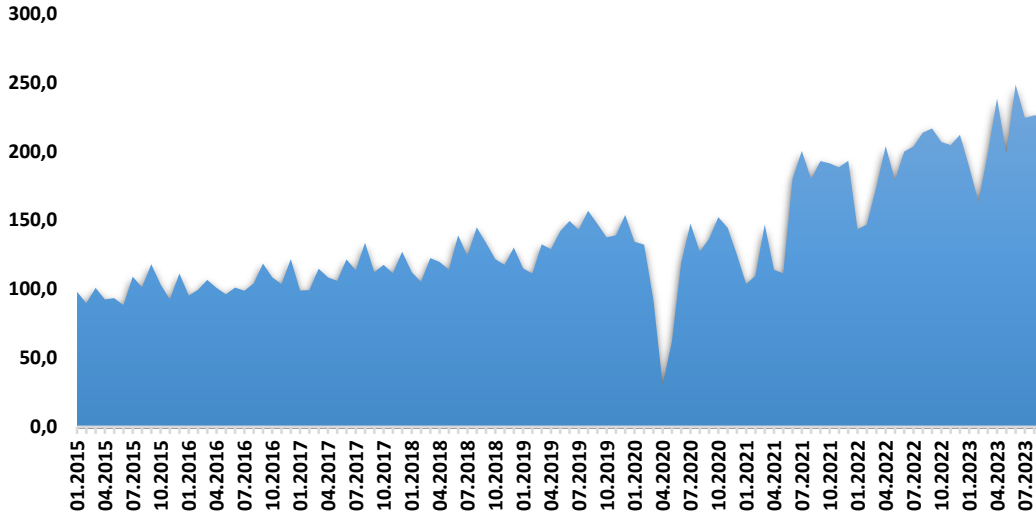


□ **Giyim Perakende Sektöründe Büyüme Devam Ediyor**

Türkiye perakende ticaret hacim endeksi Eylül ayında yıllık bazda %13,8 büyüme kaydederken aylık bazda %0,7 daralma gösterdi. Tekstil, giyim ve ayakkabı sektörü hacmi ise yıllık bazda %4,1 ve aylık bazda %0,4 arttı. Ağustos ve Eylül ayı verilerine göre aylık bazda Tekstil, giyim ve ayakkabı sektörü pozitif ayrışma gösterdi. Sıkılaştırma süreci ve artan faiz oranları ağırlıklı olarak lüks tüketimi etkilerken zorunlu harcamaları daha sınırlı etkilemesini beklemekteyiz. Gıda ve giyim gibi zorunlu harcamaların bu ortamda kısa vadede sınırlı negatif etkilenmesini veya iyimser senaryoda teğet geçeceğini düşünüyoruz. Giyim tarafında belirttiğimiz senaryoda pozitif ayrışmanın her kesime (orta ve üst) hitap eden şirketlerde olmasını beklemekteyiz.

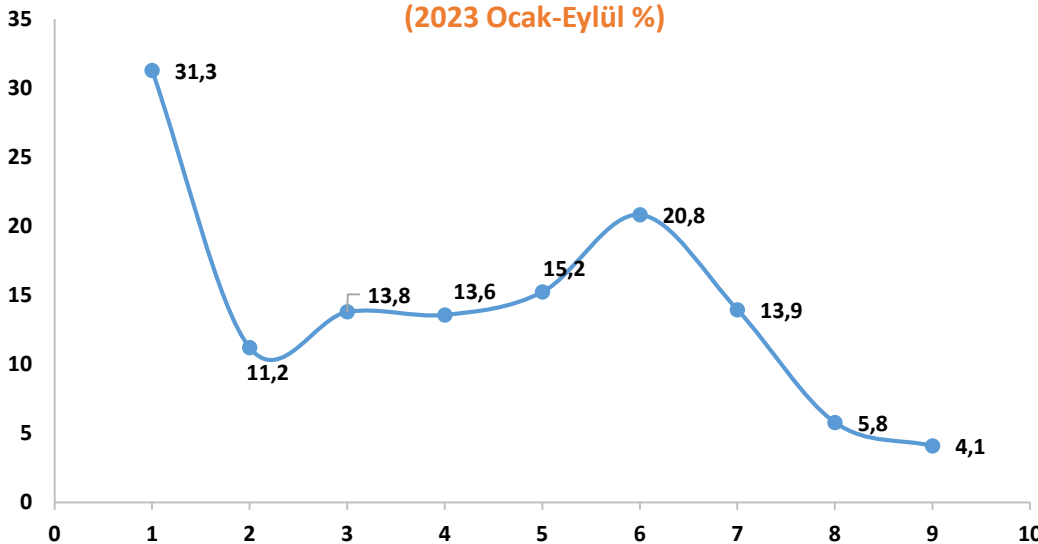
Tekstil, Giyim ve Ayakkabı Hacim Endeksi (2015=100)



Kaynak; Burgan Yatırım Araştırma, TÜİK

□ Tekstil, giyim ve ayakkabı sektöründe 2023 yılı aylık verilerine göre hacim büyümesi Temmuz ayı itibarıyla yavaşlarken daralma göstermediği izleniyor. Sektörün 2024 yılı için düşük tek hane büyüme kaydetmesini bekliyoruz. 2024 yılında asgari ücret artışı ve turizm katkısının sektöre katalizör olacağını öngörüyoruz. Ek olarak ithal hazır giyime gelen ek 9 puan ek gümrük vergisinin yerli markalara rekabet anlamında fayda sağlayacağını düşünüyoruz.

Tekstil, Giyim ve Ayakkabı Yıllık Hacim Büyümesi (2023 Ocak-Eylül %)



Kaynak; Burgan Yatırım Araştırma, TÜİK

Tavsiye

AL

Hedef Fiyat

TL 164,0

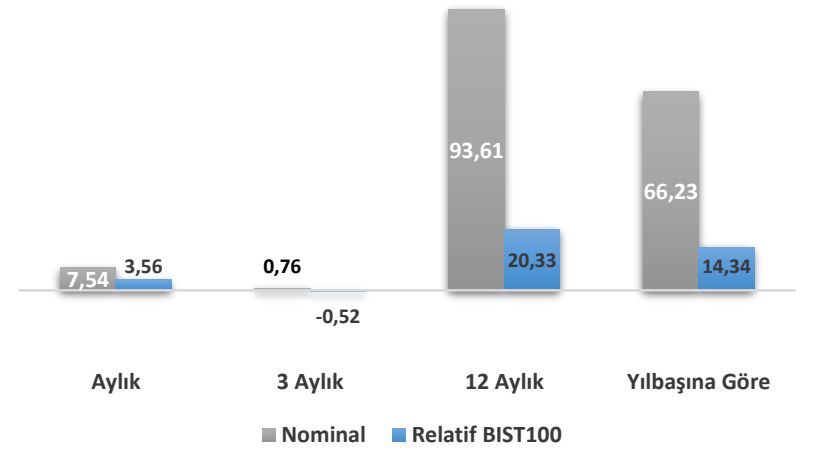
Getiri Potansiyeli

62%

Pay Bilgileri

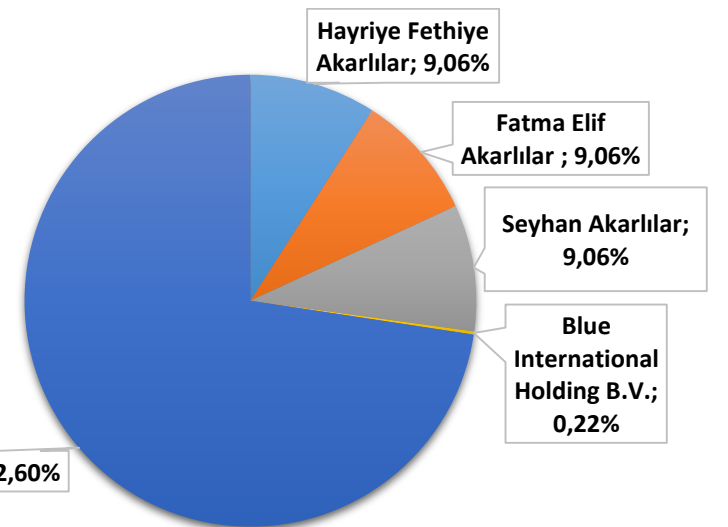
Pay Kodu	MAVI:IS	MAVI:TI
Pay Fiyatı TL (Son Kapanış)	101,4	
Piyasa Değeri (mn TL)	20.141	
Sermaye (mn TL)	199	
Halka Açıklık Oranı %	73	
Sektör	Giyim Perakende	
Pazar	Yıldız	
Ortalama İşlem Hacmi mn TL (1 Aylık)	150	
Endeks Ağırlığı (XU100)	0,71	

Fiyat Performansı



Çarpanlar

	2022	2023T	2024T	2025T
F/K	9,1x	8,9x	5,8x	4,3x
FD/FAVÖK	4,8x	4,9x	3,2x	2,4x
FD/S	1,1x	1,1x	0,7x	0,5x



Kutay Gözgör, PhD

Müdür

kutay.gozgor@burganyatirim.com.tr

+90 212 317 27 37

Akın Solmaz

Uzman

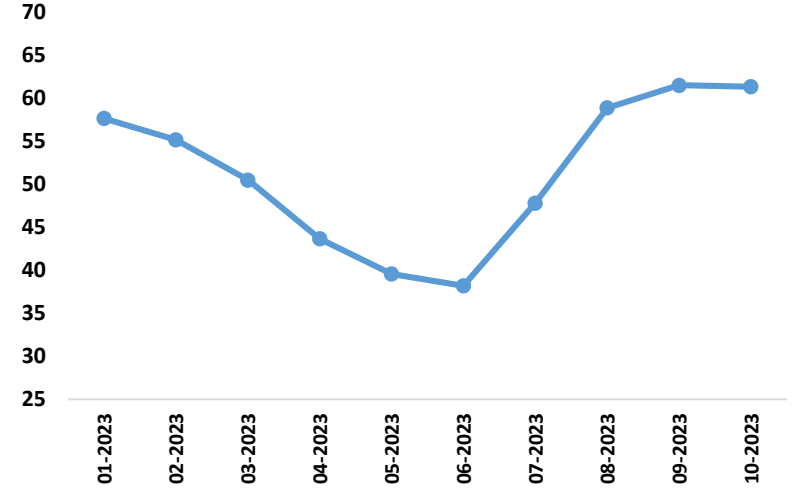
akin.solmaz@burganyatirim.com.tr

+90 212 317 27 88

❑ **Sektör Harcamalarında Güçlü Reel Büyüme Devam Ediyor** Giyim ve Aksesuar kredi kartı harcamalarında 2023 yılın ilk yarısında ortalama %47 reel büyüme (Enflasyona göre düzeltilmiş) izlenirken yılın ikinci yarısında %60 a yakın reel büyüme kaydedildi. Sektörde 2024 yılında reel büyümenin devam edeceğini öngörüyoruz.

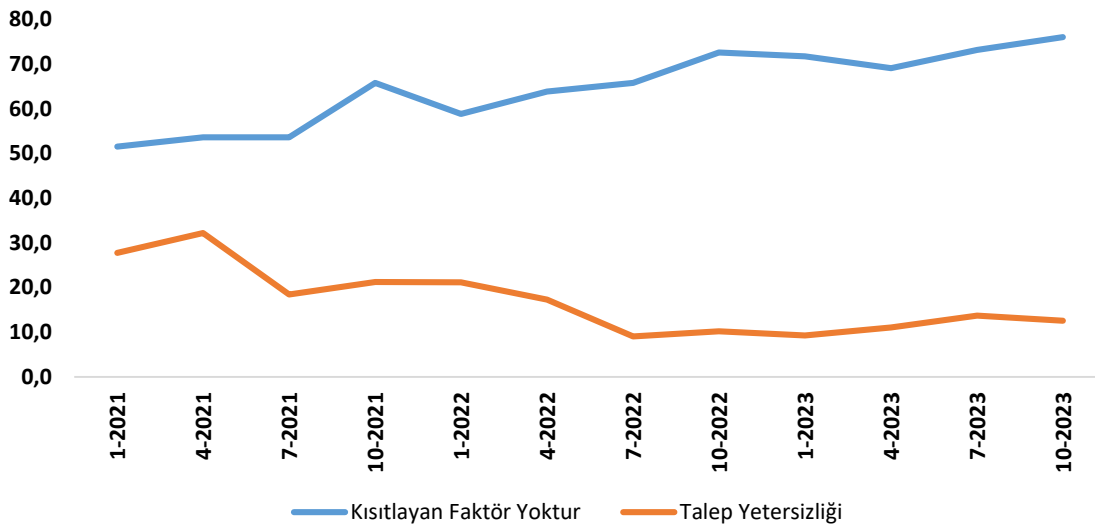
❑ Sektörün kredi kartı işlem adedinde ise yıllık bazda artış devam ediyor. 2023 yılının Ocak-Ekim döneminde ortalama yıllık bazda %27 işlem adedi büyümesi izleniyor.

Giyim ve Aksesuar Kredi Kartı Harcamaları Yıllık Bazda Reel Artış (%)



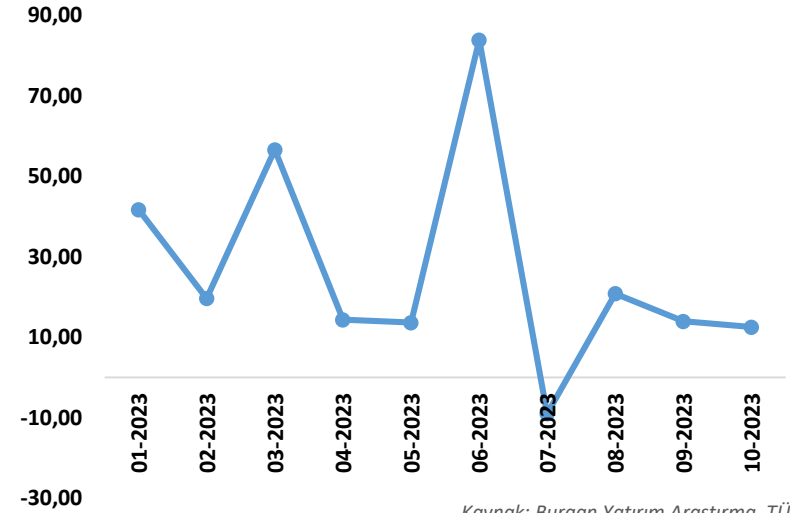
Kaynak; Burgan Yatırım Araştırma, TÜİK

Perakende Ticaret Sektöründe Faaliyetleri Kısıtlayan Temel Faktörler (%)



Kaynak; Burgan Yatırım Araştırma, TÜİK

Giyim ve Aksesuar Kredi Kartı Yıllık Bazda İşlem Adedi Artışı (%)

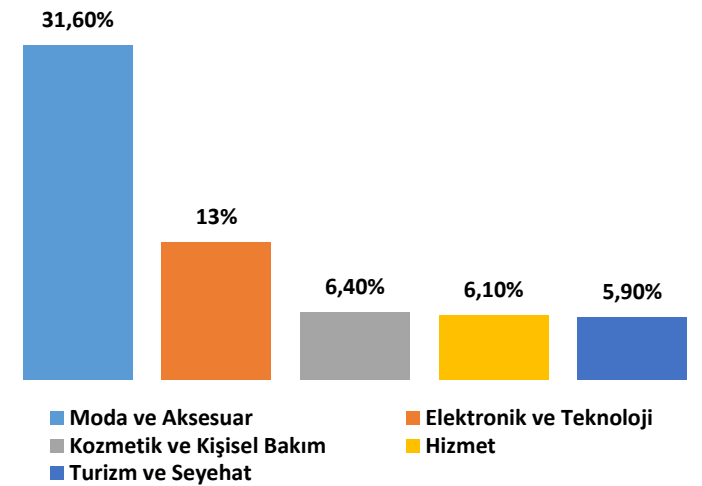


Kaynak; Burgan Yatırım Araştırma, TÜİK

❑ **Sektörü Kısıtlayan Faktörler Düşük Seyrediyor** Perakende Ticaret Sektörü Güven Endeksi, 2023 Ekim ayı anket verilerine göre faaliyetleri kısıtlayan faktör yoktur oranı 2018 den bu yana en yüksek seviyeye ulaştı. 2023 yılı Ekim ayı anket verilerine göre sektörün talep yetersizliği 2021 yılı %24,9 ve 2022 yılı ortalaması %14,4 olarak gerçekleşirken 2023 yılının ilk 10 ay ortalaması %11,6 olarak gerçekleşti. Bu tarafta izlenen düşük seyir sektörün sıkılaşma sürecinde sınırlı etkilenmesi beklentilerimizle uyumaktadır.

❑ **Giyim Sektörünün E-Ticaret Pazar Payı** 2022 yılı verilerine göre sektörün (moda ve aksesuar) E-ticaret pazar payı %31,3 ile ilk sırada yer alıyor. Sektörün işlem payı (adet) ise %20,5 olarak gerçekleşerek ikinci sırada yer almaktadır. E-ticaret harcamalarında moda ve aksesuar kategorisi açık ara farkla liderliğini koruyor. E-ticaret tarafının sektöre güçlü katalizör olduğunu düşünüyoruz.

2022 Yılı E-Ticaret Pazar Payı

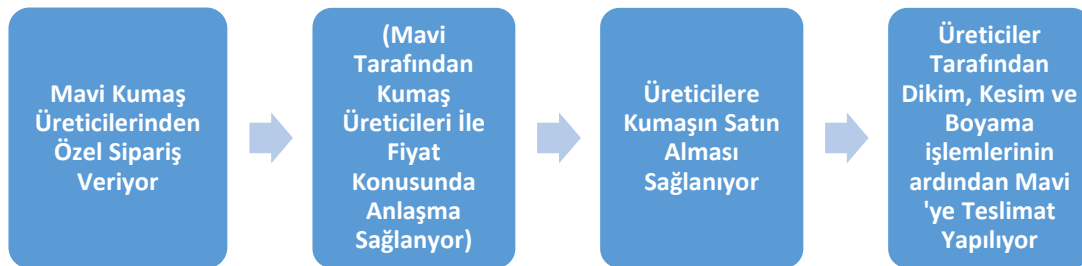


Kaynak; Burgan Yatırım Araştırma, İyzico, Dogma Alares Analiz

➤ Sektörde Güçlü Bir Pazar Payı Olan Mavi Giyim'i Beğeniyoruz ve Araştırma Kapsamımıza Dahil Ediyoruz

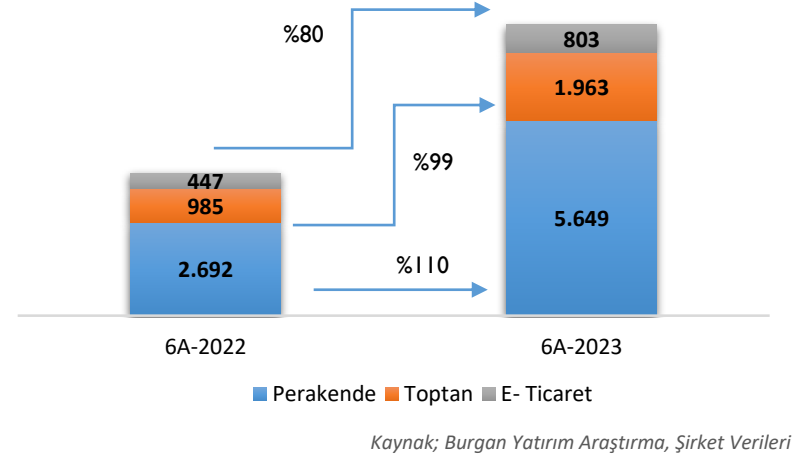
- Mavi Giyim Türkiye, ABD, Kanada, Rusya ve Avrupa Bölgesinde bulunan ülkelerle beraber toplam 35 ülkede, 461 Monobrand mağaza (397 Türkiye, 64 Yurt dışı) ve 4.000 satış noktasında perakende, toptan ve online kanallar aracılığıyla faaliyetlerini yürütmektedir.
- Mavi'nin uzun yıllara dayanan marka bilinirliği etkisi güçlü pazar payını koruyor** Şirketin satışlarında payı en yüksek ürün grubu olan denim pazarında (+14 yaş) %18,5 payla lider konumda. Şirketin pazar payı önceki yıllara göre 2 puana yakın artış göstermiştir. Mavi (+14 yaş) hazır giyim pazarında ise kadında 3. ve erkekte 2. marka konumunda yer alıyor. (Şirket Covid-19 salgını öncesinde kadın ve erkekte 4. marka konumunda yer almaktaydı)
- Kadın ürünlerinin ciro içerisinde payı 2023 yılının ilk çeyreğinde yıllık bazda 1 puan artarak %35'e yükseldi.
- Şirketin Türkiye perakende satışlarında denim payı 2019 yılına kıyasla %44'den %39'a gerilerken örme ürünler %23'den %27'ye yükseldi. Gömlek payı %13'den %10'a gerilerken ceket %9'dan %11'e yükseldi. Şirketin denim dışı diğer ürünlerin ciro içerisinde paylarını artırma hedefi bu tarafta pazar payı kazanımı yaratabilir. Şirket güçlü kası olan denimin ciro içerisinde payının ortalama %35 civarında sabitlenmesini beklemektedir.

Denim Tedarik Süreci

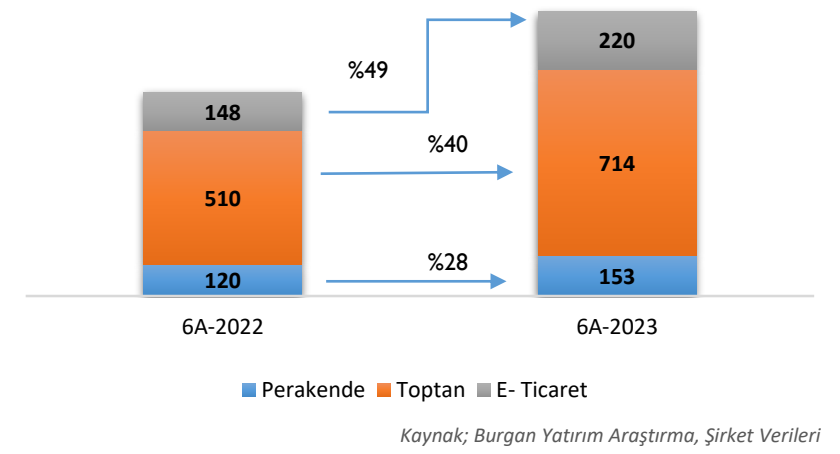


- Şirket en güçlü kası olan denimde tedarik tarafına önem vermektedir. Kumaş üreticilerinden özel kumaş siparişi vererek üreticiye bu kumaşları satın aldırarak ve dikim, boya, kesim işlemlerini yaptırmaktadır. Kumaşın siparişi esnasında fiyat görüşmeleri şirket tarafından yapılmasını maliyet açısından avantaj olarak değerlendiriyoruz. Ek olarak Türkiye, Dünya'nın en büyük denim kumaş üreticileri arasında yer aldığından bu durum şirkete önemli açıda fayda sağlamaktadır. Şirketin denim tarafında uzun yıllara dayanan bilgi birikimi bu tarafta pazar payında güçlü destek sağlıyor.

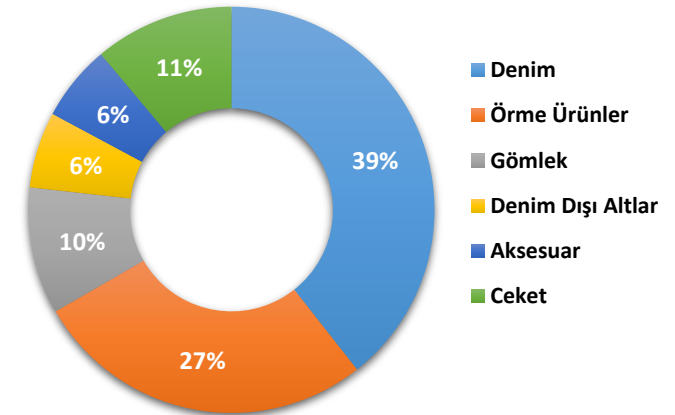
Global Gelirler (mn TL)



Yurt Dışı Gelirler (mn TL)

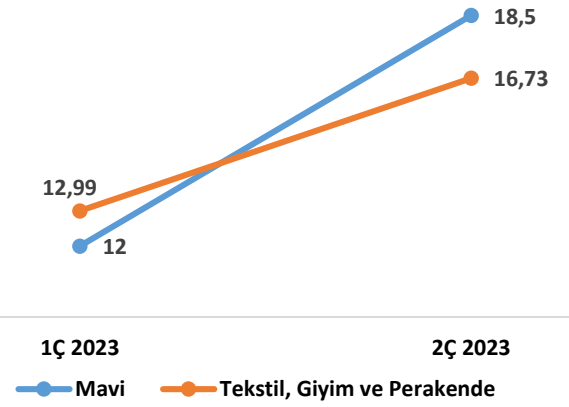


Türkiye Perakende Satışların Kategori Dağılımı (2022)



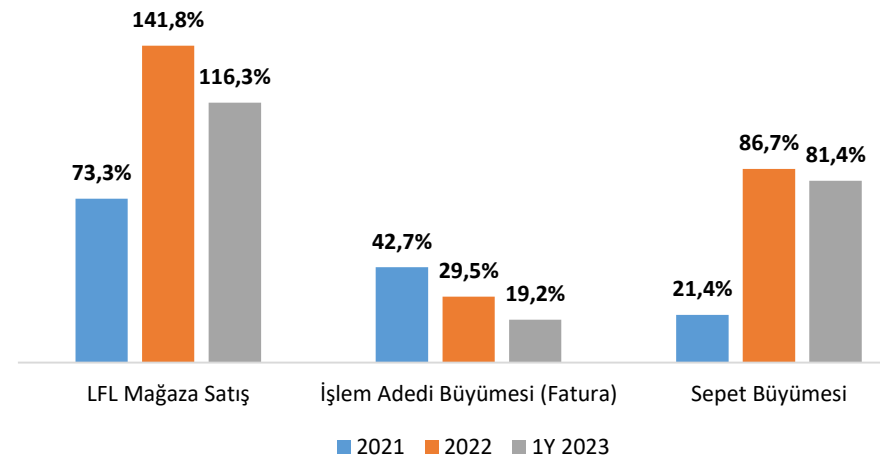
- Çift Haneli Satış Hacim Büyümesi** Mavi'nin 2Ç 2023'de yıllık bazda satış hacim büyümesi %18,5 olarak gerçekleşti. TÜİK verilerine göre ise Tekstil, Giyim ve Perakende sektörünün hacim büyümesi %16,7 olarak gerçekleşti. (Mavi'nin hesap dönemine göre baz alındı) Yılın ilk çeyreğinde ise yakın büyümeler gerçekleşmişti. Şirketi öne çıkarma sebeplerimizden biri hacim büyümesinde ki pozitif ayrışmanın devam edeceği yönünde beklentilerimiz oldu. Mavi'nin hacim büyümesinin sektörün üzerinde artışı devam ettirerek 2024 yılında %15 civarında gerçekleşmesini öngörüyoruz.
- Şirketin 2022 yılında ve 2023 yılının ilk 6 ayında güçlü satış performansı dikkat çekmektedir. Şirket 2022 yılında %129 büyüme kaydederken 2023 yılının 6 aylık döneminde %104 büyüme gösterdi. Yurt içinde fatura adedi büyümesi 2022 yılında %29,5 olarak gerçekleşirken 2023 yılının 6 aylık döneminde ise artış devam ederek yıllık bazda %19,2 olarak büyüdü.
- Kuzey Amerika'da Büyüme Hikayesi** Mavi yurt dışı stratejisinde Kuzey Amerika ağırlıklı büyümeyi planlamaktadır. Şirketin Amerika ve Kanada'da Mavi'nin yanı sıra daha üst segmente hitap eden 34 Heritage ve daha orta segmente hitap etmesi planlanan Brooklyn Industries markalarıyla çok markalı bir büyüme stratejisi bulunuyor. Mavi'nin 2Ç 2023'de yurt dışı satış gelirlerinin toplam gelirdeki oranı %13 seviyelerinde gerçekleşti. 2022 yılının aynı çeyreğinde bu oran %19 seviyelerinde seyretmekteydi. Yurt içi fiyat artışları ve güçlü hacim büyümesi, yurt dışı gelirlerin ciro içerisinde ki payını aşağı yönde etkiledi. 2024 yılı sonrasında, Kuzey Amerika bölgesinin de büyümesi etkisiyle bu oranın tarihsel ortalamalar olan %18-20 bandına doğru toparlanma göstereceğini öngörüyoruz.
- Güçlü Artan Mağaza Trafiği** 2023 yılının 2Ç'de Türkiye toplam mağaza trafiği yıllık bazda %16 artış gösterdi. Perakende mağazaların trafiği 2023 yılının ilk çeyreğinde ise %19 artış gösterirken 2022 yılında %38 artış kaydedilmişti. Mavi'nin mağaza trafiğindeki güçlü seyrin devam edeceğini düşünüyoruz.
- Mavi.com Performansı Online Büyüme Destekledi** Şirketin 2023 yılının 6 aylık döneminde 897 mn TL (%65 Türkiye) global online satış geliri elde etti. Online satış büyümesi yıllık bazda %69 olarak gerçekleşti. Mavi.com satışları yıllık bazda %93 büyüme kaydederken pazaryeri (Trendyol, Hepsiburada, n11, Amazon vb) %66 Toptan E-ticaret ise %10 büyüme kaydetti. Mavi.com'un güçlü büyümesi etkisiyle online satışlarda payı %42,5'den %49'a yükseldi. Mavi.com'un online içerisindeki payının yüksek seyretmesi şirkete karlılık anlamında pozitif katkı sağlıyor.

Sektör vs Mavi Satış Hacim Büyümesi Yıllık (%)



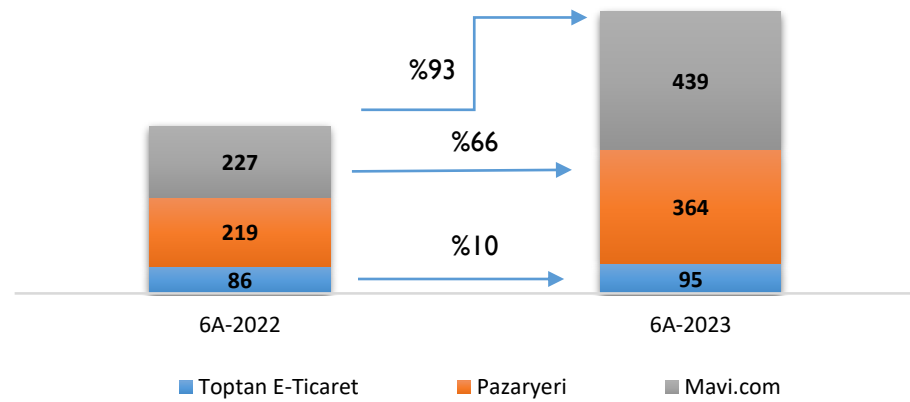
Kaynak; Burgan Yatırım Araştırma, TÜİK, Şirket verileri

Satış Performansı (%)



Kaynak; Burgan Yatırım Araştırma, Şirket verileri

Global Online Satışlar (mn TL)

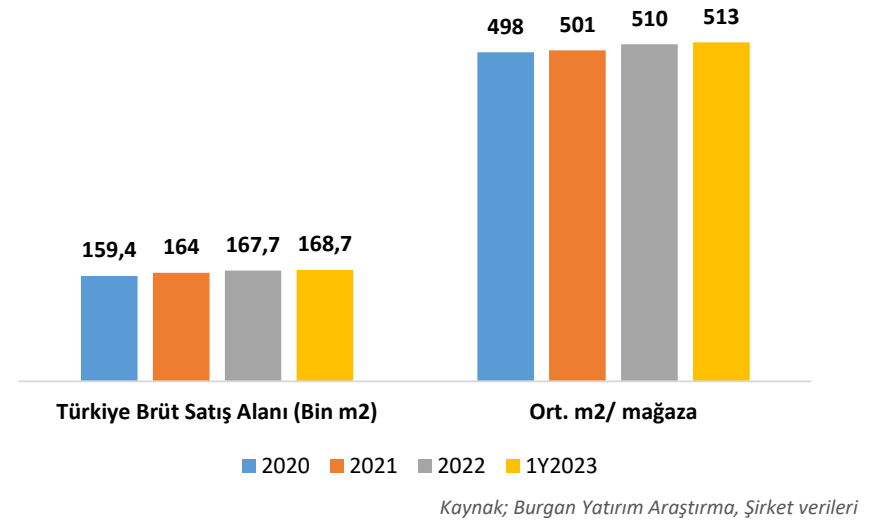


Kaynak; Burgan Yatırım Araştırma, Şirket Verileri

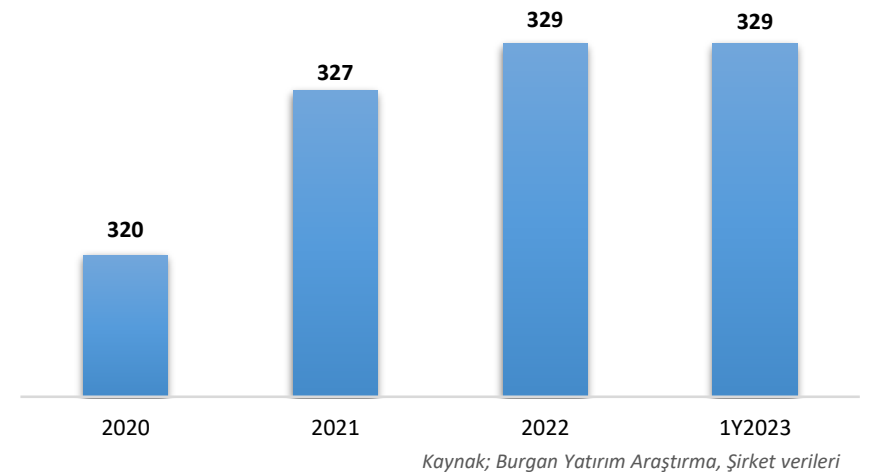
- **Artan Ortalama Mağaza Büyüklüğü** Şirketin ilk hedeflerinden biri artan müşteri trafiğinin etkisiyle mağazaların m² büyüklüğünü arttırmak. Ortalama mağaza büyüklüğü 2021 yılında 501 m² olarak hesaplanırken 2023 yılında ortalama büyüklük 513 m²'e ulaştı. Aynı zaman diliminde toplam satış alanı 164,0 bin m²'den 168,7 bin m²'ye yükseldi. Şirketin 2020 yılında Türkiye'de 320 perakende mağazası bulunurken bu sayı 2021 yılında 327'ye 2022 yılında ise 329'a yükseldi. 2023 yılının ilk 6 ayında ise mağaza sayısında artış görülmedi. Şirket mağaza sayısını ve m² büyüklüklerini arttırmayı hedeflediğini fakat burada ziyaretçi trafiğinin daha yoğun olmasından kaynaklı verimli gördüğü alışveriş merkezlerine öncelik vermektedir. Son yıllarda yeni alışveriş merkezlerinin inşasının zayıf seyretmesi bu alanda mağaza sayısında ki artışı yavaşlatmaktadır.
- **Güçlü Artış Gösteren Perakende Satış / Toplam Alan (m2)** Mavi'nin 2019 yılında (2020 Covid-19 sebebiyle hariç tutuldu) perakende toplam satış alanı 156,3 bin m² ve perakende satış hasılatı 1.889 mn TL olarak gerçekleşmişti. Hesaplamalarımıza göre 2019 yılında Perakende Satış / Toplam Brüt Satış Alanı (m2) oranı 12,1 olarak gerçekleşirken bu oran 2021 yılında %43 artışla 17,3 oranına yükseldi. 2022 yılında ise oran %140 artış kaydederek 41,5 'e yükseldi. Burada hesapladığımız güçlü artışı önemli bir KPI olarak değerlendiriyoruz.

➤ **Mavi Giyim'i Başlıca Beğenme Sebeplerimiz;**

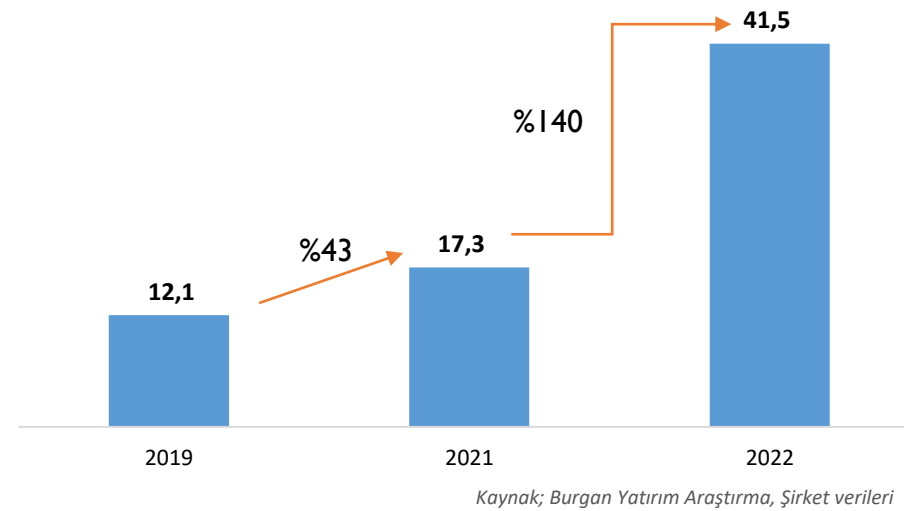
- ✓ Fiyatlama Becerisi ve Başarılı Maliyet Kontrolü
- ✓ Marka Bilinirliğinin ve Güçlü Pazar Payı
- ✓ Geniş Kesime Hitap Etmesi (Orta ve Üst Segment)
- ✓ Güçlü Nakit Akışı
- ✓ Sıkışma ve Finansmana Erişimin Maliyetli Olduğu Döneme Net Nakit Pozisyonla Girmesi
- ✓ Artan Ürün Çeşitliliği
- ✓ Kuzey Amerika'da Büyüme Hikayesi
- ✓ Yıl başında artacak asgari ücretin sektörde talebi canlı tutması beklentilerimiz
- ✓ Güçlü Reel Büyüme Beklentilerimiz



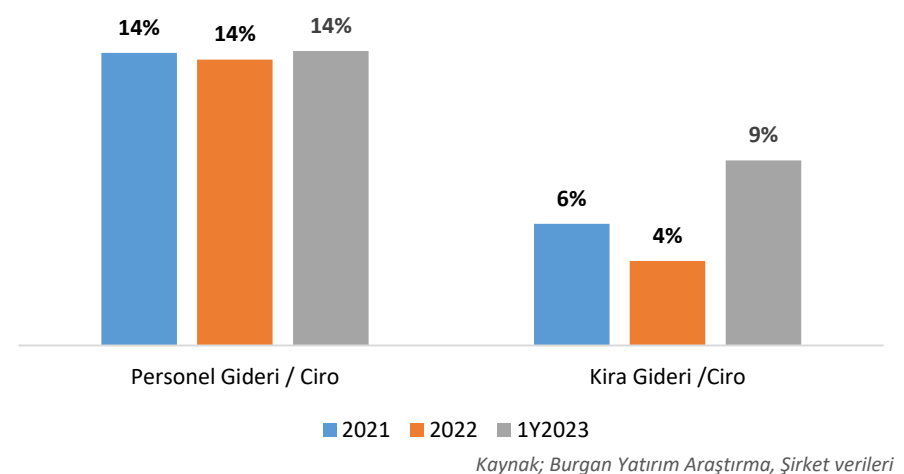
Perakende Mağaza Sayısı



Perakende Satış / Toplam Brüt Satış Alanı (m2)



Ağırlığı Yüksek Giderlerin / Ciro Oranı

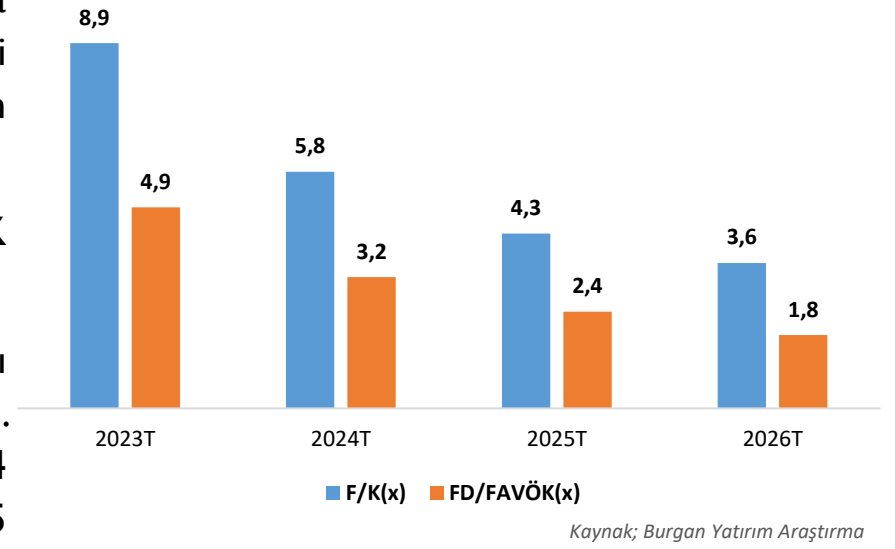
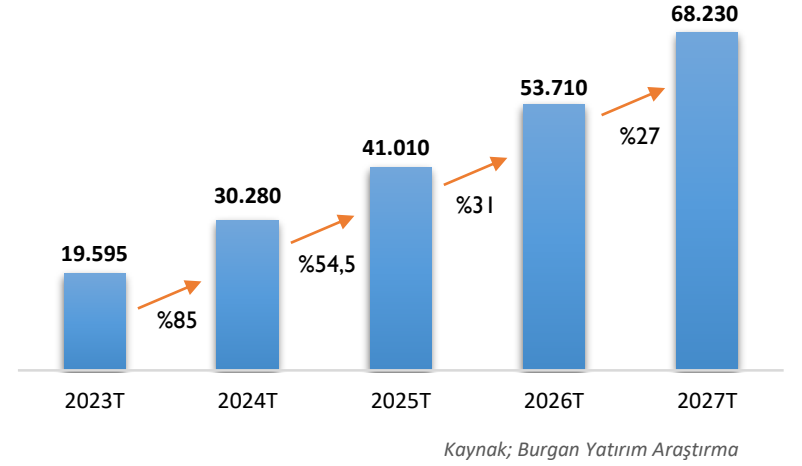


- Riskler;
- Sektörde talebin beklentilerin üzerinde hızlı daralma göstermesi
- Sektörde beklentilerden daha agresif rekabet ortamının oluşması durumunda maliyetlerin fiyatlamalara yansıtılmasının zorlaşması
- ✓ **Beklentilerimize Göre 2024 Yılında %54,5 Büyüme Öngörüyoruz** Mavi'nin 2023 yılında hacim büyümesinin etkisiyle %85 büyüme kaydetmesini bekliyoruz. Şirketin 2024-2025 yılında düşük çift hane hacim büyümesini ve güçlü pazar payını sürdürerek sırasıyla %54,5 ve %35,4 büyüme kaydedeceğini öngörüyoruz.
- ✓ **Güçlü FAVÖK Marjının Sürdürülebileceğini Öngörüyoruz** Şirketin 2023 yılını 0,4 puan daralma göstererek %23 (IFRS 16) olarak tamamlayacağını öngörüyoruz. 2024 yılında ise 2023 yılına paralel marjın %22,8 olarak gerçekleşeceğini hesaplıyoruz. 2025-2027 yıllarında ise benzer marj oranının devam etmesini öngörüyoruz.
- ✓ **2024-2025 Yıllarında Sırasıyla %53,1 ve %35,9 FAVÖK Büyümesi Hesaplıyoruz**
- ✓ **Güçlü Nakit Akışı** Mavi'nin Serbest Nakit Akışı / Hasılat marjı 2021 ve 2022 yıllarında sırasıyla %27 ve %21 olarak gerçekleşti. 2023 yılında SNA/Hasılat marjının %13 ve 2024 yılında %14 olarak gerçekleşmesini hesaplarken 2025 yılı sonrasında %15 olarak çift hane devam etmesini öngörüyoruz. 2022 yılında Serbest Nakit Akışı / FAVÖK dönüşümü %91 olarak gerçekleşti. 2023 yılı sonrasında artan kurumlar vergisi ve işletme sermayesinde sınırlı yukarı yönde hesaplamalarımızın etkisi ile dönüşümün %58'e gerilmesi ve 2024-2027 yılları arasında %60 civarında devam etmesini bekliyoruz.
- ✓ **Mavi 2024 beklentilerimize göre 3,2x FD/FAVÖK ve 5,8x F/K çarpanları ile işlem görmektedir**

➤ İNA Projeksiyonlarımız

- Sürdürülebilir düşük çift hane hacim büyümesinin güçlü katkısıyla 2023-2027 yılları arasında %28 YBBO hasılat öngörüyoruz. FAVÖK marjının 2024 yılında sınırlı aşağı yönde daralma göstermesinin ardından 2025 yılı sonrasında tekrar sürdürülebilir olarak toparlanacağını öngörüyoruz. Bu doğrultuda 2023-2027 yılları arasında %29 YBBO FAVÖK hesaplıyoruz.

Hasılat Projeksiyonu (2023-2027) mn TL



- İNA değerlememizde risksiz faiz oranını 2023 ve 2024 yılları için %30, 2025 yılı sonrası için ise %22 olarak hesapladık. (%6 Hisse Senedi Risk Primi, 1x Beta, %65 Borç / %35 özsermaye, %8 terminal büyüme) Bu doğrultuda 2023 ve 2024 yılları için Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM) %31,4 hesaplarken 2025 yılı sonrası için ise %28,6 olarak hesapladık.
- İNA modelimize göre Mavi Giyim için 12 aylık 164,0 TL/hisse hedef fiyat hesaplıyoruz ve AL "Endeks Üstü Getiri" önerisiyle araştırma kapsamımıza dahil ediyoruz.

İNA Model (mn TL)	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T
Hasılat	19.595	30.280	41.010	53.710	68.230
<i>Büyüme(%)</i>	<i>85,0%</i>	<i>54,5%</i>	<i>35,4%</i>	<i>31,0%</i>	<i>27,0%</i>
FAVÖK	4.506	6.900	9.379	12.380	15.873
<i>FAVÖK Marjı</i>	<i>23,0%</i>	<i>22,8%</i>	<i>22,9%</i>	<i>23,0%</i>	<i>23,3%</i>
- Vergi	1.129	1.319	1.848	2.549	3.437
Net Kar	2.351	3.630	4.921	5.908	7.505
<i>Net Kar Marjı</i>	<i>12,0%</i>	<i>12,0%</i>	<i>12,0%</i>	<i>11,0%</i>	<i>11,0%</i>
-Δ İşletme Sermayesindeki Değişim	174	210	253	310	390
- Yatırım Harcamaları	588	1.050	1.260	1.620	2.050
<i>Hasılat Oranı (%)</i>	<i>3,0%</i>	<i>3,5%</i>	<i>3,1%</i>	<i>3,0%</i>	<i>3,0%</i>
Serbest Nakit Akışı	2.615	4.321	6.018	7.901	9.996
<i>SNA/Hasılat %</i>	<i>13%</i>	<i>14%</i>	<i>15%</i>	<i>15%</i>	<i>15%</i>
İskonto Oranı	1,15	1,51	1,94	2,50	3,21
AOSM	31,4%	31,4%	28,6%	28,6%	28,6%
İndirgenmiş Nakit Akışı	2.274	2.860	3.098	3.164	3.113
Terminal Büyüme	8%				
Toplam İNA	14.509				
Terminalin Bugünkü Değeri	16.342				
Azınlıklar	180				
Net Borç (-)	-1.913				
Özsermaye Değeri	32.584				
Piyasa Değeri	20.140				
Hedef Fiyat	164,0				
Cari Fiyat	101,4				
Yükseliş Potansiyeli	62%				

Uyarı Notu

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 paylaşılamaz.