

4Ç23 sonuçlarının ardından modelimizde bir yıl ileri **Tavsiye** güncellemenin ve tahminlerimizde yaptığımız revizyonların etkisiyle Mavi Giyim için hedef fiyatımızı 82,0 TL'den 128,30 TL'ye yükseltiyoruz ve 'AL' tavsiyemizi yineliyoruz. Şirket 2024 tahminlerimize göre 3,3x FD/FAVÖK çarpanıyla işlem görmektedir. [Mavi Giyim 01.12.2023 tarihli raporumuz](#)

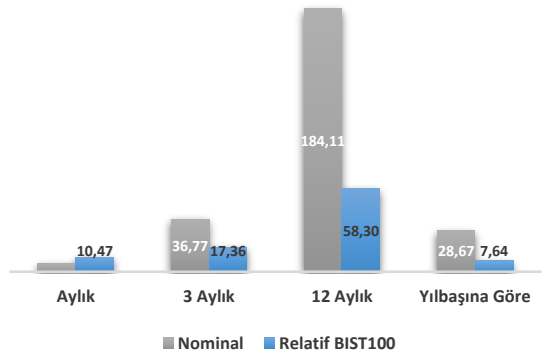
AL

| | |
|--------------------|-----------|
| Hedef Fiyat | 128,30 TL |
| Önceki HF | 82,0 TL |
| HF Değişim | 56% |
| Getiri Potansiyeli | +74% |

Pay Bilgileri

| | | |
|--------------------------------------|-----------------|---------|
| Pay Kodu | MAVI:IS | MAVI:TI |
| Pay Fiyatı TL (Son Kapanış) | 74,95 | |
| Piyasa Değeri (mn TL) | 29.774 | |
| Sermaye (mn TL) | 397 | |
| Halka Açıklık Oranı % | 73 | |
| Sektör | Giyim Perakende | |
| Pazar | Yıldız | |
| Ortalama İşlem Hacmi mn TL (1 Aylık) | 339 | |
| Endeks Ağırlığı (XU100) | 0,90 | |

Fiyat Performansı



- Beklentilerle Uyumlu Sonuçlar (TMS-29 Öncesi);** MAVI 4Ç23'de 6.020 mn TL ciro , 1.315 mn TL FAVÖK ve 690 mn TL net kar açıkladı. 4Ç23'de ciro ve FAVÖK piyasa beklentileriyle uyumlu gerçekleşirken FAVÖK bizim beklentilerimizi %8 civarında aştı. Net kar ise medyan piyasa beklentilerini %13 aşarken bizim beklentilerimizin %17 altında gerçekleşti. Beklentilerimizde aşağı yönde sapma tahminlerimizden yüksek vergi giderinden kaynaklandı.
- Güçlü Tüketici Talebi Mağaza Trafikini Desteklemeye Devam Etti** Mağaza trafiği 2023 yılında %7 arttı. 4Ç23'de birebir (LFL) mağazalarda %27 büyüme, yıl toplamında ise %18,5 adet büyümesi gerçekleşti. İşlem adedi (kesinlen fatura) 2023 de %17,3 artış gösterdi. Sepet büyümesi ise %70,4 oldu.
- Türkiye perakende mağaza sayısı 2023 yılında 7 net mağaza açılışla 336'ya yükselerek en yüksek sayıya ulaştı. Türkiye brüt satış alanı ise 174,5 bin m2 (2022; 167,7 bin m2) olurken ortalama mazağa büyüklüğü 519 m2 (2022; 510 m2) oldu.
- Enflasyon Muhasebesi Etkisi (TMS-29)** 2023 yılında gelirler %25 artış gösterirken brüt kar %22 ve FAVÖK %18 artış kaydetti. Net kar ise %9 daralma gösterdi. TMS-29 etkisiyle FAVÖK marj %18,9 olarak gerçekleşirken TMS-29 etkisiz finansallara göre FAVÖK marjında 5,2 puan daralma izleniyor. Enflasyon muhasebesi şirketin F/K çarpanına olumsuz yönde etki gösterirken FD/FAVÖK çarpanına olumlu veya olumsuz yönde bir etki göstermedi.
- Güçlü Nakit Akışı ve Artan Net Nakit Pozisyon** Şirketin net nakit pozisyonu 4Ç23'de IFRS16 hariç 3.662 oldu. (IFRS16 hariç; 2.586 mn TL)
- Güçlü 2024 Beklentileri** Şirket 2024 yılında (TMS-29 öncesi) %70 ±5 ciro büyümesi %23,5 ±5 FAVÖK marjı , net nakit pozisyonunda artış ve yatırım harcamaları/satış %5 olarak beklentilerini paylaştı. Şirket 2024 yılında 15 mağaza açılış planlarken 10 mağazada m2 büyümesi planlamaktadır. Mağaza açılış planlaması son zamanların en yüksek sayısına işaret ediyor. Şirket bir sonraki beklenti revizyonunda TMS 29 enflasyon muhasebesinin muhtemel etkilerini yansıtacağını dip not olarak ekledi.
- 1Ç24 Ön izleme (TMS-29 Öncesi)** Türkiye perakende satışları Şubat ayında %131 ve Mart ayının ilk 13 gününde %91 büyüme kaydetti. Türkiye online satışlar Şubat ayında %150 ve Mart ayının ilk 13 gününde %70 artış kaydetti. (Şubat ayı performansı geçen yılın deprem nedeniyle düşük olan bazını içermektedir.)
- Şirket hisse başına brüt 4,25 TL (bölünme etkisi dahil 2,12 TL) temettü dağıtma kararı aldı. Temettü verimi son kapanışa göre %2,8'e denk gelmektedir. (TMS 29 öncesi net karın %30'una denk gelmektedir)

| | 2024T | 2025T | 2026T | 2027T |
|---------------|--------|--------|--------|--------|
| Ciro (mn TL) | 34.355 | 46.723 | 61.440 | 78.029 |
| Büyüme % | 70,0% | 36,0% | 31,5% | 27,0% |
| FAVÖK | 8.073 | 10.746 | 13.824 | 17.166 |
| FAVÖK Marjı | 23,5% | 23,0% | 22,5% | 22,0% |
| Net Kar Marjı | 12,0% | 11,0% | 11,0% | 11,0% |
| Net Kar | 4.123 | 5.140 | 6.758 | 8.583 |

| Çarpanlar | 2024T | 2025T | 2026T | 2027T |
|-----------|-------|-------|-------|-------|
| F/K | 7,2x | 5,8x | 4,4x | 3,5x |
| FD/FAVÖK | 3,3x | 2,5x | 1,9x | 1,6x |
| FD/S | 0,8x | 0,5x | 0,4x | 0,3x |

Kutay Gözgör, PhD

Müdür

kutay.gozgor@burganyatirim.com.tr

+90 212 317 27 37

Akın Solmaz

Müdür Yardımcısı

akin.solmaz@burganyatirim.com.tr

+90 212 317 27 88

| MAVI Model (mn TL) * TMS-29 Etkisi Hariç | 2024T | 2025T | 2026T | 2027T | 2028T |
|--|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Hasılat | 34.355 | 46.723 | 61.440 | 78.029 | 92.855 |
| Büyüme(%) | 70,0% | 36,0% | 31,5% | 27,0% | 19,0% |
| FAVÖK | 8.073 | 10.746 | 13.824 | 17.166 | 20.428 |
| FAVÖK Marjı | 23,5% | 23,0% | 22,5% | 22,0% | 22,0% |
| Büyüme(%) | 62,2% | 33,1% | 28,6% | 24,2% | 19,0% |
| Net Kar | 4.123 | 5.140 | 6.758 | 8.583 | 10.214 |
| Net Kar Marjı | 12,0% | 11,0% | 11,0% | 11,0% | 11,0% |

| Gelir Tablosu (mn TL) TMS-29 | 2022/YE | 2023/YE | Değişim % | Gelir Tablosu (mn TL) TMS-29 Hariç | 2022 | 2023 | Değişim % |
|---|---------------|---------------|--------------|------------------------------------|--------------|---------------|--------------|
| Satış Gelirleri | 21.038 | 26.293 | 25,0% | Satış Gelirleri | 10.592 | 20.209 | 90,8% |
| Brüt Kar (Zarar) | 10.358 | 12.674 | 22,4% | Brüt Kar (Zarar) | 5.602 | 10.858 | 93,8% |
| Brüt Kar Marjı | 49,2% | 48,2% | | Brüt Kar Marjı | 52,9% | 53,7% | |
| Pazarlama, Satış ve Dağıtım Giderleri (-) | -6.153 | -7.403 | 20,3% | | | | |
| Genel Yönetim Giderleri (-) | -1.364 | -1.733 | 27,1% | | | | |
| Araştırma ve Geliştirme Giderleri (-) | -179 | -294 | 64,0% | | | | |
| Faaliyet Karı (Zararı) | 2.760 | 3.449 | 25,0% | | | | |
| FVAÖK | 4.206 | 4.959 | 17,9% | FVAÖK | 2.491 | 4.870 | 95,5% |
| FVAÖK Marjı | 20,0% | 18,9% | | FVAÖK Marjı | 23,5% | 24,1% | |
| Finansal Gelirler | 597 | 1.099 | 84,0% | | | | |
| Finansal Giderler | -984 | -1.909 | 94,1% | | | | |
| Vergi Öncesi Kar (Zarar) | 2.402 | 2.669 | 11,1% | | | | |
| Vergi | -475 | -913 | 92,1% | | | | |
| Azınlık Payları | 21 | -27 | | | | | |
| Ana Ortaklık Net Dönem Karı | 1.906 | 1.784 | -6,4% | Ana Ortaklık Net Dönem Karı | 1.459 | 2.865 | 96,4% |
| Net Kar Marjı | 9,1% | 6,8% | | Net Kar Marjı | 13,8% | 14,2% | |

| Ç. Gelir Tablosu TMS-29 Hariç | 2022/4Q | 2023/1Q | 2023/2Q | 2023/3Q | 2023/4Q | % ç/ç | % y/y | Piyasa Beklentileri | Burgan |
|-------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|---------------|---------------|---------------------|--------------|
| Satış Gelirleri | 3.267 | 3.947 | 4.468 | 5.774 | 6.020 | 4,3% | 84,3% | 6.038 | 5.958 |
| Brüt Kar (Zarar) | 1.626 | 1.962 | 2.329 | 3.255 | 3.311 | 1,7% | 103,6% | | |
| Brüt Kar Marjı | 49,8% | 49,7% | 52,1% | 56,4% | 55,0% | | | | |
| | | | | | | | | | |
| FVAÖK | 631 | 905 | 949 | 1.650 | 1.315 | -20,3% | 108,4% | 1.297 | 1.216 |
| FVAÖK Marjı | 19,3% | 22,9% | 21,2% | 28,6% | 21,8% | | | 21,5% | 20,4% |

| | | | | | | | | | |
|------------------------------------|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|---------------|---------------|--------------|--------------|
| Ana Ortaklık Net Dönem Karı | 301 | 512 | 644 | 1.021 | 690 | -32,4% | 129,2% | 606 | 810 |
| Net Kar Marjı | 9,2% | 13,0% | 14,4% | 17,7% | 11,5% | | | 10,0% | 13,6% |

Yasal Uyarı

Bu raporda yer alan bilgiler Burgan Yatırım Menkul Değerler A.Ş. (“Burgan Yatırım”) tarafından genel bilgilendirme amacıyla hazırlanmıştır. Burada yer alan bilgi, yorum ve tavsiyeler yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde, kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler ise genel niteliktedir, herhangi bir yatırım aracının alım ya da satımı için öneri niteliğinde yorumlanmamalıdır. Bu tavsiyeler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanılarak mali durumunuz, risk ve getiri beklentileriniz ile uyumlu olmayan yatırım kararları vermeniz beklentilerinize uygun olmayan sonuçlar doğurabilir. Burada yapılan analizlere dayanarak yapılan yatırımlar zararlı da sonuçlanabilir. Bu rapora dayanarak yapılan herhangi bir yatırımın sonucu Müşteri’ye aittir. Bu sonuçlardan dolayı Burgan Yatırım ve çalışanları hiçbir sorumluluk üstlenmemektedir. Bu raporda yer alan bilgiler, güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan derlenmiş olmakla birlikte kesinlikleri ve doğrulukları garanti edilmemektedir. Bu nedenle, bu bilgilerin tam veya doğru olmamasından, kullanılan kaynaklardaki hata ve eksik bilgilerden dolayı doğabilecek zararlar konusunda Burgan Yatırım ve çalışanları herhangi bir sorumluluk kabul etmez. Raporda yer alan bilgiler Burgan Yatırım’ın yazılı izni olmadan çoğaltılamaz, yayınlanamaz veya üçüncü kişiler ile paylaşamaz.