	56.5%	55.6%	52.1%	49.8%	51.3%	52.9%
Operasyonel Gider Marjı	38.92%	32.8%	36.5%	32.8%	34.9%	37.1%	34.2%
Faaliyet Kar Marjı	12.7%	23.7%	19.0%	19.3%	14.9%	14.2%	18.7%
FAVÖK Marjı	19.6%	29.2%	24.5%	23.4%	19.4%	22.00%	23.42%
Efektif Vergi Oranı	16.0%	23.3%	-2.1%	16.2%	19.5%	21.5%	14.3%
Net Kar Marjı	8.2%	15.3%	18.2%	14.0%	9.0%	8.7%	13.6%
Operasyonel Nakit Akımı Marjı	35.1%	9.0%	23.4%	21.8%	28.6%	29.7%	21.9%
Serbest Nakit Akımı Marjı	30.4%	7.9%	23.2%	20.9%	28.5%	27.3%	21.4%
Operasyonel Nakit Akımı / FAVÖK	179%	31%	96%	93%	147%	135%	94%
Yatırım Harcaması / Satış Gelirleri	4.8%	3.2%	2.5%	2.3%	3.1%	3.5%	2.8%
İşletme Sermayesinde Değişim / Satış Gelirleri	8.1%	-20.8%	-4.4%	-0.2%	9.9%	4.0%	-1.6%
Nakit Akım Tablosu (milyon TL)	4Ç21	1Ç22	2Ç21	3Ç22	4Ç22	2021	2022
İşletme Faaliyetlerinden Nakit	501	169	524	699	934	1,370	2,325
Düzeltilme Öncesi Kar	122	302	403	453	301	423	1,459
Amortisman ve İtfa Payları	98	103	122	131	146	358	503
İşletme Sermayesindeki Değişim	116	-392	-99	-5	325	185	-171
Diğer İşletme Faaliyetlerinden Nakit	165	156	98	119	161	404	534
Yatırım Faaliyetlerinden Nakit	-68	-21	-4	-30	-1	-107	-56
Sabit Sermaye Yatırımları	-68	-61	-56	-74	-101	-163	-292
Diğer Yatırım Faaliyetlerinden Nakit	1	40	52	44	100	57	236
Serbest Nakit Akımı	434	148	519	668	932	1,263	2,269
Finansman Faaliyetlerinden Nakit	94	-117	-127	-317	36	-675	-524
Finansal Borçlardaki Değişim	103	-5	14	154	39	-283	202
Temettü	0	0	0	-120	0	-30	-120
Diğer Finansman Faaliyetlerinden Nakit	-9	-111	-141	-350	-3	-361	-606
Nakit ve Benzerlerindeki Değişim	528	32	393	352	968	589	1,745

Kaynak: Şirket, AK Yatırım Araştırma

Bilanço (milyon TL)	4Ç21	1Ç22	2Ç21	3Ç22	4Ç22
Dönen Varlıklar	2,856	3,400	4,298	5,547	6,785
Nakit ve Nakit Benzerleri	1,482	1,540	1,910	2,263	3,245
Finansal Yatırımlar	27	0	36	56	58
Ticari Alacaklar	394	590	597	897	871
Stoklar	751	1,004	1,276	1,823	2,308
Diğer Dönen Varlıklar	229	265	515	563	362
Duran Varlıklar	1,239	1,346	1,598	1,715	1,858
Finansal Yatırımlar	0	0	0	0	0
Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımlar	0	0	0	0	0
Maddi Duran Varlıklar	259	290	316	343	395
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	474	521	624	652	663
Diğer Duran Varlıklar	506	536	657	720	800
Toplam Varlıklar	4,095	4,746	5,896	7,262	8,643
Kısa Vadeli Yükümlülükler	2,570	2,986	3,373	4,293	5,444
Finansal Borçlar	1,120	1,234	1,228	1,307	1,891
Ticari Borçlar	1,189	1,321	1,556	2,326	2,961
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	262	431	588	660	592
Uzun Vadeli Yükümlülükler	332	328	514	566	467
Finansal Borçlar	277	272	444	436	290
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	55	55	70	130	177
Özkaynaklar	1,193	1,433	2,009	2,403	2,732
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	1,115	1,332	1,892	2,277	2,592
Azınlık Payları	79	100	117	125	140
Toplam Kaynaklar	4,095	4,746	5,896	7,262	8,643
Yatırım Sermayesi (IC)	1,163	1,454	1,841	2,013	1,845
İşletme Sermayesi	-43	273	317	395	218
İşletme Sermayesi / Son 12A Satış Gelirleri	-1%	5%	5%	5%	2%
İşletme Sermayesi (Diğer Dönen Varlıklar ve Yükümlülükler D.)	-76	108	243	298	-13
Toplam Borç	1,397	1,506	1,672	1,743	2,181
Net Borç / (Nakit)	-112	-34	-274	-576	-1,122
Net Borç / G12A FAVÖK	-0.1	0.0	-0.2	-0.3	-0.5
Net Borç / Özkaynaklar	-0.1	0.0	-0.1	-0.2	-0.4
Fx Pozisyonu (Türev Korunma Dahil)	-144	-483	-453	-27	-725

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. Raporunda 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 İnternet 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