

Güçlü Büyüme Cazip Değerleme

Operasyonel Büyüme Hikayesi

Suwen yıllık %15-20 mağaza sayısı artışı ve genişleyen ürün yelpazesi ile güçlü büyüme trendi yakaladı. 2023 yılında reel olarak cirosunu %42, FAVÖK'ünü %32 artırmayı başardı. 2023 yılında deprem nedeniyle kapanan mağazalarına rağmen açtığı 31 mağaza ile %18'lik büyüme elde etti. Öngörülebilir vadede satış ağında ve cirosunda benzer büyüme oranlarının sürdürülmesini öngörüyoruz.

Kapasite Fiş Sayılarına Yansısı

2022 yılında satış alanı 18.588 metrekare olan Suwen 2023 yılında 22.472 metrekareye ulaştı. Mağaza adedi büyümesinin yanı sıra %21'lik metrekare artışı ile yurt içinde ve yurt dışında hızla genişlemesi müşteri ve fiş sayılarının artışı ile sonuçlandı. Ziyaretçi sayısı %19 artarken fatura sayısında %26 gibi bir büyüme sağlayan Suwen'in 2024 yılında cirosunu reel %15 yükseltmesini bekliyoruz.

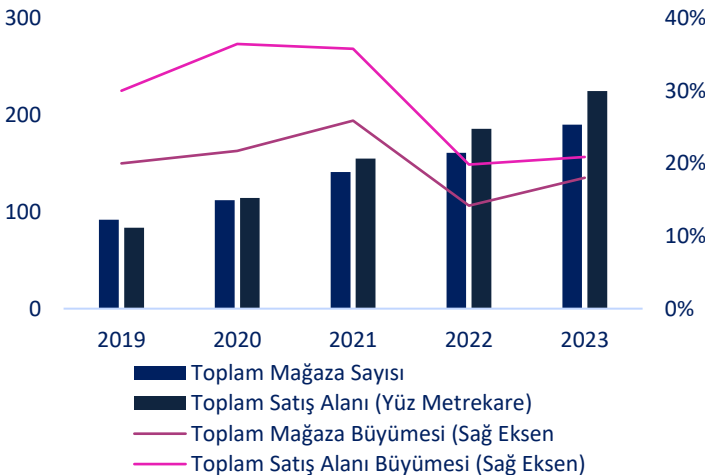
Düzenli Büyüme Hedefi

Mağaza ve satış alanı büyümesi yıllık %20 civarında nominal büyüme sağlayan Suwen 2028 yılına kadar yurt dışında 115 yurt içinde ise 270 üstü mağazaya çıkarak toplam mağaza sayısını 350'nin üstüne çıkartmayı planlıyor. Toplamda 4 yılda %85 mağaza büyümesi planlayan şirket yıllık %15-20 mağaza sayısı ve satış alanı büyümesi hedefini sürdürmeye devam ediyor.

Kanal Bazlı Satışlarda Fırsatlar Güçlü

Suwen toplam satış kırılımı içerisinde %11,9 e-ticaret ve %3,0 yurt dışı mağaza paylarına sahip. 4 sene içerisinde bayi ve mağaza açılışlarıyla beraber yurt dışı payının %20'nin üstüne çıkmasını ve e-ticaret tarafının büyümeye devam etmesini bekleriz. Hem satış kanallarının güçlenmesi hem de agresif satış alanı büyümeleriyle beraber cazip değerlendirme oranlarına sahip olduğunu düşünüyoruz.

Y-Y Mağaza Ve Satış Alanı (m²) Gelişimi



SUWEN

14.05.2024

SUWEN

Tavsiye

AL

Halka Açıklık

51,03%

Piyasa D. (USD mn)

164,4

Piyasa D. (TRY mn)

5.286,4

Hedef P. D. (TRY mn)

7.771,3

Hisse Fiyat (TRY)

23,60

Hedef Değ.(TRY)

46,3

Yukarı Potansiyel

%96

Ort. Hac. (TRY mn)

39

Firma D. (TRY mn)

5.450

En son bilanço

2023/12

Haftalık Getiri

18,89

Aylık Getiri

14,79

Yıllık Getiri

43,47

Haftalık Relatif

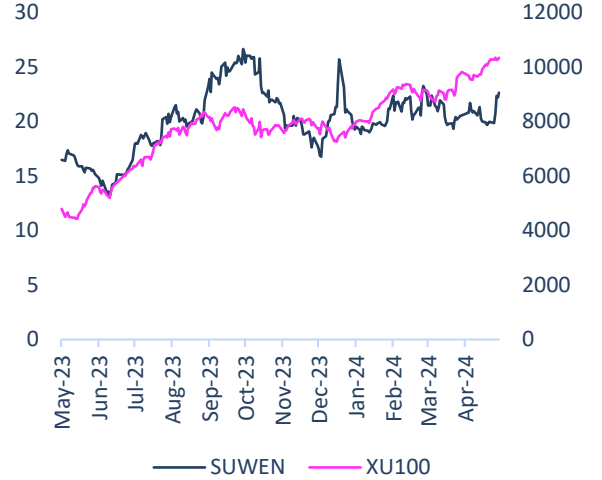
21,39

Aylık Relatif

12,03

Yıllık Relatif

-31,63



Değerleme

Çarpanları	2024	2025	2026	2027
FD/SNA	27,0	17,3	7,8	4,7
FD/FAVÖK	4,9	3,3	2,5	2,0
F/K	15,7	8,5	6,0	4,7
PD/DD	6,4	3,6	2,3	1,5
Özs. Kar.	51%	54%	47%	39%

Yatırım Teması

Suwen 2019 yılından bu yana %20-25 yıllık mağaza büyümesini kademeli olarak azaltarak 2027 sonuna kadar sürdürmek için yatırımlarına devam ediyor. 2022 yılındaki halka arz geliri ve etkin nakit yönetimi yatırımlarına devam eden Suwen'in pazarın henüz doygunluğa ulaşmaması ve yurt içindeki rakibi Penti'nin iç piyasada Suwen'e nazaran yavaş büyümesiyle birlikte 2027 yılına kadar yıllık %15-20 arası yıllık mağaza sayısını artırmaya devam edeceğine düşünüyoruz.

Kısa vadeli olarak da içinde bulunduğumuz çeyrekte marka için artan farkındalık, son tüketiciye daha fazla hitap eden modellerin neticesinde güçlü ciro ve marj gelişimi göreceğimizi düşünüyoruz.

Yurt dışı tarafında Balkan ve Kafkasya bölgelerindeki ülkelerin tüketim alışkanlıkları ve gelir seviyesinin ülkemize benzer olmasıyla, o bölgelere münhasır bayilik yöntemi ile yapılan yatırımlarla beraber satışların %3'ünü oluşturan yurt dışı cirosunun %20'lere gelmesini bekleriz. Şu an için 18 olan yurt dışı bayi ve mağazaların 2027 sonunda 110'un üstüne ulaşacağını düşünüyoruz.

Genişleyen ürün yelpazesi ve kreasyonları mağaza sayısı ve mağazaların m² büyümeleriyle gerçekleşen yatırım tutarının 2024 yılı için 240 Milyon TL civarında gerçekleşmesini bekliyoruz. 2023 yılında 156,5 Milyon TL yatırım tutarı yapan şirketin 2024-2028 arası süreçte cironun %5,5-6'sı kadar yatırım harcaması yapmasını bekleriz.

Mevcut mağazalarının yıllık olarak ortalama m²'sinin %3 civarında büyütülmesiyle beraber mağaza sayısının üstünde bir satış alanı büyümesi görebileceğimizi düşünüyoruz. Genel olarak 2028 yılına kadar 2024 yılı başında kıyasla %85 mağaza büyümesi sağlanırken %90 satış alanı (m²) büyümesi gerçekleşebileceğini düşünüyoruz.

Katalistler

E- ticaret ve yurt dışı tarafında potansiyel, şirketin büyüme hedefleriyle beraber reel büyüme için uygun ortam oluşturuyor.

Rakibi Penti'ye nazaran mağaza sayısı bakımından henüz Penti'nin 2/5 'i kadar olan şirketin yurt içinde de potansiyeli, büyüme hedefiyle beraber şirketin güçlü konumunu gösteriyor.

Yüksek yatırım harcamalarına rağmen şirket NB/FAVÖK rasyosunu 0,30-0,20 seviyelerinde tutmayı başarıyor. Güçlü nakit akımı ve 2022 yılında halka arzdan gelen para sayesinde yatırımlarını finanse etmekte zorlanmıyor.

FAVÖK rakamını %32 Cironu ise %42 artırmayı başaran şirket önümüzdeki senelerde bu mağaza ve ziyaretçi büyümeleriyle reel anlamda büyüme risklerini yukarı yönde tutuyor.

Riskler

Türk Lirasının reel olarak değerlenmeye devam etmesi yurt dışında marjların düşmesine sebep olabilir. Yurt içinde ise yabancı markaların daha cazip görünmesiyle yurt içi marjların daralmasına sebebiyet verebilir.

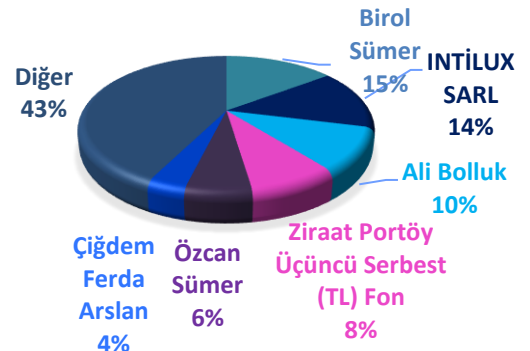
Kredi kartlarına gelebilecek olası sınırlamalar perakende tüketimini aşağı çekebilir.

Pazarın belli bir yerde doygunluğa ulaşması beklenen yatırımların gecikmesine sebebiyet verebilir.

Şirket Geçmişi

Suwen 2003 yılında İstanbul'da kuruldu. Kadın iç giyim, plaj giyim, ev giyim ve çorap sektöründe faaliyet gösteren şirket modern özel zincir mağazalar sıralamasında 2. Sırada bulunuyor. Ayrıca Kıbrıs, Romanya mağazaları bulunan Suwen Azerbaycan'da, Orta Asya ve Orta Doğu'da bayileri bulunmaktadır.

Ortaklık Yapısı



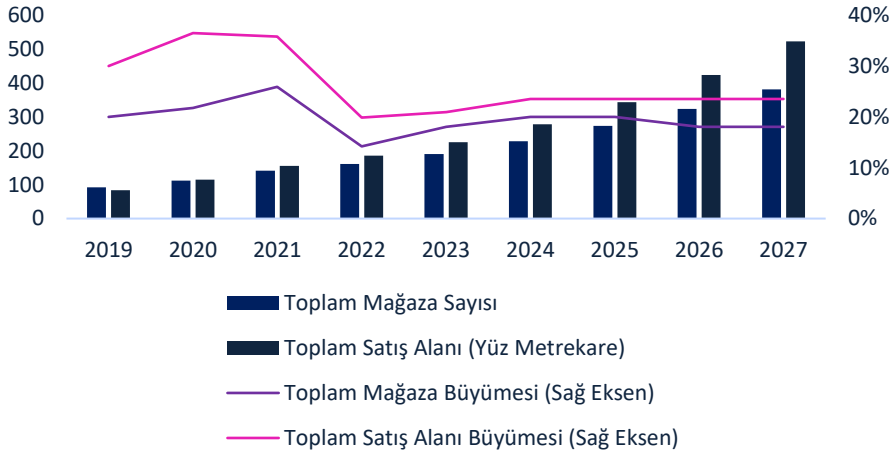
İçindekiler

A. Büyüme ve Tahminler	4
B. Suwen'in Rakipleri ve Pazardaki Konumu	6
C. Türkiye'de Hazır Giyim ve Tekstil Sektörü	9
D. Türkiye Giyim Perakendesi Çarpan ve Veri Kıyaslaması	13
E. Global Hazır Giyim ve Tekstil Sektörü	13
F. Global Rakip Çarpanları	14
G. Özet	15
H. Projeksiyonlar & Değerleme	16
I. Sorumluluk Reddi Beyanı	17

A. Büyüme ve Tahminler

Suwen Halka arz olmadan önce 2019'dan bu yana y-y ortalama %20-25 arası mağaza büyümesi elde ederken satış alanı sahasında da hem mevcut mağazaların genişletilmesi hem de yeni açılan mağazaların eski mağazalara kıyasla daha büyük m² ile açmasıyla, ayrıca düşük bazın da yardımıyla y-y ortalama %25 oranında büyümeyi başardı. Bu durumu incelediğimizde 2019 yılında 114.5 milyon Lira ciroya sahip olan Suwen TMS 29'lu mali tablolara göre 2.5 milyar Liralık ciro sağlamayı başardı. Bileşik mağaza büyümeleri hem nominal hem reel anlamda Suwen'in gelir kalemine direkt etki etti. TL bazında 25 katlık bir ciro artışı görülürken USD bazında 5,2 katlık ciro artışını olumlu buluyor projeksiyonlarımıza devam eden mağaza büyümelerini geçmişte ki performansına benzer olarak ekliyoruz. Pazarın yeteri doygunluğa ulaştığı dönemde ciro artışlarının 2027 sonrası biraz kısıtlanacağını düşünsek de 2028'e kadar olan dönemde reel anlamda yıllık %10+ artış sağlanacağını düşünüyoruz. Şirket 2019 yılında 92 olan mağaza sayısını 2024 yılında 190'a çıkardı. Geçtiğimiz 5 sene içerisinde %106'lık bir mağaza büyümesi ve %160'lık bir satış alanı artışıyla reel büyümesi y-y'a sürdürdü. 2028 yılına kadar yapılacak olan yatırımlarla 190 olan mağaza sayısını 350+ seviyeye getirmesini bekleriz. 2028 yılına kadar %85'lik mağaza sayısı artışı ve %90'lık bir satış alanı sahası büyümesi beklemekteyiz. Y-Y %20 mağaza büyümesi ile tüketici alışkanlıklarını da göz önünde bulundurarak 2019-2023 arası dönemdeki ciro artışlarına mağaza açılışı orantısına göre benzer artışlar görebileceğimizi düşünüyoruz. Fakat 2028 sonrası dönem için yurt içi pazarının doygunluğa ulaşabileceğini düşünüyoruz.

Geçmiş ve Projekte Mağaza Büyümleri

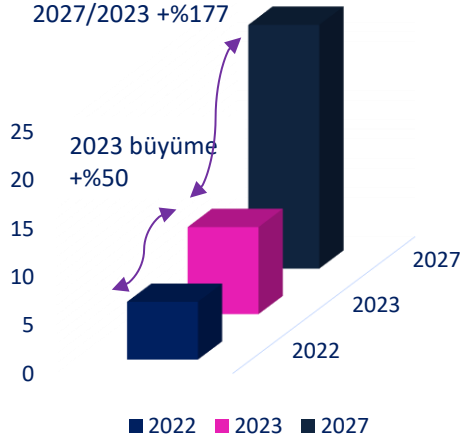


Kaynak: SUWEN, Pardus Portföy

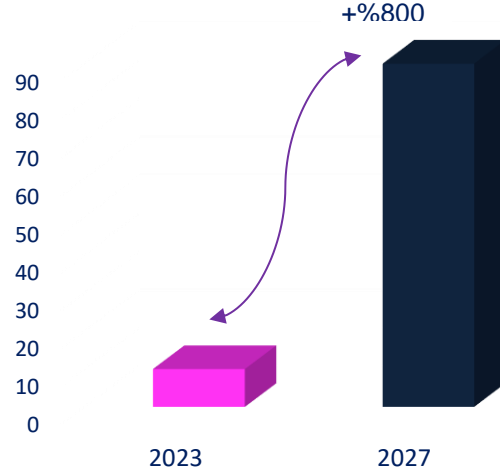
Not: 2028'e kadar açılacak olan toplam mağaza sayısı projeleri şirkete aittir. Yıllar itibariyle açılacak mağaza sayıları bizim projemizdir.

Burada önemli olan bir diğer husus ürün çeşitliliği ve kreasyonların gelişimidir. Suwen'in 2019-2023 sürecindeki ciro artışlarının temel kaynağı olarak sadece mağaza büyümelerini öne çıkarmanın tam olarak doğru olmadığı düşüncesindeyiz. Çünkü mağaza sayısı %106 ve satış alanı sahası %160'lık bir büyüme sağlarken dolar bazında kapasitenin artışından daha hızlı gelir sağlanmasının enflasyonist ortamın getirdiği tüketim harcaması, e-ticaret tarafındaki gelişim ve kreasyonların geliştirilmesi olduğunu düşünüyoruz. Önümüzde ki senelerde mevcut ekonomi yönetiminin enflasyona karşı tavrını göz önüne aldığımızda fiyatlandırma davranışı ve tüketim olarak bir takım negatif etkilerini görebilme ihtimali olsa da e-ticaret'in gelişmesi, kreasyonların güçlendirilmesi ve yurt dışında ki yatırımların artmasıyla faaliyet karını artırmaya devam edebileceğini düşünüyoruz.

Yurt Dışı Mağaza Sayısı

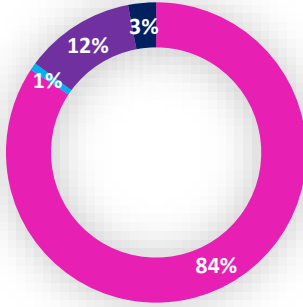


Yurt Dışı Bayi Sayısı



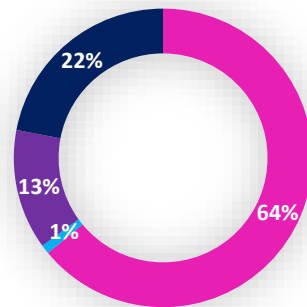
Yurt içinde meydana gelebilecek doygunluk seviyesi, turizm sektöründe yaşanabilecek olası daralma veya sıkı ekonomik konjonktürün yansımalarından korunma yolu olarak yurt dışındaki yatırımları değerli buluyoruz. Özellikle düşük CAPEX gerektiren münhasır bayilik yöntemi ile 2027 yılına kadar 80+ bayi açılmasını ve 15+ Suwen'in kendi sahip olduğu mağaza açmasını bekleriz. Bu durumda satışlardaki %3 olan kırılımın %20'nin üstüne çıkmasını, toplam mağaza sayısının ise 1/4'ünü yurt dışı mağazaların oluşturmasını bekleriz.

2023 Satış Kırılımları



■ Yurt İçi Mağazacılık ■ Diğer
■ E-Ticaret ■ Yurt Dışı Mağazacılık

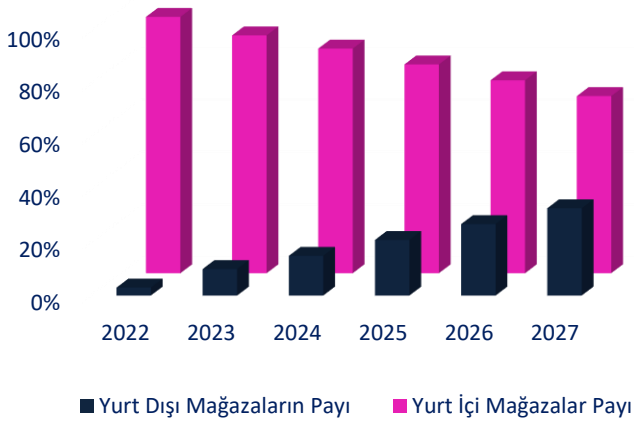
2027 Tahmini Satış Kırılımları



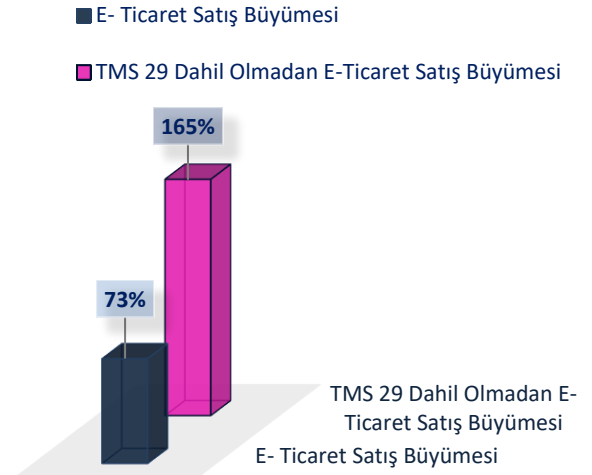
■ Yurt İçi Mağazacılık ■ Diğer
■ E-Ticaret ■ Yurt Dışı Mağazacılık

E-ticaretin güçlenmesi, yurt dışı bayi ve mağazaların artması şirketi olası tehditlerden korunaklı hale gelmesi için önemli olduğunu düşünüyoruz. Pazarın yurt içinde en büyük şirketi Penti'nin son 3 yıldır mağaza büyümesi %1-2 olduğunu düşünürsek 400 mağaza civarında dağıtım ağının doygunluğa ulaşmasını bekleriz. 2027 yılı sonunda Suwen'in de 350+ mağaza sayısına ulaşmasını bekliyoruz. 2026 yılı sonrasında pazarda doygunluk belirtileri ve talepte olası daralma yurt içi pazarda büyümenin yavaşlamasına sebep olsa da yurt dışı tarafta fırsatların devam ettiğini düşünüyoruz.

Yurt Dışı Mağazalar ve Şubelerin Toplam Mağazalar Arasındaki Payı



2023 Y-Y E-Ticaret Satış Büyümesi

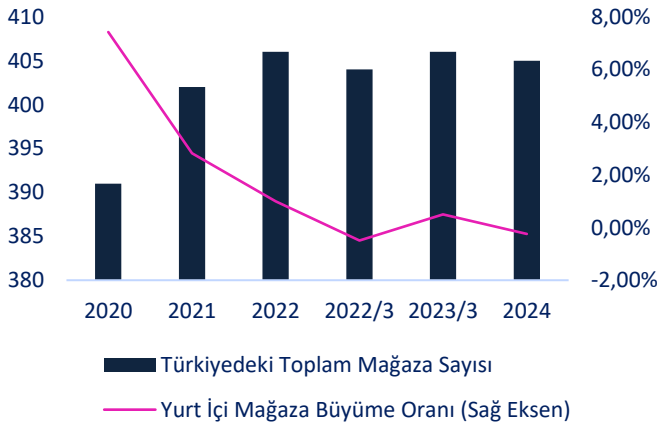


Kaynak: Suwen, Pardus Portföy

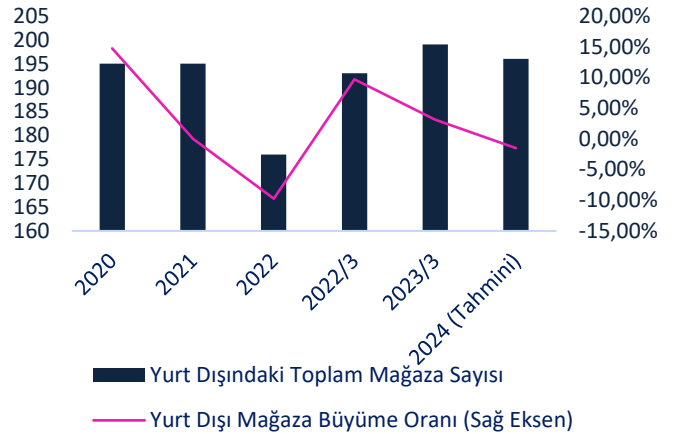
B. Suwen'in Rakipleri ve Pazardaki Konumu

Penti yurt içinde önemli bir mağaza büyümesi yaşamazken yurt dışı tarafta Suwen'le aynı ülkelerde bulunduğu Romanya, KKTC pazarında da mağaza büyümesi yaşanmadığını görmek mümkün. Burada ana sebep olarak bize asgari ücret bazında benzer ülkelerin nüfusa göre Türkiye'ye oranladığımızda oradaki pazar payının da Romanya için 50 KKTC için 0-10 olduğunu makul görüyoruz. Hem kur tarafında rekabet avantajının TL'nin reel olarak değerlendirilmesiyle negatif kalması hem de belli bir pazar doygunluğu yurt dışı tarafında da büyümeyi zorlaştırabilir. Fakat Suwen'in 2027 iş planında yer alan ülkelere baktığımızda Azerbaycan, Katar, Cezayir, Türkmenistan gibi Orta Doğu ve Orta Asya'da çeşitli ülkelerin bulunması sebebiyle Pazar doygunluğundan 2028 yılına kadar minimum etkilenmesini fakat 2028 sonrası benzer ekonomilerde çeşitli ülkelerin sayısının azalmasıyla yurt dışı tarafında da, yurt içi pazarı kadar olmasa da bir doygunluk seviyesine gelmesini bekleriz

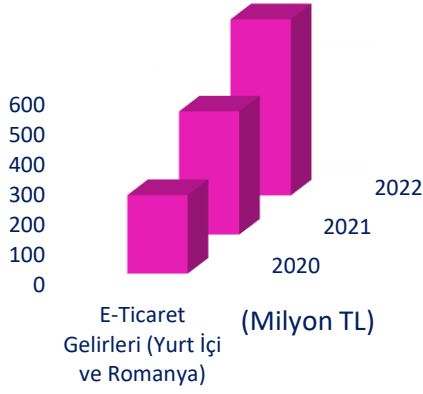
Penti Yurt İçi Mağaza Sayısı



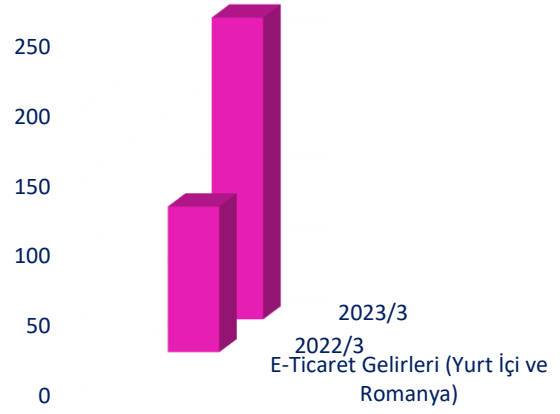
Penti Yurt Dışı Mağaza Sayısı



Penti E-Ticaret Gelirleri



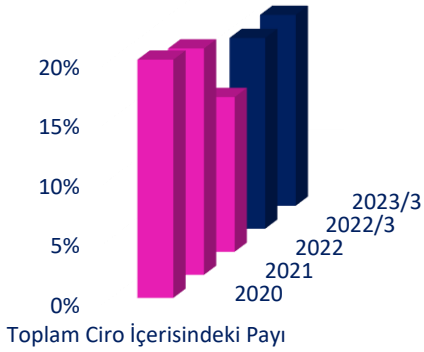
Penti E-Ticaret Gelirleri



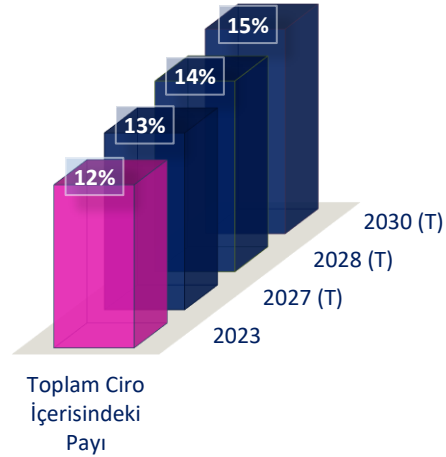
Kaynak: Penti, Taslak İzahname

E-Ticaret gelirleri enflasyonun üstünde artmaya devam ediyor. Penti'de de aynı şekilde enflasyonun üstünde bir e-ticaret gelir artışı görürken ciro içerisinde e-ticaretin pandemi yıllarındaki kadar yüksek olmadığını, Fakat toplam ciro içerisindeki payının 2023/3 verilerine göre %16 olduğunu belirtmek gerekiyor. Suwen'in de 2028'e kadar olan dönemde e-ticaret payının %13'ün üstüne 2028 sonrası %15'in üstüne çıkarmasını bekleriz.

Penti E-Ticaretin Toplam Ciro İçindeki Payı



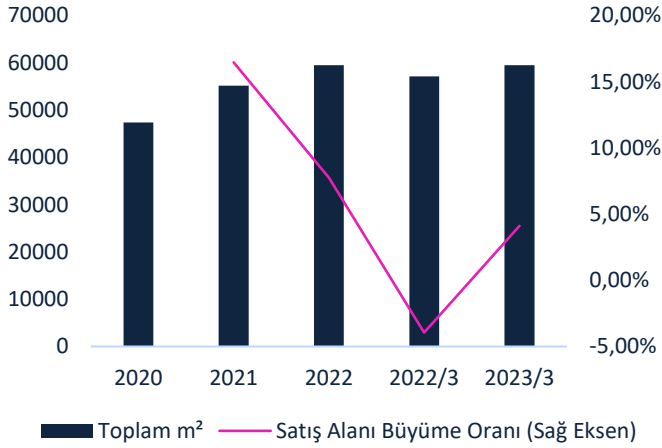
Suwen E-Ticaret Toplam Ciro İçerisindeki Tahmini Payı



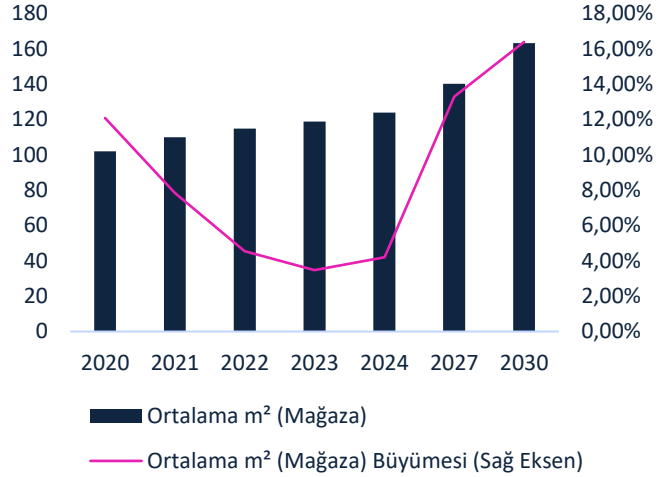
Kaynak:Penti, Suwen

Yurt içinde 400 mağaza sayısını maksimum doygunluk seviyesinde görüyoruz. Satışları artırmanın önemli yolunun e-ticaret üzerindeki gelişme ve mevcut mağazaların satış sahasının büyütülmesi ve iyileştirilmesi olarak görmeyi makul buluyoruz. Penti'nin pazar lideri olarak geçmiş verilerine kıyasla 2028 sonrası Suwen'in mağaza büyümesinin yavaşlayacağını düşünüyoruz.

Penti Satış Alanı Büyümesi



Suwen Ortalama Mağaza Başına m²

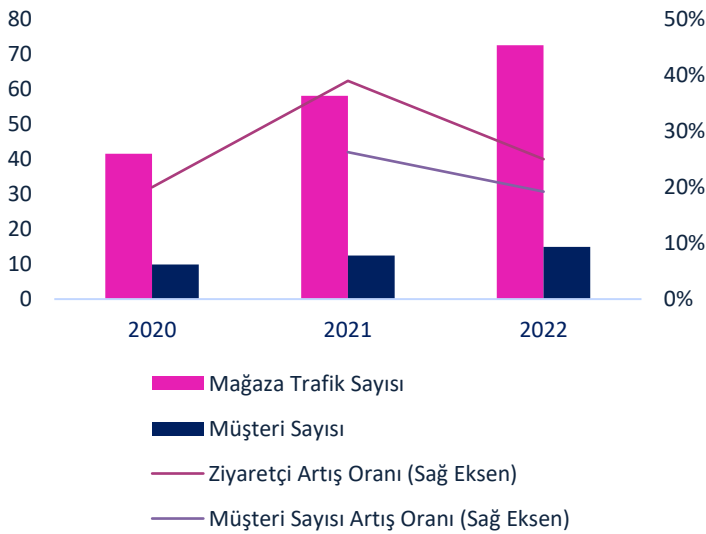


Kaynak: Penti Taslak İzahnamesi, Suwen (2027 ve 2030 kendi tahminlerimizdir.)

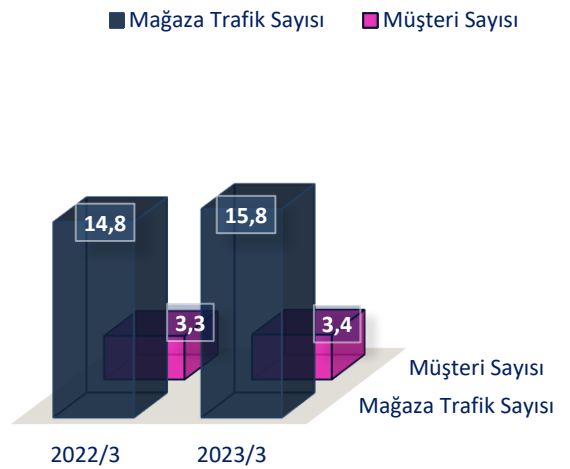
Kreasyon ve enflasyonist ortamın oluşturduğu tüketim mağaza trafiğini ve fatura adetlerine de direkt etki etti. Penti mağaza trafiğini 2020 yılında 41,6 milyondan 2022 yılında neredeyse 1,8 katlık bir artışla 72,6 milyona ulaştı. Yine 2023 yılına baktığımızda ilk çeyrek sonuçlarında 15,5 milyon mağaza trafiği (güçlü geçen 2. ve 3. Çeyreği hesaba katarsak tahmini yıllık 90 milyon) kişilik bir trafik sayısı oluşturdu. 2020 yılında direkt müşteri sayısı 9,9 milyon iken 2023'ün sadece ilk çeyreğinde 9,4 milyon müşteriye hizmet verdi.

Suwen ise 2022 yılında Türkiye mağazalarında 11,5 milyon ziyaretçiden 13,7 milyon ziyaretçiye 1,93 milyon fatura sayısından 2.442 milyon fatura sayısına ulaştı. 2020 yılında Suwen'in ziyaretçi sayısı 3.8 milyon olarak gerçekleşmişti. Burada 2020-2023 yıllarında ziyaretçi sayısında 4 kata yakın bir artış görmek mümkün. Enflasyonist ortamında getirdiği tüketim artışı ile beraber Penti, 3 senede mağaza sayısını %10 artırmasına rağmen 1,8 katlık ziyaretçi sayısına ulaşırken Suwen yıllık olarak mağaza büyümesine paralel %20'lik bir ziyaretçi sayısı gerçekleştirirken %26'lık bir fatura sayısı artışına uğradı.

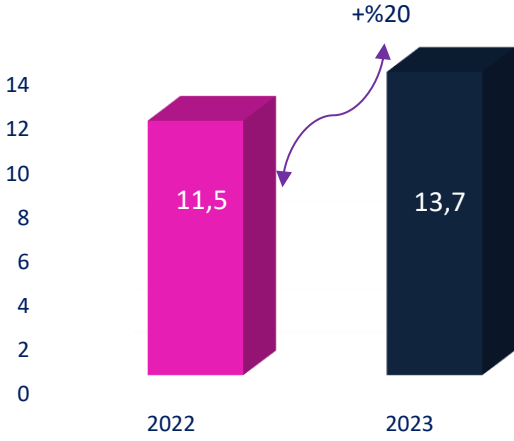
Penti Mağazacılık Verileri (Milyon)



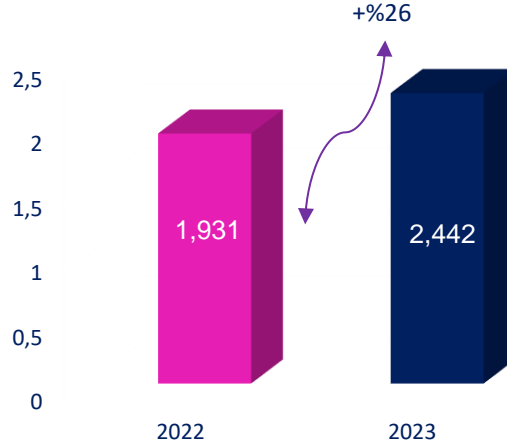
Penti Mağazacılık Verileri (Milyon)



Suwen Mağaza Trafik Sayısı (Milyon)



Suwen Fatura Sayısı (Milyon)

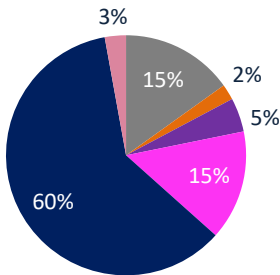


Kaynak: Suwen, Penti Taslak İzahname

C. Türkiye’de Hazır Giyim ve Tekstil Sektörü

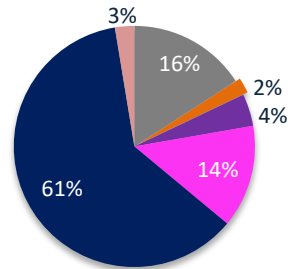
Hazır giyim sektörü 2023 yılında yıllık %65 düzeyinde gerçekleşen enflasyon verisinden daha az yıllık %41 düzeyinde ciro artışı gerçekleşti. 2024 yılı Nisan Verilerine baktığımızda yıllık enflasyon %70 olurken ana harcama grupları arasında en düşük enflasyon oranına sahip giyim ve ayakkabı grubunda yıllık enflasyon %51 gerçekleşti. Fakat giyim sektöründe Mavi, Vakko, Suwen, Desa gibi borsaya kote şirketleri incelediğimizde enflasyon muhasebesine göre 2023 yılı için satışlarında ve faaliyet karlarında artış görmek mümkün. Nisan ayı verilerine bir kez daha baktığımızda aylık giyim ve ayakkabı enflasyonunun (4,58) 2024 Nisan ayı tüfe rakamından (3,18) daha yüksek olduğunu görmekteyiz. Ana hazır giyim şirketlerine baktığımızda satışlarını bu verilere rağmen enflasyon oranından fazla artırabildiğini düşünüyoruz. Hazır giyim sektörü gerek global resesyon gerekse değerli Türk Lirası ile hem ithal mallara karşı rekabet gücünü kaybetmesine hem de yurt dışı pazarda ihracat daralmasına sebep oluyor. Küresel faiz indirimlerinin başlaması yılın ikinci yarısında dünya çapında ihtiyari tüketim şirketlerini olumlu etkileyebilir. Türk Lirası'nın reel olarak değerli kalması ise ihracat ağırlıklı çalışan yerel şirketlerin mali tablolarında risk oluşturabilir.

2022 Sektörel İhracat Dağılımları



- TARIM
- Deri Mamulleri ve Halı
- Tekstil ve Hammadeleri
- KİMYEVİ MADDELER VE MAMÜLLERİ
- SANAYİ MAMULLERİ
- MADENCİLİK

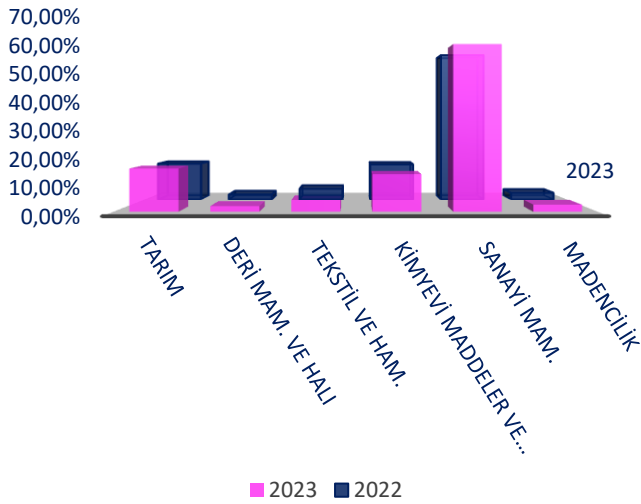
2023 Sektörel İhracat Dağılımları



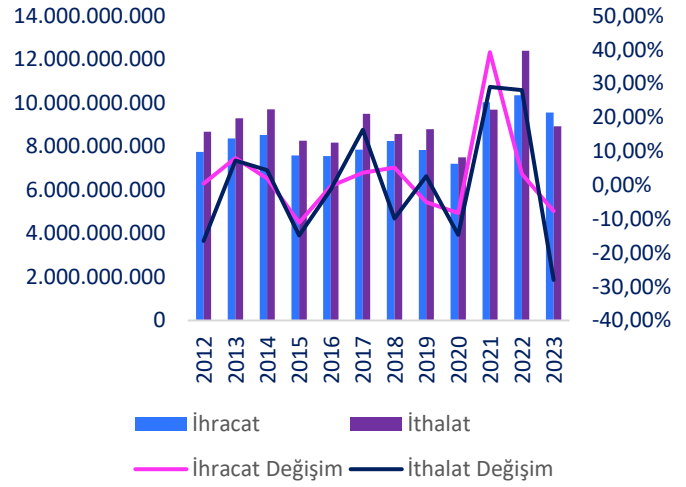
- TARIM
- Deri Mam. ve Halı
- Tekstil ve Ham.
- KİMYEVİ MADDELER VE MAM.
- SANAYİ MAM.
- MADENCİLİK

Kaynak: Türkiye İhracatçılar Meclisi

Sektörel İhracat Oranlarının Y-Y Değişimi



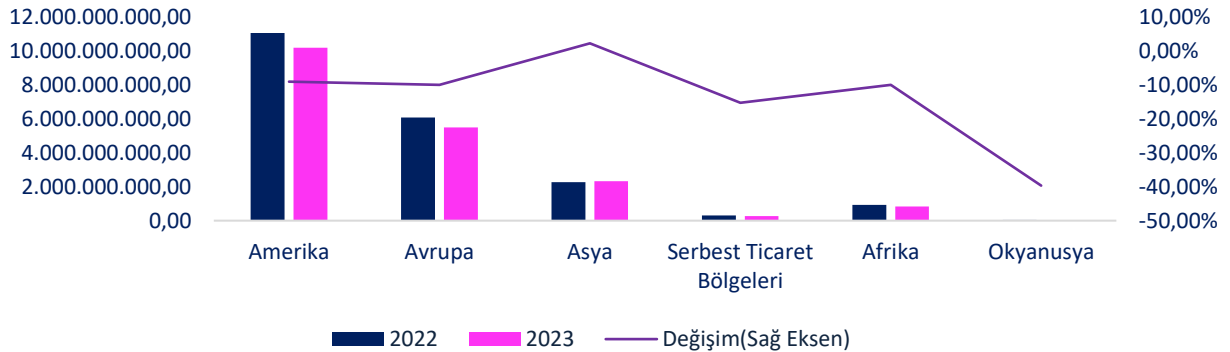
Tekstil ve Hammadeleri Dış Ticareti



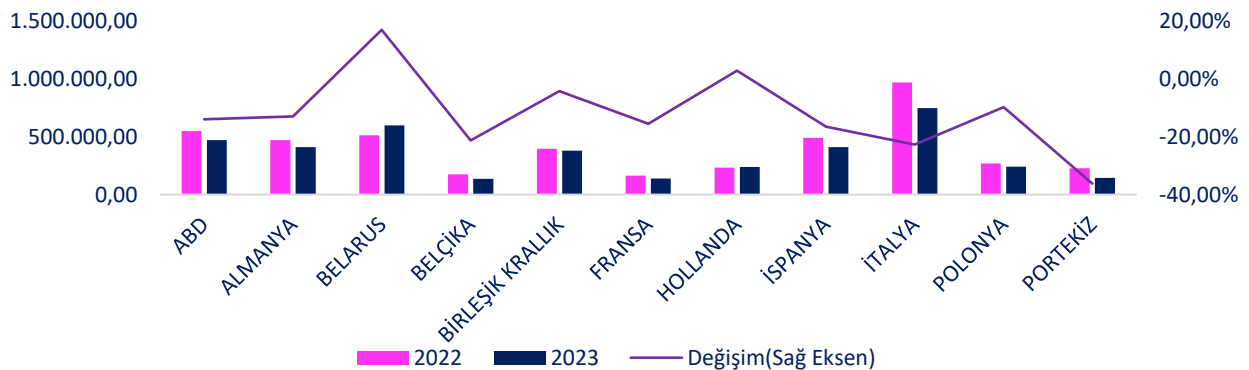
Kaynak: Ticaret Bakanlığı Bilgi Sistemi

En önemli ihracat pazarımız Avrupa'da yaşanan yüksek faiz ortamı ihracat oranında daralmalara sebep oldu. Tekstil ihracatı 2022 yılına göre 2023 yılında %13,6 daralma gösterdi.

Tekstil ve Hammadesi İhracatları



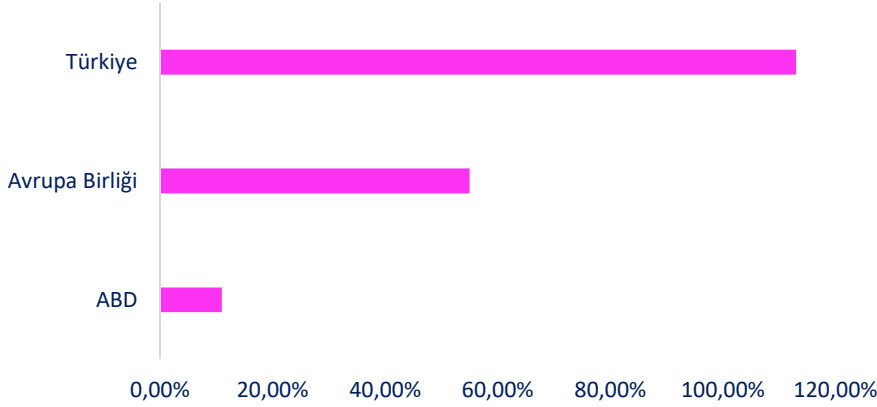
Ülke Bazında Tekstil ve Hammadeleri İhracatı



Kaynak : Türkiye İhracatçılar Meclisi

Özellikle ABD ve Güney Avrupa ülkelerinde daralmalar var. Burada kur avantajını kendi lehine çeviren Mısır'ın etkisini de görmek mümkün.

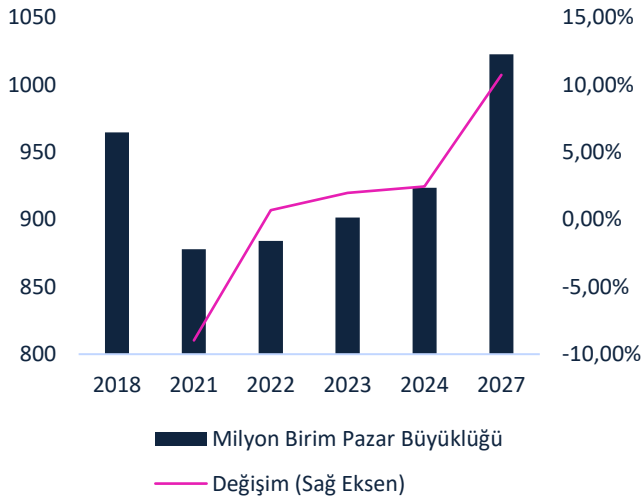
Mısır'ın En Büyük Hazır Giyim İhracatı Yaptığı Ükelere 2021'den Bu Yana Oran Olarak Artırdığı İhracat Oranı



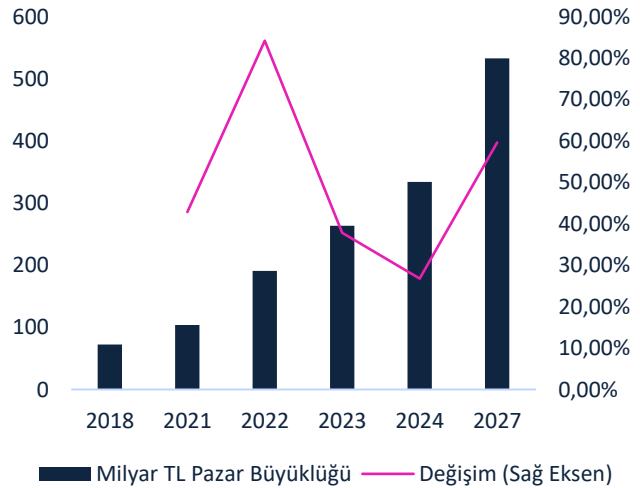
Kaynak: Mısır Hazır Giyim İhracat Konseyi

Her ne kadar Türk şirketlerinin Güney Avrupa ve ABD'ye yapmış olduğu ihracatlar ciddi anlamda daralmış olsa da Asya ve yurt-İçi tarafının güçlü kaldığını gördük. Suwen'in de ana ihracat pazarının Orta Asya ve Orta Doğu olduğunu düşündüğümüzde Suwen'in bu pazarlarda güçlü seyrini korumaya devam etmesini bekleriz. Yurt İçi tarafında da her ne kadar giyim enflasyonu TÜFE'nin altında kalmış olsa da borsaya açık şirketlerin enflasyon muhasebesine göre baktığımızda reel olarak karlarını artırabildiğini görüyoruz. Euromonitor raporuna göre Hazır Giyim ve Ayakkabı sektörünün Türkiye'de güçlü kalmasını 2024'te 923,5 milyon birim satış gerçekleşeceğini 2027 yılında ise 1022,6 milyon birim satış gerçekleşebileceğini projekte ediyor. TL olarak ise 2024 yılında 338,8 milyar Türk Lirası hazır giyim pazar büyüklüğü beklenirken 2027 yılında 532,7 milyar Türk Lirası pazar büyüklüğü beklenmektedir.

Türkiye Hazır Giyim Birim Pazar Büyüklüğü



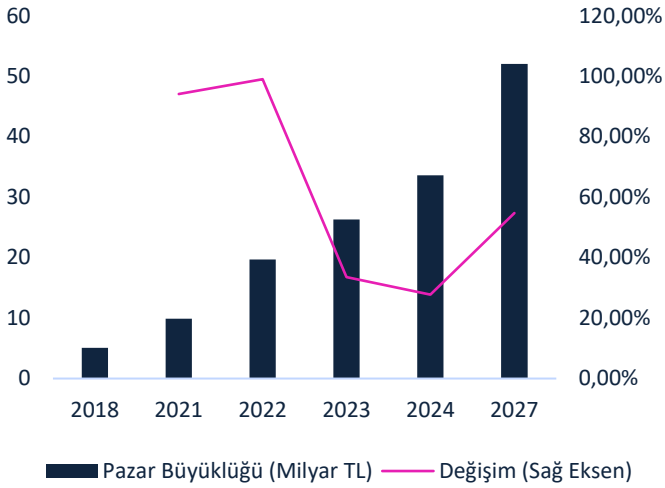
Türkiye Hazır Giyim Pazar Büyüklüğü



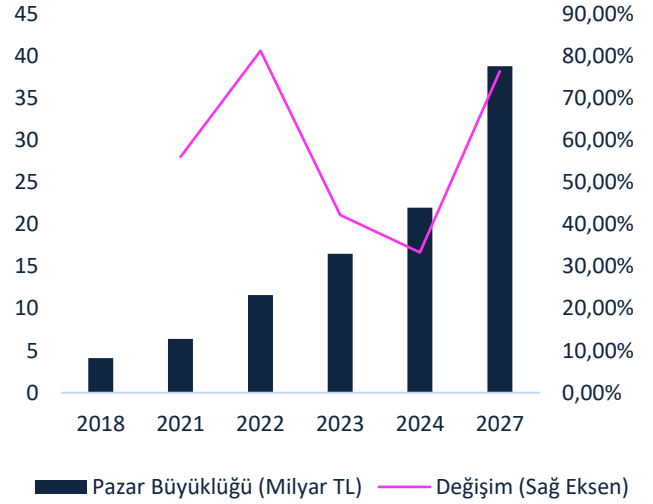
Kaynak: Euromonitor, Penti Taslak İzahname

Suwen özelinde Euromonitor'un kadın iç giyim ve günlük giyim kategorilerini incelediğimizde 2024 yılında 33,6 milyar TL gerçekleşmesi beklenen pazarın 2027 yılında 52 milyar TL gerçekleşmesi beklenmektedir. Kadın spor giyim ve günlük giyim kategorilerinde 2024 yılında 22 milyar TL gerçekleşmesi beklenen pazarın 2027 yılında 38,8 milyar TL olması beklenmektedir. Erkek ve çocuk iç giyim pazarının Penti taslak izahnamesinde Euromonitor verilerinden varsayılarak oluşturulan hesaplamalara göre 2022 yılında 6,9 milyar TL olan pazarın 2027 yılında 19,8 milyar TL olması beklenmektedir.

Kadın İç Giyim Kategorisinin Türkiye'deki Pazar Büyüklüğü

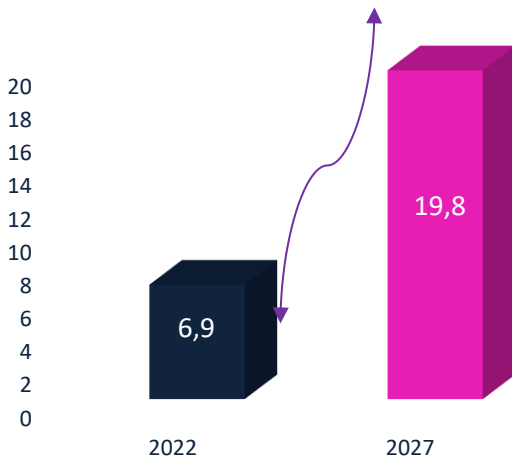


Kadın Spor Giyim ve Günlük Giyim Kategorisi

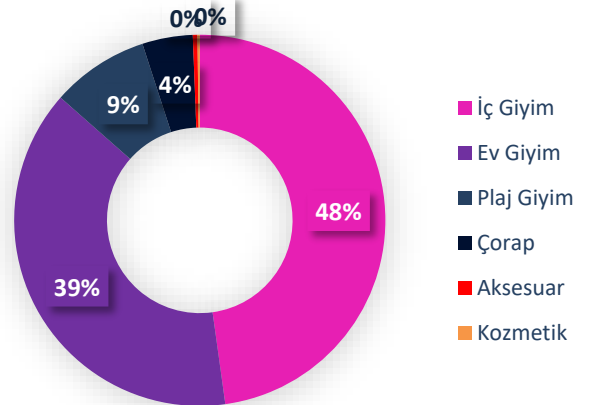


Türkiye Erkek ve Çocuk İç Giyim Pazarı Büyüklüğü (Milyar TL)

YBBO = %23,47



Suwen Ürün Bazlı Gelir Kırılımı



D. Türkiye Giyim Perakendesi Çarpan ve Veri Kıyaslaması

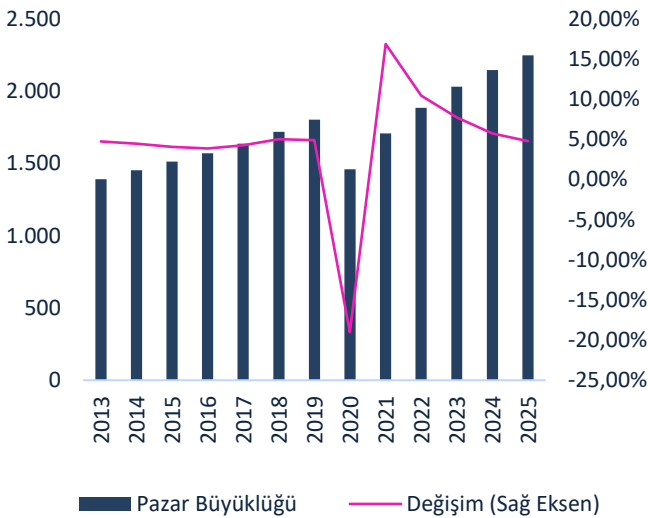
Şirket	FK	FD/FAVÖK	Mağaza Sayısı	2022-2023 Mağaza Büyümesi
SUWEN	25,94	9,40	190,00	18,00%
DAGI	11,24	11,24	122,00	-8,27%
DERIM	0,00	12,04	87,00	0,00%
DESA	15,70	8,71	116,00	3,57%
MAVI	21,68	7,43	471,00	2,10%
VAKKO	7,92	8,04	167,00	5,00%

Şirketin FD/FAVÖK çarpanı ortalamaya yakın olsa da hızlı büyümesi neticesinde bu çarpanlar iki yıl vadede cazip hale gelmekte. Rakiplerinin çok ötesinde mağaza büyümesi gelecek yıllarda da farkını ortaya koyacaktır.

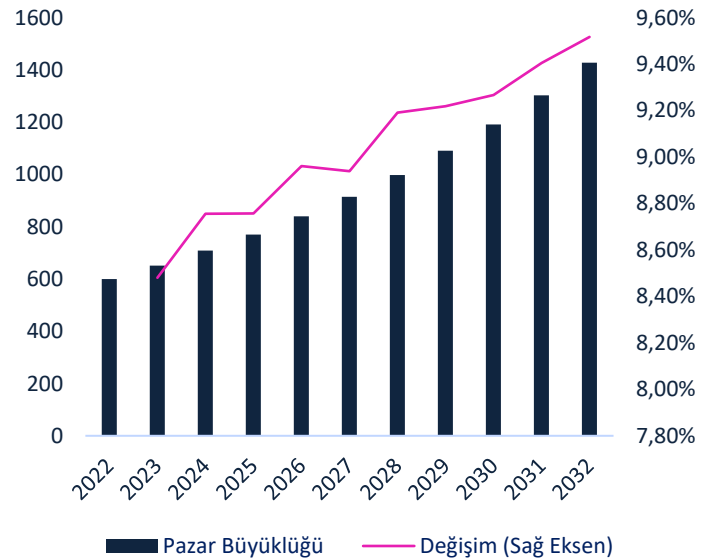
E. Global Hazır Giyim ve Tekstil Sektörü

Pandemi öncesinde 1.8 trilyon USD cirosu olan giyim sektörü 2020 yılında'da kan kaybederek 1.460 trilyon USD gelir üretti. 2020 sonrası pandemi, yüksek enflasyon ve yüksek faiz ortamı nedeniyle 2019 seviyesine henüz yeni yetişmiş bir hazır giyim sektörüyle karşı karşıya olduğumuzu görüyoruz. Statista 2024 ve 2025 yılında 2019 seviyesinin USD bazlı %20 üstünde bir market büyüklüğüne ulaşmasını bekliyor. Bizde global yüksek faiz ortamının sona ermesiyle beraber 2.2 trilyon USD rakamlarını görebileceğimizi düşünüyoruz. E-ticaret tarafında hazır giyim sektörünü incelediğimizde Precedenceresearch verilerine göre 2022 yılında 600 milyar USD Pazar büyüklüğüne sahip e-ticaret giyim sektörünün 2032 yılında 1.4 trilyon USD olması beklenmektedir. Bizde Suwen'in hızla artan mağazalarına rağmen e-ticaret payının 2030 yılına kadar yükselmesini bekliyoruz.

**Giyim Sektörü Global Pazar Büyüklüğü
(Milyar USD)**



Giyim Sektörü E-Ticaret Pazar Büyüklüğü



F. Global Rakip Çarpanları

Şirket	2024 FD/FAVÖK	2025 FD/FAVÖK	2024 F/K	2025 F/K
Suwen	4,9	3,3	15,7	8,5
İskonto Oranı	-0,37065	-0,54848	0,233327	-0,28466
Ortalama	7,7858	7,3087	12,7298	11,8824
Premier Investments Ltd	9,2122	8,9078	17,0029	16,3878
Victoria Secret	5,0236	4,7525	16,2553	14,0153
Inditex Group	12,1564	11,3581	23,5851	21,2185
Mr Price Group Ltd	6,4755	6,1045	12,5556	11,6948
Industria de Diseno Textil SA	11,9941	11,244	22,7987	21,0544
Pepkor Holdings Ltd	6,1342	5,6835	12,7285	11,167
Beijing Sanfo Outdoor	16,6881	13,6913	36	23,7447
Boot Barn Holdings Inc	11,749	9,754	20,7324	17,6801
Buckle Inc/The	6,419	5,9253	10,1532	9,5341
Forus SA	6,8815	6,5884	14,0733	12,6539
LPP SA	8,2845	7,2364	14,4822	12,8326
Frasers Group PLC	5,6133	5,4651	8,6878	7,7546
ANTA Sports Products Ltd	11,0264	9,9409	18,6418	16,9952
Zhejiang Semir Garment Co	5,7433	5,0102	13,134	11,5399
Ningbo Peacebird Fashion	6,1758	5,5936	12,9557	11,097
JD Sports Fashion PLC	4,4748	4,0117	9,6024	8,4103
Li Ning Co Ltd	8,8499	7,7293	15,4655	13,5323
SSI Group Inc	2,3532	2,1363	6,597	7,5815
Topsports International	6,2081	5,6822	12,1311	10,7859
China Lilang Ltd	6,2365	5,5876	8,6417	7,7136
OVS SpA	10,3266	8,0703	8,9424	8,5649
Foshan Yowant Technology	113,0456	15,5051	84,7761	13,2093
Urban Outfitters Inc	5,4814	5,0627	11,4695	10,5101
Mitra Adiperkasa Tbk PT	6,5926	5,7716	10,51	9,4758

Kaynak: Bloomberg

Hızlı büyüyen Suwen 2025T Firma Değeri/FAVÖK ve 2025 F/K oranına göre %35-40 iskontolu görünmekte. 2028 yılına kadar her yıl reel anlamda %10-20 büyüme sağlayabileceğini projeksiyonladığımız Suwen'in bu iskonto oranlarında fırsat yarattığını düşünüyoruz. Dünya'daki pandemi sonrası fiziki mağazaların pazar büyüklüğünün devam etmesi ve e-ticaret payının projekte edilen şekilde 1 trilyon USD bandına ulaşmasıyla giyim sektöründe artan çarpanları görmemiz mümkün olabilir.

G. Özet

Suwen 2023 yılında %18 mağaza büyümesi %20 satış alanı büyümesiyle, giyim ve ayakkabı enflasyonunun TÜFE verisinin gerisinde kalmasına rağmen cirosunu reel anlamda %42 operasyonel karını %32 artırmayı başardı. Sektörde rakiplerinin mağaza sayısı artırma oranı ortalama %3-4 iken rakiplerinden çok daha hızlı mağaza büyümesi gerçekleştiren Suwen bu özelliğini 2019'dan bu yana korumakta. Genel olarak yıllık %15-20 mağaza artışı hedefiyle 2028 yılına kadar büyüme hedefleri bulunan şirketi, e-ticaret satışlarının artması, yeni kreasyonların eklenmesi ve enflasyonu ürünlerine yansıtabilmesi sebebiyle olumlu buluyoruz. 2028 yılına kadar yıllık %10'un üstünde reel büyüme bekliyoruz. Destekleyici unsur olarak da global giyim e-ticaret pazar büyüklüğünün USD bazında yıllık artışı ve global giyim pazar büyüklüğünün artış projeksiyonlarının etkili olabileceğini düşünüyoruz. 2027 sonuna kadar sürmesini tahmin ettiğimiz yıllık %15-20 gibi mağaza artışının iç pazarın doygunluğa ulaşması ile sonlanacağını daha çok uluslararası pazar ve e-ticaret tarafına yatırım yapılacağını düşünüyoruz. Risklere baktığımızda değerli Türk Lirası hem dış pazarda hem iç pazarda rekabet avantajını yitirmesine sebep olabilir. Global yüksek faiz oranlarının FED ve ECB tarafında geç indirilmeye başlanması 2024 yılı özelinde ayrı bir risk oluşturabilir. Fakat biz mağaza sayısı artışı ve satış alanı büyümesi, e-ticaret pazarının genişlemesi, kreasyonların yenilikçi olması, yurt içi rakiplerinden hızlı büyümesi, global rakiplerinden 2024-2025 tahmini çarpanlarının %40 oranında iskontolu olmasını olumlu buluyoruz ve %96 TL bazlı getiri potansiyeli ile 'AL' önerisinde bulunuyoruz. 2024 yıl sonu ciro hedefimiz 4.131 milyar TL FAVÖK tahminimiz ise 1.074 TL olarak modelledik.

H. Projeksiyonlar & Değerleme

Discounted Cash Flows (DCF)

TRY mn	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032
Revenue	2.504	4.131	5.783	7.084	8.643	9.464	10.325	11.213	12.121	13.043
Revenue Growth	42,5%	65,0%	40,0%	22,5%	22,0%	9,5%	9,1%	8,6%	8,1%	7,6%
Real Revenue Growth	-14,7%	14,6%	12,0%	12,9%	13,0%	1,9%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
EBITDA	546	1.074	1.561	2.125	2.679	2.934	3.201	3.476	3.758	4.043
EBITDA Growth	32%	97%	45%	36%	26%	10%	9%	9%	8%	8%
EBITDA Margin	22%	26%	27%	30%	31%	31%	31%	31%	31%	31%
EBIT	245	591	937	1.360	1.824	2.082	2.272	2.467	2.667	2.869
Tax (-)	143	148	234	340	456	521	568	617	667	717
Effective Tax Rate	43%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%
NOPAT	102	443	703	1.020	1.368	1.562	1.704	1.850	2.000	2.152
NOPAT Margin	4,1%	10,7%	12,2%	14,4%	15,8%	16,5%	16,5%	16,5%	16,5%	16,5%
Depreciation and Amortization (+)	301	483	625	765	856	852	929	1.009	1.091	1.174
Depreciation/Capex	-29%	195%	180%	180%	180%	180%	180%	180%	180%	180%
Net Working Capital (NWC)	408	783	1.097	1.343	1.639	1.795	1.958	2.126	2.299	2.473
NWC / Revenue	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%
Change in Working Capital (-)	75	375	313	247	296	156	163	168	172	175
Change in Working Capital / Revenue	3%	9%	5%	3%	3%	2%	2%	2%	1%	1%
Net Income	192	322	593	850	1.072	1.174	1.280	1.390	1.503	1.617
Net Income / EBITDA	35%	30%	38%	40%	40%	40%	40%	40%	40%	40%
Net Income Margin	7,7%	7,8%	10,3%	12,0%	12,4%	12,4%	12,4%	12,4%	12,4%	12,4%
CAPEX / Revenue		6,0%	6,0%	6,0%	5,5%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
CAPEX (-)		248	347	425	475	473	516	561	606	652
Free Cash Flows	194	303	667	1.113	1.452	1.784	1.953	2.130	2.313	2.499
Risk Free Rate	27%	24%	22%	19%	17%	16%	14%	12%	11%	10%
Beta	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
Cost of Equity	36%	34%	32%	29%	27%	26%	24%	22%	21%	20%
Cost of Debt After Tax	27%	26%	24%	22%	21%	19%	18%	17%	16%	15%
Equity Percentage	91%	91%	91%	91%	91%	91%	91%	91%	91%	91%
Debt Percentage	9%	9%	9%	9%	9%	9%	9%	9%	9%	9%
WACC	35,1%	33,4%	30,9%	28,7%	26,7%	24,9%	23,4%	21,9%	20,7%	19,5%
Present Value Calculation										
Discount Factor		0,96	0,74	0,57	0,45	0,36	0,29	0,24	0,20	0,17
Discounted Cash Flows (1 year forward)		292	491	636	655	644	572	511	460	416
PV of Free Cash Flows (1 year forward)	4.677									
Terminal Growth Rate	6,0%									
Exit Multiple: Terminal Value to FCF	7,84									
PV of Terminal Value (1 year forward)	3.259									
Net Debt	164									
Fair Value	7.771									
Number of shares outstanding	224									
Estimated Stock Price, 12-month target (TRY)	46,3									
Current Stock Price (TRY)	23,6									
Potential	96%									

Değerleme: GSYH Enflasyon ve Dolar/TL hedeflerini piyasa katılımcıları anketini kullanarak modelledik. Nominal sürdürülebilir büyüme oranını 6 aldık. Hedef fiyatımız 46,3 TL olarak belirliyoruz. %96 potansiyel getiri ile 'AL' önerisinde bulunuyoruz.

J. Sorumluluk Reddi Beyanı

Bu raporda yer alan içerik, bilgi, fiyat verileri ve grafikler ile yorumlar, yatırım kararına temel teşkil edecek şekilde, doğruluk ve geçerlilik açısından herhangi bir garanti verilmeden, iyi niyetle ve yalnızca bilgi edinme amacıyla mevcut kaynaklardan derlenmiştir. Müşterilerin burada yer alan bilgileri, herhangi bir ticari faaliyete girişmeden önce birçok girdi ve değerlendirmeden yalnızca biri olarak kullanmaları tavsiye edilir.

Bu raporda yer alan yorum ve tavsiyeler özel yatırım tavsiyesi, danışmanlık hizmeti ve/veya faaliyeti olmayıp genel yatırım tavsiyesi kapsamındadır. Yatırım danışmanlığı hizmeti almak isteyen kişi ve kuruluşların SPK mevzuatı gereği bu hizmeti vermeye yetkili kuruluşlarla iletişime geçmeleri gerekmektedir. Yatırım danışmanlığı hizmeti, aracı kurumlardan, portföy yönetim şirketlerinden, mevduat dışı bankalardan yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde alınabilmektedir.

Genel bilgi vermek amacıyla hazırlanan bu rapor, kişiselleştirilmiş yorum ve tavsiyeler içermediğinden müşterinin mali durumu, risk ve getiri tercihlerine uygun olmayabilir. Herhangi bir menkul kıymetin veya diğer yatırımların satın alınması veya satılması için bir izahname, teklif belgesi veya talep teşkil etmez.

Bu raporda yer alabilecek yüksek riskli yatırım ürünleri kaldıraç, piyasa, politik, ekonomik ve kur risklerinden dolayı ana para kaybına neden olabilir. Bu nedenle yalnızca burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı vermeniz beklentilerinizi karşılayan sonuçlar doğurmayabilir. Ayrıca bu raporda bahsedilen ürünler belirli yargı bölgelerinde satışa sunulmayabilir.

Pardus Portföy, geniş bir faaliyet yelpazesine sahip bir finans grubunun bağlı kuruluşu olarak, yürürlükteki yasal hükümler ve iç yönergeler çerçevesinde çözümlenen çıkar çatışmalarıyla karşı karşıya kalabilir. Pardus Portföy veya Güler Holding'in iştirakleri, gerek kendi hesabına gerekse müşterileri hesabına bu belgede belirtilen görüşlere aykırı işlemlerde bulunabilir.

Pardus Portföy, ekteki bilgi ve tavsiyeleri, önceden herhangi bir ihtara ve/veya ihtara gerek kalmaksızın, her zaman değiştirebilir ve/veya ortadan kaldırabilir. Pardus Portföy'ün bu raporda yer alan kapsamlı bilgi, yorum ve tavsiyelere ilişkin herhangi bir taahhüdü bulunmamaktadır. Hedef fiyatlar bir yıl vade içindir. Aksi belirtilmediği sürece rapor üzerindeki cari hisse fiyatı üzerinden yüzde onluk kayıpta zarar kesilmelidir.

Pardus Portföy ve çalışanları, bilgi, görüş ve yorumlara dayanılarak alınan karar ve işlemler nedeniyle ilişkili kişilerin veya üçüncü kişilerin uğrayabileceği maddi ve manevi zararlardan, kar mahrumiyetinden, doğrudan ve/veya dolaylı zararlardan sorumlu değildir.

Bu rapor yalnızca hedeflenen alıcıların kullanımına yönelik olup, içeriği Pardus Portföy'ün önceden yazılı izni olmadan tamamen veya kısmen çoğaltılamaz, çoğaltılamaz, kopyalanamaz veya başka kişilere teslim edilemez veya iletilemez. Pardus Portföy, bu raporun kötüye kullanılması veya izinsiz dağıtılması konusunda hiçbir sorumluluk kabul etmez. Alıcı, bu raporu kabul ederek burada belirtilen şartlara ve sınırlamalara uymayı kabul eder.