

## Sağlam operasyonel performans

AL (önceki AL)

| Kapanış Fiyatı (TL)          | 141,30       | Hedef Fiyatı (TL)                  | 190,00   |
|------------------------------|--------------|------------------------------------|----------|
| Piyasa Değeri (TL / US\$ mn) | 28.066 / 875 | 12A Nominal / Göreceli Getiri (%)  | 173 / 56 |
| Halka Açıklık Oranı (%)      | 73           | 3a Ort. Günlük İşlem Hacmi (TL mn) | 253,3    |
| TLmn                         | 2023/12      | 2022/12                            | Y/Y Δ    |
| Gelirler                     | 26.293       | 21.038                             | 25,0%    |
| VAFÖK (diğ. gel (gid) hariç) | 4.854        | 4.181                              | 16,1%    |
| Net Kar                      | 1.784        | 1.906                              | -6,4%    |
| VAFÖK Marjı                  | 18,5%        | 19,9%                              | -1,4pp   |

Kaynak: YKY Araştırma, Şirket, KAP

## Özet Sonuçlar

- Mavi Giyim <MAVI TI> 2023 yılında TMS29 etkisi dahil 1,8 milyar TL (yıllık -%6,4) kar açıkladı. 2023 yılı net satışları yıllık %25, VAFÖK ise 2022'nin yüksek baz etkisine rağmen %16 arttı. Şirket, birebir satışlarında %31 büyüme kaydetti (Fiş büyümesi: %17,3, Sepet büyüklüğü artışı: %11,8)
- TMS29 etkileri hariç tutulduğunda, 4Ç23 cirosu 6,0 milyar TL (YKY: 5,9 milyar TL, konsensüs: 6,0 milyar TL) olarak gerçekleşti ve yıllık %84 büyüdü. VAFÖK brüt marjda tahminimizden bir miktar daha olumlu performansla yıllık %108 artışla 1,3 milyar TL oldu (YKY: 1,28 milyar TL, konsensüs: 1,27 milyar TL). Net kar 690 milyon TL (YKY: 606 milyon TL, konsensüs: 669 milyon TL) ile yıllık %129 oranında arttı.
- Mavi, 2023 yılında 136 milyon TL parasal zarar kaydederken, 2022 yılında 279 milyon TL parasal kazanç kaydetmiştir. Bunun günlük operasyonların borç yerine özkaynaklarla fonlanmasının artmasından kaynaklandığını düşünüyoruz. Öte yandan, güçlü faaliyet sonuçlarının ardından UFRS16 hariç net nakit geçen yılki (TMS29 etkisi dahil) 2,9 milyar TL seviyesinden 2023'te 3,6 milyar TL'ye ulaştı.
- Şirket, 2024 için beklentilerini paylaştı. Buna göre, konsolide büyümenin yıllık %70 ±%5 seviyesinde gerçekleşmesi beklenmektedir. Şirket, yurtiçinde 10 mağaza genişlemesi ve net 15 yeni mağaza açmayı hedeflemektedir. VAFÖK marjının %20 ±%0,5 olması beklenmektedir. Net nakit pozisyonunun korunması hedeflenmektedir. Yatırım harcamaları/satışlar oranının %5 seviyesinde olması beklenmektedir. Yatırım harcamaları görünümünün 2023'teki %2,3 olan yatırım harcamaları/satışlar oranından %5 seviyelerine yükselmesinin mağaza açılışlarındaki hızlanmanın yanı sıra yeni genel merkez binası yatırımından kaynaklandığını düşünüyoruz. 2024 sonuçları için verilecek bir sonraki hedef revizyonunun TMS29 rakamlarının etkilerini içereceği belirtildi.
- Yönetim Kurulu, son kapanışa göre %3,0 temettü verimine karşılık gelen 845 milyon TL brüt temettü dağıtımını önerdi. Önerilen hak kullanım tarihi 6 Mayıs'tır. Ayrıca, Şirket'in %100 bedelsiz sermaye artırımı teklifi dün SPK tarafından onaylandı.
- 4Ç sonuçlarını güçlü faaliyet rakamları ve sağlam nakit akımı yaratımını göz önünde bulundurarak olumlu karşılıyorz. Türkiye perakende satışlarının Şubat ayında yıllık %131 ve Mart ayının 2. haftası itibarıyla yıllık %91 büyüdüğü (Türkiye online satışları: Şubat ayında yıllık %150 ve Mart ayında yıllık %70) ve bu büyümenin deprem felaketi nedeniyle geçen yılın düşük bazından da destek aldığı belirtildi. Bunun yurtiçi tarafta 1Ç24 için güçlü büyümenin devamına işaret ettiğini düşünüyoruz. Dolayısıyla, parasal zarar ve yüksek vergi gideri (%34 efektif vergi oranı) nedeniyle 2023 net karındaki daralmaya rağmen bunların piyasada bir miktar olumlu algılanabileceğini düşünüyoruz. Hisseye yönelik pozitif duruşumuzu koruyor ve AL tavsiyesi ve 190,0 TL hedef fiyat ile Model Portföyümüzde tutuyoruz. Önümüzdeki günlerde TMS29 etkisi ile tahminlerimizi güncelledikten sonra hedef fiyatımızı güncelleyeceğiz.**

**MAVI-Finansal Sonuçlar**
**Gelir Tablosu**

| TLmn                                | 2023/12       | 2022/12       |
|-------------------------------------|---------------|---------------|
| <b>Gelirler</b>                     | <b>26.293</b> | <b>21.038</b> |
| Brüt Kar                            | 12.674        | 10.358        |
| Faaliyet Giderleri                  | -9.430        | -7.695        |
| Net Faaliyet Karı                   | 3.244         | 2.662         |
| <b>VAFÖK (diğ. gel (gid) hariç)</b> | <b>4.854</b>  | <b>4.181</b>  |
| <b>VAFÖK (diğ. gel (gid) dahil)</b> | <b>5.059</b>  | <b>4.278</b>  |
| Net Finansman Gelir (Gider)         | -674          | -666          |
| Parasal Kazanç (Kayıp)              | -136          | 279           |
| Vergi Öncesi Kar Zarar              | 2.669         | 2.402         |
| Vergi                               | -913          | -475          |
| Azınlık Hissedarları                | -27           | 21            |
| <b>Net Kar</b>                      | <b>1.784</b>  | <b>1.906</b>  |

**Bilanço**

| TLmn                        | 2023/12       | 2022/12       |
|-----------------------------|---------------|---------------|
| <b>Dönen Varlıklar</b>      | <b>10.146</b> | <b>11.396</b> |
| Nakit ve Nakit Benzerleri   | 4.917         | 5.445         |
| Ticari Alacaklar            | 1.312         | 1.435         |
| Stoklar                     | 3.609         | 4.005         |
| <b>Duran Varlıklar</b>      | <b>3.752</b>  | <b>3.767</b>  |
| Finansal Varlıklar          | 0             | 0             |
| Maddi Duran Varlıklar       | 1.213         | 1.051         |
| Kullanım Hakkı Varlıkları   | 1.355         | 1.363         |
| Şerefiye                    | 786           | 804           |
| <b>Toplam Varlıklar</b>     | <b>13.898</b> | <b>15.163</b> |
| <b>KV Yükümlülükler</b>     | <b>6.126</b>  | <b>8.974</b>  |
| KV Finansal Borçlar         | 904           | 2.540         |
| KV Kiralama Borçları        | 499           | 577           |
| Ticari Borçlar              | 3.398         | 4.881         |
| <b>UV Yükümlülükler</b>     | <b>1.104</b>  | <b>770</b>    |
| UV Finansal Borçlar         | 352           | 0             |
| UV Kiralama Borçları        | 577           | 478           |
| <b>Azınlık Hissedarları</b> | <b>361</b>    | <b>295</b>    |
| <b>Toplam Özkaynaklar</b>   | <b>6.307</b>  | <b>5.124</b>  |
| <b>Toplam Yükümlülükler</b> | <b>13.898</b> | <b>15.163</b> |

**Nakit Akım Tablosu**

| TLmn                           | 2023/12 | 2022/12 |
|--------------------------------|---------|---------|
| Faaliyetlerden Nakit           | 4.304   | 2.887   |
| Yatırım Faaliyetlerinden Nakit | 429     | -135    |
| Finansal Faaliyetlerden Nakit  | -5.213  | -1.352  |
| Toplam Nakit Girişi            | -481    | 1.400   |
| Serbest Nakit Akımı (SNA)      | 4.732   | 2.752   |
| Gelirlere Oranı                | 18%     | 13%     |

**Büyüme & Marjlar**

| Büyüme (%)                   | 2023/12 |         |
|------------------------------|---------|---------|
| Gelirler                     | 25,0    |         |
| VAFÖK (diğ. gel (gid) hariç) | 16,1    |         |
| VAFÖK (diğ. gel (gid) dahil) | 18,2    |         |
| Net Kar                      | -6,4    |         |
| Marjlar (%)                  | 2023/12 | 2022/12 |
| Brüt Kar Marjı               | 48,2    | 49,2    |
| VAFÖK (diğ. gel (gid) hariç) | 18,5    | 19,9    |
| Parasal Kazanç (Kayıp)       | -0,5    | 1,3     |
| VAFÖK (diğ. gel (gid) dahil) | 19,2    | 20,3    |
| Net Faaliyet Karı            | 12,3    | 12,7    |
| Vergi Öncesi Kar Marjı       | 10,2    | 11,4    |
| Net Kar Marjı                | 6,8     | 9,1     |

**Nakit Döngü & NİS**

|                                 | 2023/12 | 2022/12 |
|---------------------------------|---------|---------|
| Net Nakit Döngüsü (Gün)         | 24      | -5      |
| Ticari Alacak Tahsilat          | 18      | 25      |
| Stok Döngü                      | 95      | 135     |
| Ticari Borç Ödeme               | 90      | 165     |
| Net İşletme Sermayesi (Ana) (*) | 1.523   | 560     |
| Gelirlere Oranı                 | 6%      | 3%      |

**Borçluluk**

|                                     | 2023/12 | 2022/12 |
|-------------------------------------|---------|---------|
| Net Borç (Nakit)                    | -2.586  | -1.850  |
| Net Borç / Özkaynaklar (x)          | -       | -       |
| Net Borç / VAFÖK (x)                | -       | -       |
| Esas Faal.Kar / Net Fin.Gel. (Gid.) | 4,2x    | 7,1x    |
| Borç / (Borç + Özkaynak)            | 27%     | 41%     |

**Karlılık**

|                             | 2023/12    |
|-----------------------------|------------|
| <b>Özkaynak Karlılığı</b>   | <b>31%</b> |
| Net Kar Marjı               | 7%         |
| Varlık Devir Hızı (x)       | 1,8        |
| Finansal Kaldıraç Oranı (x) | 2,5        |
| <b>ROIC (**)</b>            | <b>90%</b> |

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

## 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.