



Perakende Sektörünün Hızlı Değişimine Karşı Hayatta Kalabilmek !

Toy's R US Vaka İncelemesi

BESFiW

Yönetici Özeti

Besfin Finansal Hizmetler ve Danışmanlık olarak hazırladığımız bu yazıda Teknolojik gelişmeler, küresel ekonomideki değişim, hızlanan şehirleşme, iklim değişimi ve demografik değişiklikler gibi megatrendlerin diğer sektörlerde olduğu gibi perakende sektöründe de yarattığı yoğun dönüşüme ve sektörün bulundurduğu risklere ışık tutmaktadır.

Perakende sektöründeki değişimin hızı ile frekansı dünyadaki tüm pazarlarda ivmeli bir şekilde artmaya devam ediyor. Bu hızı yakalayamayan Toys "R" Us' gibi bir devin dahi çökmekte olduğu birçok örnek var. Teknolojinin hayatımızın merkezinde yer almasıyla beraber yeni ortaya çıkan müşteri trendleri; pazarın strajilerini, beklentilerini, iş modellerini, kapasitelerini ve ürünlerini, gelişen ve değişen şartlara uyarlamak zorunda bırakmıştır. Bu şartlara uyum sağlamayan perakendeciler zayıf kalıp, yok olacaktır.

Bu veriler göz önüne alındığında Türk şirketlerinin önümüzdeki dönemlerde birleşme ve satın alma işlemleri ile yabancı ortaklıklar kurma, halka arz yoluyla hisse satışı yöntemlerine ya da proje/yatırım finansmanı gibi alternatif fonlamalara daha sık başvuracakları öngörülmektedir.

Her tür dönüşüm veya büyüme girişiminde karşılaşılabilen finansal risklerin azaltılmasına yardımcı olacak bütüncül, proaktif metodolojisi uygulayarak, tüketici ürünleri ve perakende sektöründeki pek çok müşterimizin yürüttüğü değişim çabalarından bekledikleri tüm faydayı elde edebilmelerine yardımcı oluyoruz. Deneyimimiz ve yaklaşımımız, müşterilerimizin kendine özgü ihtiyaçlarını, kültürlerini ve stratejik hedeflerini desteklemeye yönelik finansal çözümler geliştirmeye odaklanıyor.

Besfin Finansal Hizmetler ve Danışmanlık, tecrübeli yöneticileri ve dinamik ekibiyle şirketlere kurumsal finans, proje finansmanı ve birleşme ve satın almalar konusunda destek vererek, şirketlerin, kendileri için en uygun sermaye yapısıyla çalışmalarına ve düşük maliyetli fonlama yollarına ulaşmalarını sağlamaktadır.

Derya Tören

Kurumsal Finans Analisti

derya.toren@besfin.com

Toys "R" Us Vaka Analizi



Dünya oyuncak devi Toys "R" Us içerisinde bulunduğu mali zorluğu aşamayınca iflas koruma başvurusunda bulundu. 2005 yılında KKR, Bain ve Vornado şirketleri tarafından satın alınan şirket bir süredir yüksek borçluluğu nedeniyle zor durumdaydı.

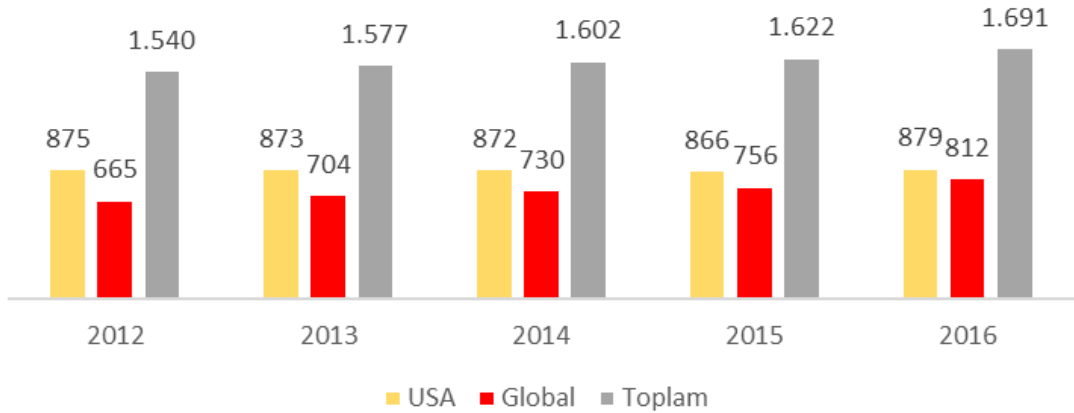
- ABD merkezli dünyaca ünlü oyuncak devi Toys "R" Us, 2017 eylül ayında iflas başvurusunda bulunmasının ardından tüm mağazalarını açık tutmuş hatta personel alımında dahi bulunmuştu.
- Toys "R" Us bir dönem Türkiye'de de faaliyet göstermişti. 1996 yılında Türkiye pazarına giren ve 30'un üzerinde mağazaya ulaşan marka 2008 yılında ise kepenklerini kapatmıştı.
- İşlerin beklendiği gibi gitmemesi nedeniyle Toys "R" US, performans standartlarını yakalayamadığı mağazaları kapatma yoluna gidecek. İlk etapta 182 mağaza kapatılacak. Söz konusu rakam firmanın ABD içerisindeki toplam mağaza sayısının beşte birine denk gelmektedir.

Toys "R" Us'ın oyuncak perakendecisi olarak dev bir oyuncuyken bir an dev çöküşünü 3 başlıkta değerlendireceğiz;

- I. Operasyonunu ve Operasyonel Maliyetini Yönetememesi
- II. Borçluluğunu Yönetememesi
- III. Dijital Dönüşüm için Geç Kalması

I. Toys "R" Us'ın Operasyonunu ve Operasyonel Maliyetini Yönetememesi

Toy's "R" Us Mağaza Sayısı (2012-2016)

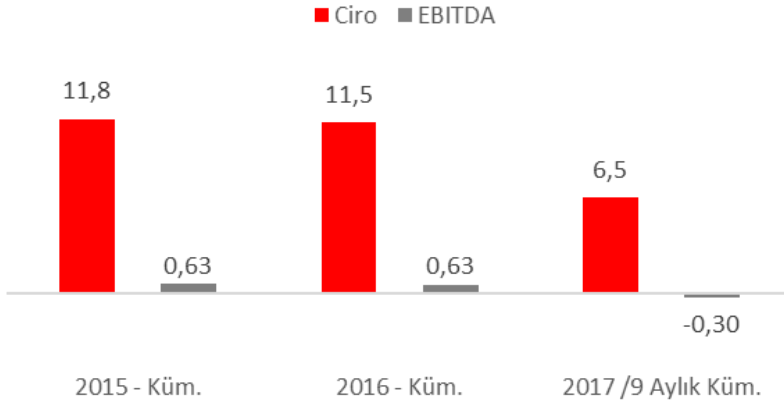


- Büyük mağaza olarak konumlanması ve mağaza kiralalarının, operasyonel giderlerinin çok olması marjları baskılamış ve yükümlülük doğurmuştur.
- 2016 yılından bu yana mağaza m²'lerinin azaldığı ve bu trendin devam ettiği görülmektedir. Buna rağmen mağaza küçültme politikalarını çok geç hayata geçirmişlerdir.
- Firmanın açıklamasına göre şu anda Dünya'da yaklaşık 1600 adet Toys 'R' Us ve Babies 'R' Us mağazası bulunmakta ve bunların büyük bir çoğunluğu kâr elde ederek normal çalışmalarına devam etmekte.
- Alışveriş alışkanlıklarının online'da artarken Toys "R" Us'ın gittikçe mağaza sayılarını arttırması da bir diğer problemdir. Toys "R" US, performans standartlarını yakalayamadığı mağazaları kapatma yoluna gidecek ve yaklaşık olarak 182 mağazanın 2018 yılında kapatılması beklenmektedir.
- İflas başvurusu öncesinde yayılan çeşitli spekülasyonlar, Toys "R" Us tedarikçileri arasında korku yaratmıştır. Şirketin iflas koruma başvurusuna göre, uluslararası ve yerel tedarikçilerin yaklaşık yüzde 40'ının güvenini yitirmiş ve tedarikçilerin peşin veya teslimatta nakit talep etmelerine sebep olmuştur. Buna bağlı olarak şirketin 11 milyar USD'lik cirosunun %40'ından fazlasının elde edildiği tüm tatil dönemlerinde yeni mal yüklenmemesi ve reyonların boş kalması sebebiyle daha da zayıflamıştır.

II. Toys "R" Us'ın Yüksek Borçluluğunu Yönetememesi



Toy's "R" Us Ciro & EBITDA (Milyar USD)



Şirketin 2016 itibariyle satışlarının düşmesiyle beraber, yarattığı **EBITDA'nın neredeyse %70-72'si ile finansman giderini ödeyebilmesi** ve aktiflerinin %69'ünün mali borçtan oluşması şirketi mali açıdan zayıflatmış, etkisiz hale getirmiştir.

Kaynak: **Besfin Analiz**, Thomson Reuters

- 2005 yılında Bain Capital, KKR&Co. Özel sermaye şirketleri ve gayrimenkul yatırım firması Vornado Realty Trust tarafından satın alınan şirket, bir süredir yüksek borçluluğu nedeniyle zor durumdaydı. Oyuncak devi bütün borçların altından kurtularak tekrar toparlanmaya uğraşmaktaydı ve bu da genişlemesini hem fiziksel hem de internet üzerindeki mağazalarında yavaşlattı.
- **2017/9 itibariyle toplam 5,5 milyar dolar borcu bulunan şirketin bu borçlarının 400 milyon dolarının 2018'de, 1,7 milyar dolarının da 2019 yılında ödenmesi gerekiyor.**
- Şirketin negatif kar döngüsü 2013 yılı itibariyle başlamaktadır. Bu süreç itibariyle mali borçlarını ödeme gücü son derece zayıflamış, zaten yüksek borçlulukla mücadele ettiği durumda çıkmaz bir döngüye girmiştir. 2011 yılı net borcu 4,6 milyar olan şirket 2012 yılında 4,2 milyar ve 2017/9 itibariyle 5 milyar doların üstüne çıkmıştır.

Toys "R" Us'ın Finansal Analizi

Toys "R" US - USD'000	2013	2014	2015	2016
AKTİF TOPLAMI	7.549.000	7.115.000	6.968.000	6.908.000
Kısa Vadeli Yabancı Kaynaklar	2.516.000	2.799.000	2.798.000	2.738.000
Mali Borçlar	89.000	176.000	73.000	119.000
Ticari Borçlar	1.488.000	1.571.000	1.699.000	1.695.000
Uzun Vadeli Yabancı Kaynaklar	5.611.000	5.326.000	5.324.000	5.330.000
Mali Borçlar	4.918.000	4.612.000	4.670.000	4.642.000
Özkaynaklar	-578.000	-1.010.000	-1.154.000	-1.160.000
Net Satışlar	12.543.000	12.361.000	11.802.000	11.540.000
EBITDA	379.000	477.300	633.000	628.000

Kaynak: Besfin Analiz, Thomson Reuters

- 2017/9 dönem itibariyle aktif büyüklüğü yaklaşık 7,2 milyar USD'dir. Net mali borçların aktif içindeki payı %58-61'tir. Toplam borçların aktife oranının finansalları iyi bir şirkette %50 ve bu orandan düşük olması beklenmektedir. Net finansal borçlar, 2016 yılında yaratılan EBITDA'nın yaklaşık 6,7 katıdır. Bu oldukça yüksek bir orandır, idealinin 3'ten küçük olması beklenmektedir. Özkaynaklara yansıyan negatif görünümün sebebi, 2013 yılı itibariyle net karın negatif olması ve 2013 sonrası dönemler için, geçmiş yıllar zarar ve net karın negatif olmasından kaynaklanmaktadır.
- Brüt karlılık %33 seviyelerindedir, faaliyet giderlerinin net satışlara oranının %30-31 olması net karı olumsuz etkilemektedir. Her şeyden önce Şirket operasyonları için gerekli olan nakdin çok yüksek olması (yüksek mağaza kirası vb.) karlılık marjlarını baskılamaktadır. Bunu etkileyen bir diğer faktör de yıllar itibariyle yüksek seyreden finansman giderleridir.

Finansal Rasyolar	2013	2014	2015	2016
Likidite Oranları				
Cari Oran	1,28	1,13	1,18	1,24
Likidite Oranı	0,40	0,37	0,36	0,33
Net İşletme Sermayesi (USD'000)	932.000	718.000	796.000	1.036.000
Net İşletme Sermayesi/Net Satışlar	7%	6%	7%	9%
Faaliyet Süreleri				
Alacak Devir Süresi	7	7	7	8
Stok Devir Süresi	93	93	100	112
Ticari Borç Ödeme Süresi	64	67	76	80
Nakit Çevirme Süresi	37	33	77	40
Borçluluk Oranları				
Toplam Borçlar/Aktif Toplamı	108%	114%	117%	117%
Toplam Borçlar/Özkaynaklar	-14,06	-8,04	-7,04	-6,96
Faiz Karşılama Oranı	-0,02	0,22	0,68	0,68
Net Finansal Borçlar/EBITDA	11,51	8,57	6,42	6,68
Karlılık Oranları				
Brüt Kar Marjı	32,2%	32,8%	33,2%	33,1%
EBITDA Marjı	3,0%	3,9%	5,4%	5,4%
EBIT Marjı	-0,1%	0,8%	2,5%	2,7%
Net Kar Marjı	-8,3%	-2,3%	-1,1%	-0,3%

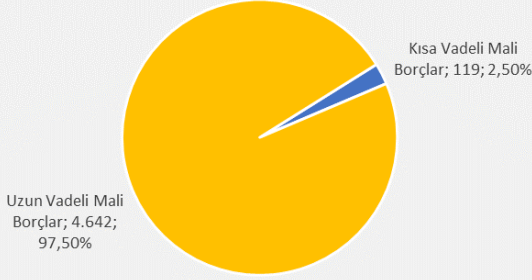
Kaynak: Besfin Analiz, Thomson Reuters

- Cari oran her ne kadar ideal bir görünüm sergilese de, yüksek stok likidite oranını baskılamıştır. Düşük seyreden likidite oranı şirketin likit sorununa dair erken uyarı sinyalleri vermektedir. İşletme sermayesi ihtiyacı 2016 yılında 2015 yılına göre %30 artmıştır.
- Şirket yıllar itibariyle 1'in altında seyreden faiz karşılama oranı ile göstermektedir ki; üretilen operasyonel karlar faiz giderlerini dahi karşılamakta yetersiz kalmaktadır.

Toys "R" Us'ın Yeniden Yapılandırılması



2016 Toy's "R" Us Mali Borç Dağılımı - (Mio USD)

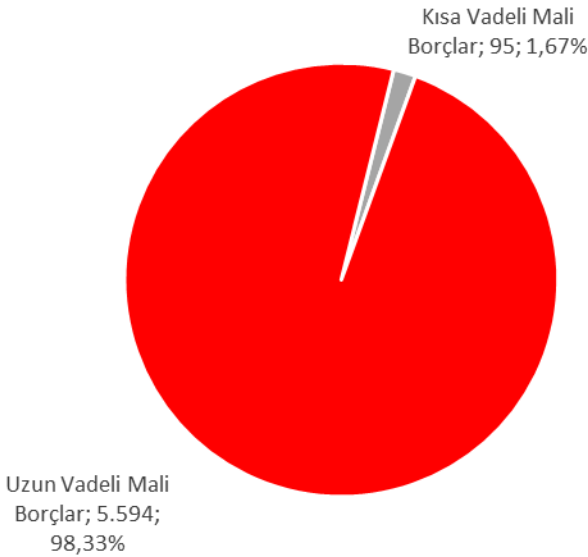


Yeni rekabetçi yapıda borç yükü olan firmalar kırılganlık göstermektedirler.

Bu durum, özellikle FED'in faiz artırımına gitmesi sonrası, şirketleri daha fazla ödemeye zorlayacak bu ise firma karlılıklarını olumsuz etkileyecektir.

- 2017 Eylül ayında iflas koruma başvurusunda bulunan Toys "R" Us'ın 2017/9 dönemi Uzun vadeli borçların 1,570 milyar USD'si operasyonun devamlılığı için DIP finansmanı ile finanse edilmiştir. (DIP finansman : ABD'de iflas kanunu uyarınca yapılan yeniden yapılanma sırasında, mali sıkıntı içinde olan şirketler için sağlanan özel bir finansman biçimidir.)

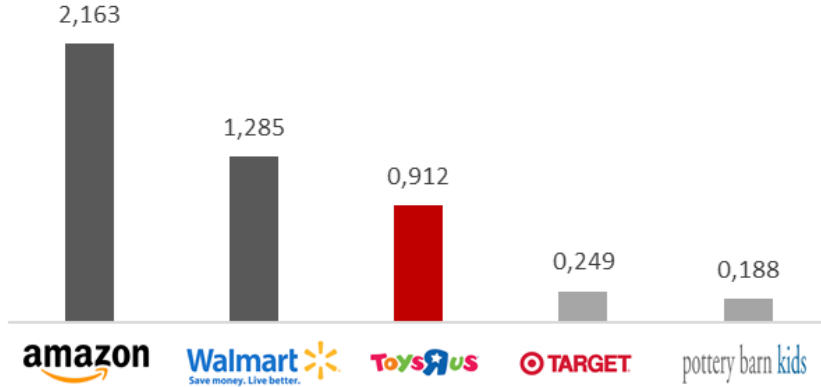
2017/9 Toy's "R" Us Mali Borç Dağılımı (Mio USD)



S&P firmanın kurumsal kredi notunu "B-"dan "CCC+" indirmiş ve kredi izlemeye/takibe almıştır.

III. Toys "R" Us'ın Dijital Dönüşüm için Geç Kalması - 1

ABD'deki Oyuncak ve Bebek Ürünleri
Kategorisinin Online Satışlar (2016, mio USD)



Kaynak: ecommerceDB.com, Statista

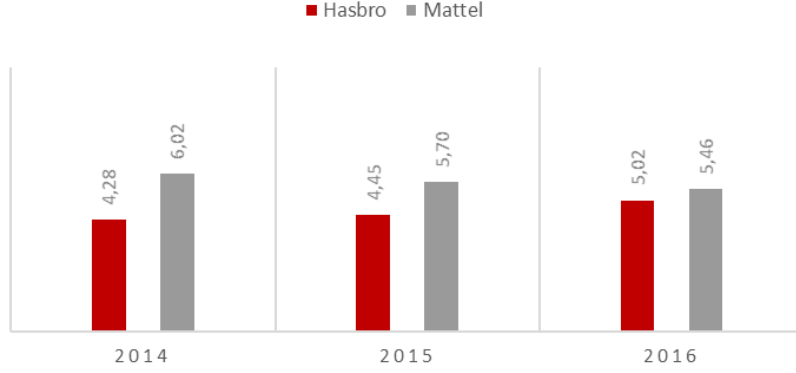
- GlobalData Retail analiz şirketinin araştırmasına göre 2016 yılında internet üzerinden yapılan oyuncak satışları %13,7'di. Bu oran beş yıl önce % 6,5 idi.
- Son on yılda yerli oyuncak pazarında yeni kanallar, artan rekabet ve yeni teknolojilerle yaşanan büyük değişimin sektör ve geleneksel oyuncak mağazaları üzerinde yıkıcı etkileri oldu. Ne yazık ki Toys 'R' Us bu zorluklara etkin biçimde yanıt veremedi.
- **Dijital** pazarlamanın gerisinde kaldı ve Pazar payını rakiplerine kaptırdı. Aynı şekilde Lego şirketi de aynı tehditle baş başadır. Aynı korkuyla Mattel ve Hasbro'yu da vurmuş durumdadır. Analistlere ve yatırımcılara göre Lego dahi son zamanlarda sıkıntı çekiyor. Yatırımcılar ve analistler Mattel ve Hasbro'nun da aynı korkuyla yüzleştiklerini belirtmişlerdir.
- ABD'deki oyuncakların en büyük satıcısı olan Walmart, oyuncak üreticileri ile ilişkiler kuruyor ve Frozen Ride-on Sleigh gibi yüksek profilli özel ürünler sunuyor. Fiyat konusunda agresif bir şekilde rekabet ediyor. Walmart bebek ürün seçimini de genişletmeye devam ediyor.

Fiyat kıran rakipler

- Walmart'ın tatil stratejilerinden biri, tüketicileri mağazalarına çekebilmek için oyuncak fiyatlarının düşürülmesidir. Walmart'ın popüler oyuncaklarında, Amazon'la karşılaştırıldığında ortalama %54 oranında fiyat kırdığı saptanmıştır. Toys "R" Us, iflas dosyasında Amazon'un "bu noktada kar yapmasından endişe etmediğini ve fiyat modelinin rekabet edilemeyecek düzeye indirecek stratejiyi izlediğini belirtmişlerdir. **Target ve Walmart gibi büyük perakendeciler ile Amazon gibi E-ticaret devlerinin agresif fiyat kırma politikası da firmayı derinden etkilemiştir.**

III. Toys "R" Us'ın Dijital Dönüşüm için Geç Kalması - 2

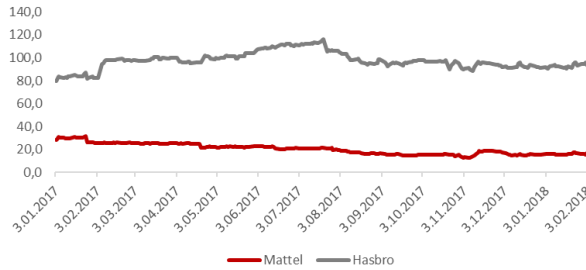
Ciro
(2014-2016, Milyar USD)



Kaynak: Besfin Analiz, Thomson Reuters

- Toys "R" Us'ın rakiplerinden olan Mattel (MAT), Teknolojiden kaynaklanan tehdidi kabul etmiştir. Google'da yönetici olarak çalışan Margaret Georgiadis, 8 Şubat itibariyle CEO olarak atandı. Mattel 2017 yılı itibariyle hisse fiyatları hareketliğini incelediğimizde görmekteyiz ki düşen bir trend izlemektedir. Bir diğer rakibi Hasbro 2016 yıl sonu borçluluğu 1,7 milyar USD'dır, aktifler içindeki payı %33,8'dir, 2014 yılında bu oran %39,8 idi, 2014 itibariyle borçluluğu iyi yönetmiştir. Cirosunu 2016 yılında önceki yıla göre %13 oranında büyüme kaydetmiştir. Tüm bunlara rağmen analistler bu iki oyuncunun Walmart ve Amazon karşısında zayıflayacağını düşünmektedirler.

Hisse Fiyatı
(3.1.2017-3.02.2018, USD)



Kaynak: Thomson Reuters

- Oyuncak mağazaları, geçtiğimiz beş yıl boyunca azalan satışlar ile karşı karşıyaydı ve bu sırada da Amazon, kendi oyuncak satışlarını arttırmaya devam ederek endüstrinin en yüksek payını almayı başarmıştı.
- Geçtiğimiz yıl Amazon, oyuncak satışlarında tahmini 4 milyar dolar gelir elde etti ve bu da analiz firması One Click Retail'de belirtildiği üzere 2015 yılına göre %24'lük bir artış anlamına geliyor. Bu miktar beş yıldır gerileyen Toys "R" Us'ın gelirinden üçte bir daha fazla. Kampanya rekabeti ve azalan fiyatlar oyuncak devinin toparlanma çabalarına zarar verirken, kendisini yeni çağda ortadan kaybolan diğer satıcıların yanına doğru itmektedir.

Toys "R" Us Vaka Çalışması - Genel Değerlendirme

Temel bulgular

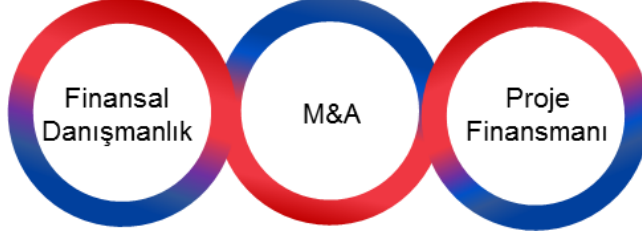
- Firma, rekabet koşulları içinde son yıllardaki büyüme hedeflerine ve başarısız geçen yıl sonuçlarına rağmen temel politikalarında farklılık yaratmadan faaliyetlerine devam etmiştir.
- Firma, rekabetin çok yoğun ve trendlerin çok hızlı değiştiği piyasa dinamiklerine ilave olarak ürün detayında pozitif farklılıklar yaratamamıştır.
- Firma, riskli reklam ve tanıtım politikasını piyasadan olumsuz ayrışma ve tüketici reaksiyonlarına rağmen değişmeksizin uzun yıllar sürdürmüştür.
- Rekabetteki gelişmelerin veya finansal sonuçlara göre iyi örneklerin baz alınması için rakipler etkin şekilde dikkate alınmamıştır.
- Tüketici eğilimi ve talep analizleri güçlü yapılmamış ve proaktif yeni adımlar oluşturulamamıştır.
- Giderek olumsuz sonuçları tekrarlayan mali yapı için yeni finansal çözümlere gidilmemiştir.
- Başarısız yıl sonuçlarına rağmen küçülme veya maliyetleri azaltıcı yeni stratejiler belirlenmemiştir.
- Genişlemeci politika, sürekli artan borçlanma ve artan maliyetler ile sürdürülmüştür.
- Teknolojik değişikliklere zamanında cevap verilememiş, takip edilememiştir.
- Maliyetleri azaltıcı hamleleri yapmaması operasyon maliyetlerini arttırmıştır. (Örn: Daha büyük mağazalardan daha küçük mağazalara geçme, kiraların iyileştirilmesi, ucuz iş gücü vb.)
- Yetersiz operasyonel ve yönetsel beceriler ile şirket güç kaybetmiştir.

Alınacak dersler

- Faaliyette bulunulan sektör dinamiklerine paralel üretim, ürün model-tarz, satış, reklam ve tanıtım adımlarında gerekli değişimleri uygun gecikmeksizin yapmak çok kritik öneme sahiptir.
- Mevcut finansal durum güçlü şekilde analiz edilerek gerekli tespitler yapılmalıdır.
- Güçlü analizler ile belirlenen finansal ve faaliyet gelişim alanları için yine finansal ve faaliyete dayalı çözümler oluşturulmalıdır. Bu konuda gerektiğinde dış kaynak desteği alınmalıdır. Stratejiler gecikmeksizin belirlenmelidir.
- Rekabet ve rakiplerin uygulamaları dikkatle izlenmeli ve aksiyonlara dönmesi gereken tespitler güçlü şekilde yapılmalıdır.
- Üretim ve satış süreçlerinde gerekli verimli değişimlere daha etkin olarak gidilmelidir.
- Dijital bir çağdayız, en son uygulamalar takip edilmeli ve trende yönelik karlılık odaklı aksiyon alınmalıdır.
- Olumsuz süreçleri sonlandırmak için güçlü ve radikal finansal aksiyonlar alınmalıdır.

Besfin Yorumu

- Şirketler faaliyette buldukları sektöre ve ürün grubuna bağlı olarak, tüketici eğilimini ve beklentilerini, içinde buldukları rekabet ve rakiplere göre doğru zamanlamada ele almalı ve etkin sonuçlara gitmelidir. Doğru zamanda finansal sonuçları okumak ve yeni stratejiler geliştirmek, küçülmek, **Yeniden Yapılandırma ve Finansal Borç Yönetimi** yapmak, sorunlu dönemden/kapsamdan kaçınmanın veya çımanın en önemli yatırımlarındandır.



Derya Tören

Kurumsal Finans Analisti
derya.toren@besfin.com

Besfin Finansal Hizmetler Danışmanlık ve Tic. A.Ş.

Tel: +90 212 609 83 50

Faks: +90 212 609 83 49

Eclipse Business Maslak

Akasya Sokak C Blok No:13

Sarıyer/İstanbul

www.besfin.com



Bu çalışma, Besfin tarafından özel olarak hazırlanmıştır. Çalışmanın içeriği Besfin'in bilgisi dışında kopyalanıp yayınlanamaz. Çalışmanın kapsadığı görüşler ve yorumlar genel kabul görmüş teorik yaklaşımlar olup, gerçekleştirmeleri koşullara bağlıdır. Çalışmanın içeriğinin Besfin bilgisi dışında direkt kullanımından doğacak olan zararlardan Besfin ve çalışanları sorumlu tutulamaz.

©2017 Besfin Finansal Hizmetler Danışmanlık ve Tic. A.Ş.



Besfin Finansal Hizmetler Danışmanlık ve Tic. A.Ş. Uluslararası Proje Finansman Birliği (IPFA) üyesidir.