

Mavi Giyim

Mavi Giyim için hedef fiyatımızı pay başına 147,00 TL olarak revize ediyoruz. 12 aylık hedef fiyatımız %48 getiri potansiyeline işaret ederken, AL tavsiyemizi sürdürüyoruz ve Mavi'yi model portföyümüze ekliyoruz. Değerlememizde öne çıkan ana katalizörler: i) Yurtiçi perakendede güçlü performans ve geniş hedef kitle, ii) Dinamik fiyatlama politikası ve etkin stok yönetimi, iii) Satış alanında genişleme ve mağaza açılışları, iv) Güçlü net nakit pozisyonu olarak öne çıkıyor. 2024T tahminlerimize göre Mavi, 9,6x F/K çarpanıyla, 2025T tahminlerimize göre ise 6,9x F/K çarpanıyla işlem görmektedir.

Yurtiçi perakendede güçlü performans ve geniş hedef kitle... Son yıllarda Türk Lirası'nın değer kaybı ve döviz kurlarındaki yükselişler, ithal markalardan yerli markalara olan talebi artırdı. Bu durum, Mavi'nin hedef kitlesini orta-üst sınıfı da kapsayacak şekilde genişletti. Ekonomideki yavaşlamaya rağmen, hazır giyim sektöründe tüketici harcamalarının geçen yıla paralel seyretmesi şirketin karlılığına olumlu yansıyor. Şirket verilerine göre, 2024'ün Mayıs ayında Türkiye perakende gelirlerinde %74, online satışlarda ise %73 artış kaydedildi. Haziran ayının ilk yarısında bayramın olumlu etkisiyle, Türkiye'deki perakende gelirlerinde %121, online satışlarda %98 artış görüldü. 2024 tahminlerimize göre, Mavi'nin satışlarının yıllık bazda %68 artışla 44,2 milyar TL'ye ulaşmasını, %18,5 marjla 8,2 milyar TL FAVÖK elde edilmesini ve net karının yıllık %149 artışla 4.3 milyar TL seviyesine ulaşmasını bekliyoruz. İkinci ve üçüncü çeyrekler, Mavi'nin mevsimsel etkilerden ötürü en kuvvetli sonuçlar elde ettiği dönemler olarak öne çıkıyor. Şirketin 2Ç24 finansallarını Eylül'ün ikinci yarısında bekliyoruz.

Dinamik fiyatlama politikası ve etkin stok yönetimi... Covid-19 sonrası dönemde üretim, sipariş ve tedarik zincirindeki belirsizliklere rağmen, Mavi'nin etkin stok yönetimi ve ani değişimlere hızlı adapte olabilmesi, şirketin risk yönetiminde başarılı olmasını sağladı. Geniş ürün yelpazesi ve dengeli fiyatlama stratejisi ise enflasyonun üzerinde büyüme hedefini sürdürülebilir kılıyor. Son yıllarda perakendecilik faaliyetlerini artıran Mavi, lifestyle ürünlerle ürün gamını genişletti. 1Ç24 itibarıyla lifestyle ürünlerin Türkiye perakende gelirlerindeki payı %58, denim ürünlerinin payı ise %42 seviyesinde bulunuyor. Şirketin sahip olduğu geniş ürün gamı, Mavi'nin karlılığına katkı sağlıyor.

Satış alanında genişleme ve mağaza açılışlarının kâra etkisi... Mavi'nin yurtiçi perakende mağaza sayısı, 2024 yılı ilk çeyreğinde açılan iki yeni mağaza ile 338'e ulaştı. Aynı dönemde, üç mağazanın metrekare alanı genişletildi. İlk çeyrek itibarıyla toplam satış alanı 176,3 bin metrekareye, ortalama mağaza büyüklüğü ise 522 metrekareye yükseldi. Bayram sonrası hazır giyime olan talepte bir normalleşme gözlenirse de, Mavi'nin perakende faaliyetlerinin güçlü kalmaya devam edeceğini düşünüyoruz. Mavi'nin 2033 yılına kadar toplam 407 mağazaya, mağaza başı ortalama 617 metrekare büyüklüğe ulaşmasını öngörüyoruz.

Net nakit pozisyonu şirkete esneklik sağlıyor... Mavi'nin net nakit pozisyonu, şirkete maliyet yönetiminde avantaj sunuyor. 2Ç24 itibarıyla Mavi'nin TFRS 16 hariç nakit pozisyonu 5.2 milyar TL seviyesinde bulunuyor. Yıl sonunda, yeni merkez binası ve devam eden depo yatırımları nedeniyle, yatırım harcamalarının satış gelirlerine oranının %5 seviyesinde olması öngörülmüyor. Şirket, 2024 yılı için %70 (+/-%) ciro büyümesi ve UFRS 16 etkisi hariç %20 (+/-0,5%) FAVÖK marjı hedeflemektedir. Ayrıca, 15 net yeni mağaza açmayı planlamaktadır.

MAVI

AL

Hedef fiyat TL 147.00
Getiri potansiyeli %48

Pay bilgileri

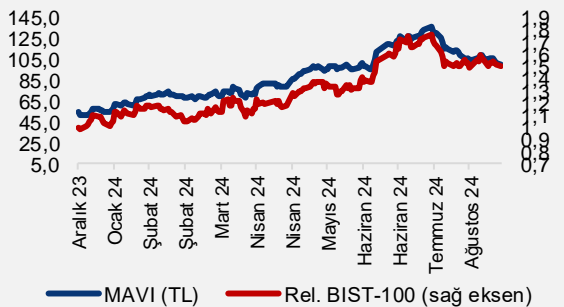
Pay Kodu	MAVI TI
Pay fiyatı (26.08.2024)	99,60
Pay fiyatı aralığı (52 haftalık)	50,9 / 136,2
Piyasa Değeri (TL mn - mn USD)	39566,7 - 1166,2
Pay adedi (mn) & halka açıklık oranı	397 - 73%
Yabancı Takas Oranı	43%
Pazar	Yıldız
Sektör	Giyim Perakende

Ortalama işlem hacmi	1 Ay	3 Ay	12 Ay
milyon ABD doları	9,2	11,7	10,7

Fiyat performansı	1 Ay	3 Ay	YBB
TL	-14%	3%	75%
USD	-16%	-2%	51%
BIST-100'e göre performans	-2%	15%	40%

Tahminler (TL mn)	2023	2024T	2025T
Net satışlar	26.294	44.158	59.941
FAVÖK	4.854	8.177	11.283
Net kâr	1.757	4.267	5.904

Değerleme	2023	2024T	2025T
F/K	22,7x	9,6x	6,9x
F/DD	5,8x	3,6x	2,4x
FD/FAVOK	7,6x	4,5x	3,3x
FD/Net satışlar	1,4x	0,8x	0,6x



Oğuzhan Kaymak

+90 212 355 2622

oguzhan.kaymak@tacirler.com.tr

Özgür Kenan Tosun

+90 212 355 2637

ozgur.tosun@tacirler.com.tr

Riskler: i) beklenenden daha yüksek maliyet artışları, ve ii) tüketicilerin giyime yönelik iştahında olası azalma, değerlememizde ana risk unsurları olarak öne çıkıyor.

Değerleme – İNA Tablosu

Mavi için, İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) modelimize göre 2024 – 2033 dönemlerine ait nakit akımları tahminlerimiz ile 12 aylık hedef fiyatımızı pay başına 147,00 TL olarak hesaplıyoruz. Belirlemiş olduğumuz hedef fiyat, %48 getiri potansiyeline işaret etmektedir. Değerlememizde risksiz faiz oranını %23,5 seviyesinde aldık. Projeksiyon dönemimiz için hesapladığımız ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti (AOSM) %27 düzeyinde.

TL mn	2023	2024E	2025T	2026T	2027T	2028T
Net Satışlar	26.294	44.158	59.941	75.195	92.774	111.215
Büyüme %	25%	68%	36%	25%	23%	20%
FAVÖK	4.854	8.177	11.283	14.200	17.447	20.956
Büyüme %	16%	68%	38%	26%	23%	20%
FAVÖK Marjı %	18%	19%	19%	19%	19%	19%
Vergiler	-913	-1.697	-2.124	-2.555	-3.155	-3.819
Yatırımlar	-585	-1.288	-1.918	-2.481	-3.154	-3.893
Net İşletme Sermayesi Değişimi	1.135	1.177	84	245	125	222
Serbest Nakit Akımları	2.222	4.015	7.157	8.917	11.012	13.023
SNA Marjı %	8%	9%	12%	12%	12%	12%
AOSM		26%	27%	27%	27%	27%
İNA		3.212	4.581	4.566	4.510	4.267

Sonsuz Büyüme Oranı	5%
Sonsuz Büyüme Değeri	133.812
Sonsuz Büyüme Değeri (BD)	14.368
Nakit Akımlarının Bugünkü Değeri	39.929
Sonsuz Büyüme Bugünkü Değeri	14.368
Firma Değeri	54.297
Özkaynak Değeri	58.315
Ödenmiş Sermaye	397
Hedef Hisse Fiyatı	147,00
Hisse Fiyatı	99,60
Getiri Potansiyeli	48%

İNA Modelimiz için Duyarlılık Analizi

Risksiz Faiz Oranı

		19,50%	21,50%	23,50%	25,50%	27,50%	
Uç Değer	4,0%	152,0	148,0	145,0	142,0	140,0	
	4,5%	153,0	149,0	146,0	143,0	141,0	
	Büyüme	5,0%	154,0	150,0	147,0	144,0	141,0
	Oranı	5,5%	156,0	151,0	148,0	145,0	142,0
	6,0%	157,0	153,0	149,0	146,0	143,0	

Projeksiyonlar

Bilanço	2022	2023	2024T	2025T
Nakit ve benzerleri	5.349	5.401	8.008	14.297
Ticari alacaklar	1.435	1.460	2.653	3.182
Stoklar	4.005	4.016	7.241	5.833
Finansal yatırımlar	96	70	102	113
Maddi duran varlıklar	1.461	1.712	1.887	2.038
Diğer duran varlıklar	2.817	2.804	6.024	6.626
Toplam varlıklar	15.163	15.463	25.915	32.090
Kısa vadeli borçlanmalar	3.117	1.561	1.648	2.697
Ticari borçlar	4.881	3.781	7.021	6.059
Uzun vadeli borçlanmalar	478	1.034	1.006	1.199
Diğer uzun vadeli yükümlülükler	1.269	1.669	4.933	4.982
Yükümlülükler	10.040	8.446	14.609	14.938
Özkaynaklar	5.124	7.018	11.306	17.153
Ödenmiş sermaye	99	199	397	397
Diğer özkaynaklar	5.024	6.819	10.909	16.755
Toplam kaynaklar	15.163	15.463	25.915	32.090
Oranlar				
Karlılık				
Özkaynak kârlılığı	%68	%29	%47	%41
Net kâr	%9	%7	%10	%10
Aktif devri	2,35	1,72	2,13	2,07
Kaldıraç	3,17	2,52	2,26	2,04
Aktif kârlılığı	%22	%11	%21	%20
Kaldıraç				
Finansal borç/toplam varlıklar	%24	%17	%10	%12
Net borç/özsermaye	-0,34	-0,40	-0,47	-0,61
Net borç/FAVÖK	-0,42	-0,58	-0,65	-0,92
Hisse başına (TL)				
Net kâr	4,85	4,42	10,74	14,86
Özkaynak	12,90	17,67	28,46	43,18
Temettü	-0,50	-1,08	0,00	-0,05

Gelir tablosu	2022	2023	2024T	2025T
Net satışlar	21.038	26.294	44.158	59.941
Brüt kâr	10.358	12.674	22.329	30.364
Faaliyet giderleri	-7.695	-9.430	-15.439	-21.118
Esas faaliyet kârı	2.663	3.244	6.891	9.246
FAVÖK	4.182	4.854	8.177	11.283
Net diğer gelir	97	205	354	328
Net finansman geliri	-387	-810	-1.308	-1.565
Vergi öncesi kâr	2.402	2.670	5.964	8.028
Vergi gideri	-475	-913	-1.697	-2.124
Net kâr	1.927	1.757	4.267	5.904
Nakit akış tablosu				
FAVÖK	4.182	4.854	8.177	11.283
Vergi gideri	-475	-913	-1.697	-2.124
Yatırımlar	-568	-585	-1.288	-1.918
İşletme sermayesi değişim	603	1.135	1.177	84
Serbest nakit akışı	2.536	2.222	4.015	7.157

Büyüme ve marjlar	2022	2023	2024T	2025T
Net satışlar	%355	%25	%68	%36
FAVÖK	%984	%16	%68	%38
Net kâr	%356	-%9	%143	%38
Brüt marj	%49	%48	%51	%51
Esas faaliyet kâr marjı	%13	%12	%16	%15
FAVÖK marjı	%20	%18	%19	%19
Net marj	%9	%7	%10	%10

Değerleme	2022	2023	2024T	2025T
F/K	21,2x	22,7x	9,6x	6,9x
F/DD	7,9x	5,8x	3,6x	2,4x
FD/FAVOK	8,8x	7,6x	4,5x	3,3x
FD/Net satışlar	1,7x	1,4x	0,8x	0,6x

Kaynak: Rasyonet, Tacirler Yatırım

*Bütün rakamlar milyon TL olarak ifade edilmiştir.

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	(0 322) 457 77 55
Akatlar İrtibat Bürosu	Akat Mahallesi Meydan Caddesi B Blok No: 16 D: 8 (Eski No D: 10) Beşiktaş	(0 212) 355 46 46
Ankara	Remzi Oğuz Arık Mah. Tunalı Hilmi Cad. Yaprak Apt. No: 94 Kat: 2 D: 9 Kavaklıdere Çankaya	(0 312) 435 18 36
Ankara - Çukurambar İrtibat Bürosu	Kızılırmak Mah.Ufuk Üniversitesi Cad. Next Level Loft Ofis No: 4/65 Kat: 24 Söğütözü Çankaya	(0 312) 909 87 70
Antalya	Şirinyalı Mah. İsmet Gökşen Cad. Özden Apt. No:82/6 Muratpaşa	(0 242) 248 45 20
Bakırköy	İstanbul Cad. Bakırköy İş Merkezi No: 6 Kat: 4 D: 14 Bakırköy	(0 212) 570 52 59
Bodrum İrtibat Bürosu	Konacık Mahallesi, Atatürk Bulvarı, Arbor-Abdullah Ünal Çabuk İş Merkezi No: 285/1-A6 Bodrum	(0212) 355 46 46
Bursa	Konak Mah. Barış (120) Sokak , Ofis Artı Binası, Dış kapı No:3 Daire:33 Nilüfer-BURSA	(0 224) 225 64 10
Çankaya İrtibat Bürosu	Çankaya Mahallesi Cinnah Caddesi Cinnah Apartmanı No: 55 D: 7-8 Çankaya / ANKARA	(0212) 355 46 46
Denizli	Urban İş Merkezi 2. Ticari Yol Daire 26 Kat: 6 Bayramyeri	(0 258) 265 87 85
Erenköy	Bağdat Cad. Çubukçu Apt. No: 333 Kat: 2 D: 4 Kadıköy	(0 216) 348 82 82
Gaziantep	İncilipinar Mah. Gazimuhtarpaşa Bul. Kepkepzade Park İş Merkezi B Blok No: 18 Kat: 1 D: 5	(0 342) 232 35 35
Girne	Ziya Rızki Cad. Şehit Necati Gürkaya Sok. 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	(0 232) 445 01 61
İzmir Karşıyaka Şube	Yalı Mahallesi Ahmet Kemal Baysak Bulvarı No:42 D:11	(0 232) 241 19 24
İzmir İrtibat Bürosu	Şehit Nevres Bulvarı Eczacıbaşı Apartmanı No: 7 Kat: 2 Daire: 5 Pasaport Alsancak - Konak	(0 232) 241 24 50
İzmit	Hürriyet Cad. Kaya İşhanı No: 39/5 İzmit	(0 262) 323 11 33
İzmit İrtibat Bürosu	Ömerağa Mah. Alemdar Cad. İ. Kolaylı Apt. No: 8 Kat: 2 İzmit	(0 262) 260 01 01
Karadeniz Ereğli	Murtaza Mah. Hamamüstü Sok. İ. Esat Taneri İş Merkezi No: 19 Kat: 2 Karadeniz Ereğli	(0 372) 316 40 50
Kartal	Üsküdar Cad. Cevat Kayacan Apt. No: 26 Kat: 4 D: 8 Kartal	(0 216) 306 22 71 - 306 22 06
Kayseri	Hunat Mah. Nuh Mehmet Baldöktü Sok. Gürcüoğlu Plaza No: 5 K: 3 D: 11 Melikgazi	(0 352) 221 08 68 - 222 82 51
Marmaris İrtibat Bürosu	Kemeraltı Mah. Orgeneral Mustafa Muğlalı Cad. Güven Apt. No: 22 D: 2 Marmaris	(0 252) 321 08 00
Merkez Şube	Akat Mahallesi Meydan Caddesi B Blok No: 16 D: 7 (Eski No D: 9) Beşiktaş	(0 212) 355 46 46
Mersin	İnönü Mah. 1401 Sok. No:32 Pozcu Evo Kat:2 No:10-11 Yenişehir Mersin	(0 324) 238 11 89
Trabzon İrtibat Bürosu	Kemerkaya Mahallesi Halkevi Cad. Mandıralı İş Merkezi No: 4 Daire: 4 Ortahisar	(0 462) 432 24 50

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 belirlenmiş 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.