

Mavi Giyim

Halka Arz Raporu

Mayıs 2017



Başarı Hikayesi Daha Bitmedi

“İŞBU RAPOR, RAPORDA MEVZUBAHİS MENKUL KIYMETLERİN TÜRKİYE’DE HALKA ARZI VEYA BU MENKUL KIYMETLERİN SATIN ALINMASI İÇİN YAPILAN GENEL BİR ÇAĞRI ANLAMINA GELMEMEKTEDİR. TÜRKİYE’DE HALKA ARZ EDİLEN MENKUL KIYMETLERE İLİŞKİN YATIRIM KARARLARI T.C. BAŞBAKANLIK SERMAYE PİYASASI KURULU TARAFINDAN 6362 SAYILI KANUN VE İLGİLİ SERMAYE PİYASASI MEVZUATI HÜKÜMLERİ ÇERÇEVESİNDE ONAYLANAN HALKA ARZ İZAHNAMESİNİN YAYINLANMASI VE İLGİLİ İZAHNAMENİN YATIRIMCI TARAFINDAN İNCELENMESİNİ MÜTEAKİP ALINMALIDIR. İŞBU RAPORUN ELEKTRONİK VEYA BASILI OLARAK, KISMEN VEYA TAMAMEN, HERHANGİ BİR ÜÇÜNCÜ KİŞİYE İLETİLMESİ, YAYIMLANMASI VEYA PAYLAŞILMASI YASAKTIR.”

İÇİNDEKİLER

I. YATIRIMCI ÖZETİ	4
Olumlu Yönler	4
Olumsuz Yönler	5
II. ŞİRKETE ÖZET BAKIŞ	6
III. ŞİRKET ANALİZİ	7
Türkiye Faaliyetleri	12
Yurtdışı Faaliyetleri	15
IV. FİNANSAL ANALİZ	17
V. SEKTÖR ANALİZİ	20
VI. DEĞERLEME ve PROJEKSİYONLAR	22
VII. ÖZET FİNANSALLAR	26

Başarı Hikayesi Daha Bitmedi

HALKA ARZ RAPORU

Güçlü marka, büyüyen pazar...

Türkiye’de jean pazarında akla ilk gelen marka olan Mavi (Kaynak: GFK), şirket verilerine göre 20 yıldır pazar lideri. Euromonitor’e göre şirket, 3 milyar TL büyüklüğe ulaşan jean pazarında, 2016 itibarıyla %24 pazar payına sahip. Mavi’nin önümüzdeki yıllarda Türkiye’de her yıl ortalama 25 yeni mağaza açarak ve yılda 5 mağazanın metrekaresini genişleterek, brüt satış alanını önümüzdeki beş yılda yıllık ortalama %12 oranında büyüteceğini tahmin ediyoruz. Mevcut mağazalarında ise ortalama birebir büyüme oranının önümüzdeki beş yılda yıllık ortalama %15,6 olmasını öngörüyoruz.

Uluslararası alanda bilinen Türkiye markalarından biri...

Mavi, ürünlerinin kalitesi ve başarılı iletişim stratejisi ile yurtdışında tanınan sınırlı sayıda Türkiye markalarından biri olmayı başardı. 2016 yılında şirket satışlarının %18’ini yurtdışı pazarlardan elde etti. ABD ve Avrupa’da toptan ve internet satış kanalları aracılığı ile Kanada ve Rusya’da ise perakende satış ağını genişleterek satışlarını daha da arttırabilir.

Perakendenin payının artmasıyla brüt kar marjı daha da artabilir...

Toplam yurtiçi satışları içerisinde, karlılığı daha yüksek perakende satışlarının payının artması sonucunda brüt kar marjı 2014’teki %48,6’dan 2016’da %51’e yükseldi. Perakende satışların toplam içerisindeki payının artmaya devam etmesiyle brüt kar marjında daha da artış potansiyeli bulunuyor. FAVÖK marjının ise, brüt kardaki iyileşme, ölçek ekonomisi ve daha verimli mağaza yönetimi ile mevcut %13’lük seviyeden %15,8’e kadar yükselmesini tahmin ediyoruz.

Güçlü nakit yaratan iş modeli ve sağlam bilanço yapısı.

Şirket, 2016 yılında gerçekleştirdiği FAVÖK’ün %37’si kadar (63 mn TL) serbest nakit akışı elde etti. ABD ve Kanada operasyonlarının satın alımı sonrasında net borç pozisyonu 31 Ocak 2017 sonu itibarıyla 178 milyon TL’ye ulaştı. Öte yandan, Net borç/FAVÖK rasyosu ise sadece 1,0x.

Makroekonomik gelişmeler ve tüketici güvenine hassas faaliyet alanı.

Perakende sektörü, tüketici güveni, enflasyon, ve işsizlik gibi makro ekonomik parametrelerdeki değişimlere oldukça hassas. Nitekim, tüketici güveninin düşük olduğu 2016 yılında (özellikle başarısız darbe girişiminin gerçekleştiği Temmuz ayında) aynı mağaza birebir büyüme oranı ortalamaların altına gerileyerek yılı %10,8 olarak tamamladı. Dolayısıyla, ekonominin zayıfladığı ve güven endeksinin gerilediği dönemlerde şirketin faaliyetlerinin olumsuz etkilenmesi önemli bir risk faktörü.

Döviz bazlı kira giderleri kar marjları için risk oluşturabilir. Faaliyet giderlerinin %33’ünü oluşturan kira giderleri kısmen döviz bazlı. Dolayısıyla, TL’nin sert değer kaybettiği dönemlerde yüksek kira ödemeleri kar marjlarını baskılayabilir.

Perakende sektöründe rekabet yeni oyuncuların girmesiyle artıyor.

Türkiye perakende sektörünün cazip büyüme potansiyeli olmasından ötürü, son yıllarda yerli ve yabancı markaların hızlıca giriş yaptığı bir sektör haline geldi. Mavi, marka değeri ve kaliteli ürünleri ile jean pazarında lider konumda olmasına rağmen, rekabetin daha da artması önümüzdeki yıllarda satış büyümeleri veya karlılığı olumsuz etkileyebilir.

Özet Mali Veriler

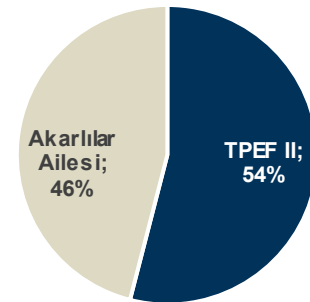
TL mn	2014	2015	2016	2016PF*
Satış Gelirleri	895	1053	1308	1368
<i>büyüme%</i>		18%	24%	
Brüt Kar	435	524	667	697,9
<i>Brüt Kar Marjı</i>	48,6%	49,8%	51,0%	51,0%
FAVÖK	107	135	170	177
<i>FAVÖK Marjı</i>	12,0%	12,9%	13,0%	12,9%
Net Kar**	19	33	50	51,1
<i>Net Kar Marjı</i>	2,1%	3,2%	3,8%	3,7%
Varlıklar	495	551	894	
Yükümlülükler	434	456	753	
Özsermaye	62	96	140	
Net Borç	-99	-78	-178	
<i>Net Borç/FAVÖK</i>	0,9	0,6	1,0	

Kaynak : Mavi Finansal Tablolar

*2016 proforma mali tablo verileri, Ağustos 2016’da satın alınan ABD ve Kanada operasyonlarının tüm yıl katkısını göstermek için paylaşılmıştır.

**Ana ortaklık payları

Sermayedar Yapısı*



Kaynak : Mavi , * nihai yapı

İlyas Safa Urgancı

iurganci@isyatirim.com.tr

+90 212 350 25 52

I. YATIRIMCI OLUMLU YÖNLER

ÖZETİ

Hızlı büyüyen perakende pazarında güçlü konumlanma

Yeni mağaza açılışları ve birebir büyüme ile satış gelirlerinin artmaya devam etmesi

Brüt kar marjında, perakendenin payının artmasıyla yakalanacak potansiyel iyileşme

Güçlü serbest nakit akışı yaratma kabiliyeti ve bilanço yapısı

Türkiye giyim perakende sektörünün hızlı büyüme potansiyeli bulunuyor. Euromonitor verilerine göre, genç nüfus, artan gelir seviyesi, köyden kente göç, modern alışveriş merkezlerinin sayısının artması ile birlikte Türkiye giyim perakende pazarı geçtiğimiz beş yılda yıllık ortalama %9 büyüyerek 48 milyar dolara ulaştı. Pazarın büyümesini sağlayan bu dinamiklerin hala mevcut olduğunu söyleyebiliriz. Nüfus yaş ortalaması 32 olan Türkiye’de, artan milli gelirden kişi başına düşen payın artması ile birlikte tüketiminde aynı oranda artacağını tahmin ediyoruz. 2017 yılında beklediğimiz %3,8 GSMH büyüme oranının, %60’nın özel tüketim harcamalarından kaynaklanacağını tahmin ediyoruz. Ayrıca, toplam perakende pazarının içerisinde %47 olan organize perakendenin payının (Kaynak: Euromonitor) yıllar itibariyle artacak olması da pazar büyümesini sağlayacak bir diğer önemli faktör. Bahsi geçen fırsatları yakalayabilmek adına son yıllarda yabancı şirketler ve markalar da önemli yatırımlar gerçekleştirdi. Türkiye pazarının hala doygunluğa ulaşmadığını ve önümüzdeki 3 yılda perakende harcamalarının %11 YBBO ile büyüyeceğini tahmin ediyoruz. Ayrıca, kişi başı brüt kiralanabilir alan ile kişi başı perakende harcamaları halen birçok ülkenin gerisinde.

Sektör üzerinde büyüyen jean pazarının lideri. Mavi, Türkiye’de jean pazarında akla ilk gelen marka (Kaynak: GFK) ve 20 yıldır pazar lideri. Euromonitor verilerine göre şirket, 3 milyar TL büyüklüğe ulaşan jean pazarında, 2016 itibariyle %24 pazar payına sahip. Geçmiş 5 yıllık dönemde %12 YBBO’nda büyüyen jean pazarının, önümüzdeki 3 yılda %11 YBBO’nda büyüyeceği tahmin ediliyor.

Mağaza açılışları ve güçlü birebir büyüme ile perakende gelirlerinin beş yılda %23,5 YBBO ile artmasını tahmin ediyoruz. Mavi’nin geçmiş yıllara paralel olarak Türkiye’de her yıl ortalama 25 yeni mağaza açarak ve yılda 5 mağazanın metrekaresini genişleterek, brüt satış alanını önümüzdeki beş yılda yıllık ortalama %12 oranında büyüteceğini tahmin ediyoruz. Ayrıca, mağazaların birebir büyümesinin arkasındaki fatura adedi (%8) ve sepet hacim (%7) artışlarının da önümüzdeki dönemde sürdürülebilir olduğunu düşünüyoruz. Dolayısıyla, mevcut mağazalarda ortalama birebir büyüme oranının önümüzdeki beş yılda yıllık ortalama %15,6 olmasını tahmin ediyoruz.

Perakendenin payının artmasıyla yakalanacak brüt kar marjı iyileşmesi. Toplam yurtiçi satışları içerisinde, karlılığı daha yüksek perakende satışlarının payının artması sonucunda brüt kar marjı 2014’teki %48,6’dan 2016’da %51’e yükseldi. Perakende satışların toplam içerisindeki payının artmaya devam etmesiyle brüt kar marjında artış potansiyeli bulunuyor. Ayrıca, karlılığı görece yüksek ABD ve Kanada operasyonlarının katkısının artmasının da brüt kar marjını olumlu etkileyeceğini düşünüyoruz.

Başarılı faaliyet gideri yönetimi kar marjlarını destekliyor. Toplam faaliyet giderlerinin %33’ü kısmen döviz bazlı kira giderlerinden oluşuyor. Son üç yıllık dönemde TL’nin döviz karşısında sert değer kaybına rağmen, toplam kira giderlerinin yurtiçi perakende satışlara oranı 2014’teki %19’dan 2016’da sadece %20’ye yükseldi. Artışın sınırlı kalması, birebir büyümelerin güçlü olması, mağazaların bir kısmında ciro üzerinden belirlenen kiralar, yeni açılan mağazalarda daha uygun kira sözleşmeleri imzalanması ve kur sabitlemesi uygulamaları ile sağlandı. Diğer faaliyet giderlerinde de (özellikle personel) uygulanan başarılı stratejiler neticesinde FAVÖK marjı 2014’teki %11,5’ten 2016’da %13’e yükseldi. FAVÖK marjının, brüt kardaki iyileşme, ölçek ekonomisi ve daha verimli mağaza yönetimi ile %15,8’e kadar yükselmesini tahmin ediyoruz.

Güçlü nakit yaratan iş modeli ve sağlam bilanço yapısı. Şirket, 2016 yılında FAVÖK’ün %37’si kadar (63 mn TL) serbest nakit akışı elde etti. ABD ve Kanada operasyonlarının satın alımı sonrasında net borç pozisyonu 31 Ocak 2017 sonu itibariyle 178 milyon TL’ye ulaştı. Net borç/FAVÖK rasyosu ise sadece 1,0x.

Yurtdışında büyümenin önü açık. Mavi, ürünlerinin kalitesi ve başarılı iletişim stratejisi ile yurtdışında tanınan sınırlı sayıda Türkiye markasından biri olmayı başardı. 2016 yılında şirket satışlarının %18’ini yurtdışı pazarlardan elde etti. ABD ve Avrupa’da toptan ve internet satış kanalları aracılığı ile, Kanada ve Rusya’da ise perakende satış ağını genişleterek satışlarını daha da arttırabilir.

OLUMSUZ YÖNLER

**Perakende sektö-
ründe rekabet yıl-
lar itibariyle artı-
yor.**

Makroekonomik gelişmeler ve tüketici güvenine hassas faaliyet alanı. Perakende sektörü, tüketici güveni, enflasyon, ve işsizlik gibi makro ekonomik parametrelerdeki değişimlere oldukça hassas. Özellikle büyümenin yavaşladığı ve TL'nin değer kaybettiği dönemlerde, tüketicinin iştahı düşüyor. Ayrıca yaşanan terör olayları da son dönemde tüketici güvenini ve harcamaları olumsuz etkiliyor. Tüketici güvenindeki düşüş Mavi gibi perakende şirketlerine sepet hacmi ve fatura adedinin düşmesi olarak yansıyor. Nitekim, tüketici güveninin düşük olduğu 2016 yılında (özellikle başarısız darbe girişiminin gerçekleştiği Temmuz ayında) aynı mağaza birebir büyüme oranı ortalamaların altına gerileyerek yılı %10,8 olarak tamamladı. Dolayısıyla, ekonominin zayıfladığı ve güven endeksinin gerilediği dönemlerde şirketin faaliyetlerinin olumsuz etkilenmesi önemli bir risk faktörü. Dolayısıyla; Mavi'nin operasyonları, faaliyet alanları itibariyle öncelikle Türkiye, daha sonra Avrupa, Rusya, Kanada ve ABD'de ki makro ekonomik gelişmelere hassas.

**Kira giderlerinin
döviz bazlı olması
her ne kadar iyi
yönetiliyor olsa da
TL'nin zayıfladığı
dönemlerde bir
risk faktörüdür.**

Perakende sektöründe rekabet yeni oyuncuların girmesiyle artıyor. Türkiye perakende sektörünün cazip büyüme potansiyeli olmasından ötürü, son yıllarda yerli ve yabancı markaların hızlıca giriş yaptığı bir sektör haline geldi. Giyim perakendesinde birçok yabancı marka Türkiye'de mağaza yatırımı yaparken, yerli markalarda önemli yatırımlar yapıyor. Mavi, marka değeri ve kaliteli ürünleri ile jean pazarında lider konumda olmasına rağmen, yoğun rekabet önümüzdeki yıllarda satış büyümeleri ve karlılıkları olumsuz etkileyebilir.

Döviz bazlı kira giderleri kar marjları için risk oluşturabilir. Faaliyet giderlerinin %33'ünü oluşturan kira giderleri kısmen döviz bazlı. Dolayısıyla, TL'nin sert değer kaybettiği dönemlerde yüksek kira ödemeleri karj marjlarını baskılayabilir. Fakat geçtiğimiz dönemde TL'de sert değer kaybına rağmen kira giderleri artışı; birebir büyümelerin güçlü olması, bazı mağazalarda ciro üzerinden belirlenen kiralar, yeni açılan mağazalarda daha uygun kira sözleşmeleri imzalanması ve kur sabitlemesi uygulamaları neticesinde nispeten sınırlı kalmış.

TL'de değer kaybı döviz açık pozisyonu yüzünden net kar üzerinde baskı oluşturabilir. 31 Ocak 2017 tarihi itibariyle yapılan döviz kuru hassasiyeti analizine göre TL'de ABD doları ve Avro'ya karşı % 10'luk bir değer kaybının şirketin net karına olumsuz etkisi 13.5 milyon TL olarak hesaplanıyor.

Mavi Giyim

II. ŞİRKETE

ÖZET BAKIŞ

Mavi'nin ana faaliyet pazarı Türkiye. 2016 proforma satış gelirlerinin %82'si Türkiye'den, geri kalan %18'i ise yurtdışı faaliyetlerinden elde edildi. Satış kanalı bazında değerlendirdiğimizde ise faaliyetler perakende, toptan ve e-ticaret olmak üzere üç kanal üzerinden gerçekleşiyor. Perakende, şirketin kendi mağazalarından yaptığı satışları, toptan satışlar ise franchise mağazalar ile çok katlı mağazalara yapılan satışları ve e-ticaret websitesi üzerinde yapılan satışları ifade ediyor.

Şirket, 2008 yılından itibaren perakende faaliyetlerine daha fazla odaklanmaya karar verdi. 31 Ocak 2017 itibarıyla Türkiye'de 261 adet mağaza ve 117 bin metrekare satış alanına ulaşmış durumda. Türkiye faaliyetlerinde perakendenin payının ileriki yıllarda daha da yükselmesi hedefleniyor.

Yurtdışı operasyonlarında pastanın büyük bölümünü toptan satışlar oluşturmakla birlikte, Kanada ve Rusya'da perakendenin payının açılacak yeni mağazalar ile artması hedefleniyor.

Hem Türkiye hem yurtdışı için e-ticaret satışları büyük potansiyel taşıyor. Halihazırda, Türkiye'de mavi.com websitesi ve yurtdışında ABD, Canada ve Almanya'da aktif Mavi siteleri hizmet veriyor. Rusya'da ise 2017-18 yıllarında e-ticaret sitesinin aktif olması planlanıyor.

Şekil 2: Operasyonlara Özet Bakış

		Türkiye	Yurtdışı
Perakende	Satış gelirleri (TL mn)	857	41
	Mağaza sayısı	261	22
	Satış alanı (metrekare)	117 bin	4615
Toptan	Satış gelirleri (TL mn)	249	200
	Franchise mağaza sayısı	70	39
	Çeşitli toptan satış kanalı	436	4644
	Çok katlı mağaza / Ülke sayısı	174	34
E-ticaret	Satış gelirleri (TL mn)	16	8
	Satış kanalları		mavi.us Abd websitesi
		mavi.com Türkiye websitesi	mavi.ca Canada websitesi
		mavi.de Almanya websitesi	

Kaynak: Mavi

Mavi'nin gücünün temel olarak güçlü markası, kaliteli ürünleri, çeşitlenmiş satış kanalları ve müşterilerle etkin iletişiminden kaynaklandığını düşünüyoruz.

Şekil 3: Mavi'nin Temel Taşları



Kaynak: İş Yatırım

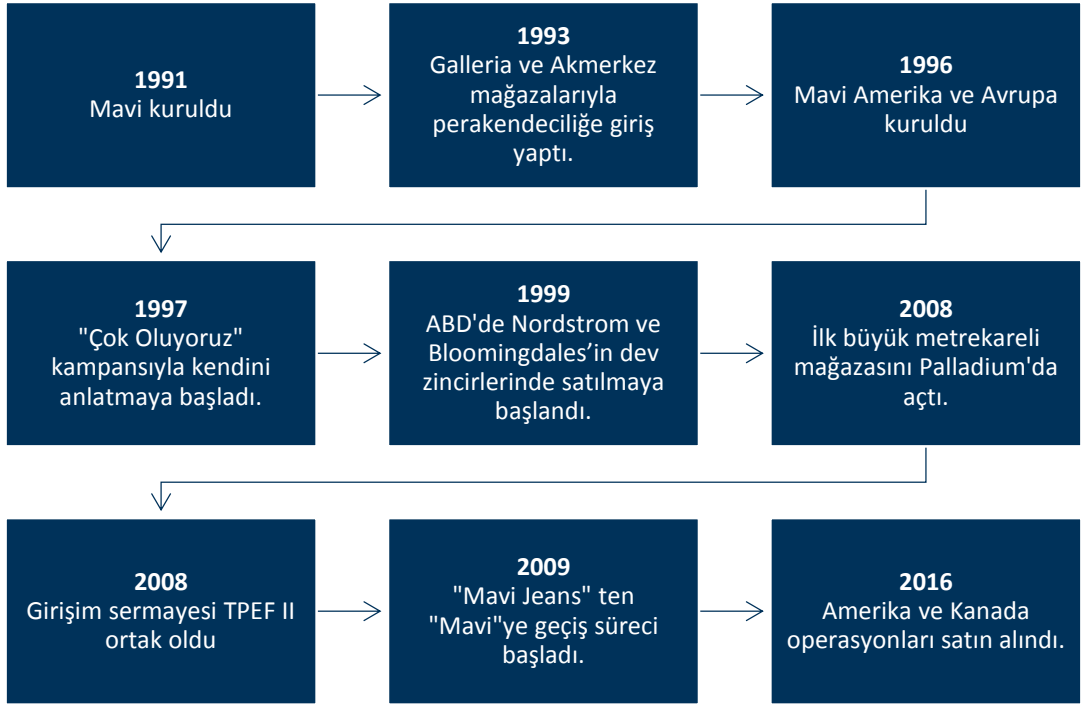
III. ŞİRKET ANALİZİ Kısaca "Mavi Giyim"

Bir aile şirketi olarak 1991 yılında faaliyetlerine "Mavi" markası altında kadın ve erkekler için jean ürünler geliştirmek, tasarlamak ve satmak olarak başlayan şirket, bugün Türkiye'nin küresel olarak tanınan en önemli moda markalarından birisi. Geçmişinde dünyaca ünlü jean markalarına üretim gerçekleştiren şirket, bu sayede jean üretimi konusunda önemli tecrübe kazandı. Sahip olduğu jean uzmanlığıyla geliştirdiği yüksek kalitede ve yenilikçi jeanlerle şirket uluslararası markalarla rekabet edebilir konuma geldi. Güçlü denim ürünlerinden güç alarak kalite ve yenilikçi çizgisini koruyan Mavi aynı zamanda uluslararası giyim ve aksesuar markasına dönüştü.

Türkiye jean pazarının lideri olan Mavi (Kaynak: Euromonitor) Türkiye'de 31 Ocak 2017 itibarıyla 331 adet mağaza ve yurtdışında ABD, Kanada, Almanya, Hollanda, Avustralya ve Rusya'nın aralarında bulunduğu ülkelerde 61 mağaza ile faaliyet gösteriyor. Tüm mağaza ağı, franchise, korner mağazalar düşüldüğünde Mavi ürünleri yaklaşık 5.500'e yakın noktada müşterilere ulaşıyor.

1996 yılında yurtdışına açılan ve bugün 8 şirket, 20 showroom'la operasyonunu yürüten Mavi'nin, New York, Vancouver, Berlin, Frankfurt, Hamburg, Münih, Dubai, Moskova ve İstanbul başta olmak üzere dünyanın en önemli moda merkezlerinde ana mağazaları bulunuyor. Mavi ürünleri, kendi perakende ağı yanı sıra, Nordstrom, Urban Outfitters, Peek&Cloppenburg, Lord&Taylor ve David Jones gibi dünyaca ünlü zincir mağazalarda, üst segment markalarla birlikte satışa sunuluyor. 3300'ün üzerinde çalışanı olan Mavi'nin jean satışları 2016 yılında 7,5 milyona ulaştı.

Şekil 1: Şirketin Tarihçesi



Kaynak: Mavi

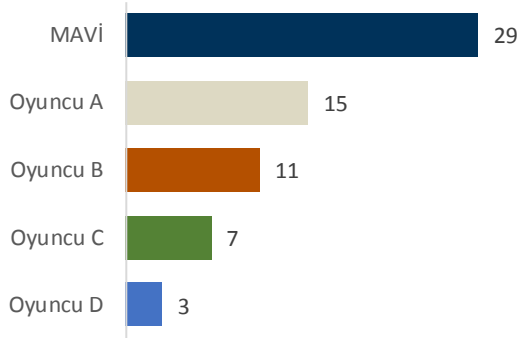
2008 yılında girişim sermayesi fonu TPEF II şirkete ortak oldu. Bu ortaklıkla beraber Mavi Jeans'ten Mavi'ye dönüşüm süreci başladı. Türkiye'de büyük metrekareli perakende mağazaları açarken, aynı zamanda kaliteli denim ürünlerinin yanı sıra yüksek kalitede hazır giyim ve aksesuar ürünleri sunmaya başladı. Uluslararası operasyonlarda ise Amerika ve Kanada'da yakalanan başarının ardından 1996'da Mavi Almanya kuruldu, 2000 yılında ise Avustralya'da faaliyetler başladı. 2011 yılında yüksek büyüme potansiyeli öngörülerek Rusya'da bir bağlı ortaklık kuruldu.

A) Güçlü Marka

Mavi'nin en önemli rekabet güçlerinden birisinin güçlü marka bilinirliği olduğunu düşünüyoruz. GFK'nın 2016 Haziran ayında hazırladığı algı raporuna göre, Mavi Türkiye'de akla ilk gelen jean markası. Araştırmaya göre kadın kategorisinde %29 ile ve erkek kategorisinde %28 ile en fazla tercih edilen jean markası. Mavi müşteri odaklı bir marka olarak kaliteli (Premium) ürünler tasarlama, geliştirme, sunma kabiliyetiyle, kendini jean pazarının markalı (sub-premium) ve ana (core) segmentlerinde konumlandırıyor. Sadece Türkiye'de değil aynı zamanda yurtdışında da Mavi'nin marka bilinirliği ve algısı oldukça güçlü. Şirketin marka imajı, yüksek fiyatlama gücüne yansırken; bu durum aynı zamanda Adriano Goldschmied'in yanı sıra, diğer önde gelen tasarımcılarla çalışmak suretiyle destekleniyor.

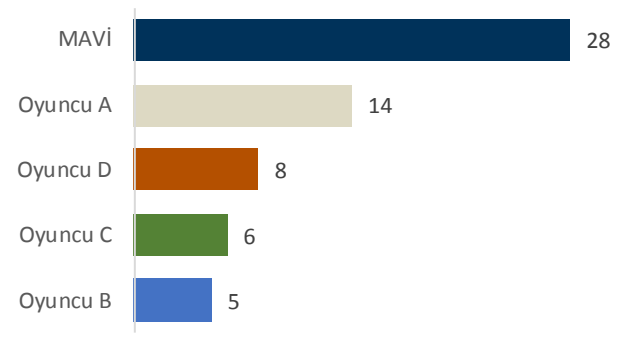
Türkiye'de en fazla tercih edilen jean markası

Şekil 4: Kadın %



Kaynak: GFK Araştırma Anketi - Haziran 2016 - Türkiye

Şekil 5: Erkek %

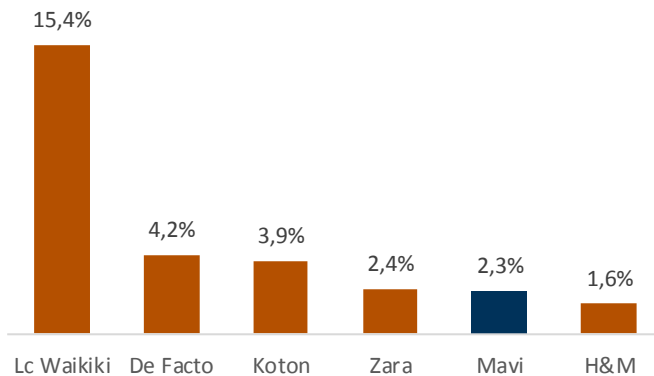


Kaynak: GFK Araştırma Anketi - Haziran 2016- Türkiye

Hızla büyüyen Türkiye jean pazarında Mavi %24 pay ile pazar lideri. Euromonitor 2016 verilerine göre Mavi, Türkiye toplam organize hazır giyim pazarında %2,3 pazar payı ile 5.sırada. Pazar lideri Lc Waikiki %15,4 pazar payına sahip. Pazardaki diğer önemli oyuncular De Facto, Koton, Zara ve H&M olarak sıralanıyor. Mavi satışlarının %44'ünü oluşturan jean ürünler pazarında 20 yıldır Türkiye'de pazar lideri. Euromonitor 2016 verilerine göre Mavi Türkiye jean pazarında %23,5 pay ile liderliğini sürdürüyor. Şekil 7'de de görüldüğü gibi Mavi'yi Lc Waikiki, Koton ve Colin's %19, %11,1 ve %6 pazar payları ile takip ediyor.

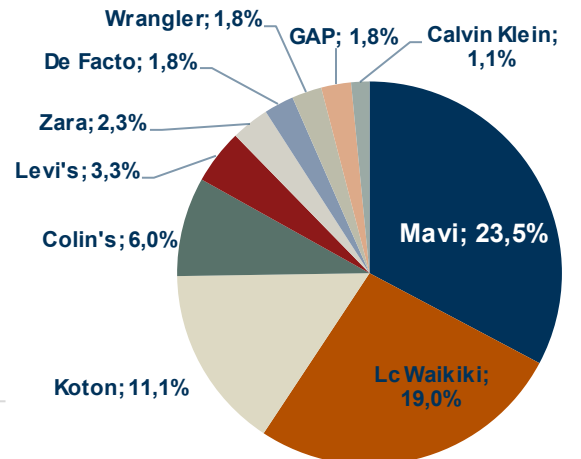
Mavi'nin güçlü marka değeri ve pazar payı fiyatlama gücüne de yansıyor. Ağırlıklı olarak markalı (sub-premium) ve ana (core) segmentlerinde konumlanan Mavi, aynı zamanda üst segment (Premium) ürünlerini de pazara sunmaktadır. Örneğin, Mavi Gold markalı premium ürünlerin toplam kadın jean ürünleri satışında payı %41 olurken, Mavi Amerika markalı premium ürünlerin toplam erkek jean ürünlerinin satışında payı %47'dir. MaviBlack markalı premium ürününün payı ise erkek jean ürünlerinde %16'dır (2016).

Şekil 6: Türkiye Giyim Perakendesi Pazar Payları



Kaynak: Euromonitor 2016

Şekil 7: Türkiye Jean Pazarı* - 2016

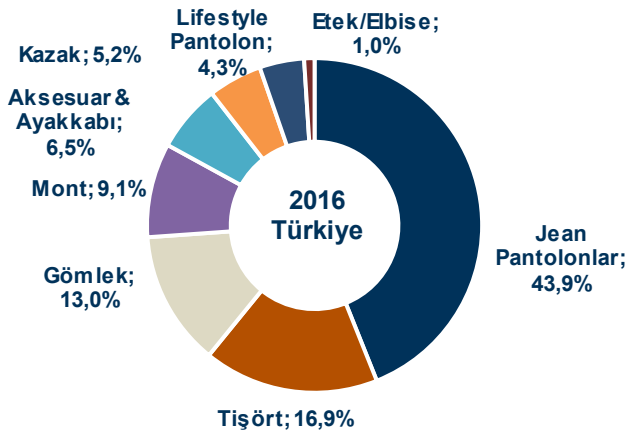


Kaynak: Euromonitor 2016 , * satış tutarı bazında

B) Kaliteli Ürünler

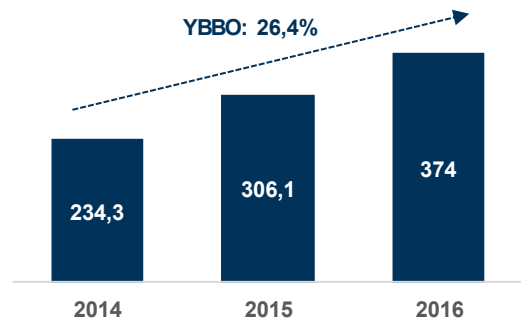
Şirket, kadın ve erkeklere yönelik jean pantolonların yanı sıra, tişörtler, gömlekler, kazaklar, montlar, jean harici pantolonlar, aksesuar, ayakkabı, etek ve elbise gibi "lifestyle" hazır giyim ürünleri de satıyor. 2016 Türkiye perakende satış gelirlerinin %44'ü (2013:%42) jean ürünlerden geri kalan %56'sı ise (lifestyle) hazır giyim ürünlerinden oluştu. Lifestyle ürünlerde de jean ürünlerde olduğu gibi kalite, müşteri memnuniyeti ve müşteri ihtiyacına göre ürün tasarlama anlayışı hakim. Ürün çeşitliliği ile mağazalardaki müşteri trafiğinin ve sepet büyüklüğünün artırılması hedefleniyor. İleriki yıllarda lifestyle ürünlerinin toplam ciro içerisinde payının bir miktar daha artacağını tahmin ediyoruz. Kategori bazında geçmiş yıl satış geliri büyümelerine baktığımızda ise jean pantolonlar son üç yılda %26 YBBO ile büyüdü. Lifestyle ürünlerinde ise tişört %26, gömlek %15, mont %44 ve aksesuar %32 büyümeye kaydetti.

Şekil 8: Satışların Ürün Bazında Kırılımı*



Kaynak: Mavi, *Türkiye Perakende Satışları

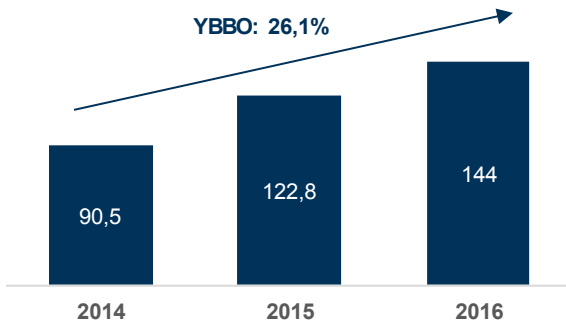
Şekil 9: Jeon Pantolonlar - TL mn



Kaynak: Mavi, Türkiye Perakende Satışları

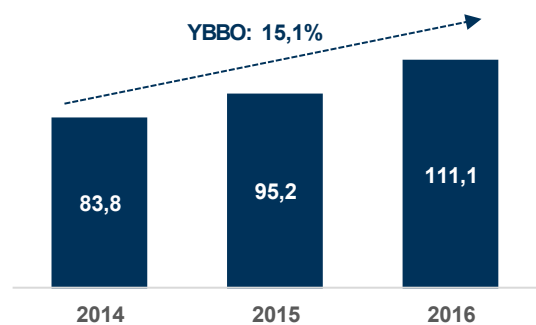
Lifestyle Ürünler

Şekil 10: Tişört - TL mn



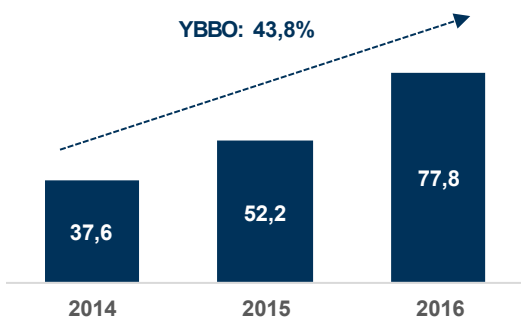
Kaynak: Mavi, Türkiye Perakende Satışları

Şekil 11: Gömlek - TL mn



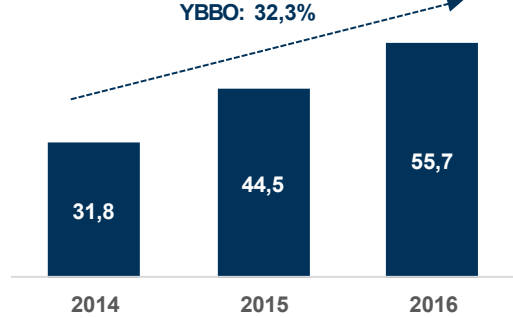
Kaynak: Mavi, Türkiye Perakende Satışları

Şekil 12: Mont - TL mn



Kaynak: Mavi, Türkiye Perakende Satışları

Şekil 13: Aksesuar - TL mn



Kaynak: Mavi, Türkiye Perakende Satışları

C) Satış Kanalları

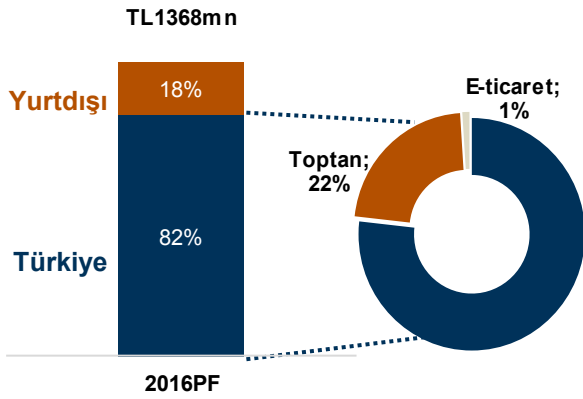
Türkiye

2008 yılından itibaren şirket Türkiye’de **perakende** faaliyetlerinin büyütülmesine odaklandı. Son 6 yılda her yıl ortalama 27 adet yeni mağaza açılışı ile 2017 Ocak sonu itibariyle 261 adet mağaza ve 117 bin metrekare satış alanına ulaştı. Geçtiğimiz yıl mağazaları toplam 55 milyon kişi ziyaret etti. 2016 yılında perakende satışlar toplam Türkiye satış gelirlerini %76’sını oluşturdu. Brüt satış alanı büyümesi, 2015 ve 2016 yıllarında metrekaresi büyük olan yeni mağazaların açılışı (yeni açılan mağazaların ortalama büyüklüğü 553 metrekare oldu) ve mevcut mağazaların genişletilerek yenilenmesi neticesinde mağaza adedi büyümesinin üzerinde kaldı.

Toptan satışlar, nihai tüketiciye satış yapan çok katlı mağaza zincirleri, korner mağazalar, üçüncü kişilere ait e-ticaret satış kanalları ve franchise sahipleri tarafından işletilen mağazaları kapsayan satışları ifade etmektedir. Toptan satışlar 2016 yılında cironun %22 sini oluşturdu.

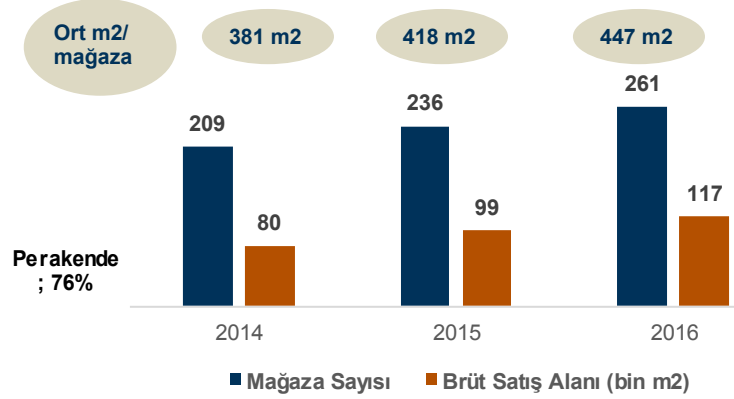
E-ticaret, şirketin kendisine ait www.mavi.com adresinde yapılan satışları ifade ediyor. E-ticaret satışları toplam satışların %1’ini oluştursa da, hızlı büyüme potansiyeli var.

Şekil 14: Türkiye Satış Kanalları - 2016



Kaynak: Mavi

Şekil 15: TR Perakende Mağaza ve Brüt Satış Alanı

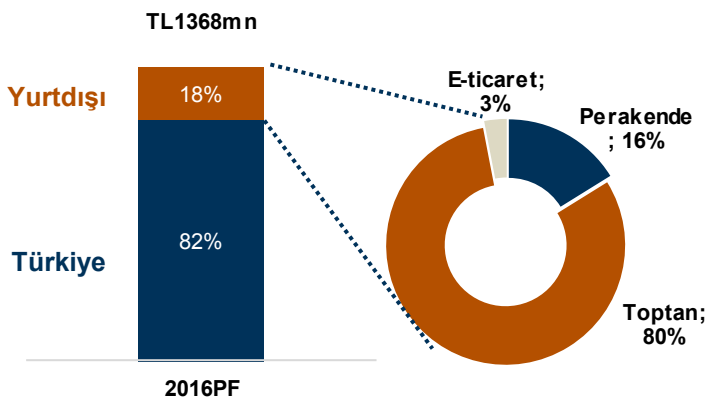


Kaynak: Mavi

Yurtdışı

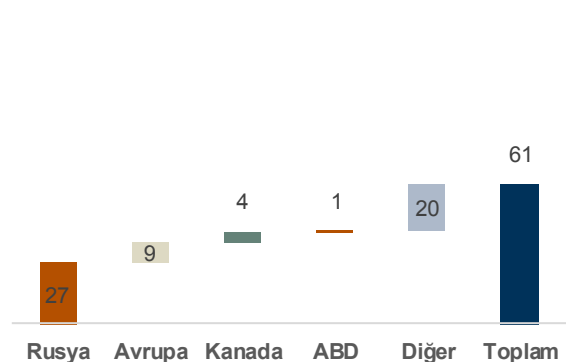
Faaliyetler 34 farklı ülkede, bağlı ortaklıklar, distribütörler ve franchise'lar tarafından gerçekleştiriliyor. Yurtdışı operasyonlarında %80 toptan satış kanalı, %16 perakende satış kanalı ve %3 e-ticaret kanalı kullanılıyor. Şirket yurtdışında ABD, Kanada, Avrupa ve Rusya'ya odaklanmış. Bu bölgelerde halihazırda toplam 61 mağaza (22 perakende ve 39 franchise mağaza) ile faaliyet gösteriyor. Toptan satış kanalı toplam 4644 satış noktasında Mavi ürünleri satılıyor. Rusya ve Kanada'da mağaza açılışları ile perakende satışlarının artırılması hedefleniyor. Büyüme açısından Rusya pazarı önemli bir potansiyel içeriyor.

Şekil 16: Yurtdışı Satış Kanalları - 2016



Kaynak: Mavi

Şekil 17: Yurtdışı Mağaza Sayıları - 2016

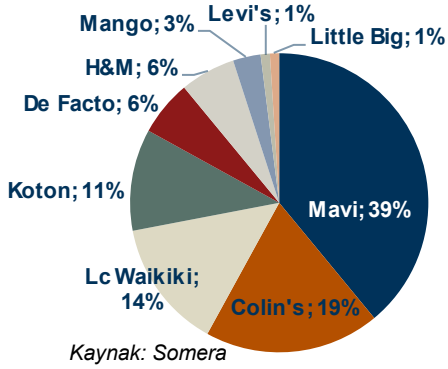


Kaynak: Mavi

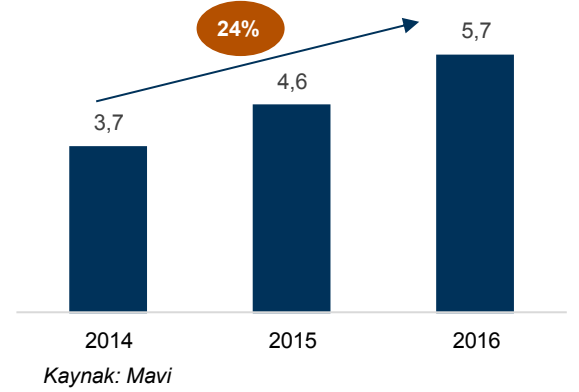
D) Etkin İletişim

Mavi, güçlü marka bilinirliğini korumak ve kaliteli ürünlerini müşterileriyle buluşturmak için en etkin iletişim kanallarını kullanıyor. Bütçenin yaklaşık %2'si pazarlama ve reklam giderlerine ayrılıyor. Mavi, Türkiye perakende pazarında en geniş sadakat kart programlarından birine sahip. "Kartuş" isimli sadakat kart kullanıcıların sayısı her yıl düzenli olarak artıyor. Geçtiğimiz son üç yılda kartuş kart sahipleri yıllık ortalama %24 artarak 2016 yılında 5,7 milyon kullanıcıya ulaşmış. Toplam kart üyeleri içerisinde yaklaşık 3,9 milyon üye son iki yıl içinde en az bir kere alışveriş yapmış aktif üyelerden oluşuyor.

Şekil 18: Sosyal Medya Görünümü



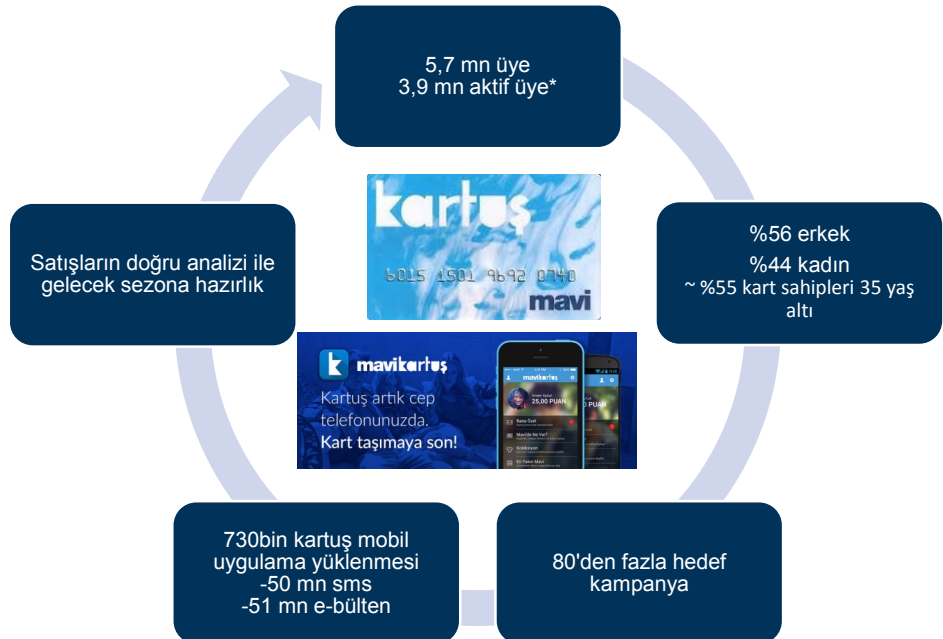
Şekil 19: Kartuş Kart Sahipleri (milyon)



2016 yılı itibariyle sadakat kartlarını kullanan perakende müşterilerinin %55'i 35 yaşın altında. Temel hedef müşteri kitlesini genç, modayı takip eden 35 yaş altı kadın ve erkekler oluşturduğundan, şirket bu segmentin artan alım gücünden faydalanıyor. Sadakat kart sahipleri diğer müşterilere oranla daha yüksek sepet hacmi ile alışveriş yapıyor. Şirket hedef kitlesine ulaşmak için her türlü reklam, kampanya ve sosyal medya faaliyetlerini etkin olarak gerçekleştiriyor. Hedef müşteri kitlesi tarafından olumlu örnek teşkil eden (rol model olarak algılanan) tanınmış model ve ünlüler reklam yüzü olarak Mavi ürünlerini tanıtıyor. Şirket 2016 yılında 84 milyon izlenme rakamı ve 3,3 milyon takipçiye ulaşan sosyal medya faaliyeti gerçekleşmiş.

Yapılan sosyal medya faaliyetleri ve sadakat kart programları ile müşterilerin tercihleri ve trendler yakın olarak takip edilerek bunlara göre gelecek sezonun hazırlıkları gerçekleştiriliyor. Dolayısıyla, etkin sadakat kart programı ve etkin iki yönlü iletişim stratejilerinin şirketin en önemli rekabet avantajları olduğunu düşünüyoruz.

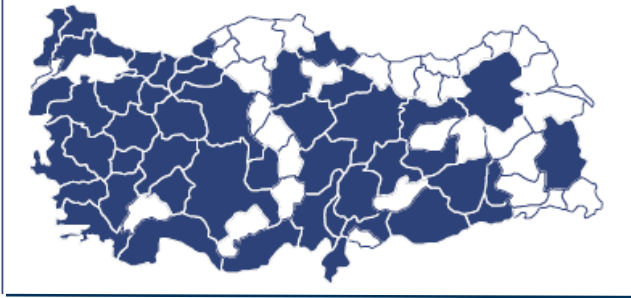
Şekil 20: Kartuş Sadakat Kart Programı



Türkiye Faaliyetleri

Mavi, satış gelirlerinin %82'sini oluşturan ana faaliyet pazarı olan Türkiye'de faaliyetlerini daha da büyütmeyi hedefliyor. 81 ilin 49'unda bulunan 261 perakende mağazası ve 70 franchise mağaza ile faaliyetlerini sürdürüyor. Mağazalar işlek caddeler üzerinde veya AVM içlerinde yer alıyor. Ayrıca, www.mavi.com internet sitesi aracılığıyla e-ticaret satışları gerçekleştiriyor.

Şekil 21: 81 ilin 49'unda Mavi mağazası



Kaynak: Mavi

Şekil 22: Türkiye Perakende Mağaza Açılışları



Kaynak: Mavi

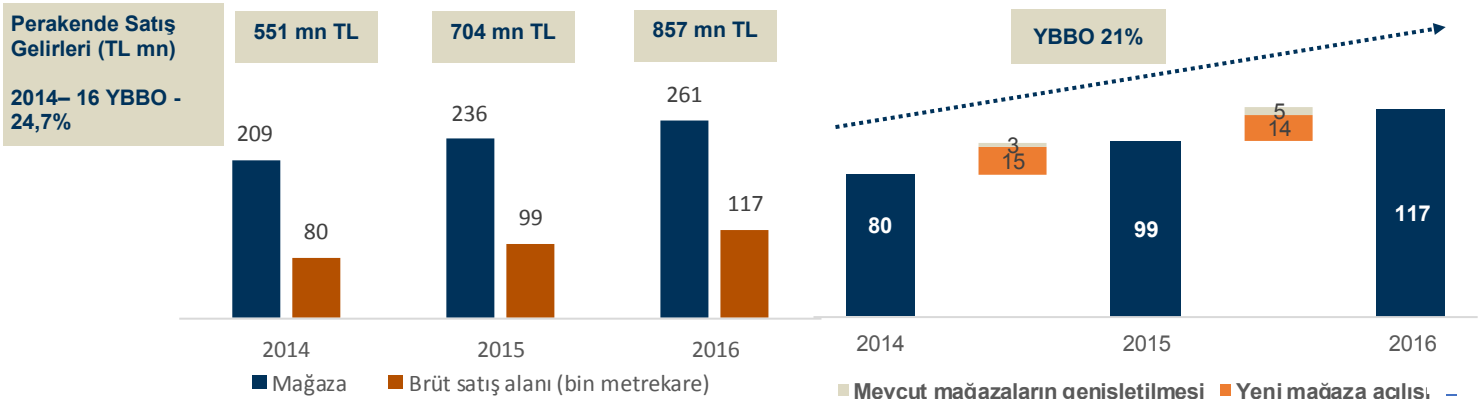
A) Perakende Faaliyetleri

Son 6 yılda her yıl ortalama 27 adet mağaza açılışı gerçekleştirilirken, aynı zamanda yeni açılan mağazaların metrekarelerinin büyük olması ve mevcut mağazaların genişletilmesi neticesinde ortalama mağaza brüt satış alanı 2014 yılındaki 381 metrekareden 2016 yılında 447 metrekareye yükseldi. Dolayısıyla, brüt satış alanı büyümesi bu yıllar içerisinde %21 YBBO'na ulaştı. 21 mevcut mağazada 4,500 metrekare brüt satış alanı genişlemesi 2016 yılındaki toplam satış alanı büyümesinin %25'ine katkı sağladı. 3 büyük il İstanbul, Ankara ve İzmir (2016 yıl sonu itibarıyla) toplam brüt satış alanının %48'ini oluşturuyor.

2008 yılında perakendeye yoğunlaşma kararı alan şirket bu alanda düzenli olarak mağaza açılışları ve franchise mağazaları devralmak suretiyle büyüdü. Önümüzdeki dönemde de geçmiş yıllardaki gibi yılda ortalama 26 adet yeni mağaza açarak büyümeye devam etmeyi hedefliyor. Ayrıca, mevcut mağazaların genişletilmesi de devam edecek. Mavi rakipleriyle mağaza ve metrekare büyüklükleri olarak kıyaslandığında, İstanbul'da %45, Ankara-İzmir-Bursa-Antalya toplamında ise %40 hane halkı başına daha düşük metrekare satış alanında faaliyet gösteriyor. Dolayısıyla, şirketin yeni mağaza açılışı ve satış alanını genişletmek anlamında rakipleri ile kıyaslandığında büyüme için yeri bulunuyor.

Perakende operasyonlarının en önemli kriterleri cazip lokasyonda, uygun büyüklükte mağaza bulunması ve kira giderlerinin doğru yönetilmesi. Kira giderleri, satış ve pazarlama giderlerinin en büyük kısmını oluşturuyor ve kira giderleri şirketin işlettiği mağazaların kira bedelinden oluşuyor. Toplam mağaza portföyünün %94'ü FAVÖK'e pozitif katkı sağlarken, %6'sı kira kaynaklı operasyonel giderlerin yüksek olması sebebiyle negatif katkı yapıyor.

Şekil 23: Perakende Mağazalar ve Satış Gelirleri Şekil 24: Brüt Satış Alanı (bin metrekare)

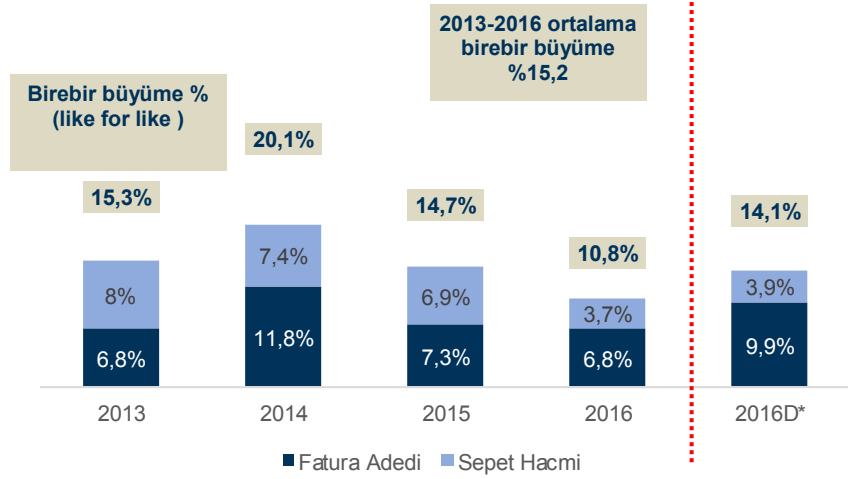


Kaynak: Mavi

Kaynak: Mavi

Aynı mağazalardaki güçlü birebir büyüme ciro artışını destekliyor. Türkiye perakende satışlarının büyümesi 2014-2016 yılları arasında %24,7 YBBO'nda gerçekleşti. Bu büyümenin en önemli faktörlerinden biri aynı mağazalarda yakalanan güçlü birebir (*like for like*) büyüme. 2013 - 2016 yılları arasında ortalama %15,2 birebir büyüme oranı gerçekleşti. 2016 yılında başarısız darbe girişimi nedeniyle Temmuz ayında kapalı kalan mağazaların etkileri çıkarılarak düzeltilmiş bakıldığında ise 2013 -2016 yılları arasında %16 ortalama birebir büyüme yakalandı. Birebir büyümenin ana faktörleri ise istikrarlı artan fatura adedi ve sepet hacmi.

Şekil 25: Aynı Mağazalar Birebir Büyüme Performansı



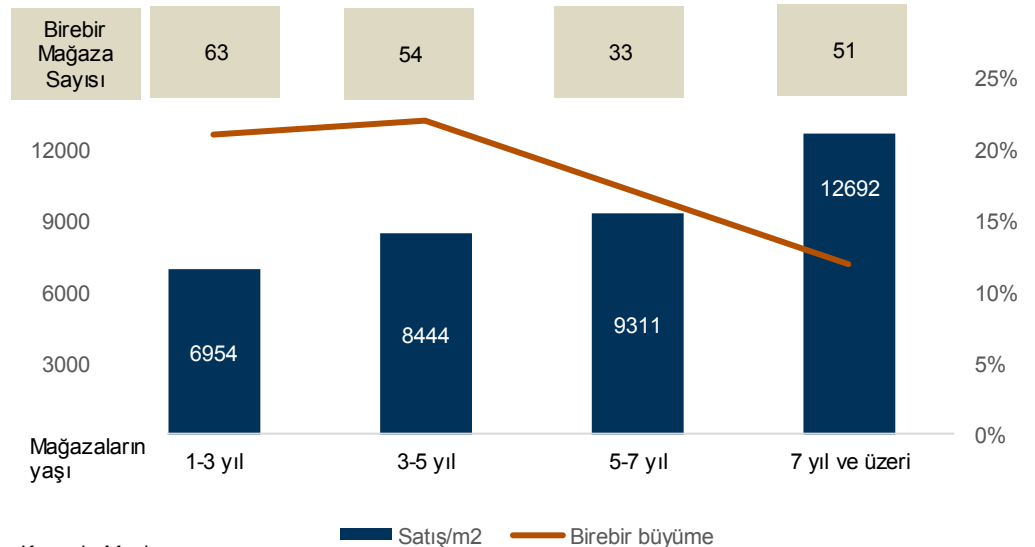
*Kaynak: Mavi, *Düzeltilmiş oran, Bir defaya mahsus 2016 yılının Temmuz ayı ve yıl boyunca İstiklal Caddesi'nde Şirket tarafından işletilen üç monobrand mağaza hariç tutularak elde edilen oran*

Fatura adedi, mağazalarda satış alanının genişletilmesi, mağaza kapasitesi ve stok devir hızına göre ürün alımının en verimli hale getirilmesi ve etkin pazarlama faaliyetleri neticesinde düzenli olarak satışa dönüşüm oranının (*conversion rate*) artmasıyla büyüdü. 2013-16 döneminde ortalama fatura adedi büyümesi %8,2 olarak gerçekleşti.

Sepet hacmi, jean ürünlerde üst segment ürünlerin payının artması veya ürünler arası sınıf geçişi sağlanması, yeni ürünlerin pazara sunulması, lifestyle ürünlerinin tüm ürünler içerisindeki payının artması, aksesuarların ürünler içerisindeki payının büyümesi neticesinde düzenli olarak artıyor. 2013-2016 dönemine bakıldığında sepet hacmi ortalama %7 artış kaydetmiş.

Yeni açılan mağazaların olgunluğa erişmesi arttıkça birebir büyümeye katkısının da artması tahmin ediliyor.

Şekil 26: Yeni Mağazaların Birebir Büyüme Potansiyel Katkısı - 2016

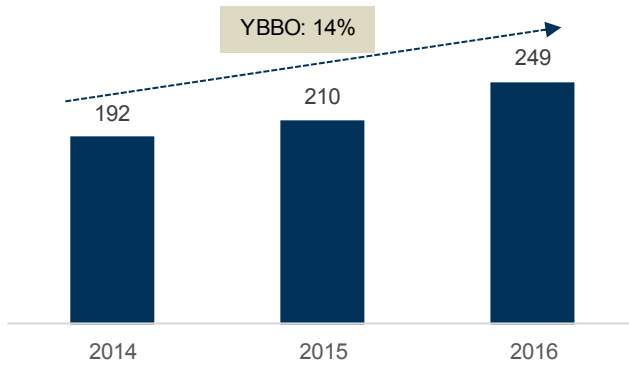


Kaynak: Mavi

B) Toptan Satışlar

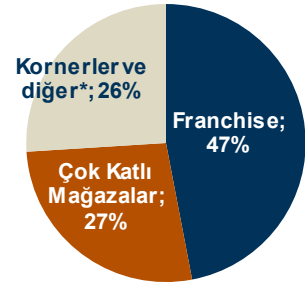
Yurtiçi satışların %22'sini oluşturan toptan satışlar, çok katlı mağaza zincirleri, münferit mağazalar, franchise mağazaları, internet üzerinden satışlar (Morhipo, Trendyol vb.) ve kurumsal satışlardan oluşuyor. 70 franchise mağaza satışı ile 2016'da gerçekleştirilen franchise satışlar toplam toptan satışların %47'sini oluşturdu. Yurtiçindeki Mavi markalı ürünleri satan 174 çok katlı mağazalara satışlar 2016 yılında toptan satışların %27'sini oluşturdu. Bir diğer satış kanalı özellikle küçük yerlerde üçüncü kişilerin sahip olduğu mağazalarda yer alan korner mağazaları. 262 korner mağazada yurtiçinde Mavi ürünleri satılıyor. Ayrıca, doğrudan müşteriye hizmet sunan internet kanallarına da (Trendyol, Morhipo vb.) satış yapılıyor. Korner mağazalar toptan satışların %24'ünü, internet satışları ise %2'sini oluşturuyor. Yurtiçi toptan satışlar 2014-16 döneminde %14 YBBO'nda büyüme kaydetti. Perakende mağazaların sayısı arttıkça, toptan satışların da toplam ciro içerisindeki payının azalacağını tahmin ediyoruz.

Şekil 27: Türkiye Toptan Satışlar (TL mn)



Kaynak: Mavi

Şekil 28: Toptan Satış Kanalları (2016)

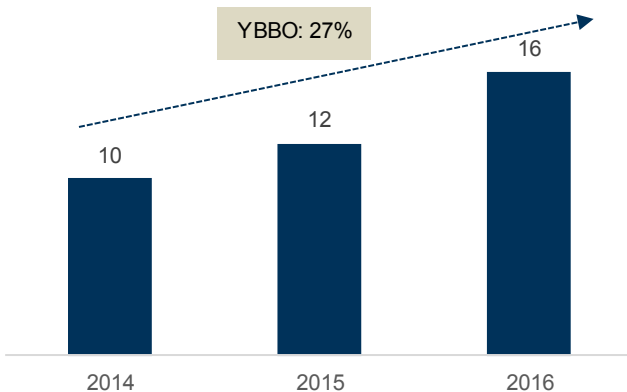


Kaynak: Mavi, *3.parti e-ticaret ve kurumsal satışları

C) E-Ticaret Satışları

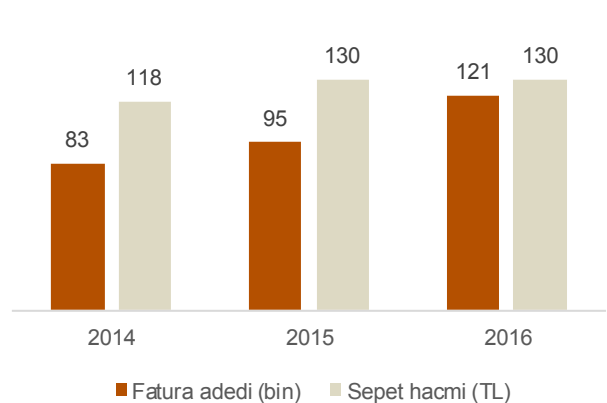
2013 yılında kurulan E-ticaret platformu 2016 yılında toplam yurtiçi satış gelirlerinin sadece %1,4'ünü oluşturdu. 2014 - 2016 yılları arasında e-ticaret satışları %27 YBBO'nda büyüdü. Türkiye'de online satış pazarı gelişmiş ülkelere kıyasla çok geride ve hızlı büyüme potansiyeli var. Türkiye'de e-ticaret alışveriş penetrasyonu %3,4 iken, bu rakam Avrupa'da %7,3, ABD'de %10,5 ve Çin'de %17,1. Artan internet, sosyal medya ve kredi kartı kullanımı buradaki potansiyeli destekliyor. Ayrıca, Türkiye'de hızla artan akıllı cep telefonu kullanımı ve 4.5G penetrasyonu da tüketicilerin internette alışveriş imkanına ulaşımını kolaylaştırıyor. Toplam ciro içerisindeki payı görece küçük de olsa, bu kanalın büyüme potansiyelinin güçlü olduğunu düşünüyoruz ve önümüzdeki 5 yılda toplam satışlar içerisindeki payının artacağını tahmin ediyoruz.

Şekil 29: Türkiye E-Ticaret Satışları (TL mn)



Kaynak: Mavi

Şekil 30: E-ticaret müşteri trafik ve sepet hacmi

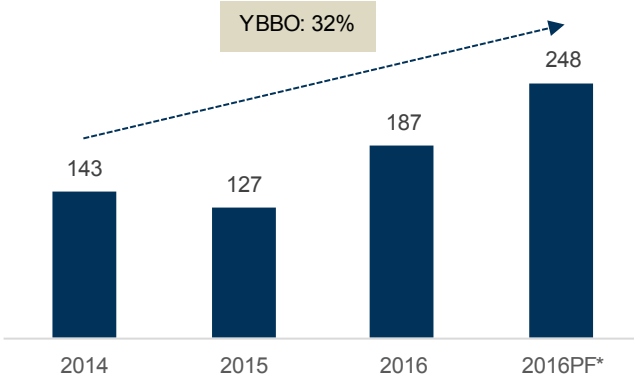


Kaynak: Mavi

Yurtdışı Faaliyetleri

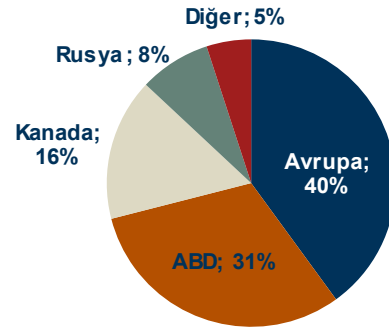
Yurtdışı faaliyetler, Avrupa, ABD, Kanada ve Rusya ile dört önemli merkezde toplanıyor. Şirket, Ağustos 2016'da Mavi Amerika ve Mavi Kanada'nın sırasıyla %100 ve %75'ine sahip olan Eflatun Giyim'in %51'ini satın aldı. Hisseler için ilk olarak 16.8 milyon TL ödeme yapıldı ve buna ilave olarak Mayıs 2017'de kesinleştirilip ödenmek üzere denetim raporunda 8.6 milyon ABD doları yükümlülük muhasebeleştirilmiştir. Şirketin yurtdışı satış gelirleri 2014-2016PF döneminde %32 YBBO artarak 248 milyon TL'ye ulaşmış ve 2016 yılında toplam gelirlerin %18'ini oluşturmuş. 2016PF satış gelirlerinin %40'ı Avrupa, %31'i ABD, %16'sı Kanada, %8'i Rusya, %5'i ise diğer ülkelerden kaynaklanıyor.

Şekil 31: Yurtdışı Satış Gelirleri (TL mn)



Kaynak: Mavi, *2016PF, Ağustos ayında satın alınan ABD ve Kanada operasyonlarının tüm yıl katkısı varsayımdır.

Şekil 32: Yurtdışı Satış Gelirleri Dağılımı, 2016PF



Kaynak: Mavi

Yurtdışı operasyonlara özet bakışı Şekil 33'de bulabilirsiniz. Rusya haricinde diğer pazarlarda satış genel olarak toptan satışlar kanalı ile gerçekleşiyor. Şirketin gelecek dönem hedefleri arasında; Kanada ve Rusya pazarında perakende operasyonları büyümek var. Dolayısıyla, bu iki pazarda perakende satışların artması bekleniyor. Mağaza açılışlarının Kanada her yıl 2-3 mağaza ve Rusya'da 4-5 mağaza olarak gerçekleşeceğini öngörüyoruz. Avrupa ve ABD pazarında ise toptan satışlar ve e-ticaret kanalları ile büyüme hedefleniyor.

Diğer yandan şirket Orta Doğu, Kuzey Afrika, Balkan ülkeleri ve Türki Cumhuriyetlere Türkiye üzerinden satış gerçekleştiriyor. Ayrıca, Avustralya'dan franchise ücreti (royalty) alınıyor. 2016 yılında bu ülkeden 1,2 milyon TL hizmet satışları kapsamında franchise ücreti kaydedildi.

Şekil 33: Yurtdışı Operasyonlara Özet Bakış

	2016PF Satış Gelirleri	Mağaza Sayısı	Satış Noktası	2014-16PF ciro YBBO (TL)	Satış Kanalları
AVRUPA	100 mn TL	9	1646	-1%	17% Toptan, 2% Perakende, 80% E-Ticaret
ABD	77 mn TL	1	1303	44%	8% Toptan, 7% Perakende, 85% E-Ticaret
KANADA	40 mn TL	4	1548	20%	15% Toptan, 2% Perakende, 83% E-Ticaret
RUSYA	20 mn TL	27	124	35%	56% Toptan, 44% Perakende
DİĞER	12 mn TL	20	23	-11%	100% E-Ticaret

Kaynak: Mavi

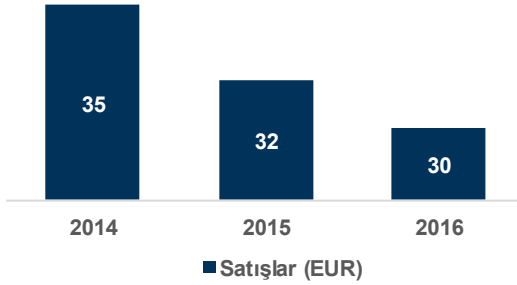
■ Toptan ■ Perakende ■ E-Ticaret

Mavi Giyim

AVRUPA

Yurtdışı satışların %40'ını oluşturan Avrupa'da Almanya merkez konumunda. Toptan satışlar faaliyetlerin %80'ini oluşturuyor. Toptan satışlar kanalının küçülmesi ve bazı kornerlara satışın durdurulması neticesinde 2014-16 döneminde Euro bazında satışlar geriledi. Fakat, perakende ve e-ticaret kanalı büyümeye devam etti. 2017 Şubat-Mart itibariyle şirket Avrupa'da TL bazında %20'nin üzerinde ciro büyümesi gerçekleştirdi.

Şekil 34: Avrupa Satış Gelirleri (mn EUR)

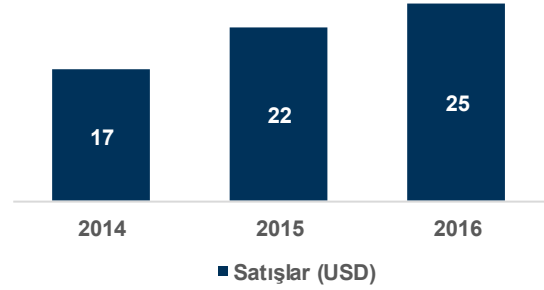


Kaynak: Mavi (Ortalama kurlardan Euro'ya çevrilmiştir)

ABD

ABD yurtdışı gelirlerin %31'ini oluşturuyor. 1996 yılında girilen Amerika pazarında, operasyonlar 2016 Ağustos itibariyle Mavi tarafından satın alındı. Faaliyetler genel olarak toptan satışlar pazarında yürütülüyor. Toptan satışları, New York'ta bulunan 1 adet perakende mağaza ve e-ticaret satışları destekliyor. E-ticaret satışları 2016 yılında dolar bazında %61 arttı. Ayrıca, 34 Heritage isimli premium marka Amerika pazarında mağazalarda satılıyor.

Şekil 35: ABD Satış Gelirleri (mn USD)

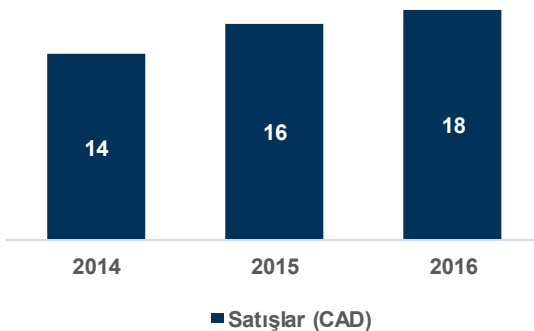


Kaynak: Mavi (Ortalama kurlardan dolara çevrilmiştir)

KANADA

Kanada operasyonları 1997'de başladı ve 2002'de Vancouver'de ilk mağaza açılışı gerçekleşti. Şirket Kanada'da perakende mağaza açılışları ile büyümeyi hedefliyor. Her sene 2-3 yeni mağaza açılışı planlıyor. Kanada'da 2016 itibariyle %15 olan perakende satışların payının yeni mağaza açılışları ile artmasını tahmin ediyoruz. Kanada'dan elde edilen satış gelirleri 2016PF olarak bakıldığında toplam yurtdışı satışlarının %16'sını oluşturuyor.

Şekil 36: Kanada Satış Gelirleri (mn CAD)

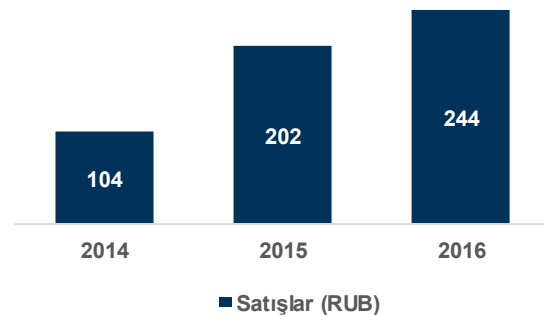


Kaynak: Mavi (Ortalama kurlardan CAD'a çevrilmiştir)

RUSYA

Rusya 2016PF yurtdışı satış gelirlerinin %8'ini oluşturuyor. İlk olarak 2011 yılında faaliyetlere başlanan ülkede, 2013 yılında Moskova'da ilk mağaza açıldı. 2015 yılında satış gelirlerindeki gerileme Rublenin TL karşısındaki sert değer kaybından kaynaklandı. Ayrıca, toptan satışlar pazarı ekonomideki daralmadan olumsuz etkilendi. Önümüzdeki 5 yılda şirket Rusya'da perakende mağazaları açarak büyümeyi hedefliyor. Halihazırda Rusya'da 8 adet perakende mağaza bulunuyor. 2017 Şubat-Mart itibariyle Rusya TL bazında %18 üzerinde ciro büyümesi gerçekleşti. Tahminlerimizde 2017-2021 yılları arasında Rusya'da her yıl 4 yeni mağaza açılışı öngördük.

Şekil 37: Rusya Satış Gelirleri (mn RUB)



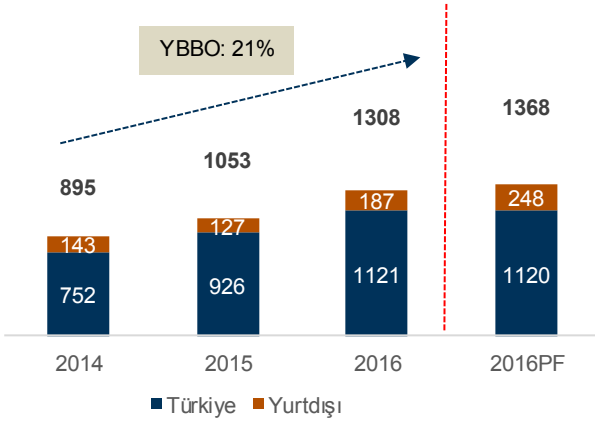
Kaynak: Mavi (Ortalama kurlardan Ruble'ye çevrilmiştir)

IV. FİNANSAL Satış Gelirleri

ANALİZ

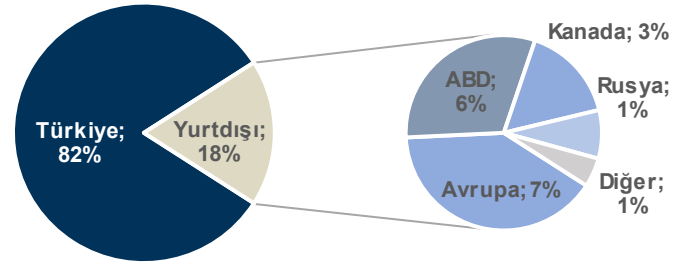
Satış gelirleri 2014 - 2016 yılları arasında %21 YBBO'nda artarak 2016 yılında 1,3 milyar TL'ye ulaştı. Bu büyümeyi sağlayan temel faktörlere baktığımızda, Türkiye satış gelirlerinin aynı dönemde %22 YBBO'nda artması ve 2016 yılı Ağustos ayında satın alınarak konsolidasyona dahil olan ABD ve Kanada operasyonlarından elde edilen 54,8 milyon TL ilave ciro olduğunu söyleyebiliriz. ABD ve Kanada operasyonlarının tüm yıl katkı sağladığı durumda 2016 proforma satış gelirleri 1,368 milyon TL olarak gerçekleşecektir. 2016PF satış gelirlerinin, %82'sini Türkiye ve %18'ini yurtdışı satış gelirleri oluşturuyor. Yurtdışı satış gelirlerinin ciro bazında dağılımına baktığımızda ise Avrupa, ABD, Kanada ve Rusya ciro büyüklüğüne göre sıralanıyor.

Şekil 38: Satış Gelirleri (TL mn)



Kaynak: Mavi

Şekil 39: Satış Gelirleri 2016PF Dağılımı

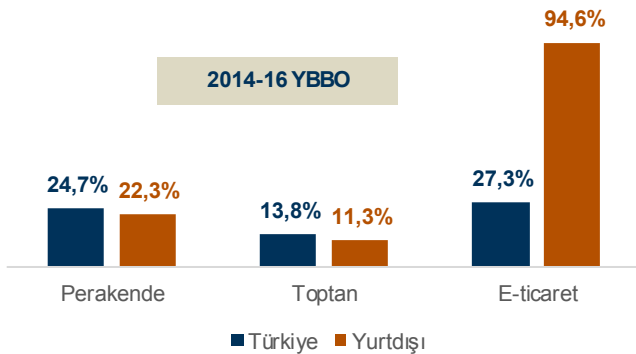


Kaynak: Mavi

Türkiye satışlarının %76'sını oluşturan perakende satış gelirleri, son üç yılda ortalama 26 adet yeni mağaza açılışı, yıllık ortalama 4 mağazada satış alanının genişletilmesi ve mevcut mağazalarda gerçekleşen ortalama %15,2'lik birebir büyüme neticesinde %24,7 YBBO'nda arttı. Yıllık birebir büyümeye fatura adedi %8,2 katkı sağlarken sepet hacim artışı %7 oldu. Fatura adedi ve sepet hacmi artışını sağlayan etkenlerin sağlıklı ve sürdürülebilir olduğunu düşünüyoruz. Türkiye toptan satışlar kanalı satışları son üç yılda %13,8, e-ticaret kanalı gelirleri ise %27,3 YBBO'nda arttı.

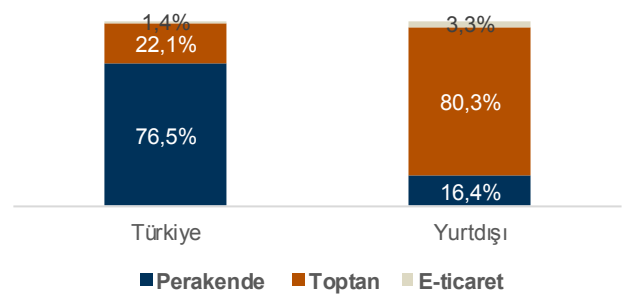
Yurtdışı satışlarının %80'i toptan kanal satışlarından oluşuyor. İleriki yıllarda Rusya ve Kanada'da mağaza açılışları ile perakendenin payının yurtdışı satış gelirlerinde artmasını bekliyoruz. Toptan satışların büyümesi 2014 - 2016 döneminde %11,3 olarak gerçekleşti. Avrupa'da toptan satışlar kanalında yaşanan problemler, bazı korner mağazalara yapılan satışların durdurulması ve Rusya'da Rublenin sert değer kaybı ve ekonomideki daralma bu iki bölgede satış gelirlerinin gerilemesine neden oldu. 2017 yılında her iki coğrafyada da toparlanma olmasını bekliyoruz. 2017 ilk iki ayda TL bazında Avrupa'da %20'nin üzerinde, Rusya'da %18'in üzerinde büyüme gerçekleşti.

Şekil 40: Satış Kanalı Bazında Büyüme



Kaynak: Mavi

Şekil 41: Cironun Satış Kanalı bazında Kırılımı - 2016

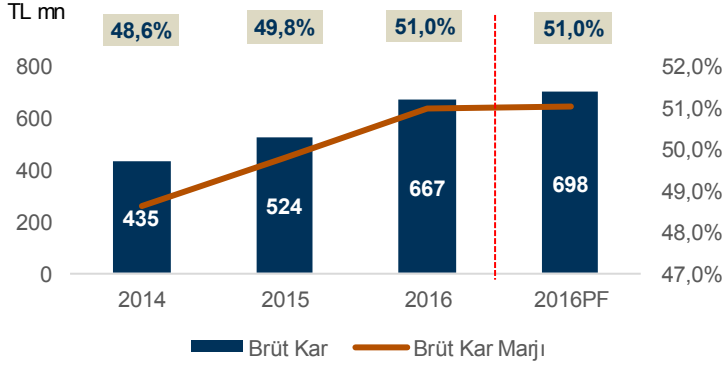


Kaynak: Mavi

Brüt Karlılık

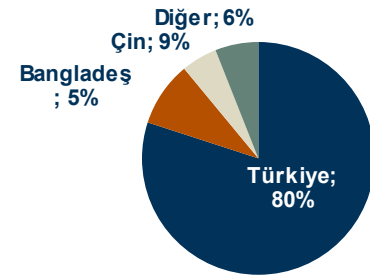
Satışların maliyeti, satılan ürünler için tedarikçilere ödenen tutarlar, nakliyat masrafları, sigorta primleri ve ithal edilen ürünler için ödenen harçlardan oluşuyor. Tedariğin %80'i Türkiye'den TL bazında gerçekleştiriliyor. Denim ürünlerin %81'inin ve tüm ürünlerin %42'sinin tedarigi grup şirketleri Irak ve Irak'ın Mısır menşeli bağlı ortaklığı Akay tarafından sağlanıyor. Brüt kar marjına yıllar itibariyle baktığımızda, 2014'ye %48,6'dan 2016'da %51'e ulaştığını görüyoruz. Yurtiçi satışları içerisinde, karlılığı daha yüksek perakende satışların payının artması brüt kar marjındaki genişlemenin temel sebebi. Ayrıca, brüt karlılığı görece yüksek ABD ve Kanada operasyonlarının konsolidasyona eklenmesi de brüt kar marjının artmasına katkı sağladı.

Şekil 42: Brüt Karlılık



Kaynak: Mavi

Şekil 43: Tedarik edilen ülkelerin dağılımı



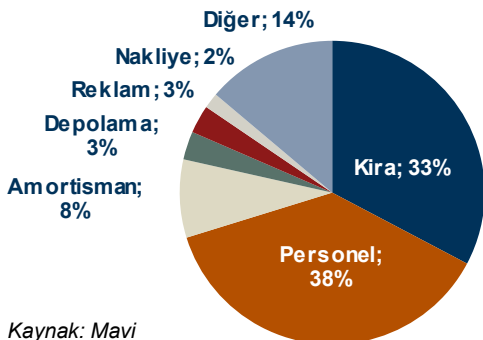
Kaynak: Mavi

Faaliyet Giderleri ve FAVÖK

Faaliyet giderleri içerisindeki en büyük pay kira ve personel giderlerine ait. Kira giderleri, Türkiye ve yurtdışındaki perakende mağazaların kira giderlerinden oluşuyor. Kira sözleşmelerinin büyük çoğunluğu döviz bazında. Öte yandan döviz bazında olan kira sözleşmelerinin bir kısmında, cironun belli bir payı olarak hesaplanan kira tutarı döviz bazlı kiranın üzerinde kalması durumunda yüksek olan tutar kira gideri olarak ödeniyor. Son üç yıllık dönemde TL'nin döviz karşısında sert değer kaybına rağmen, toplam Türkiye kira giderlerinin Türkiye perakende satışlarına oranı 2014'te %19,1'dan 2016'da sadece %20,1'e yükseldi. Güçlü birebir büyüme, bir kısım kontratlarda ciro üzerinden belirlenen kiralara, yeni açılan mağazalarda daha uygun kira sözleşmelerinin imzalanması ve kur sabitlemesi uygulamaları oran artışının sınırlı kalmasında etkili oldu.

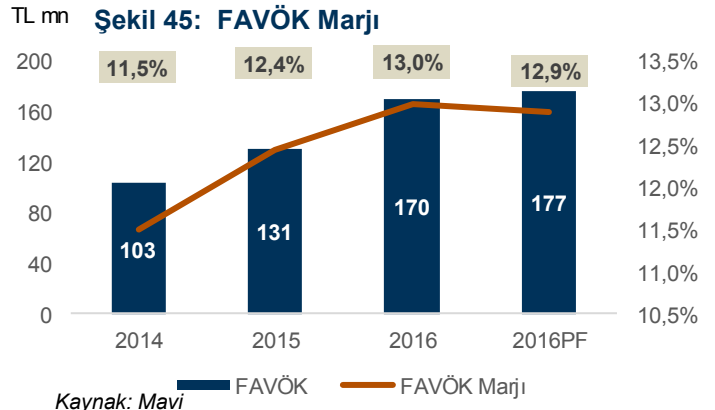
Türkiye operasyonları personel giderlerinin Türkiye satışlarına oranı 2014'de %18 iken 2016'da %17,2 olarak gerçekleşti. 2016 yılında asgari ücrette %30 artış olmasına rağmen, satış gelirlerindeki güçlü artış ve mağazalarda artan verimlilik neticesinde personel giderlerinin satışlara oranı hemen hemen sabit kaldı. Şirketin FAVÖK rakamı 2014 yılındaki 103 milyon TL'den 2016 yılında 170 milyon TL'ye yükseldi, FAVÖK marjı da aynı yıllarda %11,5'ten %13'e arttı. FAVÖK marjı iyileşmesi temel olarak brüt kar marjındaki iyileşme ve başarılı faaliyet giderleri yönetiminden kaynaklandı. İleriki yıllarda Türkiye'de perakendenin payının ciroda artmaya devam etmesi, ölçek ekonomisi ve kar marjı yüksek ABD-Kanada faaliyetlerinin artan katkısı ile, FAVÖK marjında daha da iyileşme potansiyeli olduğunu düşünüyoruz.

Şekil 44: Faaliyet Giderleri Kırılımı - 2016



Kaynak: Mavi

Şekil 45: FAVÖK Marjı

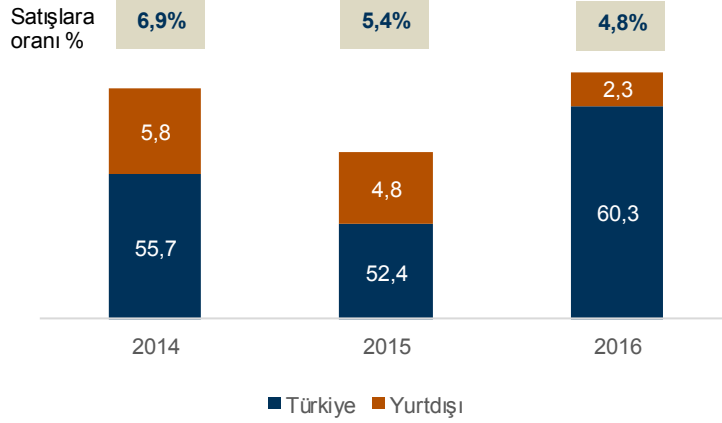


Kaynak: Mavi

Yatırım Harcamaları

Yatırım harcamalarının en önemli kısmı yeni açılan mağaza yatırımlarından oluşuyor. 2016 yılında toplam yatırım harcamalarının %65'ini yeni mağaza açılışları için yapılan yatırım harcamaları oluşturdu. Mağazaların genişletilmesi, yenilenmesi ve genel müdürlükte yapılan harcamalar yatırım tutarlarının geri kalanını oluşturuyor. 2014 - 2016 yılları arasında yatırım harcamalarının satışlara oranı %6,9'dan %4,8'e geriledi.

Şekil 46: Yatırım Harcamaları - TL mn



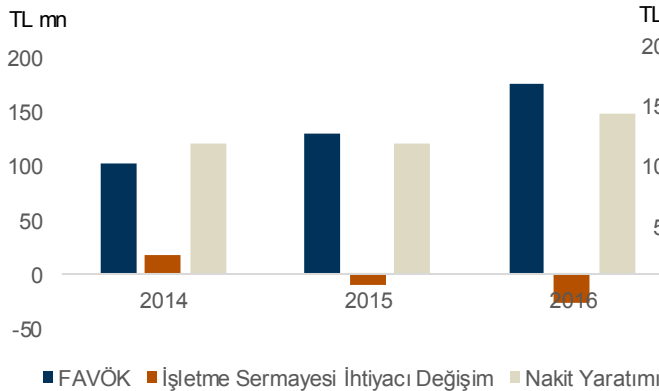
Kaynak: Mavi

İşletme Sermayesi İhtiyacı ve Nakit Döngüsü

Şirketin ortalama stok gün sayısı 130 gün, ticari alacak gün sayısı 30 gün ve ticari borçların gün sayısı 100 gün. Dolayısıyla, net nakit döngüsü 60 gün. İşletme sermayesi ihtiyacının satışlara oranına baktığımızda 2014'teki %3,7'den 2016'da %7,5'e yükseldiğini görüyoruz. Bunun temel sebebi Ağustos ayında gerçekleşen ABD ve Kanada operasyonlarının satın alınması.

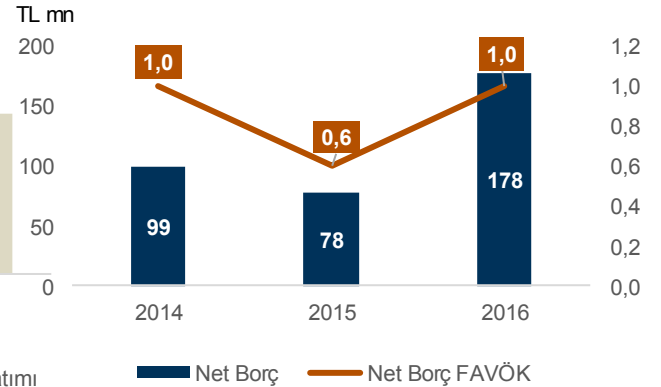
Şirketin operasyonlardan net nakit yaratımının güçlü olduğunu düşünüyoruz. ABD ve Kanada operasyonlarını satın alımı sonrasında net borç pozisyonu 31 Ocak 2017 sonu itibarıyla 178 milyon TL Net borç/FAVÖK rasyosu ise 1.0x'dir. Toplam borç pozisyonun %52'si döviz bazlı (%31 EUR ve %21 USD) ve %49'u TL cinsinden. Ayrıca, toplam döviz cinsi borcun %50'si ABD ve Kanada operasyonlarının satın alımı kaynaklı.

Şekil 47: Nakit Yaratımı - TL mn



Kaynak: Mavi

Şekil 48: Net Borç / FAVÖK



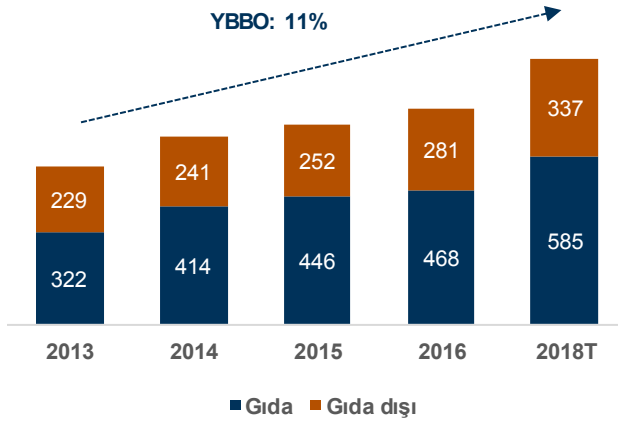
Kaynak: Mavi

V. SEKTÖR
ANALİZİ

Türkiye Giyim Perakende Sektörü

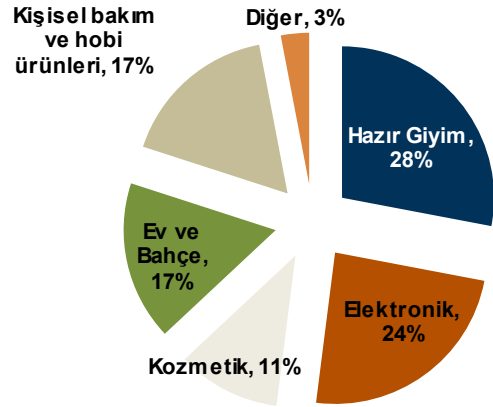
Türkiye giyim perakende pazarı son beş yılda %9 büyüdü. Genç nüfus, artan gelir seviyesi, köyden kente göç, modern alışveriş merkezlerinin sayısının artması ile birlikte Türkiye giyim perakende pazarı geçtiğimiz beş yılda yıllık ortalama %9 büyüyerek 48 milyar dolara ulaştı. Toplam perakende pazarının içerisinde %47 olan organize perakendenin payının yıllar itibariyle artacak olması da pazar büyümesini sağlayacak en önemli faktörlerden biri. Bahsi geçen fırsatları yakalayabilmek adına son yıllarda yabancı şirketlerde önemli yatırımlar yaptı. Fakat Türkiye pazarının hala doygunluğa ulaşmadığı ve önümüzdeki 3 yılda perakende harcamalarının %11 YBBO ile büyüyeceği tahmin ediliyor (Kaynak: PWC). Kişi başı brüt kiralanabilir alan ile kişi başı perakende harcamalarının halen birçok ülkenin gerisinde.

Şekil 49: Türkiye Perakende Pazarı - TL milyar



Kaynak: Pwc

Şekil 50: Gıda dışı perakende Pazar dağılımı 2016

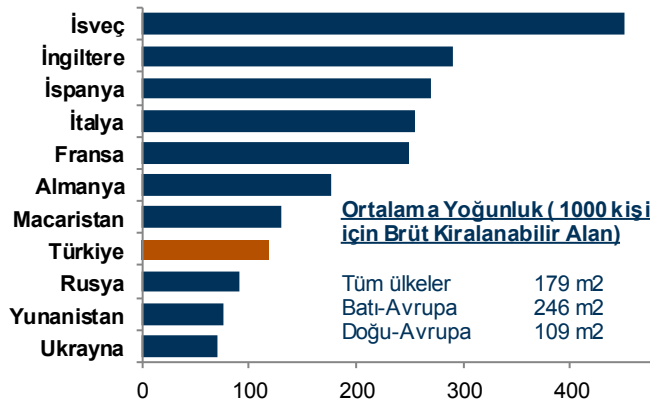


Kaynak: İş Yatırım Tahminleri

Avm yatırımları ile perakende satış alanlarının artması tahmin ediliyor. Son yıllarda artan oranda gerçekleştirilen AVM yatırımlarına rağmen, Türkiye’de hala kişi başı brüt kiralanabilir alan yoğunluğu gelişmiş ülkelerin gerisinde. Dolayısıyla, alışveriş merkezi açılışlarının devam etmesini ve kişi başı brüt satış alanlarının ileriki yıllarda da artmasını bekliyoruz. Türkiye’de artan kişi başı gelir ve genç yaş grubunun harcama iştahının tüketimi desteklemeye devam etmesini bekliyoruz.

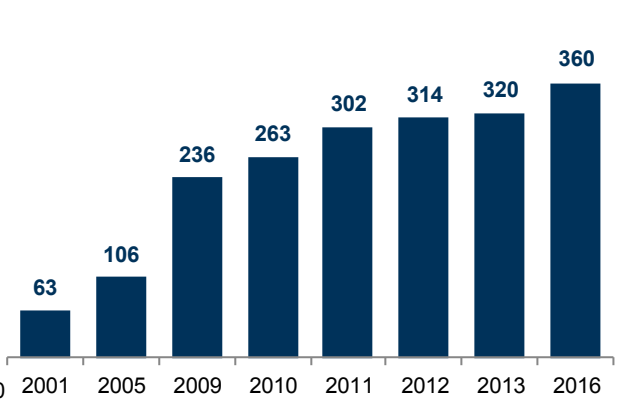
Sadece yurtiçi tüketim değil, turizm merkezi olarak da Türkiye önemli bir pazar. TÜİK verilerine göre geçtiğimiz son 5 yılda ortalama %5 artarak Türkiye’ye gelen turist sayısı 33 milyona ulaşırken, turistlerin yaptığı perakende harcamalarında da ciddi artışlar kaydedildi. Orta Doğu ülkelerinden özellikle İstanbul’a gelen turist sayısında kayda değer artışlar yaşanırken, Türkiye modern alışveriş merkezlerinin artması ve çeşitlilik sunan perakende şirketleri ile önemli bir alışveriş merkezi haline geldi.

Şekil 51: Brüt Kiralanabilir Alan/ 1000 kişi



Kaynak: Jones Lang LaSalle

Şekil 52: Türkiye Toplam AVM sayısı



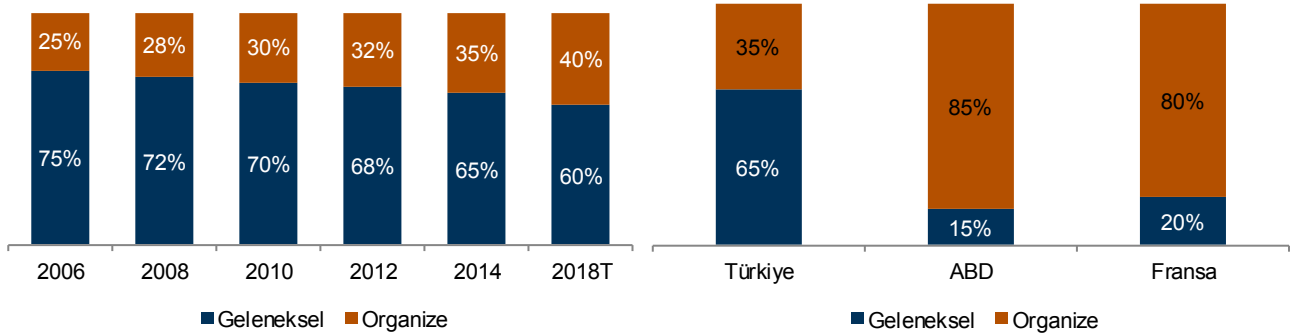
Kaynak: İş Yatırım Tahminleri

Mavi Giyim

Organize perakendenin payının artması bekleniyor. Hazır giyimde organize perakendenin toplam pazar içerisindeki payı %35 seviyesinde. Önümüzdeki 5 yılda organize perakendenin payının açılacak yeni mağazalar ve AVM yatırımları ile artması tahmin ediliyor.

Türkiye’de rekabetçi koşullar artmaya devam ediyor. Mavi sattığı ürünlerin çeşitliliği ve fiyatlama politikası ile Türkiye’de sürekli genişleyen üst ve orta gelir grubuna hitap ediyor. Pazar içerisinde en büyük yerli oyuncu olarak LC Waikiki ve De Facto, yabancı oyuncu olarak H&M, Mango, Zara gibi isimler öne çıkıyor. Fakat şirket, jean ve lifestyle kategorileri için uygun tasarım ve makul fiyat seçeneği sunmasıyla rekabette önemli bir güce sahip.

Şekil 53: Hazır Giyimde Geleneksel ve Organize Şekil 54: ABD, Fransa ve Türkiye Kıyaslaması - 2016

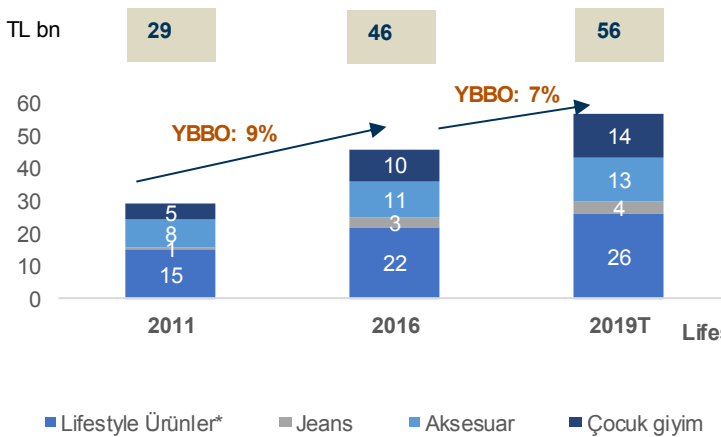


Kaynak: Deloitte

Kaynak: Deloitte

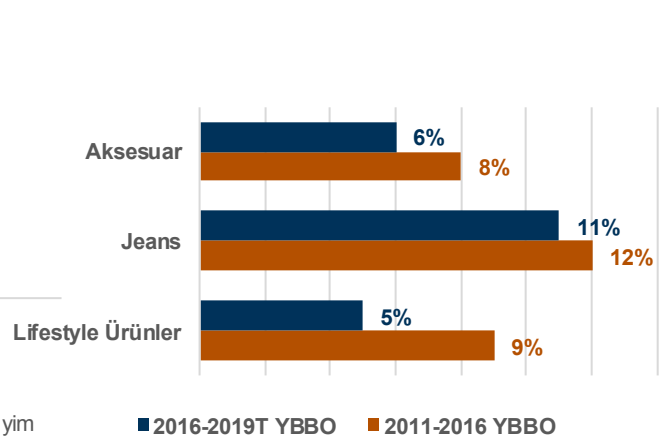
Hedeflenen ürün kategorilerinde hızlı büyüme. Euromonitor verilerine göre, Mavi'nin faaliyet gösterdiği hazır giyim kategorilerinin büyüme hızı sektörün üzerinde. Türkiye jean pazarı büyüklüğü 2011-2016 yılları arasında %12 YBBO'nda büyüyerek 2016'da 3 milyar TL büyüklüğe ulaştı. Mavi, jean pazarında %24 pazar payı ile liderliğini koruyor. Euromonitor verilerine göre önümüzdeki 3 yıllık dönemde jean pazarının %11 YBBO'nda büyüyeceği tahmin ediliyor. Lifestyle ürünlerinin önümüzdeki üç yılda %5 ve aksesuar ürünlerinin ise %6 YBBO'nda büyümesi tahmin ediliyor.

Şekil 55: Hızlı Büyüyen Hedef Pazarlar



Kaynak: Euromonitor, *tişört, gömlek, mont ve aksesuar

Şekil 56: Gelecek Büyüme Tahminleri



Kaynak: Euromonitor

VI. DEĞERLEME ve PROJEKSİYONLAR

Değerleme Metodolojisi

Şirket değerinin hesaplanmasında indirgenmiş nakit akımları (İNA) ve benzer şirket çarpanları metodlarını kullandık.

İNA

Projeksiyon Dönemi: İNA değerlemesinde, tahminlerimiz 5 yıllık 2017 - 2021 dönemini kapsıyor.

AOSM maliyeti hesaplaması: Değerlememizde %14,6 AOSM maliyeti kullandık. Bu rakama ulaşırken, %15,4 sermaye maliyeti ve %14 TL borç maliyeti varsayımında bulduk. Sermaye maliyetini hesaplarırken tahmin dönemi boyunca ortalama %10 risksiz faiz oranı ve %6 hisse senedi risk primi varsaydık. Benzer işlem gören şirketleri örnek olarak Betayı 0,9 olarak hesaplamamızda kullandık.

Şekil 57: AOSM hesaplama özeti

AOSM	2017T	2018T	2019T	2020T	2021T	Uç Değer
Risksiz Faiz Oranı	11%	10%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%
Risk Primi	6%	6%	6%	6%	6%	6%
Beta	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9
Sermaye Maliyeti	15,9%	15,4%	15,4%	15,4%	15,4%	15,4%
Borç Maliyeti	14,0%	14,0%	14,0%	14,0%	14,0%	14,0%
Vergi Sonrası Borç Maliyeti	11,20%	11,20%	11,20%	11,20%	11,20%	11,20%
Borç Ağırlığı	20%	20%	20%	20%	20%	20%
Sermaye Ağırlığı	80%	80%	80%	80%	80%	80%
AOSM	15,0%	14,6%	14,6%	14,6%	14,6%	14,6%

Kaynak: İş Yatırım

Benzer Şirket Çarpanları

Diğer değerlendirme metodu olarak benzer şirket çarpanlarının ortalamasının kullanılmasının uygun olacağını düşünüyoruz. Gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerde faaliyet gösteren perakende şirketlerinin 2017T ve 2018T FD/FAVÖK ve net kar büyümesine göre düzeltilmiş (PEG rasyosu) F/K çarpanlarını değerlememizde kullandık.

Mavi'nin faaliyet gösterdiği giyim perakendesi sektöründe Türkiye'de borsada işlem gören bire bir benzer bir şirket olmadığından, yurtdışı benzerleri ile bir kıyaslama yaptık. Şirketlerin büyüme tahminlerindeki farklılıkları dikkate almak adına büyümeye göre düzeltilmiş F/K oranlarını da hesaplamaya dahil ettik.

Değerleme Sonucu

Şirketin güçlü büyüme potansiyelini ve Türkiye'ye özgü iskonto ve enflasyon oranlarını daha iyi yansıttığını düşündüğümüz İNA değerlemesine %70 ve benzer şirket çarpanı değerlemesine %30 ağırlık verdik. **Sonuç olarak Mavi için 2,6 milyar TL - 3,1 milyar TL aralığında 12 aylık hedef piyasa değeri tahmin ediyoruz.**

Projeksiyonlar ve Temel Varsayımlar

- **Türkiye mağaza açılışları:** Mavi'nin geçmiş yıllara benzer Türkiye'de her yıl 25 yeni mağaza açılışı gerçekleştireceğini varsaydık. Ayrıca, her sene 5 mağazanın da genişletileceğini öngördük. Buna göre şirketin brüt net satış alanı tahmin dönemimiz boyunca ortalama %12 artıyor. Türkiye'de mağaza sayısı 2021 yılında 386'ya ulaşırken, brüt satış alanı 209 bin metrekareye yükseliyor.
- **Birebir büyüme varsayımları:** Birebir büyümenin tahmin dönemimiz boyunca her yıl ortalama %15,6 olacağını tahmin ediyoruz. Mağazalarda satış alanının genişletilmesi, mağaza kapasitesi ve stok devir hızına göre ürün alımının en uygun hale getirilmesi ve etkin pazarlama faaliyetleri neticesinde düzenli olarak satışa dönüşüm oranının (*conversion rate*) artmasıyla fatura adedinin yıllık ortalama %8 artmasını bekliyoruz. Sepet hacmi büyümesinin ise ürünlerin jean ürünlerde üst segment ürünlerin payının artması, yeni ürünlerin pazara sunulması, lifestyle ve aksesuar ürünlerinin tüm ürünler içerisindeki payının artmasıyla %7 olarak öngörüyoruz.
- **Türkiye satış gelirleri varsayımları:** Türkiye perakende satış gelirlerinin yukarıda bahsedilen tahminler neticesinde projeksiyon dönemi boyunca %23,5 YBBO'nda büyümesini bekliyoruz. Toptan satışların %13,4 YBBO ve e-ticaret satışlarının %28,6 YBBO büyüyeceğini öngörüyoruz. Dolayısıyla, Türkiye satış gelirlerinin %21,6 YBBO artarak 2021 yılında 2.9 milyar TL'ye ulaşmasını tahmin ediyoruz.
- **Yurtdışı satış gelirleri varsayımları:** Yurtdışı satış gelirlerinin Kanada ve Rusya'da açılacak mağazalarla büyümesini tahmin ediyoruz. ABD ve Avrupa'da toptan satışlar pazarında büyümenin geçmiş yıllara paralel gerçekleşmesini tahmin ediyoruz. Dolayısıyla, yurtdışı satış gelirlerinin tahmin dönemimiz boyunca yıllık ortalama %12,8 artarak 2021 yılında 454 milyon TL'ye ulaşmasını tahmin ediyoruz.

Şekil 58: Mağaza Açılış ve Büyüme Varsayımları

	2016G	2017T	2018T	2019T	2020T	2021T
Türkiye						
Mağaza Sayısı	261	286	311	336	361	386
Brüt Net Satış Alanı (bin m2)	117	135	154	172	190	209
<i>Birebir Büyüme</i>	10,8%	15,6%	15,6%	15,6%	15,6%	15,6%
Perakende Satışları (TL mn)	857	1070	1327	1637	2012	2464
% payı	76,4%	77,8%	79,2%	80,5%	81,6%	82,5%
Toptan Satışlar (TL mn)	249	284	322	364	412	467
% payı	22,2%	20,7%	19,2%	17,9%	16,7%	15,6%
E-ticaret Satışları (TL mn)	16	20	26	34	43	55
%payı	1,4%	1,5%	1,6%	1,6%	1,7%	1,9%
Toplam Satışlar (TL mn)	1121	1375	1674	2035	2467	2986
% büyüme	21%	23%	22%	22%	21%	21%
Yurtdışı						
Toplam Mağaza Sayısı	61	71	81	91	101	111
Satış Gelirleri (TL mn)	248	310	345	380	415	454
%büyüme	95%	25%	11%	10%	9%	9%
<i>ABD</i>	77	97	108	118	127	136
<i>Kanada</i>	40	50	55	61	65	70
<i>Avrupa</i>	100	121	132	144	158	174
<i>Rusya</i>	20	28	34	40	46	53
<i>Diğer</i>	12	15	17	18	20	21

Kaynak: İş Yatırım

Mavi Giyim

- **Brüt Kar Marjı:** Türkiye’de kar marjı yüksek perakende satış gelirlerinin payının 2016 yılındaki %76,4’ten 2021’de %82,5’e artmasının yardımıyla, brüt kar marjının 2016’daki % 51’den 2021’de %51,7’ye ulaşmasını tahmin ediyoruz. Ayrıca, kar marjı yüksek ABD ve Kanada operasyonlarının da brüt kardaki iyileşmeye katkı yapacağını tahmin ediyoruz.
- **Faaliyet giderleri:** Faaliyet giderlerinde personel ve kira giderleri en büyük gider kalemi. Nispeten daha büyük metrekareli mağaza açılışları, kar marjı yüksek ürünlerin ürün kompozisyonundaki payının artması ve TL’nin döviz karşısında değer kaybının geçmiş yıllara oranla daha düşük olması beklentisiyle faaliyet giderlerinin satışlara oranının 2016’daki %41,6’dan 2021’de %39,5’e gerilemesini tahmin ediyoruz.
- **FAVÖK marjı:** FAVÖK marjının 2016 yılındaki %13’ten 2021 yılında bahsedilen iyileşmelerin varsayımıyla %15,8’e ulaşmasını öngörüyoruz.
- **İşletme sermayesi değişimi:** İşletme sermayesi ihtiyacının satışlara oranının %6 oranında kalmasını tahmin ediyoruz.
- **Yatırım harcamaları:** Yatırım harcamalarının satışlara oranının projeksiyon dönemi boyunca ortalama %4 olmasını bekliyoruz.

Tüm bu varsayımlar neticesinde serbest nakit akış tahminlerimizi aşağıdaki tabloda bulabilirsiniz.

Şekil 59: Serbest Nakit Akışı - TL mn

TL mn	2016G	2017T	2018T	2019T	2020T	2021T
Satış gelirleri	1308	1685	2019	2415	2883	3440
<i>büyüme%</i>		29%	20%	20%	19%	19%
Brüt Kar	667	861	1036	1242	1488	1779
<i>Brüt Kar Marjı</i>	51,0%	51,1%	51,3%	51,4%	51,6%	51,7%
Faaliyet Karı	123	166	205	252	324	420
<i>Faaliyet Kar Marjı</i>	9,4%	9,9%	10,1%	10,4%	11,2%	12,2%
(-) Vergi	-24,7	-33,3	-40,9	-50,4	-64,8	-83,9
(+) Amortisman	47	61	73	88	105	125
FAVÖK	170	227	278	340	429	545
<i>FAVÖK Marjı</i>	13,0%	13,5%	13,8%	14,1%	14,9%	15,8%
(+/-) İşletme Ser. İhtiyacı Değişimi	-28	-24	-22	-24	-21	-33
(-) Yatırım Harcamaları	-55	-79	-80	-90	-101	-115
Serbest Nakit Akımları	63	91	135	175	242	313

Kaynak: İş Yatırım

Mavi Giyim

İNA Değerleme Sonucu

AOSM ve sonsuz büyüme oranına göre yaptığımız hassasiyet analizi tablosunu aşağıda bulabilirsiniz.

Şekil 60: İNA Değerlemesi Hassasiyet Analizi - TL mn

		AOSM							
		12,6%	13,1%	13,6%	14,1%	14,6%	15,1%	15,6%	16,1%
Sonsuz Büyüme	8,00%	4.642	4.148	3.743	3.406	3.121	2.877	2.665	2.480
	7,75%	4.420	3.970	3.598	3.285	3.019	2.790	2.591	2.416
	7,50%	4.219	3.807	3.464	3.173	2.925	2.709	2.521	2.355
	7,25%	4.038	3.659	3.341	3.070	2.837	2.634	2.455	2.298
	7,00%	3.873	3.523	3.227	2.974	2.754	2.563	2.394	2.244
	6,75%	3.722	3.397	3.122	2.884	2.677	2.496	2.336	2.193
	6,50%	3.583	3.282	3.024	2.800	2.605	2.433	2.281	2.144
	6,25%	3.455	3.174	2.932	2.722	2.537	2.374	2.228	2.098
	6,00%	3.338	3.075	2.847	2.648	2.473	2.318	2.179	2.055

Kaynak: İş Yatırım

Mavi Giyim

Benzer Şirket Çarpanları

Gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerdeki hazır giyim perakendecilerinin 2017T ve 2018T F/K ve FD/FAVÖK çarpanlarının ortalamasını benzer şirket çarpanı değerlemede kullandık.

Mavi'nin faaliyet gösterdiği giyim perakendesi sektöründe kıyaslanabilecek Türkiye'de halka açık bire bir benzer bir şirket bulunmuyor.

Gelişmiş ülkelerde faaliyet gösteren şirketlerinin 2017T ve 2018T FD/FAVÖK çarpanlarına baktığımızda sırasıyla ortalama 13,1x 2017T ve 11,9x 2018T çarpan ile işlem görüyorlar. Gelişmekte olan ülkelerde faaliyet gösteren giyim perakendecileri daha hızlı büyüdükleri için 13,8x 2017T FD/FAVÖK ve 11,9x 2018T FD/FAVÖK çarpanı ile gelişmiş ülke ortalamalarına kıyasla primli işlem görüyor.

Gelişmiş ülke benzer şirketleri 2017T 23,7x F/K ile işlem görürken, gelişmekte olan ülke benzer şirketleri 25,4x 2017T F/K oranı ile işlem görüyor. Şirketlerin büyüme tahminlerindeki farklılıkları dikkate almak adına büyümeye göre düzeltilmiş F/K oranlarını hesaplamaya dahil ettik.

Çarpan değerlendirme aralığımızı oluştururken 2017T ve 2018T FD/FAVÖK ve net kar büyümesine göre düzeltilmiş F/K oranlarını dikkate aldık.

Şekil 61: Benzer Şirket Çarpanları

Hisse Kodu	Şirket	Ülke	PD ABD Doları	F/K		FD/FAVÖK	
				2017	2018	2017	2018
HMB SS	HENNES & MAURI-B	İSVEÇ	41.452	18,1	16,3	10,2	9,2
ITX SM	INDITEX	İSPANYA	123.117	30,9	27,3	18,2	16,2
BRBY LN	BURBERRY GROUP	İNGİLTERE	5.441	21,0	20,0	11,2	10,7
OVS IM	OVS SPA	İTALYA	3.124	13,6	12,1	8,3	7,6
9983 JP	FAST RETAILING	JAPONYA	35.252	34,8	31,9	17,4	15,8
Gelişmiş Ülke Çarpanları				23,7	21,5	13,1	11,9
MRP SJ	MR PRICE GROUP	G. AFRIKA	3.164	16,5	14,6	11,9	10,6
LREN3 BZ	LOJAS RENNER	BREZİLYA	5.841	26,6	21,5	13,8	11,7
LPP PW	LPP	POLONYA	3.054	33,1	26,8	15,8	13,5
Gelişmekte olan Ülke Çarpanları				25,4	21,0	13,8	11,9

Kaynak: Bloomberg

Şekil 62: Benzer Şirketlerin Büyüme Oranları ve PEG Rasyoları

Şirket	Satış Geliri Büyüme (ABD Doları)		FAVÖK Büyüme (ABD Doları)		Net Kar Büyüme (ABD Doları)		Peg
	2016-18	2016-18	2016-18	2016-18	2016-18	2016-18	
HENNES & MAURI-B	7%	8%	8%	8%			2,4
INDITEX	11%	11%	12%	12%			2,7
BURBERRY GROUP	-2%	-6%					a.d.
OVS SPA	3%	13%	11%	11%			1,2
FAST RETAILING	7%	12%	35%	35%			1,0
MR PRICE GROUP	6%	1%					a.d.
LOJAS RENNER	17%	21%	24%	24%			1,1
LPP	14%	34%	55%	55%			0,6
MAVI	7%	10%	27%	27%			
Ortalama	8%	12%	24%	24%			1,5

Kaynak: Bloomberg

Mavi Giyim

Özet Mali Tablolar (TL mn)*

Gelir Tablosu (TL mn)	2014G	2015G	2016G	2017T	2018T	2019T	2020T	2021T
Satış Geliri	895	1.053	1.308	1.685	2.019	2.415	2.883	3.440
Brüt Kar	435	524	667	861	1.036	1.242	1.488	1.779
FAVÖK	103	131	170	227	278	340	429	545
Amortisman Giderleri	29	40	47	61	73	88	105	125
Faaliyet Karı	78	95	123	166	205	252	324	420
Diğer Gelir ve Giderler (net)	-24	-3	5	6	7	8	10	12
Finansal Giderler	-25	-46	-59	-53	-67	-70	-71	-74
Azınlık Payları	0	0	2	4	4	5	5	6
Vergi Öncesi Kar	29	46	68	114	141	185	256	349
Vergi Gideri	-10	-13	-17	-23	-28	-37	-51	-70
Net Kar	19	33	50	87	108	143	200	274
Nakit Akım Tablosu (TL mn)								
Net Kar	19	33	50	87	108	143	200	274
Amortisman Giderleri	29	40	47	61	73	88	105	125
İşletme Sermayesi Değ.	18	-10	-28	-24	-22	-24	-21	-33
Faaliyetlerden Gelen Nakit Akımı	66	63	69	125	160	206	284	366
Sabit Sermaye Yatırımları	-56	-51	-55	-79	-80	-90	-101	-115
Fin. Gid. Sonrası Serbest Nakit Akımı	10	13	14	46	80	117	182	251
Bedelli Serm.Art.	0	0	0	0	0	0	0	0
Ödenen Temettü	28	0	0	0	26	38	57	90
Diğer Nakit Akımı	38	8	-114	-1	3	4	3	3
Net Nakit Poz. Değişim	20	21	-100	45	57	82	128	164
Net Nakit Pozisyonu	-99	-78	-178	-133	-77	5	134	298
Bilanço (TL mn)								
Maddi Duran Varlıklar	100	115	137	155	161	164	160	150
Diğer Uzun Dönem Varlıklar	6	6	9	9	9	10	10	11
Maddi Olmayan Varlıklar	17	18	123	124	126	127	128	129
Peşin Ödenmiş Giderler - Duran Varlıklar	0	0	0	0	0	0	0	0
Peşin Ödenmiş Giderler - Dönen Varlıklar	16	16	20	26	31	38	45	54
Stoklar	155	177	288	313	374	446	530	631
Ticari Alacaklar	78	75	109	162	183	218	253	302
Nakit & Nakit Benzerleri	92	111	158	168	202	241	288	344
Diğer Dönen Varlıklar	30	33	50	36	44	52	62	74
Toplam Varlıklar	495	551	894	992	1.128	1.294	1.475	1.692
Uzun Vadeli Borçlar	45	42	105	105	75	75	50	30
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	9	11	17	17	18	19	19	20
Uzun Vadeli Ertelenmiş Gelirler	0	0	0	0	0	0	0	0
Kısa Vadeli Ertelenmiş Gelirler	9	11	12	14	17	21	25	30
Kısa Vadeli Borçlar	147	147	231	197	203	161	104	16
Ticari Borçlar	200	214	300	386	449	535	636	757
Toplam Borç	191	189	336	302	279	236	155	46
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	20	27	35	40	46	53	61	70
Toplam Yükümlülükler	434	456	753	760	809	863	896	924
Azınlık Payları	0	0	-8	-14	-19	-25	-34	-45
Toplam Özsermaye	62	96	140	232	319	431	579	769
Ödenmiş Sermaye	50	50	50	50	50	50	50	50
Toplam Yük. ve Özsermaye	495	551	894	992	1.128	1.294	1.475	1.692
Rasyolar								
Özsermaye Karlılığı	28,9%	42,5%	42,4%	47,0%	39,3%	38,1%	39,5%	40,6%
Yatırım Karlılığı	m.d.	47,3%	37,3%	36,7%	43,0%	49,5%	60,7%	75,5%
Yatırım Sermayesi	151	171	357	367	395	420	435	454
Net Borç/FAVÖK (x)	1,0	0,6	1,0	0,6	0,3	0,0	-0,3	-0,5
Net Borç/Sermaye	160,6%	81,6%	126,7%	57,6%	24,0%	-1,3%	-23,1%	-38,7%
Yatırım Harcamaları/Satışlar	6,3%	4,8%	4,2%	4,7%	4,0%	3,7%	3,5%	3,3%
Yatırım Harcamaları/Amortisman (x)	1,9	1,3	1,2	1,3	1,1	1,0	1,0	0,9
Brüt Kar Marjı	48,6%	49,8%	51,0%	51,1%	51,3%	51,4%	51,6%	51,7%
FAVÖK Marjı	11,5%	12,4%	13,0%	13,5%	13,8%	14,1%	14,9%	15,8%
Faaliyet Karı Marjı	8,7%	9,0%	9,4%	9,9%	10,1%	10,4%	11,2%	12,2%
Net Kar Marjı	2,1%	3,2%	3,8%	5,2%	5,4%	5,9%	6,9%	8,0%
Kurlar								
TL/USD ort	2,19	2,72	3,02	3,71	4,06	4,35	4,59	4,83
TL/USD dönem sonu	2,32	2,91	3,83	3,90	4,23	4,48	4,70	4,96

*Hesap dönemi 1 Şubat ile bir sonraki yılın 31 Ocak günü arasındaki dönemi kapsamaktadır.

Burada yer alan bilgiler İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından bilgilendirme amacı ile hazırlanmıştır. Yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Herhangi bir yatırım aracının alım-satım önerisi ya da getiri vaadi olarak yorumlanmamalıdır. Bu görüşler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

Burada yer alan fiyatlar, veriler ve bilgilerin tam ve doğru olduğu garanti edilemez; içerik, haber verilmeksizin değiştirilebilir. Tüm veriler, İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan alınmıştır. Bu kaynakların kullanılması nedeni ile ortaya çıkabilecek hatalardan İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş. sorumlu değildir.

İşbu rapor şirketten bağımsız olarak hazırlanmış olup raporda yer alan tüm tahmin, görüş ve beklentiler tamamen İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'ye aittir. İşbu rapor şirketin mevcut ve gelecekteki mali durumunu tamamen kapsama amacı gütmemektedir.

Araştırma

Cenk Aksoy, Genel Müdür Yardımcısı
caksoy@isyatirim.com.tr

Serhat Gürleyen, CFA, Direktör
sgurleyen@isyatirim.com.tr

Pay Senetleri

Emre Sezan, CFA, Müdür
esezan@isyatirim.com.tr

Dr. Bülent Şengönül, Müdür - Bankalar ve Diğer Finansal Kuruluşlar, GYO
bsengonul@isyatirim.com.tr

Esra Şirinel, Müdür Yardımcısı - Otomotiv, Hava Yolları ve Servis Hizmetleri, Dayanıklı Tüketim, Çimento
esirinel@isyatirim.com.tr

Aslı Kubaracı, Bölüm Yönetmeni - Enerji, Petrol ve Kimya, Telekom, Çelik
akubaraci@isyatirim.com.tr

İlyas Safa Urgancı, Uzman - Cam, Madencilik, Gıda ve İçecek, Sağlık Hizmetleri, Giyim Perakende
iurganci@isyatirim.com.tr

Mustafa Küçükmeral, Uzman - Holdingler, Altyapı, Enerji, Taahhüt, Gübre, Perakende, Savunma
mkucukmeral@isyatirim.com.tr

SGMK

Uğursel Önder, Uzman
uonder@isyatirim.com.tr

Makro Ekonomi

Muammer Kömürcüoğlu, Ekonomist
mkomurcuoglu@isyatirim.com.tr

Veri Tabanı Yönetimi

Ahmet Toker, Bölüm Yönetmeni - Sayısal Analist
atoker@isyatirim.com.tr

Yurtiçi Satış ve Pazarlama

Yiğit Arıkkök, Genel Müdür Yardımcısı
yarikok@isyatirim.com.tr

Genel Müdürlük

Barış Özbalyalı, Yatırım Danışmanlığı Müdürü
bozbalyali@isyatirim.com.tr

Sinem Cireli, Pazarlama Müdürü
scireli@isyatirim.com.tr

Şubeler

Tarkan Akgül, Direktör
takgul@isyatirim.com.tr

Özgür İlke Yerlikaya, Direktör
oyerlikaya@isyatirim.com.tr

Çağlar Kültür, Adana Şube Müdürlüğü
ckultur@isyatirim.com.tr

Nurtaç Eser, Akaretler Şube Müdürü
neser@isyatirim.com.tr

Akın Mimaroglu, Ankara Şube Müdürü
amimaroglu@isyatirim.com.tr

Mesut Öztürk, Antalya Şube Müdürlüğü
mozturk@isyatirim.com.tr

Uğur Pekcan, Bursa Şube Müdürü
upekcan@isyatirim.com.tr

Ercan Okuyucu, İzmir Şube Müdürü
eokuyucu@isyatirim.com.tr

Alper Kaymak, Kalamış Şube Müdürü
akaymak@isyatirim.com.tr

Erdem Hızır, Levent Şube Müdürü
ehizir@isyatirim.com.tr

Serhan Demirağ, Maslak Şube Müdürü
sdemirag@isyatirim.com.tr

Burak Kınallılar, Suadiye Şube Müdürü
bkinalilar@isyatirim.com.tr

Gülây Yiğittürk Naycı, Yeşilyurt Şube Müdürü
gnayci@isyatirim.com.tr

İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş. İş Kuleleri, Kule-2 Kat:12 4.Levent 34330 İstanbul Tel: (0212) 350 20 00 Faks: (0212) 350 20 01

Adana Şubesi : Tel: (0322) 355 97 00 Faks: (0322) 355 97 01

Akaretler Şubesi : Tel: (0212) 326 87 00 Faks: (0212) 327 86 57

Ankara Şubesi : Tel: (0312) 455 26 50 Faks: (0312) 455 26 51

Antalya Şubesi : Tel: (0242) 320 56 00 Faks: (0242) 320 56 01

Bursa Şubesi : Tel: (0224) 294 80 00 Faks: (0224) 294 80 01

İzmir Şubesi : Tel: (0232) 488 90 00 Faks: (0232) 488 90 01

Kalamış Şubesi : Tel: (0216) 542 72 00 Faks: (0216) 542 72 01

Levent Şubesi : Tel: (0212) 350 29 00 Faks: (0212) 350 29 01

Maslak Şubesi : Tel: (0212) 367 85 00 Faks: (0212) 367 85 01

Suadiye Şubesi : Tel: (0216) 665 46 00 Faks: (0216) 665 46 01

Yeşilyurt Şubesi : Tel: (0212) 463 20 00 Faks: (0212) 463 20 01

Diyarbakır İrtibat Bürosu : Tel: (0412) 241 19 00 Faks: (0412) 241 19 01

Almatı İrtibat Bürosu : Tel: +7 (727) 258 13 09 Faks: +7 (727) 258 13 29



Burada yer alan bilgiler İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından bilgilendirme amacı ile hazırlanmıştır. Yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Herhangi bir yatırım aracının alım-satım önerisi ya da getiri vaadi olarak yorumlanmamalıdır. Bu görüşler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Burada yer alan fiyatlar, veriler ve bilgilerin tam ve doğru olduğu garanti edilemez; içerik, haber verilmeksizin değiştirilebilir. Tüm veriler, İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan alınmıştır. Bu kaynakların kullanılması nedeni ile ortaya çıkabilecek hatalardan İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş. sorumlu değildir.