

## Mavi Giyim 4Ç2023 Sonuçları

Turgut Uslu [tuslu@ziraatyatirim.com.tr](mailto:tuslu@ziraatyatirim.com.tr)

## "Mavi Giyim 2023'te İyi Bir Operasyonel Performans Sergiledi..."

## Öneri "AL"

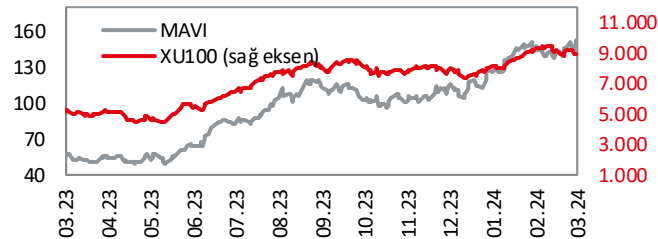
## Hedef Hisse Fiyatı : 244,50 TL

Reuters/Bloomberg	MAVI.IS/MAVI.TI	
Sektör	Giyim Eşya	
Dahil Olduğu Ulusal Endeksler	BİST 100	
İşlem Gördüğü Pazar	Yıldız Pazar	
Fiyat	152,00 TL	4,74 USD
BİST 100	8.829	275 USD
TL/\$ (TCMB Alış)	32,0629	
Düşük / Yüksek Son 1 Yıl	49,16 TL	152,00 TL
Hisse Adedi (mn)	199	
Piyasa Değeri (mn TL)	30.191	
Net Borç (mn TL)*	-2.586	
Filili Dolaşımdaki Pay Oranı	72,6%	
Halka Açıklık	73,0%	
Yabancı Yatırımcı Takas Oranı	42,1%	
Yerli Yatırımcı Takas Oranı	57,9%	

	1 Aylık	3 Aylık	1 Yıllık
TL Getiri	4,1%	32,4%	183,2%
BİST-100	-4,5%	10,4%	72,4%
BİST-100 Göreceli	9,0%	19,9%	64,3%
Günlük İşlem Hacmi (mn TL)	344		
(mn TL)	2022	2023	% Değ.
Net Satış	21.038	26.293	25,0%
Brüt Kar	10.358	12.674	22,4%
FAVÖK	4.181	4.854	16,1%
Ana Ort. Net Dön. Karı/Zararı	1.906	1.784	-6,4%

	F/K	FD/FAVÖK
MAVI	16,92	5,69
BİST-100	7,19	-
BİST-Sanayi	13,23	10,20
Ortaklık Yapısı	Pay Oranı	
Diğer	72,8%	
Fatma Elif Akarlılar	9,1%	
Hayriye Fethiye Akarlılar	9,1%	
Seyhan Akarlılar	9,1%	

## HİSSE PERFORMANSI



Kaynak: Bloomberg, Finnet, Matriks; 15.03.2024 verileri kullanılmıştır.

\*: UFRS16 Dahil

Mavi Giyim'in enflasyona göre düzeltilmiş 2023'teki ana ortaklık net dönem karı yıllık %6,4 oranında azalarak 1.784mn TL olarak gerçekleşmiştir. Şirket'in satış gelirleri ise yıllık bazda %25 oranında büyüme kaydederek 26.293mn TL'ye yükselmiştir. Brüt kar da %22,4 oranında artmış ve 12.674mn TL'ye çıkmıştır. Brüt kar marjı 1 puan azalarak %48,2 olarak gerçekleşmiştir. Faaliyet giderleri %22,5 oranında artarak 9.430mn TL'ye çıkan Şirket'in FAVÖK'ü ise %16,1 oranında yükselmiş ve 4.854mn TL olarak gerçekleşmiştir. FAVÖK marjı ise %18,5 ile 2022'nin 1,4 puan altında gerçekleşmiştir. Öte yandan, 674mn TL net finansman gideri (2022: 666mn TL net gider) kaydedilirken, 136mn TL parasal kayıp (2022: 279mn TL parasal kazanç) yazılmıştır. 913mn TL'lik vergi gideri sonrasında 2023 yılı ana ortaklık net dönem karı 1.784mn TL olmuştur. Kar marjı ise %6,8 (2022: %9,1) olarak gerçekleşmiştir.

Şirket TMS 29 öncesi bazı rakamlar da paylaşmıştır. Buna göre 4Ç2023'teki satış gelirleri yıllık olarak %84 oranında artarak 6.020mn TL'ye (Beklenti: 6.009mn TL) çıkmıştır. Brüt kar %104 oranında artarak 3.311mn TL'ye yükselirken, brüt kar marjı %55,0 (4Ç2022: %49,8) olmuştur. FAVÖK (TFRS 16 dahil) ise 1.315mn TL ile (Beklenti: 1.267mn TL) yıllık %108 oranında artarken, FAVÖK marjı %21,8 (4Ç2022: %19,3) olarak gerçekleşmiştir. Mavi Giyim'in 4Ç2023'teki ana ortaklık net dönem karı %141 oranında artarak 711mn TL (Beklenti: 669mn TL) olmuştur. Net kar marjı ise 2,8 puan artarak %11,8 olmuştur. Bizim satış, FAVÖK ve Net kar beklentimiz sırasıyla 6.018mn TL, 1.293mn TL ve 795mn TL idi.

Şirket, 2024 beklentilerini de paylaşmıştır. Buna göre; toplam konsolide gelir büyümesi: %70 ± %5 (TMS 29 öncesi); Türkiye perakende mağaza gelişimi: Net 15 mağaza açılışı ve 10 mağazada m2 büyümesi; FAVÖK marjı: %20 ± %0.5 TFRS16 hariç ve %23.5 ± %0.5 TFRS16 dahil (TMS 29 öncesi); Net nakit pozisyonunda artış; Yatırım harcamalarının satışa oranı: %5 (Yeni merkez ofis binası yatırımları dahil)

Mavi Giyim'in hedef hisse fiyatını, tahminlerimizdeki revizyonlar ve piyasa çarpanlarındaki değişikliklere bağlı olarak 152,50TL'den **244,50TL**'ye çıkartıyoruz. Mavi Giyim ile ilgili daha önceki "AL" önerimizi ise koruyoruz.

**Yılın ilk çeyreğinde satışlar iyi gitmekte...**

Mavi Giyim 1Ç2024 ile ilgili gerçekleşmiş bazı bilgiler paylaşmıştır. Buna göre; Türkiye perakende satışları Şubat ayında %131% ve Mart ayının ilk 13 gününde %91 büyümüştür. Türkiye online satışlar Şubat ayında %150 ve Mart ayının ilk 13 gününde %70 büyümüştür.

ÖZET GELİR TABLOSU (MN TL)	TMS 29 Etkisi Hariç						TMS 29 Etkisi Dahil		
	4Ç22	4Ç23	4Ç23- 4Ç22 %Değ.	2022	2023	%Değ.	2022	2023	%Değ.
SATIŞLAR	3.267	6.020	84,3%	10.592	20.209	90,8%	21.038	26.293	25,0%
FAVÖK	631	1.315	108,4%	2.478	4.818	94,4%	4.181	4.854	16,1%
Ana Ort.Net Dön Karı/Zararı	295	711	140,8%	1.439	2.887	100,6%	1.906	1.784	-6,4%
FINANSAL ORANLAR	4Ç22	4Ç23	Değ.	2022	2023	%Değ.	2022	2023	%Değ.
FAVÖK Marjı	19,3%	21,8%	2,5%	23,4%	23,8%	0,4%	19,9%	18,5%	-1,4%
Ana Ort.Net Kar Marjı	9,0%	11,8%	2,8%	13,6%	14,3%	0,7%	9,1%	6,8%	-2,3%

a.d. : anlamlı değil, Kaynak: Finnet

**Türkiye gelirleri güçlü seyrediyor...**

Şirket'in dördüncü çeyrek Türkiye gelirleri geçen yılın aynı dönemine göre %93 oranında artmış ve 5.360mn TL olarak gerçekleşmiştir. Bu dönemde tüm segmentlerde güçlü artışlar gerçekleşmiştir.

Türkiye Gelir (mn TL)	4Ç22	1Ç23	2Ç23	3Ç23	4Ç23	4Ç23- 4Ç22 %Değ.
E-ticaret	318	281	302	386	573	80%
Toptan	396	697	552	873	719	82%
Perakende	2.068	2.401	3.094	3.773	4.068	97%
<b>Toplam</b>	<b>2.782</b>	<b>3.379</b>	<b>3.948</b>	<b>5.032</b>	<b>5.360</b>	<b>93%</b>

Kaynak: Mavi Giyim

**Yurtdışı gelirleri 4Ç'de %36 oranında büyüdü...**

Şirket'in son çeyrek yurtdışı gelirleri yıllık %36 oranında yükselmiş ve 660mn TL'ye çıkmıştır.

Yurtdışı Gelir (mn TL)	4Ç22	1Ç23	2Ç23	3Ç23	4Ç23	4Ç23- 4Ç22 %Değ.
E-ticaret	140	119	101	144	215	54%
Toptan	278	382	332	506	365	31%
Perakende	66	68	86	92	80	21%
<b>Toplam</b>	<b>484</b>	<b>569</b>	<b>519</b>	<b>742</b>	<b>660</b>	<b>36%</b>

Kaynak: Mavi Giyim

**Bu yıl 4,25TL brüt temettü dağıtılması planlanmakta...**

Mavi Giyim operasyonel nakit akışı güçlü seyrederken, Şirket Yönetim kurulu pay başına brüt 4,25 TL (net 3,83TL) temettü dağıtma kalmıştır. 15 Mart kapanış fiyatına göre temettü verimi %2,8 olarak hesaplanmaktadır. Teklif edilen nakit kar payı hak kullanım tarihi 6 Mayıs 2024'tür.

**Tahminlerimizi güncelliyoruz...**

Şirket ile ilgili tahminlerimizi 2023 sonuçlarının ardından güncelliyoruz. Buna göre, 2023 yılsonu FAVÖK ve ve FAVÖK marjı beklentimiz sırasıyla 9.267mn TL ve %21,6'dır.

Finansal Tahminler (Mn TL)	2023*	2024T	2025T
	TMS Etkisi Dahil		
Satış Gelirleri	26.293	42.929	55.146
FAVÖK	4.854	9.267	11.562
Ana Ort.N.D. Kar/Zar	1.784	3.913	5.901
FAVÖK Marjı	18,5%	21,6%	21,0%
Ana Ort.Net Kar Marjı	6,8%	9,1%	10,7%

Kaynak: Mavi, Ziraat Yatırım, T: Tahmini

**MAVI için "AL" önerimizi koruyoruz...**

Mavi Giyim'nin tahmini piyasa değerini, tahminlerimizdeki değişikliklere bağlı olarak 30.290mn TL'den 48.565mn TL'ye, hedef hisse fiyatını da 152,50TL'den **244,50 TL**'ye çıkartıyoruz. Güncellenmiş hedef hisse fiyatına göre Mavi %37,8 oranında iskontolu işlem görmektedir. Bu nedenle, Mavi Giyim ile ilgili daha önceki "**AL**" önerimizi koruyoruz.

Özet Değerleme Tablosu	Açıklama	(Mn TL)
İNA	(%6 Büyüme)	47.577
Benzer Şirket Karşılaştırması	(2024T FD/FAVÖK: 6,33x F/K: 11,19x)	52.516
<b>Hedef Piyasa Değeri</b>	<b>(%80 İNA+%20 Benzer Şir. Çar.)</b>	<b>48.565</b>
<b>Hedef Hisse Fiyatı</b>		<b>244,50</b>
<b>Mavi Hisse Fiyatı (15.03.2024)</b>		<b>152,00</b>
İskonto Oranı		37,8%

Kaynak: Ziraat Yatırım

<b>BİLANÇO</b>	<b>2022/12</b>	<b>2023/12</b>	<b>%Değ.</b>
	<b>MAVI</b>	<b>MAVI</b>	
<b>DÖNEN VARLIKLAR</b>	11.396	10.146	-11,0%
<i>Nakit ve Nakit Benzerleri</i>	5.445	4.917	-9,7%
<i>Ticari Alacaklar</i>	1.435	1.312	-8,6%
<i>Stoklar</i>	4.005	3.609	-9,9%
<b>DURAN VARLIKLAR</b>	3.767	3.752	-0,4%
<b>TOPLAM AKTİFLER</b>	<b>15.163</b>	<b>13.898</b>	<b>-8,3%</b>
<b>KISA VADELİ BORÇLAR</b>	8.974	6.126	-31,7%
<i>Ticari Borçlar</i>	4.881	3.398	-30,4%
<b>UZUN VADELİ BORÇLAR</b>	770	1.104	43,3%
Toplam Finansal Borçlar	3.595	2.332	-35,1%
<b>ÖZKAYNAKLAR</b>	5.124	6.307	23,1%
Ödenmiş Sermaye	99	199	100,0%
<b>PASİFLER</b>	15.163	13.898	-8,3%
<b>GELİR TABLOSU</b>	<b>2022/12</b>	<b>2023/12</b>	<b>Değ.</b>
Hasılat	21.038	26.293	25,0%
Satışların Maliyeti	10.680	13.620	27,5%
<b>BRÜT KAR</b>	<b>10.358</b>	<b>12.674</b>	<b>22,4%</b>
Faaliyet Giderleri(-)	7.695	9.430	22,5%
Net Esas Faaliyet Karı/Zararı	2.662	3.244	21,8%
Yatırım Amaçlı Gayrimenkul Değerleme Farkı	0	0	-
Diğer Faaliyet Gelir/Giderleri	97	205	111,1%
<b>NET FAALİYET KARI/ZARARI</b>	<b>2.760</b>	<b>3.449</b>	<b>25,0%</b>
<b>FAVÖK</b>	<b>4.181</b>	<b>4.854</b>	<b>16,1%</b>
Özkaynak Yönt. Değer. Yat. Kar/Zarar Payları	0	0	-
Yatırım Faaliyet Gelirleri/Giderleri	29	31	4,9%
Faaliyet Dışı Finansal Gelirler/Giderler	-666	-674	1,3%
Parasal Kazanç	279	-136	-148,6%
Vergi Gideri/Geliri	475	913	92,1%
<b>NET DÖNEM KARI/ZARARI</b>	<b>1.927</b>	<b>1.757</b>	<b>-8,8%</b>
<b>Ana Ort. Payları Net Dönem Karı/Zararı</b>	<b>1.906</b>	<b>1.784</b>	<b>-6,4%</b>

Kaynak: Mavi, Finnet

### Ziraat Yatırım Araştırma - Öneri Listesi Tanımları

(Aksi belirtilmedikçe önümüzdeki 12 ay için hesaplanan iskonto oranı)

**AL** : %20,01 ve üzeri iskonto **EKLE** : %10,01 ile %20,00 aralığında iskonto **TUT** : %-10,00 ile %10,00 aralığında iskonto  
**AZALT** : %-10,01 ile %-20,00 aralığında iskonto **SAT** : %-20,01 ve üzeri iskonto **İZLE** : Nötr

**Uyarı Notu:** Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Bu görüşler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanılarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

## ZİRAAT YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.

### Araştırma

e-mail: [arastirma@ziraatyatirim.com.tr](mailto:arastirma@ziraatyatirim.com.tr)

### Genel Müdürlük Pazarlama

Levent Mah. Gonca Sokağı No.22 (Emlak Pasajı) Kat.1 34330 Beşiktaş İSTANBUL  
+90 212 339 8080 / [info@ziraatyatirim.com.tr](mailto:info@ziraatyatirim.com.tr)

### Aracılık Hizmetleri Servisi

0850 22 22 979

### Yurt çapındaki tüm T.C. Ziraat Bankası A.Ş. Şubeleri