

## MAVI

### Olumlu görünüm devam ediyor.

Mavi halka arz sonrası önemli operasyonel iyileşme gösterdi ve 2017'de proforma net kârını %67 artırdı Tüm kategorilerdeki çift haneli ciro büyümesi ve marj iyileşmesi kâr büyümesini destekledi. Ayrıca şirket işletme sermayesi ve serbest nakit akışında gözle görülür iyileşmeler kaydetti. 2018'de Mavi'nin %29 ve %43 FAVÖK ve net kâr büyümesi gerçekleştireceğini düşünüyoruz. Mavi 2018T 8,4x FD/FAVOK ve 20,8x F/K oranlarıyla yabancı benzerlerine göre sırasıyla %42 ve %14 iskontolu işlem görmektedir. Ancak Mavi'nin 2019'a kadar benzerlerine göre FAVÖK ve net kâr büyümeleri oldukça yüksektir ve büyüme düzeltilmiş 0,6x seviyesinde F/K rasyosu vardır. Hedef fiyatımızı 65 TL'ye yükseltirken (önceki 62TL), AL tavsiyemizi sürdürüyoruz.

**2017 sonuçları önceki beklentimizin üzerindedir** – Mavi, 2017'de güçlü finansal performans gösterdi ve proforma ciro ve FAVÖK'ü %30 ve %43 artırdı. FAVÖK marjı da 100 baz puan artışla %14,1'e yükseldi. Toplam mağaza sayısı %8 büyümeyle 425'e ulaştı. Ortalama mağaza metrekarelerindeki artış ve faaliyet gösteren mağazalardaki büyümeler Türkiye'deki metrekare alanında %19 büyümeye neden oldu. Benzer mağaza büyümesi (Türkiye perakende cirosunun %81'i) %23 seviyesinde kaydedilirken, yönetimin %16 ve üzeri benzer mağaza büyüme tahmininin üzerinde gerçekleşti. Metrekare bazında ciro ise yeni mağazaların daha düşük metrekare bazında ciro gerçekleştirmiş olmasına rağmen 2017'de %10 büyüdü.

**Tahminlerimizi yukarı revize ediyoruz** – 2018 ve 2019 ciro beklentilerimizi sırasıyla %9 ve %8 yükseltiyoruz. Metrekare bazında ciro ve benzer mağaza büyümesinin önceki beklentimizden yukarıda gerçekleşmesi ciro tahminimizde artışa neden olmuştur. Şirketin beklentisine paralel olarak 2018'te %25 ciro büyümesi öngörüyoruz. Mağaza alanında %14 artış, trafik ve sepet büyüklüğündeki sürdürülebilir büyüme tahminimizi desteklemektedir. FAVÖK marjında 2018 ve 2019'da ölçek ekonomisinin katkısıyla 50'şer baz puan artış öngörüyoruz. Böylelikle tahminlerimiz 2018'de FAVÖK ve net kârda %29 ve %43 büyümelere işaret etmektedir. Ayrıca işletme sermayesi/satış rasyosunu 210 baz puan indiriyoruz ve 2019 ve sonrasında nakit akışı beklentimizi artırıyoruz.

**Orta vadeli strateji yıl ortasında gözden geçirilecek** - Yönetim, yıl ortasında orta vadeli strateji ve hedeflerle ilgili durum analizi yapıp yatırımcılarla paylaşacağını açıkladı. Bölgesel ve kategori bazında herhangi bir büyüme potansiyeli bu doğrultuda değerlendirilecek. Bilindiği üzere 2017 itibariyle şirketin net borç/FAVÖK rasyosu 0,4x seviyesindedir.

### Tavsiye

AL

Hedef fiyat

TL65

Getiri potansiyeli

27%

### Hisse bilgileri

| Hisse Kodu                             | MAVI TI         |
|--|-----------------|
| Hisse fiyatı (as of 20-03-2018)        | 51,3            |
| Hisse fiyat aralığı (52 haftalık)      | 41 / 60         |
| Piyasa Değeri (milyon TL - dolar)      | 2547,4 - 647,3  |
| Hisse adedi (mn) & halka açıklık oranı | 50 - 73%        |
| Ortalama işlem hacmi                   | 1 Ay 3 Ay 12 Ay |
| Milyon ABD doları                      | 1,6 4,7 a.d.    |

### Fiyat performansı

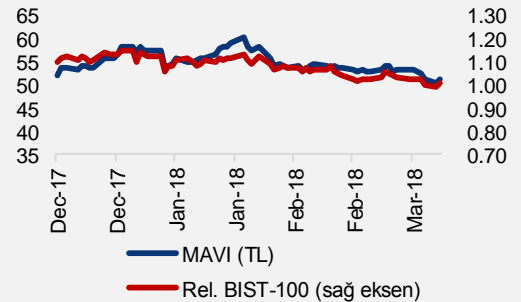
|                            | 1 Ay | 3 Ay | YBB  |
|----------------------------|------|------|------|
| TL                         | -5%  | -5%  | -12% |
| USD                        | -9%  | -7%  | -15% |
| BIST-100'e göre performans | -7%  | -10% | -12% |

### Tahminler (TL mn)

|              | 2017  | 2018T | 2019T |
|--------------|-------|-------|-------|
| Net satışlar | 1.782 | 2.223 | 2.614 |
| FAVÖK        | 251   | 324   | 394   |
| Net kâr      | 86    | 123   | 155   |

### Değerleme

|                 | 2017  | 2018T | 2019T |
|-----------------|-------|-------|-------|
| F/K             | 29,7x | 20,8x | 16,4x |
| F/DD            | 10,3x | 7,4x  | 5,5x  |
| FD/FAVOK        | 10,9x | 8,4x  | 6,7x  |
| FD/Net satışlar | 1,5x  | 1,2x  | 1,0x  |
| Temettü verimi  | 0,0%  | 1,0%  | 1,5%  |



Ece Mandacı, CFA

+90 212 355 2679

[ece.mandaci@tacirler.com.tr](mailto:ece.mandaci@tacirler.com.tr)

## Tahminlerde değişiklikler

| TL milyon                                    | Açıklanan    | Eski Tahminler |              | Yeni Tahminler |              | Tahminlerde Değişiklik |                | Yönetimin          |
|--|--------------|----------------|--------------|----------------|--------------|------------------------|----------------|--------------------|
|  | 2017         | 2018T          | 2019T        | 2018T          | 2019T        | 2018T                  | 2019T          | 2018 beklentileri  |
| <b>Mağaza sayısı</b>                         | <b>425</b>   | <b>465</b>     | <b>505</b>   | <b>462</b>     | <b>499</b>   | <b>-1%</b>             | <b>-1%</b>     | Türkiye'de 25      |
| Türkiye <sup>1</sup>                         | 360          | 383            | 409          | 385            | 410          | 1%                     | 0%             | mağaza açılışı     |
| Yurtdışı                                     | 65           | 82             | 96           | 77             | 89           | -6%                    | -7%            |                    |
| Satış alanı - Türkiye (000, m <sup>2</sup> ) | 139          | 156            | 175          | 157            | 175          | 1%                     | 0%             | %16 üzeri benzer   |
| Ciro/metrekare - Türkiye                     | 8,581        | 8,910          | 9,533        | 9,491          | 10,245       | 7%                     | 7%             | mağaza büyümesi    |
| <b>Net satışlar</b>                          | <b>1,782</b> | <b>2,038</b>   | <b>2,418</b> | <b>2,223</b>   | <b>2,614</b> | <b>9%</b>              | <b>8%</b>      | %25 büyüme         |
| Yıllık satış büyümesi                        | 36%          | 19%            | 19%          | 25%            | 18%          |                        |                |                    |
| <b>FAVÖK</b>                                 | <b>251</b>   | <b>299</b>     | <b>372</b>   | <b>324</b>     | <b>394</b>   | <b>8%</b>              | <b>6%</b>      | %14 ve üzeri FAVÖK |
| Net kâr                                      | 86           | 104            | 145          | 123            | 155          | 18%                    | 7%             | marjı              |
| <b>FAVÖK marjı</b>                           | <b>14.1%</b> | <b>14.7%</b>   | <b>15.4%</b> | <b>14.6%</b>   | <b>15.1%</b> | <b>-0.08pp</b>         | <b>-0.31pp</b> |                    |
| Net marj                                     | 4.8%         | 5.1%           | 6.0%         | 5.5%           | 5.9%         | 0.42pp                 | -0.05pp        |                    |
| <b>Makro Tahminler</b>                       |              |                |              |                |              |                        |                |                    |
| EUR/TL ortalama                              | 4.165        | 4.508          | 4.701        | 4.852          | 5.064        | 8%                     | 8%             |                    |
| USD/TL ortalama                              | 3.647        | 3.787          | 4.001        | 4.077          | 4.310        | 8%                     | 8%             |                    |

Kaynak: Tacirler Yatırım Araştırma, <sup>1</sup>Türkiye mağaza sayısı şirketin yönettiği mağazaları ve franchise mağazaları toplamıdır.

## PROJEKSİYONLAR

| Bilanço                            | 2016       | 2017         | 2018T        | 2019T        | 2020T        | Gelir tablosu              | 2016         | 2017         | 2018T        | 2019T        | 2020T        |
|------------------------------------|------------|--------------|--------------|--------------|--------------|----------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Nakit ve benzerleri                | 158        | 266          | 325          | 421          | 534          | <b>Net satışlar</b>        | <b>1.308</b> | <b>1.782</b> | <b>2.223</b> | <b>2.614</b> | <b>3.064</b> |
| Ticari alacaklar                   | 109        | 113          | 141          | 166          | 194          | Brüt kâr                   | 667          | 906          | 1.135        | 1.340        | 1.579        |
| Stoklar                            | 288        | 320          | 423          | 496          | 578          | Faaliyet giderleri         | 544          | 717          | 881          | 1.032        | 1.207        |
| Diğer dönen varlıklar              | 70         | 62           | 77           | 91           | 106          | Esas faaliyet kârı         | 123          | 189          | 254          | 308          | 371          |
| <b>Dönen varlıklar</b>             | <b>625</b> | <b>761</b>   | <b>966</b>   | <b>1.173</b> | <b>1.413</b> | <b>FAVÖK</b>               | <b>170</b>   | <b>251</b>   | <b>324</b>   | <b>394</b>   | <b>479</b>   |
| Finansal yatırımlar                | 0          | 0            | 0            | 0            | 0            | <b>FAVÖK düzeltilmiş</b>   | <b>141</b>   | <b>209</b>   | <b>277</b>   | <b>338</b>   | <b>414</b>   |
| Maddi duran varlıklar              | 137        | 156          | 179          | 201          | 218          | Net diğer gelir            | -54          | -77          | -84          | -93          | -106         |
| Maddi olmayan duran varlıklar      | 156        | 148          | 148          | 148          | 148          | Net finansman geliri       | -1           | 0            | 0            | 0            | 0            |
| Diğer duran varlıklar              | 9          | 10           | 13           | 15           | 18           | Vergi öncesi kâr           | 68           | 112          | 171          | 215          | 266          |
| <b>Duran varlıklar</b>             | <b>301</b> | <b>314</b>   | <b>339</b>   | <b>364</b>   | <b>384</b>   | Vergi gideri               | 17           | 22           | 40           | 51           | 62           |
| <b>Toplam varlıklar</b>            | <b>927</b> | <b>1.075</b> | <b>1.305</b> | <b>1.537</b> | <b>1.796</b> | <b>Net kâr</b>             | <b>52</b>    | <b>86</b>    | <b>123</b>   | <b>155</b>   | <b>194</b>   |
| Kısa vadeli borçlanmalar           | 231        | 309          | 343          | 359          | 377          | <b>Nakit akış tablosu</b>  |              |              |              |              |              |
| Ticari borçlar                     | 300        | 366          | 455          | 533          | 622          | FAVÖK                      | <b>141</b>   | <b>209</b>   | <b>277</b>   | <b>338</b>   | <b>414</b>   |
| Diğer kısa vadeli yükümlülükler    | 134        | 67           | 65           | 77           | 90           | Vergi gideri               | 20           | 29           | 49           | 60           | 72           |
| <b>Kısa vadeli yükümlülükler</b>   | <b>664</b> | <b>742</b>   | <b>863</b>   | <b>969</b>   | <b>1.089</b> | Yatırımlar                 | 61           | 73           | 93           | 108          | 125          |
| Uzun vadeli borçlanmalar           | 105        | 69           | 77           | 80           | 84           | İşletme sermayesi değişim  | 65           | -48          | 59           | 21           | 25           |
| Diğer uzun vadeli yükümlülükler    | 17         | 17           | 21           | 25           | 29           | <b>Serbest nakit akışı</b> | <b>-5</b>    | <b>155</b>   | <b>76</b>    | <b>150</b>   | <b>192</b>   |
| <b>Uzun vadeli yükümlülükler</b>   | <b>122</b> | <b>86</b>    | <b>98</b>    | <b>105</b>   | <b>114</b>   | <b>Büyüme ve marjlar</b>   |              |              |              |              |              |
| <b>Özkaynaklar</b>                 | <b>140</b> | <b>247</b>   | <b>344</b>   | <b>462</b>   | <b>594</b>   | Net satışlar               | 24,2%        | 36,2%        | 24,8%        | 17,6%        | 17,2%        |
| Ana ortaklığa ait                  | 140        | 247          | 344          | 462          | 594          | FAVÖK                      | 25,5%        | 47,6%        | 29,3%        | 21,4%        | 21,5%        |
| Kontrol gücü olmayan paylar        | 0          | 0            | 0            | 0            | 0            | Net kâr                    | 54,9%        | 65,7%        | 42,9%        | 26,7%        | 24,5%        |
| <b>Toplam kaynaklar</b>            | <b>927</b> | <b>1.075</b> | <b>1.305</b> | <b>1.537</b> | <b>1.796</b> | Brüt marj                  | 51,0%        | 50,9%        | 51,1%        | 51,3%        | 51,5%        |
| Net borç                           | 178        | 112          | 95           | 18           | -73          | Esas faaliyet kâr marjı    | 9,4%         | 10,6%        | 11,4%        | 11,8%        | 12,1%        |
| Net işletme sermayesi              | 110        | 62           | 121          | 142          | 167          | FAVÖK marjı                | 13,0%        | 14,1%        | 14,6%        | 15,1%        | 15,6%        |
| Net işletme sermayesi (operasyone) | 98         | 67           | 109          | 128          | 150          | Net marj                   | 4,0%         | 4,8%         | 5,5%         | 5,9%         | 6,3%         |
| Yatırılan sermaye                  | 403        | 366          | 447          | 491          | 533          | Serbest nakit akışı marjı  | -0,4%        | 8,7%         | 3,4%         | 5,7%         | 6,3%         |
| <b>Oranlar</b>                     |            |              |              |              |              | <b>Hisse başına (TL)</b>   |              |              |              |              |              |
| <b>Karlılık</b>                    |            |              |              |              |              | Net kâr                    | 1,04         | 1,73         | 2,47         | 3,13         | 3,90         |
| Özsermaye kârlılığı                | 43,9%      | 44,3%        | 41,5%        | 38,6%        | 36,7%        | Özsermaye                  | 2,83         | 4,98         | 6,93         | 9,31         | 11,96        |
| Net kâr                            | 4,0%       | 4,8%         | 5,5%         | 5,9%         | 6,3%         | Temettü                    | 0,00         | 0,00         | 0,52         | 0,75         | 1,25         |
| Aktif devri                        | 1,8x       | 1,8x         | 1,9x         | 1,8x         | 1,8x         | <b>Değerleme</b>           |              |              |              |              |              |
| Kaldıraç                           | 6,3x       | 5,2x         | 4,0x         | 3,5x         | 3,2x         | F/K                        | 49,2x        | 29,7x        | 20,8x        | 16,4x        | 13,2x        |
| Aktif kârlılığı                    | 7,0%       | 8,6%         | 10,3%        | 10,9%        | 11,6%        | F/DD                       | 18,1x        | 10,3x        | 7,4x         | 5,5x         | 4,3x         |
| Yatırılan sermaye kârlılığı        | 22,4%      | 32,8%        | 36,0%        | 40,1%        | 45,0%        | FD/FAVOK                   | 16,5x        | 10,9x        | 8,4x         | 6,7x         | 5,3x         |
| <b>Kaldıraç</b>                    |            |              |              |              |              | FD/Net satışlar            | 2,1x         | 1,5x         | 1,2x         | 1,0x         | 0,8x         |
| Net borç/toplam varlıklar          | 36%        | 35%          | 32%          | 29%          | 26%          | Temettü verimi             | 0,0%         | 0,0%         | 1,0%         | 1,5%         | 2,4%         |
| Net borç/özsermaye                 | 1,27       | 0,45         | 0,28         | 0,04         | -0,12        | Serbest nakit akışı verimi | -0,2%        | 6,1%         | 3,0%         | 5,9%         | 7,5%         |
| Net borç/FAVÖK                     | 1,27       | 0,53         | 0,34         | 0,05         | -0,18        |                            |              |              |              |              |              |

Kaynak: Mavi ve Tacirler Yatırım Araştırma

\* Bütün rakamlar milyon TL olarak ifade edilmiştir. Mavi'nin mali yılı Şubat başlangıcı ve Ocak kapanışı arasındır. 2018 verisi 2018 Şubat ve 2019 Ocak arası dönemi kapsamaktadır.

## Yatırım Merkezlerimiz

**Genel Müdürlük**

Nispetiye Cad. B-3 Blok Kat: 9 Akmerkez  
Etiler - İSTANBUL  
0 212 355 46 46

**Adana**

Cemal Paşa Mah. Gazipaşa Bul.  
Cemal Uğurlu Apt. Kat: 1 D: 4 ADANA

(0 322) 457 77 55

**Ankara**

Remzi Oğuz Arık Mah. Tunalı Hilmi Cad.  
Yaprak Apt. No: 94 Kat: 2 D: 9  
Kavaklıdere Çankaya - ANKARA

(0 312) 435 18 36

**Antalya**

Şirinyalı Mah. İsmet Gökşen Cad. Özden  
Apt. No:82/6 Muratpaşa - ANTALYA

(0 242) 248 45 20

**Bakırköy**

İstanbul Cad. Bakırköy İş Merkezi No:  
6 Kat: 4 D: 14 Bakırköy - İSTANBUL

(0 212) 570 52 59

**Bursa**

Muradiye Mah. Çekirge Cad. Koçer Apt.  
No: 49 Kat: 2 D: 4 Osmangazi - BURSA

(0 224) 225 64 10

**Denizli**

Saraylar Mah. 2. Ticari Yol No: 32 Kat: 5  
DENİZLİ

(0 258) 265 87 85

**Erenköy**

Bağdat Cad. Çubukçu Apt. No: 333  
Kat: 2 D: 4 Kadıköy - İSTANBUL

(0 216) 348 82 82

**Gaziantep**

İncilipinar Mah. Gazimuhtarpaşa Bul.  
Kepkepzade Park İş Merkezi B Blok No:  
18 Kat: 1 D: 5 GAZİANTEP

(0 342) 232 35 35

**Girne**

Şehit Necati Gürkaya Mevkii Çağdaş Apt.  
Kat: 1 D: 1 Girne - KKTC

(0 392) 815 14 54-55-56

**İzmir**

Şair Eşref Bul. Ragıp Şanlı İş Merkezi  
No: 6 Kat: 3 D: 306 Çankaya - İZMİR

(0 232) 445 01 61

**İzmit**

Hürriyet Cad. Kaya İşhanı No: 39/5 İzmit -  
KOCAELİ

(0 262) 323 11 33

**İzmit İrtibat**

Ömerağa Mah. Alemdar Cad. İ. Kolaylı  
Apt. No: 8 Kat: 2 İzmit KOCAELİ

(0 262) 260 01 01

**Karadeniz Ereğli**

Murtaza Mah. Hamamüstü Sok. İ. Esat  
Taneri İş Merkezi No: 19 Kat: 2  
Karadeniz Ereğli - ZONGULDAK

(0 372) 316 40 50

**Kartal**

Üsküdar Cad. Cevat Kayacan Apt. No:  
26 Kat: 4 D: 8 Kartal - İSTANBUL

(0 216) 306 22 71 - 306 22 06

**Kayseri**

Cumhuriyet Mah. Turan Cad. Turan Plaza  
Apt. No:8 Kat:2 D:5 Melikgazi / KAYSERİ

(0 352) 221 08 68 - 222 82 51

**Mersin**

Çankaya Mah. Bahri Ok İş Merkezi B  
Blok No: 78 MERSİN

(0 324) 238 11 89

**Marmaris İrtibat Bürosu**

Kemeraltı Mah. Orgeneral Mustafa  
Muğlalı Cad. Güven Apt. No: 22 D: 2  
Marmaris / MUĞLA

(0 252) 321 08 00

## Uyarı Notu

Bu raporda yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmakta olup finansal bilgi ve genel yatırım tavsiyesi kapsamında hazırlanmıştır ve hiçbir şekilde 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.

Yatırım Danışmanlığı hizmeti talep edilmesi halinde; yatırımcının Tacirler Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ile Yatırım Danışmanlığı sözleşmesi imzalamış olması, Yerindelik Testi'ni tamamlamış ve risk grubunun belirlemiş olması zorunludur.

Bu raporda yer alan her türlü bilgi, yorum ve tavsiye uygunluk testi ile tespit edilecek risk grubunuz ve getiri beklentiniz ile uyumlu olmayabilir. Dolayısıyla, uygunluk testi neticesinde risk grubunuz tespit edilmeden sadece burada yer alan bilgilere dayanılarak yatırım kararı verilmesi amaç, bilgi ve tecrübenize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

Bu rapor herhangi bir sürede belirli bir getirinin sağlanacağına dair bir taahhüt içermemekte olup, zaman içerisinde piyasa koşullarında meydana gelen değişiklikler nedeniyle yorum ve tavsiyelerde değişiklikler söz konusu olabilir. Bu raporda bahsedilen yatırım araçlarının fiyatları ve değerleri yatırımcıların menfaatlerine aykırı olarak hareket edebilir ve netice itibarıyla yatırımcılar anaparalarını kaybetme riski ile karşı karşıya kalabilirler. Bu raporda yer alan geçmiş performans verileri gelecekte elde edilecek sonuçların bir garantisi olarak kabul edilemez.

Bu raporda yer alan tüm bilgiler ve görüşler yatırımcıları bilgilendirmek amacıyla, Tacirler Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından güncel ve güvenilir kaynaklardan temin edilmiş olmakla beraber, Tacirler Yatırım Menkul Değerler A.Ş. söz konusu bilgilerin doğru ve tam olduğunu taahhüt etmemektedir. Raporlardaki yorumlardan, bilgilerin tam veya doğru olmaması ve/veya güncellenme nedeniyle doğabilecek maddi ve manevi zararlardan Tacirler Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ve çalışanları sorumlu tutulamaz.

Bu rapor, sadece gönderildiği kişilerin kullanımı içindir. Bu raporun tümü veya bir kısmı Tacirler Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin yazılı izni olmadan çoğaltılamaz, yayınlanamaz veya üçüncü kişilere gösterilemez, ticari amaçla kullanılamaz. Aksi halde, Tacirler Yatırım Menkul Değerler A.Ş. uğramış olduğu bütün zarar ve ziyanı talep etme hakkını saklı tutar.