

## Beklentilerin üzerinde sonuçlar

## Gözden geçiriliyor (önceki AL)

Kapanış Fiyatı (TL)	110,50	Hedef Fiyatı (TL)	GG				
Piyasa Değeri (TL / US\$ mn)	21.948 / 758	12A Nominal / Göreceli Getiri (%)	88 / 18				
Halka Açıklık Oranı (%)	73	3a Ort. Günlük İşlem Hacmi (TL mn)	226,2				
TL milyon	1Ç23	1Ç22	Yıllık Δ	4Ç22	Çeyreklik Δ	YKY	Piyasa Beklentisi
Net Satışlar	5.774	3.202	80,4%	4.468	29,2%	5.751	5.751
VAFÖK	1.650	749	120,3%	949	73,9%	1.314	1.346
Net Kar	1.021	448	127,9%	644	58,6%	799	815
VAFÖK Marjı	28,6%	23,4%	-5,1pp	21,2%	-7,3pp	22,8%	23,4%

Kaynak: YKY Araştırma, Şirket, KAP

## 3Ç23 Sonuçları

- Beklentilerden olumlu yönde sapma** Mavi, 3Ç23 finansallarında 1,0 milyar TL net kar açıklayarak, konsensüs tahminleri olan 815 milyon TL ve bizim tahminimiz olan 799 milyon TL'nin çok üzerinde gerçekleşti. Beklentilerin üstünde net kar performansı operasyonel nedenlerle yani beklenenden daha güçlü VAFÖK marjıyla elde edildi. Buna göre, temel olarak yükselen faiz oranları nedeniyle 210mn TL (2Ç23'te 40 milyon TL) artan net finansal giderlere rağmen, net kar marjı 3Ç22'deki %14,0'a kıyasla %17,7 ile parlak performansını sürdürdü.
- Olumlu Türkiye operasyonları** Güçlü iç talep ve enflasyonun etkisiyle Mavi'nin Türkiye gelirleri, güçlü iç talep ve enflasyonun etkisiyle yıllık %86 büyümüştür. Birebir sepet büyüklüğü %73,2 artarken, ülkedeki TÜFE (giyim) bu süre zarfında sadece %39 artmıştır. Birebir fiş sayısı ise %16,4 oranında artmıştır. Ayrıca, TR toptan satış operasyonları güçlü seyrini sürdürerek yıllık bazda %85 büyürken, online operasyonlar yıllık bazda %119 artış göstermiştir. Yurtdışı operasyonlar tarafında, net satışlar TL'deki değer kaybının etkisiyle bir miktar hızlanmış ve 2Ç23'teki %30'a karşın bu çeyrekte %48 artmıştır.
- Beklentilerin üzerinde marjlar.** Mavi'nin brüt kar marjında hem geçen yıla hem de çeyrek bazda yaklaşık 4,3 puanlık artış görülmektedir. Brüt karlılıktaki yükseliş, fiyat artışları, olumlu miks etkisi ve yurtdışı operasyonlardaki TL değer kaybının olumlu etkisiyle ilişkilendirmekteyiz. Böylece, olumlu net satış büyümesine bağlı olarak artan faaliyet gideri kaldıracı ile birlikte, VAFÖK marjı %23,4 olan tahminlerin çok üzerinde %28,6 olarak gerçekleşmiştir.
- Güçlü nakit üretimi** Enflasyonist etkiler ve tedarikçilere yapılan erken ödemeler nedeniyle çalışma sermayesi ihtiyacı geçen yılki %5,5'lik ÇS/satış oranına kıyasla %11,5'e yükselmiştir. Bununla birlikte, faaliyet karlılığı ve sınırlı yatırım harcamaları sayesinde Mavi'nin serbest nakit akışı artmış ve net nakit (kira yükümlülükleri hariç) 2Ç23'teki 1,9 milyar TL seviyesinden 3Ç23'te 2,2 milyar TL'ye yükselmiştir (bu rakam en son piyasa değerinin %10'una karşılık gelmektedir).
- Yönetim 2023 Beklentilerini yukarı yönlü revize etti.** Yönetim, 2023 yılsonu ciro büyümesi beklentisini yıllık +%80'den %85+'ya revize etti. VAFÖK marjı hedefi ise %22 ± %0,5'ten %23 ± %0,5'e revize edilmiştir.

## YKY Görüş

Sonuç olarak, 3Ç23'de hem faaliyet rakamları hem de net kâr performansı oldukça güçlüdür. Ayrıca artan net nakit ile sağlam bilanço da memnuniyetle karşılıyor. Bu nedenle, hisseye yönelik olumlu duruşumuzu koruyoruz. Ancak, hisse senedinden sorumlu analistin değişmesi nedeniyle şimdilik MAVI için hem hedef fiyatımızı hem de tavsiyemizi "Gözden Geçiriliyor" olarak değiştiriyoruz. Hedef fiyatımızı ve tavsiyemizi önümüzdeki dönemde güncelleyeceğiz.

**MAVİ-Çeyrekselel Finansal Sonuçlar**
**Gelir Tablosu (çeyrekselel)**

TLmn	3Ç22	4Ç22	1Ç23	2Ç23	3Ç23
<b>Gelirler</b>	<b>3.202</b>	<b>3.267</b>	<b>3.947</b>	<b>4.468</b>	<b>5.774</b>
Brüt Kar	1.667	1.626	1.962	2.329	3.255
Faaliyet Giderleri	-1.049	-1.139	-1.228	-1.566	-1.817
Net Faaliyet Karı	618	487	734	763	1.438
<b>VAFÖK (diğ. gel (gid) hari</b>	<b>749</b>	<b>633</b>	<b>905</b>	<b>949</b>	<b>1.650</b>
<b>VAFÖK (diğ. gel (gid) dah</b>	<b>775</b>	<b>612</b>	<b>901</b>	<b>965</b>	<b>1.751</b>
Net Finansman Gelir (Gid)	-105	-94	-108	-40	-210
Vergi Öncesi Kar Zarar	541	374	623	754	1.335
Vergi	-88	-73	-108	-130	-299
Azınlık Hissedarları	5	6	3	-19	15
<b>Net Kar</b>	<b>448</b>	<b>295</b>	<b>512</b>	<b>644</b>	<b>1.021</b>

**Gelir Tablosu (Son 4Ç Toplam)**

TLmn	2022/09	2022/12	2023/03	2023/06	2023/09
<b>Gelirler</b>	<b>8.753</b>	<b>10.592</b>	<b>12.651</b>	<b>14.883</b>	<b>17.456</b>
Brüt Kar	4.714	5.602	6.498	7.584	9.173
Faaliyet Giderleri	-3.041	-3.625	-4.233	-4.982	-5.750
Net Faaliyet Karı	1.672	1.978	2.265	2.602	3.423
<b>VAFÖK (diğ. gel (gid) hari</b>	<b>2.127</b>	<b>2.481</b>	<b>2.835</b>	<b>3.236</b>	<b>4.137</b>
<b>VAFÖK (diğ. gel (gid) dah</b>	<b>2.205</b>	<b>2.526</b>	<b>2.862</b>	<b>3.253</b>	<b>4.229</b>
Net Finansman Gelir (Gid)	-287	-333	-374	-347	-452
Vergi Öncesi Kar Zarar	1.475	1.703	1.933	2.293	3.086
Vergi	-194	-244	-260	-398	-610
Azınlık Hissedarları	19	20	10	-5	5
<b>Net Kar</b>	<b>1.261</b>	<b>1.439</b>	<b>1.663</b>	<b>1.899</b>	<b>2.472</b>

**Bilanço**

TLmn	2022/09	2022/12	2023/03	2023/06	2023/09
<b>Dönen Varlıklar</b>	<b>5.547</b>	<b>6.785</b>	<b>7.501</b>	<b>7.858</b>	<b>9.611</b>
Nakit ve Nakit Benzerleri	2.319	3.303	3.369	3.200	4.333
Ticari Alacaklar	897	871	1.294	1.173	1.588
Stoklar	1.823	2.308	2.487	2.994	3.291
<b>Duran Varlıklar</b>	<b>1.715</b>	<b>1.858</b>	<b>1.961</b>	<b>2.382</b>	<b>2.567</b>
Finansal Varlıklar	0	0	0	0	0
Maddi Duran Varlıklar	343	395	425	482	569
Kullanım Hakkı Varlıkları	491	576	617	692	666
Şerefiye	472	477	492	683	712
<b>Toplam Varlıklar</b>	<b>7.262</b>	<b>8.643</b>	<b>9.462</b>	<b>10.240</b>	<b>12.178</b>
<b>KV Yükümlülükler</b>	<b>4.293</b>	<b>5.444</b>	<b>6.140</b>	<b>5.706</b>	<b>6.359</b>
KV Finansal Borçlar	1.017	1.541	1.468	1.279	1.812
KV Kiralama Borçları	290	350	397	444	447
Ticari Borçlar	2.326	2.961	3.030	3.019	2.766
<b>UV Yükümlülükler</b>	<b>566</b>	<b>467</b>	<b>429</b>	<b>509</b>	<b>844</b>
UV Finansal Borçlar	170	0	6	10	351
UV Kiralama Borçları	266	290	291	335	314
<b>Azınlık Hissedarları</b>	<b>125</b>	<b>140</b>	<b>148</b>	<b>183</b>	<b>206</b>
<b>Toplam Özkaynaklar</b>	<b>2.277</b>	<b>2.592</b>	<b>2.745</b>	<b>3.842</b>	<b>4.769</b>
<b>Toplam Yükümlülükler</b>	<b>7.262</b>	<b>8.643</b>	<b>9.462</b>	<b>10.240</b>	<b>12.178</b>

**Nakit Akım Tablosu (çeyrekselel)**

TLmn	3Ç22	4Ç22	1Ç23	2Ç23	3Ç23
Faaliyetlerden Nakit	699	934	444	826	792
Yatırım Faaliyetlerinden Nal	-30	-1	54	70	-14
Finansal Faaliyetlerden Nak	-317	36	-418	-1.065	327
Toplam Nakit Girişi	352	968	80	-169	1.104
Serbest Nakit Akımı (SNA)	668	932	497	896	777
Gelirlere Oranı	21%	29%	13%	20%	13%

**Nakit Akım Tablosu (Son 4Ç Toplam)**

TLmn	2022/09	2022/12	2023/03	2023/06	2023/09
Faaliyetlerden Nakit	1.893	2.325	2.599	2.902	2.995
Yatırım Faaliyetlerinden Nal	-123	-56	18	93	108
Finansal Faaliyetlerden Nak	-466	-524	-825	-1.764	-1.121
Toplam Nakit Girişi	1.304	1.745	1.793	1.231	1.983
Serbest Nakit Akımı (SNA)	1.770	2.269	2.618	2.995	3.104
Gelirlere Oranı	20%	21%	21%	20%	18%

**Çeyrelele Büyüme & Marjlar**

Önceki Yılın Aynı Çeyreği	3Ç22	4Ç22	1Ç23	2Ç23	3Ç23
<b>Gelirler</b>	136	129	109	100	80
VAFÖK (diğ. gel (gid) hariç)	122	126	64	73	120
VAFÖK (diğ. gel (gid) dahil)	119	110	59	68	126
Net Kar	192	152	77	58	128
<b>Çeyrekselel Marjlar (%)</b>	<b>3Ç22</b>	<b>4Ç22</b>	<b>1Ç23</b>	<b>2Ç23</b>	<b>3Ç23</b>
Brüt Kar Marjı	52,1	49,8	49,7	52,1	56,4
VAFÖK (diğ. gel (gid) hariç)	23,4	19,4	22,9	21,2	28,6
VAFÖK (diğ. gel (gid) dahil)	24,2	18,7	22,8	21,6	30,3
Net Faaliyet Karı	19,3	14,9	18,6	17,1	24,9
Vergi Öncesi Kar Marjı	16,9	11,5	15,8	16,9	23,1
Net Kar Marjı	14,0	9,0	13,0	14,4	17,7

**Yıllıklandırılmış Büyüme & Marjlar**

Son 4Ç Büyüme (%)	2022/09	2022/12	2023/03	2023/06	2023/09
<b>Gelirler</b>	127,9	129,3	120,1	115,5	99,4
VAFÖK (diğ. gel (gid) hariç)	157,7	144,1	98,7	88,6	94,5
VAFÖK (diğ. gel (gid) dahil)	158,8	139,0	94,1	82,4	91,8
Net Kar	377,4	259,4	152,6	96,4	96,0
<b>Son 4Ç Marjlar (%)</b>	<b>2022/09</b>	<b>2022/12</b>	<b>2023/03</b>	<b>2023/06</b>	<b>2023/09</b>
Brüt Kar Marjı	53,8	52,9	51,4	51,0	52,5
VAFÖK (diğ. gel (gid) hariç)	24,3	23,4	22,4	21,7	23,7
VAFÖK (diğ. gel (gid) dahil)	25,2	23,8	22,6	21,9	24,2
Net Faaliyet Karı	19,1	18,7	17,9	17,5	19,6
Vergi Öncesi Kar Marjı	16,8	16,1	15,3	15,4	17,7
Net Kar Marjı	14,4	13,6	13,1	12,8	14,2

**Nakit Döngü & NİS**

	2022/09	2022/12	2023/03	2023/06	2023/09
<b>Net Nakit Döngüsü (Gün)</b>	-8	-18	5	27	56
Ticari Alacak Tahsilatı	37	30	37	28	33
Stok Döngü	162	166	145	148	143
Ticari Borç Ödeme	207	214	177	149	120
Net İşletme Sermayesi (Ana)	395	218	751	1.149	2.113
Gelirlere Oranı	5%	2%	6%	8%	12%

**Borçluluk**

	2022/09	2022/12	2023/03	2023/06	2023/09
<b>Net Borç (Nakit)</b>	-576	-1.122	-1.207	-1.132	-1.409
Net Borç / Özkaynaklar (x)	-	-	-	-	-
Net Borç / VAFÖK (x)	-	-	-	-	-
Esas Faal.Karı / Net Fin.Gel	6x	6x	6,1x	7,5x	7,7x
Borç / (Borç + Özkaynak)	43%	46%	44%	35%	38%

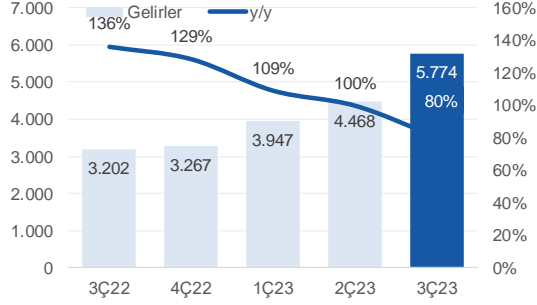
**Karlılık**

	2022/09	2022/12	2023/03	2023/06	2023/09
<b>Özkaynak Karlılığı</b>	81%	78%	82%	66%	70%
Net Kar Marjı	14%	14%	13%	13%	14%
Varlık Devir Hızı (x)	1,7	1,7	1,8	1,8	1,8
Finansal Kaldıraç Oranı (x)	3,4	3,4	3,5	2,8	2,8
<b>ROIC (**)</b>	123%	150%	149%	113%	130%

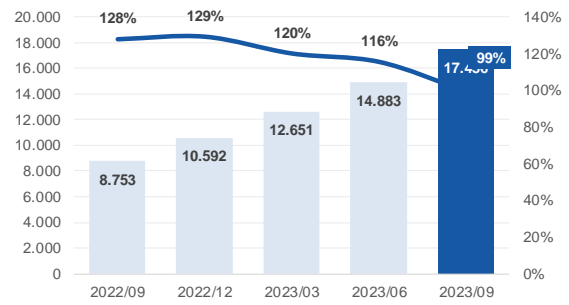
Kaynak: KAP, YKY Araştırma (\*) Sadece Ticari Alacaklar, Stoklar ve Ticari Borçlar (\*\*) Net Faaliyet Karı (Diğ. Dahil) / Net Operasyonel Varlıklar (\*\*\*) FD ilgili yılın

**MAVİ-Çeyreksel ve Son 12 Ay Finansallar**

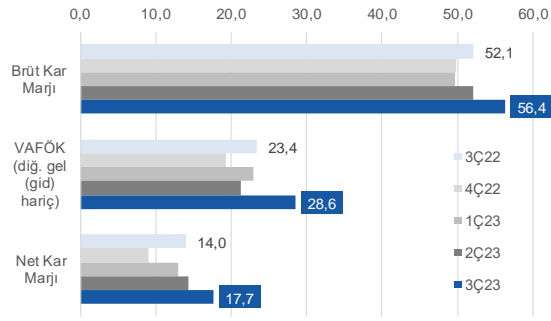
**Önceki Yılın Aynı Çeyreğine Göre Büyüme (%)**



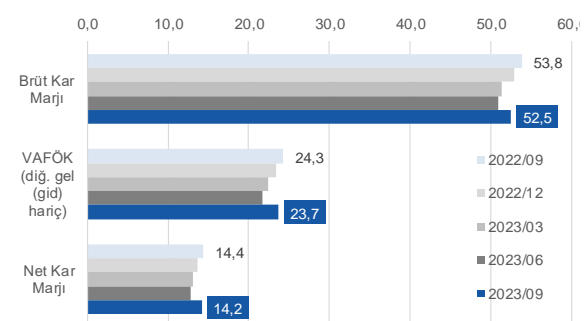
**Son 4Ç Büyüme (%)**



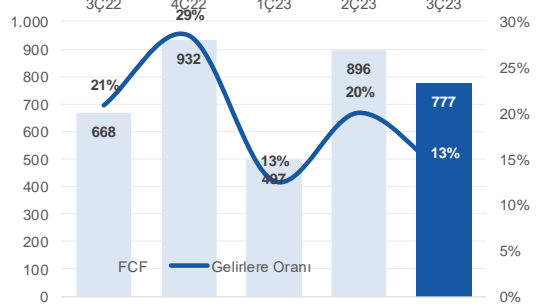
**Çeyreksele Marjlar (%)**



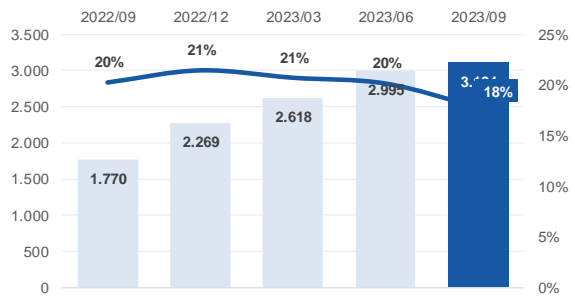
**Son 4Ç Marjlar (%)**



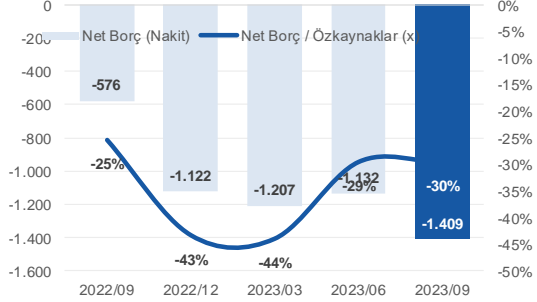
**Çeyresel SNA (TLmn) & SNA Marjı**



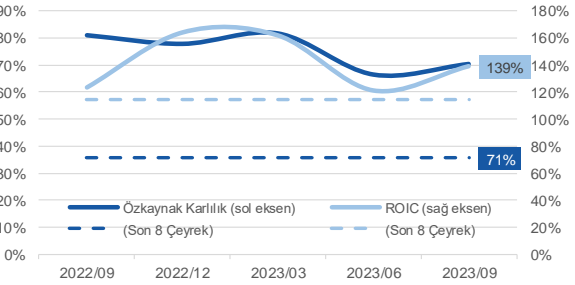
**Son 4Ç SNA (TLmn) & SNA Marjı**



**Borçluluk**



**Karlılık**



Kaynak: KAP, YKY Araştırma

## ÇEKİNCE:

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 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. Söz konusu rapor belli bir kişiye veya mali durumları, risk ve getiri tercihleri benzer nitelikteki bir gruba yönelik olarak hazırlanmamıştır. Belirli bir getirinin sağlanacağına dair herhangi bir vaat veya taahhütte bulunulmamaktadır. Tüm yorum ve tavsiyeler öngörü, tahmin ve fiyat hedeflerinden oluşmaktadır. Zaman içinde piyasa koşullarında meydana gelen değişiklikler nedeniyle söz konusu yorum ve tavsiyelerde değişikliğe gidilebilir. Size uygun olan yatırım araçlarının ve işlemlerin kapsam ve içeriği uygunluk testi neticesinde belirlenir. Uygunluk testi, yatırım kuruluşu tarafından pazarlanan ya da müşteri tarafından talep edilen ürün ya da hizmetin müşteriye uygun olup olmadığının değerlendirilmesi amacıyla, müşterilerin söz konusu ürün veya hizmetin taşıdığı riskleri anlayabilecek bilgi ve tecrübeye sahip olup olmadıklarının tespit edilmesidir. Bu raporda yer alan her türlü bilgi, yorum ve tavsiye uygunluk testi ile tespit edilecek risk grubunuz ve getiri beklentiniz ile uyumlu olmayabilir. Bu nedenle, uygunluk testi neticesinde risk grubunuz tespit edilmeden sadece burada yer alan bilgilere dayanılarak yatırım kararı verilmesi amaç, bilgi ve tecrübenize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Burada yer alan bilgi ve veriler, araştırma grubumuz tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan derlenmiş olup, doğrulukları ayrıca araştırılmamıştır. Bu nedenle, bu bilgilerin tam veya doğru olmaması nedeniyle doğabilecek zararlardan Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ve çalışanları sorumlu değildir. Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından farklı bölümlerde istihdam edilen kişilerin veya Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin ortaklarının ve iştiraklerinin bu raporda yer alan tavsiyelerle veya görüşlerle hemfikir olmaması mümkündür. Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ile piyasanın işleyişinden kaynaklanan makul nedenlerden dolayı, Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ortakları, çalışanları, yöneticileri ve bunlarla doğrudan ve dolaylı olarak ilişkileri bulunan istihdam ilişkisi doğuracak bir sözleşme çerçevesinde veya herhangi bir sözleşme olmaksızın çalışan ve tavsiyenin hazırlanmasına katılan tüm gerçek veya tüzel kişiler ile müşterileri arasında önlemeyen çıkar çatışması ve objektifliği etkilemesi muhtemel nitelikte ilişkiler doğabilir. Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş., ortakları veya iştirakleri, Sermaye Piyasası Kurulu tarafından yetkilendirildikleri yatırım hizmetleri ve faaliyetleri ile yan hizmetlerini, bu raporda bahsi geçen şirketlere, muhtelif zamanlarda, sunmayı teklif edebilir veya sunabilir. Muhtelif zamanlarda, Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin, ortaklarını, iştiraklerinin ve işbu kapsamdaki yöneticilerinin, yetkililerinin, çalışanlarının veya temsilcilerinin, doğrudan veya dolaylı olarak, raporda bahsi geçen işlemler, menkul kıymetler veya emtialar üzerinde pozisyonları bulunabilir veya farklı nedenlerle ilgi ve ilişkileri bulunabilir. Söz konusu çıkar çatışması durumlarında Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş., internet sitesinde yer alan Çıkar Çatışması Politikası uyarınca hareket eder. Bu rapor, sadece gönderildiği kişilerin kullanımı içindir. Bu raporun tümü veya bir kısmı Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin yazılı izni olmadan çoğaltılamaz, yayınlanamaz veya üçüncü kişilere gösterilemez, ticari amaçla kullanılamaz.