

MAVI

Mavi <MAVI TI> için hedef fiyatımızı, güçlü 1Ç23 finansal performansı ve büyüme hedefleri doğrultusunda pay başına 66,50 TL'den, 114,30 TL'ye yükseltiyoruz. 12 aylık hedef fiyatımız %80 getiri potansiyeline işaret ederken, AL tavsiyemizi yineliyoruz. Değerlememizin ana katalizörleri: i) genişleyen hedef kitlesi beraberinde yaz sezonu öncesi giyim perakende sektöründe devam eden güçlü talep artışı, ii) etkin maliyet yönetiminin karlılık marjları üzerinde olumlu etkisini sürdürmesi, iii) yeni müşteri kazanımı ile online satış kanalında güçlü büyümenin devam etmesi, iv) 1Ç23'teki güçlü finansal performansın yıl geneline yayılma beklentisi olarak öne çıkıyor. 2023T dönemi tahminlerimizde MAVI, 2.7x FD/FAVÖK ve 4.9x F/K çarpanından işlem görmektedir.

Genişleyen hedef kitle beraberinde yaz sezonu öncesi güçlü talep devam ediyor... Son yıllarda tüketici davranışındaki ithal markalardan yerli markalara yönelim sonucunda, MAVI'nin orta-üst sınıftan orta-alt sınıfa kadar uzanan hedef kitlesini genişlettiğini görüyoruz. Yüksek enflasyon paralelinde güçlü tüketici talebi MAVI'nin 1Ç23 finansal sonuçlarını destekleyerek, satış büyümesi ile hacimsel büyümeye katkı sağladı. 1Ç23'te MAVI'nin Türkiye perakende gelirleri yıllık bazda %119 büyürken, birebir mağaza satışları yıllık bazda %124 artış kaydetti. Yine aynı dönemde mağaza trafiğinde yıllık bazda %19'luk artışın, işlem sayısındaki büyümeyi desteklediği, enflasyonist temada dinamik fiyatlandırma stratejisinin etkisiyle alışveriş sepeti %94 büyüme kaydetti. Tüketicilerin alışveriş iştahının güçlü devam etmesinin yüksek yaz sezonunda MAVI'nin 2. ve 3. Çeyrek operasyonel performansına katkı sağlayacağını öngörüyoruz.

Etkin stok ve maliyet yönetimi öne çıkıyor... Üretim, sipariş, tedarik alanlarında ortaya çıkabilecek olası değişimler ile maliyet artışlarına karşılık, şirketin etkin stok yönetimi ve olası ani değişimlere reaksiyon alabiliyor olması, risk yönetiminde etkinlik sağlamaktadır. MAVI'nin ürün gamı çeşitliliği ve görece izlediği dinamik fiyatlandırma stratejisinin, görece düşük olan 1Ç'te maliyet artışlarının etkisini azalttığını ve operasyonel karlılığını desteklediğini gördük. MAVI, 1Ç23'te %49,7'lik marjla 3.9 milyar TL brüt karlılık elde ederken, etkin operasyonel gider yöntemiyle FAVÖK rakamı yıllık bazda %64 artışla 905 milyon TL'ye ulaştı. Değerlemem periyodumuzda MAVI için ortalama %51'lik brüt marj ile ortalama %20,9'luk FAVÖK marjı öngörüyoruz.

Tahminleri yukarı yönlü yeniliyoruz... 1Ç23 güçlü finansal sonuçların ardından şirket, 2023 yılına ilişkin öngörülerini paylaştı. Buna göre, %5'lik standart sapmayla konsolide satışlarda %75'lik büyüme, net 5 mağaza açılışı, %22 ± %0,5 FAVÖK marjı (UFRS16 dahil), %3'lük yatırım harcamasının satışlara oranı öngörülmektedir. Değerlememizde 2023T dönemi MAVI için net satışların yıllık bazda artışla %81,7 artışla 19.2 milyar TL'ye, FAVÖK rakamının ise yıllık %73,5 artışla 4.3 milyar TL'ye ulaşmasını öngörüyoruz. 2023 yılında %13,4 net marj ile 2.576mn TL net karlılık tahmin ediyoruz. (2022: 1.439mn TL)

Tavsiye

AL

Hedef fiyat TL 114.3
Getiri potansiyeli %80

Pay bilgileri

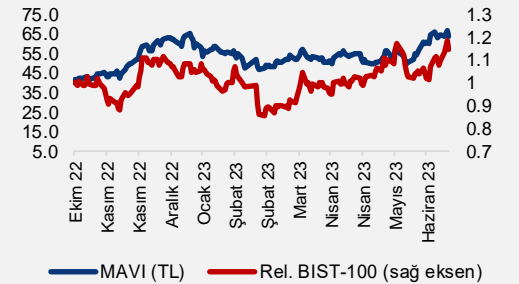
Pay Kodu	MAVI TI
Pay fiyatı (21.06.2023)	63.50
Pay fiyatı aralığı (52 haftalık)	41 / 66
Piyasa Değeri (TL mn - mn USD)	12612.9 - 536
Pay adedi (mn) & halka açıklık oranı	198.6 - 73%
Yabancı Takas Oranı	34.27%
Pazar	Yıldız
Sektör	Giyim Perakende

Ortalama işlem hacmi 1 Ay 3 Ay 12 Ay
milyon ABD doları 7.2 5.4 7.0

Fiyat performansı	1 Ay	3 Ay	YBB
TL	13%	21%	0%
USD	-5%	-2%	-21%
BIST-100'e göre performans	-2%	15%	6%

Tahminler (TL mn)	2021	2022	2023T
Net satışlar	4,619	10,592	19,243
FAVÖK	1,016	2,481	4,303
Net kâr	400	1,439	2,576

Değerleme	2021	2022	2023T
F/K	31.5x	8.8x	4.9x
F/DD	11.3x	4.9x	2.7x
FD/FAVOK	11.3x	4.6x	2.7x
FD/Net satışlar	2.7x	1.1x	0.5x
Temettü verimi	0.2%	1.0%	3.4%



Oğuzhan Kaymak
+90 212 355 2604

oguzhan.kaymak@tacirler.com.tr

Kadirhan Öztürk
+90 212 355 2676

kadirhan.ozturk@tacirler.com.tr

Gelir Modeli

Değerlememizin tahmin periyodunda,

- Şirket gelirleri, %19 YBBO ile 19,2 milyar TL'den 65,2 milyar TL'ye ulaşmaktadır.
- Toplam mağaza adedi ise %1,4 YBBO ile 334 adetten 369 adede yükselmektedir.
- Ortalama metrekare başına gelir, yurt içinde %19,8 YBBO ile 59 bin TL'den 208 bin TL'ye yükselmektedir.

	2022	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T
Ciro (TLmn)	10.592	19.243	25.706	33.140	39.480	45.387	51.538	58.014	65.198
Yurtiçi	8.829	16.596	22.300	28.785	33.709	38.227	42.656	47.231	52.332
Uluslararası (USDmn)	106	116	147	167	202	226	257	289	319
Satış İskontoları ve İadeler	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Yıllık Değişim									
Ciro (TLmn)	129%	82%	34%	29%	19%	15%	14%	13%	12%
Yurtiçi	135%	88%	34%	29%	17%	13%	12%	11%	11%
Uluslararası (USDmn)	12%	9%	27%	14%	21%	12%	14%	12%	10%

Yurtiçi Operasyonlar

Gelirler (mn TL)

Perakende	6.694	12.861	17.212	22.619	26.492	29.943	33.227	36.525	40.142
Toptan	1.342	2.333	2.986	3.643	4.189	4.650	5.069	5.474	5.912
E-Ticaret	793	1.402	2.103	2.523	3.028	3.633	4.360	5.232	6.278

Net Satışlar Yıllık Büyüme (%)

Perakende	144%	92%	34%	31%	17%	13%	11%	10%	10%
Toptan	127%	74%	28%	22%	15%	11%	9%	8%	8%
E-Ticaret	88%	77%	50%	20%	20%	20%	20%	20%	20%

Operasyonlar

Perakende Mağaza Sayısı	329	334	339	344	349	354	359	364	369
Yeni Açılan Mağaza Sayısı	2	5	5	5	5	5	5	5	5
Brüt Satış Alanı (bin m2)	168	170	174	177	180	183	187	190	193
Ortalama Mağaza Büyüklüğü (m2)	510	510	512	514	516	518	520	522	524
m2 Başına Ciro (bin TL)	40	59	99	128	147	163	178	192	208

Uluslararası Operasyonlar

Gelirler (mn TL)

Perakende	263	458	779	1.328	2.270	3.178	4.386	5.790	7.411
Toptan	1.121	1.583	1.900	2.147	2.426	2.693	2.962	3.199	3.391
E-Ticaret	379	606	728	880	1.074	1.289	1.534	1.795	2.064

Net Satışlar Yıllık Büyüme (%)

Perakende	189%	74%	70%	71%	71%	40%	38%	32%	28%
Toptan	87%	41%	20%	13%	13%	11%	10%	8%	6%
E-Ticaret	117%	60%	20%	21%	22%	20%	19%	17%	15%

Riskler... i) beklenenden daha yüksek maliyet artışları ve bu artışların ihracat sürecinde yaratabileceği zorluklar, ii) rekabet yoğun sektör yapısının marjlar üzerindeki baskılayıcı olması, iii) tüketicilerin giyime yönelik iştahında olası azalma, değerlememizde ana risk unsurları olarak öne çıkmaktadır. İkincil olarak ise MAVI'nin, şu an ki güçlü konumunu ve geniş kitlesini koruyor olsa da önümüzdeki dönemde makro ekonomik koşulların negatif seyir izlemesi durumunda genel bir fiyat baskısı oluşursa, müşteri portföyünü orta ve orta-alt sınıfa kaydırması ihtimalini bir risk olarak görüyoruz.

Değerleme

Mavi'yi indirgenmiş nakit akımları yöntemine göre değerliyor ve 12 ay ileri hedef fiyatımızı pay başına 114.30TL tutarında hesaplıyoruz. Belirlemiş olduğumuz hedef fiyat %80 getiri potansiyelini işaret etmektedir.

Değerleme modelimizde, %5,5'lik sonsuz büyüme oranı, %20 risksiz getiri oranı, %5,5'luk hisse risk primi oranı, %5'lik borçlanma primi oranı ve hisse için 0.84x beta katsayısı varsaydık. Modelimizde firma değerinin %90'ı projeksiyon dönemi nakit akışlarının bugünkü değerinden, geri kalanı ise sonsuz büyüme değerinden oluşmaktadır. Projeksiyonda sonsuz büyüme değeri (uç değer) tahminimiz 4,4x FD/FAVÖK çarpanını işaret etmektedir.

İNA

	2022	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T
Net Satışlar	10.592	19.243	25.706	33.140	39.480	45.387	51.538	58.014	65.198
<i>Yıllık Büyüme %</i>	129%	82%	34%	29%	19%	15%	14%	13%	12%
FAVÖK	2.481	4.303	5.323	6.845	8.172	9.411	10.715	12.090	13.449
<i>Büyüme %</i>	144%	73%	24%	29%	19%	15%	14%	13%	11%
<i>FAVÖK Marjı %</i>	23%	22%	21%	21%	21%	21%	21%	21%	21%
Vergiler	-244	-550	-702	-1.256	-1.541	-1.860	-2.128	-2.465	-2.801
Yatırımlar	-292	-391	-409	-473	-536	-612	-689	-767	-854
Net İşletme Sermayesi Değişimi	-260	-818	-725	-262	-301	-565	-625	-713	-822
Serbest Nakit Akımları	1.684	2.545	3.486	4.854	5.793	6.375	7.274	8.146	8.972
<i>SNA Marjı %</i>	16%	13%	14%	15%	15%	14%	14%	14%	14%
AOSM		23%	23%	22%	22%	22%	22%	22%	22%
İNA		2.070	2.307	2.624	2.559	2.303	2.148	1.968	1.773

Sonsuz Büyüme Oranı	5,5%
Sonsuz Büyüme Değeri	11.172
Sonsuz Büyüme Değeri (BD)	2.208

Nakit Akımlarının Bugünkü Değeri	18.594
Sonsuz Büyüme Bugünkü Değeri	2.208

Firma Değeri	20.802
Net Borç	-1.896
Özkaynak Değeri	22.698
Ödenmiş Sermaye	199
Hedef Hisse Fiyatı	114,3
Hisse Fiyatı	63,50
Getiri Potansiyeli	80%

PROJEKSİYON

Bilanço	2018	2019	2020	2021	2022	2023T
Nakit ve benzerleri	267	311	893	1.482	3.245	4.097
Ticari alacaklar	169	231	231	394	871	1.919
Stoklar	457	496	560	751	2.308	3.539
Finansal yatırımlar	0	0	0	27	58	69
Maddi duran varlıklar	217	249	271	390	581	751
Diğer duran varlıklar	234	651	751	1.051	1.581	2.230
Toplam varlıklar	1.344	1.937	2.708	4.095	8.643	12.605
Kısa vadeli borçlanmalar	284	434	1.040	1.120	1.891	1.618
Ticari borçlar	510	597	638	1.189	2.961	4.422
Uzun vadeli borçlanmalar	92	325	366	277	290	296
Diğer uzun vadeli yükümlülükler	124	121	155	396	910	1.678
Yükümlülükler	1.010	1.477	2.198	2.981	6.051	8.014
Özkaynaklar	334	460	510	1.115	2.592	4.591
Ödenmiş sermaye	50	50	50	50	99	99
Diğer özkaynaklar	284	411	460	1.065	2.492	4.492
Toplam kaynaklar	1.344	1.937	2.708	4.095	8.643	12.605
Net borç	109	448	512	-85	-1.064	-2.183
Net işletme sermayesi	116	130	153	-43	218	1.036

Oranlar

Karlılık						
Özkaynak kârlılığı	%31,4	%23,9	%0,9	%49,3	%77,7	%71,7
Net kâr	%3,9	%3,3	%0,2	%8,7	%13,6	%13,4
Aktif devri	1,9x	1,7x	1,0x	1,4x	1,7x	1,8x
Kaldıraç	4,1x	4,1x	4,8x	4,2x	3,4x	3,0x
Aktif kârlılığı	%7,6	%5,8	%0,2	%11,8	%22,6	%24,2
Kaldıraç						
Finansal borç/toplam varlıklar	%28	%39	%52	%34	%25	%15
Net borç/özsermaye	0,33	0,97	1,00	-0,08	-0,41	-0,48
Net borç/FAVÖK	0,30	0,70	1,33	-0,08	-0,43	-0,51

Hisse başına (TL)

Net kâr	0,46	0,48	0,02	2,02	7,25	12,97
Özkaynak	1,68	2,32	2,57	5,61	13,05	23,11
Temettü	0,00	0,00	0,00	0,15	0,61	2,17

Kaynak: Tacirler Yatırım Araştırma

* Bütün rakamlar milyon TL olarak ifade edilmiştir.

Gelir tablosu	2018	2019	2020	2021	2022	2023T
Net satışlar	2.353	2.863	2.402	4.619	10.592	19.243
Brüt kâr	1.208	1.405	1.160	2.372	5.602	9.469
Faaliyet giderleri	-913	-1.045	-1.087	-1.714	-3.625	-5.910
Esas faaliyet kârı	295	360	73	658	1.978	3.559
FAVÖK	365	640	385	1.016	2.481	4.304
Net diğer gelir	2	2	18	41	45	90
Net finansman geliri	-165	-224	-77	-160	-333	-510
Vergi öncesi kâr	132	138	12	539	1.703	3.148
Vergi gideri	-32	-30	-4	-116	-244	-550
Net kâr	92	95	5	400	1.439	2.576

Nakit akış tablosu

FAVÖK		640	385	1.016	2.481
Vergi gideri		-30	-4	-116	-244
Yatırımlar		-100	-99	-163	-292
İşletme sermayesi değişimi		14	23	-196	260
Serbest nakit akışı		524	258	933	1.684

Büyüme ve marjlar

Net satışlar	%22	-%16	%92	%129	%82
FAVÖK	%75	-%40	%164	%144	%73
Net kâr	%4	-%95	%8638	%259	%79
Brüt marj	%51,3	%49,1	%48,3	%51,3	%52,9
Esas faaliyet kâr marjı	%12,5	%12,6	%3,0	%14,2	%18,7
FAVÖK marjı	%15,5	%22,4	%16,0	%22,0	%23,4
Net marj	%3,9	%3,3	%0,2	%8,7	%13,6
Serbest nakit akışı marjı	%0,0	%18,3	%10,8	%20,2	%15,9

Değerleme

F/K	137,8x	133,0x	2752,1x	31,5x	8,8x
F/DD	37,8x	27,4x	24,7x	11,3x	4,9x
FD/FAVOK	137,8x	18,0x	29,9x	11,3x	4,6x
FD/Net satışlar	5,4x	4,6x	5,5x	2,7x	1,1x
Temettü verimi	%0,0	%0,0	%0,0	%0,2	%1,0
Serbest nakit akışı verimi	%0,0	%4,2	%2,0	%7,4	%13,4

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	Muradiye Mah. Çekirge Cad. Koçer Apt. No: 49 Kat: 2 D: 4 Osmangazi	(0 224) 225 64 10
Çankaya İrtibat Bürosu	Çankaya Mahallesi Cinnah Caddesi Cinnah A partmanı 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. Gazimuharapaşa Bul. Kepkepza de Park İş Merkezi B Blok No: 18 Kat: 1 D: 5	(0 342) 232 35 35
Girne	Ziya Rızıkı 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 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	Cumhuriyet Mah. Turan Cad. Turan Plaza Apt. No: 8 Kat: 2 D: 5 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 belirlemiş olması zorunludur.

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

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

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

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