

## Mavi Giyim

### Güçlü nakit yaratımı

Mavi Giyim hissesi için 86,50 TL seviyesinde bulunan 12 aylık hedef fiyatımızı 178,30 TL'ye yükseltiyor, %51 getiri potansiyeli ile "AL" tavsiyemizi sürdürüyoruz. Ücret artışlarının talebi halen canlı tutması ve rekabet avantajları sayesinde pazar payı kazanımlarının desteğiyle yılın kalan döneminde de büyümenin güçlü kalmaya devam edeceğini öngörüyoruz. Makro tahminlerimizde yaptığımız değişiklikleri modelimize yansıtmanın neticesinde; %75 seviyesinde bulunan satış büyüme beklentimizi de %90'a revize ederek, yukarı yönlü güncelliyoruz. Mavi Giyim'in %75 ± %5 olan satış büyüme öngörüsünü de açıklanacak ikinci çeyrek finansal sonuçlarının ardından yukarı yönlü güncellenme ihtimalini yüksek görüyoruz. Emtia ve diğer girdi fiyatlarındaki enflasyonist görünüm şirketin marjlarını baskılayacak olsa da, şirketin %22 ± %0,5 UFRS16 dahil FAVÖK marjı öngörüsünün ise korunacağını düşünüyoruz.

**Yüksek enflasyonla birlikte tüketici talebi güçlü seyrini sürdürüyor.** Devam eden yüksek enflasyon ortamında tüketici talebinin güçlü seyretmeye devam edeceğini, mağazalardaki trafik ve gelir büyümesi sayesinde yılın kalan dönemine yönelik güçlü görünümün korunabileceğini düşünüyoruz. 2023 yılında Mavi Giyim'in %75 ± %5 olan satış büyüme öngörüsünün üzerinde %90 büyüme kaydedeceğini tahmin ediyoruz. Güçlü talep ve rekabet avantajları sayesinde şirketin maliyet artışlarını büyük ölçüde fiyatlarına yansıtılabileceğini düşünüyoruz. Etkili maliyet yönetimi ve güçlü satış performansı sayesinde faaliyet giderleri/toplam satışlar oranında yıllık bazda 180 baz puanlık iyileşme öngörüyoruz. Yüksek büyümenin sağladığı operasyonel kaldıraç avantajının da marjları destekleyeceğini tahmin ediyoruz.

**Ürün ve operasyonel giderlerde enflasyonist yüksek maliyetler devreye girdikçe marjlar normalleşme trendine giriyor.** Mavi Giyim, yüksek ciroya ve daha düşük indirimlere izin veren güçlü talep sayesinde, girdi enflasyonu baskısına rağmen 2022'de %23,4 ile tarihi yüksek marja ulaştı. Mavi Giyim'in FAVÖK marjında bu yıl geçen yılın yüksek bazında etkisiyle 90 baz puan ile sınırlı bir daralma öngörüyor olsak da; FAVÖK marjı gelişiminin halka arzından bu yana kaydedilen ortalama FAVÖK marjı olan %16,8'in üzerinde kalacağını öngörüyoruz. Personel, enerji ve enflasyonu geriden takip eden kira giderlerindeki artışa rağmen büyümenin yaratacağı operasyonel kaldıraç etkisi sayesinde faaliyet giderleri/satışlar oranındaki baskının telafi edileceği öngörüsüyle, 2023'ü %22,5, 2024'ü ise %20 FAVÖK marjı ile tamamlayacağını tahmin ediyoruz.

**2Ç23'te güçlü fimsal performansın devamı.** 19 Eylül tarihinde finansallarını açıklaması beklenen Mavi Giyim'in yılın ikinci çeyreğinde güçlü fiyatlama stratejisi ve ciro büyümesi sayesinde pazar payını artırmaya devam edeceğini düşünüyoruz. Temmuz ayında yapılan maaş artışlarıyla birlikte harcanabilir gelir düzeyindeki artış, turizm ve yurt dışı operasyonların desteğinde güçlü ciro performansının devamını öngörüyoruz. Mavi Giyim'in ikinci çeyrekte yıllık bazda %92,5 artışla 4.307 mn TL ciro açıklamasını bekliyoruz. Maliyet cephesindeki zorluklara rağmen, talebin güçlü seyri ikinci çeyrekte, hem ciro artışı hem de daha az indirim yapılmasına yol açtığı için marjlar üzerindeki baskıyı kısmen hafifletmesini bekliyoruz. Mavi Giyim'in ikinci çeyrekte yıllık bazda %69 artışla 926 mn TL FAVÖK ve %21,5 FAVÖK marjı açıklamasını öngörüyoruz. Net kar tahminimiz ise 472 mn TL seviyesinde bulunuyor. 2023'ü yıllık bazda %90,2 ciro artışıyla 20.151 mn TL seviyesinde tamamlamasını beklediğimiz Mavi Giyim'in yıllık bazda %83 artışla 4.539 mn TL FAVÖK ve 2.477 mn TL net kar ile tamamlamasını öngörüyoruz. 2024'e ilişkin olarak ise yıllık bazda %50,3 artışla 30.283 mn TL ciro, yıllık bazda %33,4 artışla 6.057 mn TL FAVÖK ve 3.219 mn TL net kar açıklayacağını tahmin ediyoruz.

# AL

Hisse Fiyatı: 117,90 TL  
Hedef Fiyat: 178,30 TL

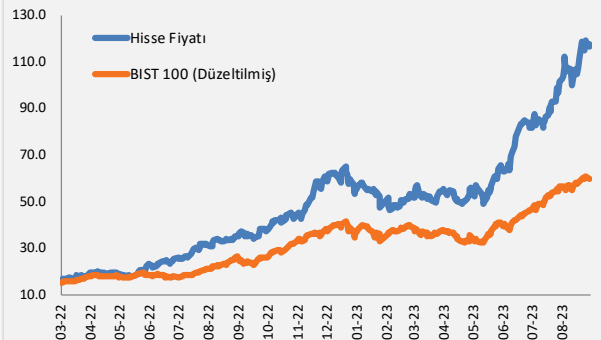
Getiri Potansiyeli: %51

#### Özet Veriler

|                         |                      |
|-------------------------|----------------------|
| Hisse Kodu              | MAVI                 |
| Cari Fiyat (TL)         | 117.90               |
| 52H En Yüksek (TL)      | 123.50               |
| 52H En Düşük (TL)       | 34.25                |
| Piyasa Değeri (mn TL)   | 23,431               |
| Piyasa Değeri (mn USD)  | 871                  |
| Halka Açıklık Oranı (%) | 72.81                |
| Konsensus HF (TL)       | 127.46               |
| Konsensus Tavsiye       | 100% B / 0% H / 0% S |
| 3A Hacim (mn USD)       | 11.1                 |
| HLY HBK (2023T)         | 12.5                 |
| Konsensus HBK (2023T)   | 7.2                  |

| Tahminler ve Rasyolar         | 2021G   | 2022G  | 2023T  | 2024T  |
|-------------------------------|---------|--------|--------|--------|
| Net Satışlar (mn TL)          | 4.619   | 10.592 | 20.160 | 30.296 |
| Yıllık Büyüme                 | 92,3    | 129,3  | 90,3   | 50,3   |
| FAVÖK (mn TL)                 | 1.016   | 2.481  | 4.541  | 6.059  |
| Yıllık Büyüme                 | 164,1   | 144,1  | 83,1   | 33,4   |
| Net Kar (mn TL)               | 400     | 1.439  | 2.478  | 3.220  |
| Yıllık Büyüme                 | 8.637,5 | 259,4  | 72,2   | 29,9   |
| FAVÖK Marjı                   | 22,0    | 23,4   | 22,5   | 20,0   |
| Net Kar Marjı                 | 8,7     | 13,6   | 12,3   | 10,6   |
| FD/Satışlar                   | 4,8x    | 2,1x   | 1,1x   | 0,7x   |
| FD/FAVÖK                      | 21,9x   | 9,0x   | 4,9x   | 3,7x   |
| F/K                           | 58,5x   | 16,3x  | 9,5x   | 7,3x   |
| Hisse Başı Kar (TL)           | 8,1     | 14,5   | 12,5   | 16,2   |
| Hisse Başı Defter Değeri (TL) | 24,0    | 27,5   | 22,5   | 33,8   |

#### Fiyat Performansı



# Finansallar & Tahminler

| Gelir Tablosu (mn TL) - MAVİ          | 2015        | 2016        | 2017        | 2018        | 2019        | 2020        | 2021        | 2022        | 2023T        | 2024T        |
|---------------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|--------------|--------------|
| <b>Net Satış</b>                      | 1.053       | 1.308       | 1.782       | 2.353       | 2.863       | 2.402       | 4.619       | 10.592      | 20.160       | 30.296       |
| Satışların Maliyeti                   | -528        | -641        | -875        | -1.145      | -1.458      | -1.242      | -2.248      | -4.990      | -10.080      | -15.148      |
| Brüt Kar                              | 524         | 667         | 906         | 1.208       | 1.405       | 1.160       | 2.372       | 5.602       | 10.080       | 15.148       |
| Faaliyet Giderleri                    | -429        | -544        | -717        | -913        | -1.045      | -1.087      | -1.714      | -3.625      | -7.258       | -10.301      |
| <b>FAVÖK</b>                          | 135         | 170         | 251         | 365         | 640         | 385         | 1.016       | 2.481       | 4.541        | 6.059        |
| Amortisman                            | 40          | 47          | 62          | 70          | 280         | 312         | 358         | 503         | 863          | 1.212        |
| <b>FVÖK</b>                           | 95          | 123         | 189         | 295         | 360         | 73          | 658         | 1.978       | 2.822        | 4.847        |
| Finansal gelir/gider (net)            | -46         | -59         | -80         | -165        | -224        | -77         | -160        | -333        | -630         | -946         |
| Diğer gelir/gider (net)               | 2           | 5           | 3           | 2           | 2           | 18          | 41          | 45          | 171          | 272          |
| Vergi Öncesi Kar                      | 46          | 68          | 112         | 132         | 138         | 12          | 539         | 1.703       | 3.220        | 4.175        |
| Vergi                                 | 13          | 17          | 22          | 32          | 30          | 4           | 116         | 244         | 708          | 918          |
| Vergi Sonrası Kar                     | 33          | 52          | 90          | 101         | 108         | 8           | 423         | 1.459       | 2.512        | 3.256        |
| Azınlık Payları                       | 0           | 2           | 4           | 9           | 13          | 3           | 23          | 20          | 20           | 34           |
| <b>Net Kar (Ana Ortaklık Payları)</b> | 33          | 50          | 86          | 92          | 95          | 5           | 400         | 1.439       | 2.478        | 3.220        |
| <b>Büyüme (%)</b>                     | <b>2015</b> | <b>2016</b> | <b>2017</b> | <b>2018</b> | <b>2019</b> | <b>2020</b> | <b>2021</b> | <b>2022</b> | <b>2023T</b> | <b>2024T</b> |
| Net Satış                             | 17,6        | 24,2        | 36,2        | 32,1        | 21,7        | -16,1       | 92,3        | 129,3       | 90,3         | 50,3         |
| Brüt Kar                              | 20,6        | 27,2        | 35,9        | 33,3        | 16,3        | -17,4       | 104,4       | 136,2       | 79,9         | 50,3         |
| FAVÖK                                 | 26,5        | 25,5        | 47,6        | 45,5        | 75,3        | -39,9       | 164,1       | 144,1       | 83,1         | 33,4         |
| FVÖK                                  | 22,0        | 29,6        | 53,2        | 56,3        | 21,8        | -79,7       | 801,4       | 200,5       | 42,7         | 71,7         |
| Net kar (Ana Ortaklık Payları)        | 77,1        | 49,7        | 71,5        | 6,6         | 3,6         | -95,2       | 8.637,5     | 259,4       | 72,2         | 29,9         |
| <b>Marjlar (%)</b>                    | <b>2015</b> | <b>2016</b> | <b>2017</b> | <b>2018</b> | <b>2019</b> | <b>2020</b> | <b>2021</b> | <b>2022</b> | <b>2023T</b> | <b>2024T</b> |
| Bürt Kar Marjı                        | 49,8        | 51,0        | 50,9        | 51,3        | 49,1        | 48,3        | 51,3        | 52,9        | 50,0         | 50,0         |
| FVÖK Marjı                            | 9,0         | 9,4         | 10,6        | 12,5        | 12,6        | 3,0         | 14,2        | 18,7        | 14,0         | 16,0         |
| FAVÖK Marjı                           | 12,9        | 13,0        | 14,1        | 15,5        | 22,4        | 16,0        | 22,0        | 23,4        | 22,5         | 20,0         |
| Net Kar Marjı (Ana Ortaklık Payları)  | 3,2         | 3,8         | 4,8         | 3,9         | 3,3         | 0,2         | 8,7         | 13,6        | 12,3         | 10,6         |

Kaynak: HLY Araştırma Tahmin



# Finansallar & Tahminler

| Bilanço (mn TL)                            | 2015        | 2016        | 2017        | 2018        | 2019        | 2020        | 2021        | 2022        | 2023T        | 2024T        |
|--|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|--------------|--------------|
| <b>Dönen Varlıklar</b>                     | 412         | 625         | 761         | 985         | 1.119       | 1.787       | 2.856       | 6.785       | 8.415        | 10.260       |
| Hazır Değerler                             | 111         | 158         | 266         | 267         | 311         | 893         | 1.482       | 3.245       | 3.718        | 4.283        |
| Ticari Alacaklar                           | 75          | 109         | 113         | 169         | 231         | 231         | 394         | 871         | 1.406        | 2.113        |
| Stoklar                                    | 177         | 288         | 320         | 457         | 496         | 560         | 751         | 2.308       | 2.595        | 2.808        |
| Diğer Dönen Varlıklar                      | 49          | 70          | 62          | 93          | 81          | 102         | 229         | 362         | 696          | 1.056        |
| <b>Duran Varlıklar</b>                     | 140         | 301         | 314         | 359         | 819         | 921         | 1.239       | 1.858       | 2.764        | 4.671        |
| Finansal Varlıklar                         | 0           | 0           | 0           | 0           | 0           | 0           | 0           | 0           | 0            | 0            |
| Maddi Duran Varlıklar                      | 115         | 137         | 156         | 160         | 181         | 198         | 259         | 395         | 449          | 853          |
| Maddi Olmayan Duran Varlıklar              | 18          | 156         | 148         | 194         | 222         | 263         | 474         | 663         | 1.097        | 1.530        |
| <b>Toplam Varlıklar</b>                    | 551         | 927         | 1.075       | 1.344       | 1.937       | 2.708       | 4.095       | 8.643       | 11.179       | 14.932       |
| <b>Kısa Vadeli Yükümlülükler</b>           | 402         | 664         | 742         | 897         | 1.123       | 1.786       | 2.570       | 5.444       | 5.969        | 7.509        |
| Kısa Vadeli Finansal Borçlar               | 147         | 231         | 309         | 284         | 434         | 1.040       | 1.120       | 1.891       | 1.969        | 2.158        |
| Ticari Borçlar                             | 214         | 300         | 366         | 510         | 597         | 638         | 1.189       | 2.961       | 2.986        | 3.979        |
| <b>Uzun Vadeli Yükümlülükler</b>           | 54          | 122         | 86          | 110         | 337         | 388         | 332         | 467         | 739          | 693          |
| Uzun Vadeli Finansal Borçlar               | 42          | 105         | 69          | 92          | 325         | 366         | 277         | 290         | 435          | 282          |
| Azınlık Payları                            | 0           | -8          | -3          | 3           | 17          | 24          | 79          | 140         | 140          | 140          |
| <b>Toplam Özsermaye</b>                    | 96          | 140         | 247         | 337         | 478         | 534         | 1.193       | 2.732       | 4.471        | 6.730        |
| <b>Toplam Yükümlülükler ve Özkaynaklar</b> | 551         | 927         | 1.075       | 1.344       | 1.937       | 2.708       | 4.095       | 8.643       | 11.179       | 14.932       |
| Net Borç                                   | 78          | 178         | 112         | 109         | 448         | 512         | -85         | -1.064      | -1.314       | -1.843       |
| <b>Kaldıraç</b>                            | <b>2015</b> | <b>2016</b> | <b>2017</b> | <b>2018</b> | <b>2019</b> | <b>2020</b> | <b>2021</b> | <b>2022</b> | <b>2023T</b> | <b>2024T</b> |
| Borç / Özsermaye (x)                       | 2,0         | 2,4         | 1,5         | 1,1         | 1,6         | 2,6         | 1,2         | 0,8         | 0,5          | 0,4          |
| Net Borç / Özsermaye (x)                   | 0,8         | 1,3         | 0,5         | 0,3         | 0,9         | 1,0         | -0,1        | -0,4        | -0,3         | -0,3         |
| Net Borç / Toplam Varlıklar (x)            | 0,1         | 0,2         | 0,1         | 0,1         | 0,2         | 0,2         | 0,0         | -0,1        | -0,1         | -0,1         |
| Net Borç / FAVÖK (x)                       | 0,6         | 1,0         | 0,4         | 0,3         | 0,7         | 1,3         | -0,1        | -0,4        | -0,3         | -0,3         |
| Cari Oran (x)                              | 1,0         | 0,9         | 1,0         | 1,1         | 1,0         | 1,0         | 1,1         | 1,2         | 1,4          | 1,4          |
| <b>Karlılık Göstergeleri (%)</b>           | <b>2015</b> | <b>2016</b> | <b>2017</b> | <b>2018</b> | <b>2019</b> | <b>2020</b> | <b>2021</b> | <b>2022</b> | <b>2023T</b> | <b>2024T</b> |
| Aktif Karlılığı                            | 6,4         | 6,8         | 8,6         | 7,6         | 5,8         | 0,2         | 11,8        | 22,6        | 25,0         | 24,7         |
| Özsermaye Karlılığı                        | 42,5        | 41,0        | 43,1        | 31,4        | 23,9        | 0,9         | 49,3        | 77,7        | 71,6         | 59,0         |

Kaynak: HLY Araştırma Tahmin



# Finansallar & Tahminler

| Oranlar ve çarpanlar                | 2015  | 2016  | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023T | 2024T |
|-------------------------------------|-------|-------|------|------|------|------|------|------|-------|-------|
| Hisse Başı Kar (TL)                 | 0,7   | 1,0   | 1,7  | 1,8  | 1,9  | 0,1  | 8,1  | 14,5 | 12,5  | 16,2  |
| Hisse Başı Defter Değeri (TL)       | 1,9   | 2,8   | 5,0  | 6,8  | 9,6  | 10,8 | 24,0 | 27,5 | 22,5  | 33,8  |
| Hisse Başı Temettü (TL)             | 0,0   | 0,0   | 0,5  | 0,0  | 0,0  | 0,6  | 2,4  | 4,3  | 7,4   | 9,7   |
| Temettü Verimi (%)                  | 0,0   | 0,0   | 0,4  | 0,0  | 0,0  | 0,5  | 2,1  | 3,7  | 6,3   | 8,2   |
| Yatırım Harcamaları / Net Satış (%) | 0,0   | 4,8   | 4,1  | 2,8  | 3,5  | 4,2  | 3,6  | 3,4  | 3,7   | 3,9   |
| İşletme Sermayesi / Net Satış (%)   | 3,6   | 7,5   | 3,8  | 4,9  | 4,5  | 6,4  | -0,9 | 2,1  | 2,1   | 2,1   |
| FD/Net Satış (x)                    | 21,1  | 17,0  | 12,5 | 9,4  | 7,8  | 9,2  | 4,8  | 2,1  | 1,1   | 0,7   |
| FD/FAVÖK (x)                        | 164,0 | 130,7 | 88,6 | 60,9 | 34,7 | 57,7 | 21,9 | 9,0  | 4,9   | 3,7   |
| İşletme Sermayesi                   | 2015  | 2016  | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023T | 2024T |
| Alacak Tahsil Süresi                | 27    | 26    | 23   | 22   | 25   | 35   | 25   | 22   | 21    | 20    |
| Stok Devir Süresi                   | 115   | 132   | 127  | 124  | 119  | 155  | 106  | 112  | 117   | 113   |
| Borç Ödeme Süresi                   | 143   | 146   | 139  | 140  | 139  | 182  | 148  | 152  | 144   | 137   |
| Faaliyet Döngüsü                    | 141   | 158   | 150  | 146  | 145  | 190  | 131  | 134  | 138   | 133   |

Kaynak: HLY Araştırma Tahmin

# Künye & Çekince

## Halk Yatırım Araştırma – Öneri Listesi Tanımları

(Aksi belirtilmedikçe önümüzdeki 12 ay için beklenen performans)

AL: %20 ve üzeri artış

TUT: %0 ile %20 aralığında artış

SAT : %0'ın altında azalış

## Halk Yatırım Araştırma

[Halkyatirimarastirma@halkyatirim.com.tr](mailto:Halkyatirimarastirma@halkyatirim.com.tr)

+90 216 285 09 00

|                   |  |   |
|-------------------|--|---|
| Banu KIVCI TOKALI | Araştırma Direktörü  | <a href="mailto:BTokali@halkyatirim.com.tr">BTokali@halkyatirim.com.tr</a><br>+90 216 547 81 88         |
| İlknur TURHAN     | Müdür<br>Perakende, Cam, Çimento, GYO, Mobilya, Gıda   | <a href="mailto:ITurhan@halkyatirim.com.tr">ITurhan@halkyatirim.com.tr</a><br>+90 216 547 81 85         |
| Ayşegül BAYRAM    | Uzman<br>Strateji, Telekom, Madencilik, Savunma, Yazılım,<br>Teknoloji, Enerji, Tarım, Mühendislik - Taahhüt | <a href="mailto:ABayram@halkyatirim.com.tr">ABayram@halkyatirim.com.tr</a><br>+90 216 547 87 30         |
| Emil ABDULLAYEV   | Uzman<br>Havacılık Demir-Çelik, Petrol & Gaz, Organik<br>Gıda & İçecek                                       | <a href="mailto:EAbdullayev@halkyatirim.com.tr">EAbdullayev@halkyatirim.com.tr</a><br>+90 216 547 87 24 |
| Yasin SARIHAN     | Uzman<br>Otomotiv, Dayanıklı Tüketim, Gıda & İçecek  | <a href="mailto:YSarihan@halkyatirim.com.tr">YSarihan@halkyatirim.com.tr</a><br>+90 216 547 87 26       |

### ÇEKİNCE

Bu rapor ve yorumlardaki yazılar, bilgiler ve grafikler yalnızca bilgi edinilmesi amacıyla derlenmiştir. Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti, yetkili kuruluşlar tarafından kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel, imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde 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 dayanılarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

Halk Yatırım, bu bilgilerin doğru, eksiksiz ve değişmez olduğunu garanti etmez, bilgi eksikliği ve yanlışlığından hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. Raporda yer alan ifadeler, hiçbir şekilde alış veya satış teklifi olarak değerlendirilemez. Halk Yatırım'ın rapordaki bilgiler dolayısıyla ortaya çıkabilecek doğrudan ve dolaylı kazanç ve zararlarla ilgili herhangi bir sorumluluğu yoktur.

Bu ileti 05 Kasım 2014 tarih ve 29166 sayılı Resmî Gazetede yayınlanan ve 01 Mayıs 2015 tarihinde yürürlüğü giren "Elektronik Ticaretin Düzenlenmesi Hakkında" çıkan kanunun 2.Maddesi c bendinde belirtilen Ticari Elektronik ileti kapsamında değildir.



HalkYatirimMenkulDegerlerA.S



company/halk-yatirim-menkul-degerler



halkyatirim



halkyatirim