

## Mavi Giyim 1Ç2024 Sonuçları

Turgut Uslu [tuslu@ziraatyatirim.com.tr](mailto:tuslu@ziraatyatirim.com.tr)**"Mavi Giyim Yılın İlk Çeyreğinde de İyi Bir Operasyonel Performans Sergiledi..."**

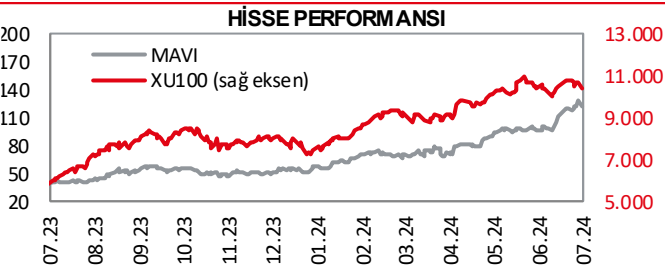
## Öneri "AL"

## Hedef Hisse Fiyatı : 152,00 TL

| Reuters/Bloomberg             | MAVI.IS/MAVI.TI |           |
|-------------------------------|-----------------|-----------|
| Sektör                        | Giyim Eşya      |           |
| Dahil Olduğu Ulusal Endeksler | BİST 100        |           |
| İşlem Gördüğü Pazar           | Yıldız Pazar    |           |
| Fiyat                         | 122,10 TL       | 3,72 USD  |
| BİST 100                      | 10.343          | 315 USD   |
| TL/\$ (TCMB Alış)             | 32,8262         |           |
| Düşük / Yüksek Son 1 Yıl      | 39,97 TL        | 127,00 TL |
| Hisse Adedi (mn)              | 397             |           |
| Piyasa Değeri (mn TL)         | 48.505          |           |
| Net Borç (mn TL)*             | -4.019          |           |
| Fiili Dolaşımdaki Pay Oranı   | 72,6%           |           |
| Halka Açıklık                 | 73,0%           |           |
| Yabancı Yatırımcı Takas Oranı | 40,3%           |           |
| Yerli Yatırımcı Takas Oranı   | 59,7%           |           |

|                               | 1 Aylık | 3 Aylık | 1 Yıllık |
|-------------------------------|---------|---------|----------|
| TL Getiri                     | 27,9%   | 72,3%   | 220,3%   |
| BİST-100                      | -0,5%   | 12,9%   | 79,6%    |
| BİST-100 Göreceli             | 28,6%   | 52,6%   | 78,4%    |
| Günlük İşlem Hacmi (mn TL)    | 159     |         |          |
| (mn TL)                       | 1Ç2023  | 1Ç2024  | % Değ.   |
| Net Satış                     | 6.918   | 8.273   | 19,6%    |
| Brüt Kar                      | 3.181   | 4.341   | 36,5%    |
| FAVÖK                         | 1.323   | 1.980   | 49,6%    |
| Ana Ort. Net Dön. Karı/Zararı | 421     | 960     | 127,8%   |

|                           | F/K       | FD/FAVÖK |
|---------------------------|-----------|----------|
| MAVI                      | 20,88     | 8,07     |
| BİST-100                  | 7,97      | -        |
| BİST-Sanayi               | 12,57     | 10,10    |
| Ortaklık Yapısı           | Pay Oranı |          |
| Diğer                     | 72,8%     |          |
| Fatma Elif Akarlılar      | 9,1%      |          |
| Hayriye Fethiye Akarlılar | 9,1%      |          |
| Seyhan Akarlılar          | 9,1%      |          |



Kaynak: Bloomberg, Finnet, Matriks; 01.07.2024 verileri kullanılmıştır.

\*: UFRS16 Dahil

Mavi Giyim'in 1Ç2024'teki ana ortaklık net dönem karı yıllık %128 oranında artarak 960,2mn TL olarak gerçekleşmiştir. Ortalama piyasa beklentisi Şirket'in bu çeyrekte 806mn TL net kar etmesi yönündeydi. Mavi Giyim'in satış gelirleri yıllık bazda %19,6 oranında büyüme kaydederek 8.273mn TL'ye (Beklenti: 7.545mn TL) yükselmiştir. Enflasyon düzeltmesi sonrası birebir mağaza satışları ise TL bazda %20,3, adet bazında %26,7 büyüme kaydetmiştir. Brüt kar da %36,5 oranında artmış ve 4.341mn TL'ye çıkmıştır. Brüt kar marjı 6,5 puan yükselerek %52,5 olarak gerçekleşmiştir. Faaliyet giderleri %22,5 oranında artarak 2.813mn TL'ye çıkan Şirket'in diğer faaliyetlerden net geliri 128,6mn TL olmuştur. Geçen yılın ilk çeyreğinde diğer faaliyetlerden 8,3mn TL net gider yazmıştı.

Mavi Giyim'in yılın ilk çeyreğindeki FAVÖK'ü %49,6 oranında yükselmiş ve 1.980mn TL (Beklenti: 1.489mn TL) olarak gerçekleşmiştir. FAVÖK marjı ise %23,9 ile 1Ç2023'ün 4,8 puan üzerinde gerçekleşmiştir. Diğer taraftan, 287,6mn TL net finansman gideri (1Ç2023: 189,4mn TL net gider) kaydedilirken, 74,9mn TL parasal kazanç (1Ç2023: 4,2mn TL parasal kayıp) yazılmıştır. 481,4mn TL'lik vergi gideri sonrasında 2024 yılı ilk çeyrekte ana ortaklık net dönem karı 960,2mn TL olmuştur. Kar marjı ise %11,6 (1Ç2023: %6,1) olarak gerçekleşmiştir.

Nisan sonu itibarıyla, net nakit pozisyonunu (UFRS 16 Hariç) önceki çeyreğe göre %29 artarak 5.266mn TL'ye yükselmiştir. Öte yandan, aynı dönemde yabancı para borçlanma bulunmamaktadır.

Şirket 2Ç2024 ile ilgili gerçekleşmiş bazı bilgiler (TMS 29 etkisi hariç) paylaşmıştır. Buna göre; Mayıs ayında Türkiye perakende satışları %74, Türkiye Online satışlar %73 büyümüştür. Haziran ayının ilk 12 gününde Türkiye perakende %121, Türkiye Online %98 büyümüştür.

Mavi Giyim'in hedef hisse fiyatını, tahminlerimizdeki revizyonlar ve piyasa çarpanlarındaki değişikliklere bağlı olarak 122,25TL'den (%100 bedelsiz sermaye artışı sonrasında düzeltilmiş fiyat) **152,00TL**'ye çıkartıyoruz. Mavi Giyim ile ilgili daha önceki "AL" önerimizi ise koruyoruz.

**Enflasyon muhasebesi hariç bazı rakamlar paylaşılmıştır...**

Şirket TMS 29 enflasyon muhasebesi hariç bazı rakamlar da paylaşmıştır. Buna göre 1Ç2024'teki satış gelirleri yıllık olarak %100 oranında artarak 7.903mn TL'ye çıkmıştır. Brüt kar %127 oranında artarak 4.455mn TL'ye yükselirken, brüt kar marjı %56,4 (1Ç2023: %49,7) olmuştur. FAVÖK (TFRS 16 dahil) ise 2.204mn TL ile yıllık %142 oranında artarken, FAVÖK marjı %27,9 (1Ç2023: %23,1) olarak gerçekleşmiştir. Mavi Giyim'in 1Ç2024'teki net dönem karı %161 oranında artarak 1.343mn TL olmuştur. Net kar marjı ise 3,9 puan artarak %17'ye çıkmıştır.

| ÖZET GELİR TABLOSU<br>(MN TL) | TMS 29 Etkisi Hariç |       |                    |        |        |        | TMS 29 Etkisi Dahil |        |        |
|-------------------------------|---------------------|-------|--------------------|--------|--------|--------|---------------------|--------|--------|
|                               | 1Ç23                | 1Ç24  | 1Ç24-1Ç23<br>%Değ. | 2022   | 2023   | %Değ.  | 1Ç2023              | 1Ç2024 | %Değ.  |
| SATIŞLAR                      | 3.947               | 7.903 | 100,2%             | 10.592 | 20.209 | 90,8%  | 6.918               | 8.273  | 19,6%  |
| FAVÖK                         | 911                 | 2.204 | 141,9%             | 2.478  | 4.818  | 94,4%  | 1.324               | 1.980  | 49,6%  |
| Ana Ort.Net Dön Karı/Zararı   | 515                 | 1.343 | 160,8%             | 1.439  | 2.887  | 100,6% | 422                 | 960    | 127,8% |
| FİNANSAL ORANLAR              | 1Ç23                | 1Ç24  | Değ.               | 2022   | 2023   | %Değ.  | 2022                | 2023   | %Değ.  |
| FAVÖK Marjı                   | 23,1%               | 28,0% | 4,9%               | 23,4%  | 23,8%  | 0,4%   | 19,1%               | 23,9%  | 4,8%   |
| Ana Ort.Net Kar Marjı         | 13,0%               | 17,0% | 3,9%               | 13,6%  | 14,3%  | 0,7%   | 6,1%                | 11,6%  | 5,5%   |

a.d. : anlamlı değil, Kaynak: Finnet

\*TFRS16 hariç

**Türkiye gelirleri güçlü seyrediyor...**

Şirket'in birinci çeyrek Türkiye gelirleri geçen yılın aynı dönemine göre %24 oranında artmış ve 7.352mn TL olarak gerçekleşmiştir. Bu dönemde tüm segmentlerde güçlü artışlar yaşanmıştır.

| Türkiye Gelir (mn TL) | 1Ç23         | 1Ç24         | 1Ç24-1Ç23 Değ. |
|-----------------------|--------------|--------------|----------------|
| E-ticaret             | 492          | 607          | 23%            |
| Toptan                | 1226         | 1455         | 19%            |
| Perakende             | 4.199        | 5.291        | 26%            |
| <b>Toplam</b>         | <b>5.917</b> | <b>7.352</b> | <b>24%</b>     |

Kaynak: Mavi Giyim

**Yurtdışı gelirleri 1Ç24'te %8 oranında azaldı...**

Şirket'in ilk çeyrek yurtdışı gelirleri yıllık %8 oranında daralmış ve 921mn TL'ye inmiştir.

| Yurtdışı Gelir (mn TL) | 1Ç23         | 1Ç24       | 1Ç24-1Ç23 Değ. |
|------------------------|--------------|------------|----------------|
| E-ticaret              | 209          | 178        | -15%           |
| Toptan                 | 673          | 644        | -4%            |
| Perakende              | 119          | 99         | -17%           |
| <b>Toplam</b>          | <b>1.001</b> | <b>921</b> | <b>-8%</b>     |

Kaynak: Mavi Giyim

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

Mavi Giyim Şirket TMS 29 enflasyon muhasebesi etkisi hariç 2024 beklentilerini değiştirmemiştir. Beklentiler şu şekildeydi: "Toplam konsolide gelir büyümesi: %70 ± %5; 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; Net nakit pozisyonunda artış; Yatırım harcamalarının satışa oranı: %5 (Yeni merkez ofis binası yatırımları dahil)."

**Tahminlerimizi  
güncelliyoruz...**

Şirket ile ilgili tahminlerimizi 2024 ilk çeyrek sonuçlarının ardından güncelliyoruz. Buna göre, 2024 yılsonu FAVÖK ve ve FAVÖK marjı beklentimiz sırasıyla 9.438mn TL ve %21,9'dur.

| Finansal Tahminler<br>(Mn TL) | 2023   | 2024T  |        | 2025T  |        |
|-------------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
|                               |        | Eski   | Yeni   | Eski   | Yeni   |
| Satış Gelirleri               | 26.293 | 42.929 | 43.044 | 55.146 | 56.555 |
| FAVÖK                         | 4.854  | 9.267  | 9.438  | 11.562 | 12.358 |
| Ana Ort.N.D. Kar/Zar          | 1.784  | 3.913  | 4.220  | 5.901  | 6.477  |
| FAVÖK Marjı                   | 18,5%  | 21,6%  | 21,9%  | 21,0%  | 21,9%  |
| Ana Ort.Net Kar Marjı         | 6,8%   | 9,1%   | 9,8%   | 10,7%  | 11,5%  |

Kaynak: Mavi, Ziraat Yatırım, T: Tahmini

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

Mavi Giyim'nin tahmini piyasa değerini, tahminlerimizdeki değişikliklere bağlı olarak 48.565mn TL'den 60.382mn TL'ye, hedef hisse fiyatını da 122,25TL'den (%100 bedelsiz sermaye artışı sonrasında düzeltilmiş fiyat) **152,00 TL**'ye çıkartıyoruz. Mavi Giyim ile ilgili daha önceki "AL" önerimizi koruyoruz.

| Özet Değerleme Tablosu                | Açıklama                              | (Mn TL)       |
|---------------------------------------|---------------------------------------|---------------|
| İNA                                   | (%6 Büyüme)                           | 59.798        |
| Benzer Şirket Karşılaştırması         | (2024T FD/FAVÖK: 7,2x F/K: 12,7x)     | 62.718        |
| <b>Hedef Piyasa Değeri</b>            | <b>(%80 İNA+%20 Benzer Şir. Çar.)</b> | <b>60.382</b> |
| <b>Hedef Hisse Fiyatı</b>             |                                       | <b>152,00</b> |
| <b>Mavi Hisse Fiyatı (01.07.2024)</b> |                                       | <b>122,10</b> |
| İskonto Oranı                         |                                       | 20%           |

Kaynak: Ziraat Yatırım

| Özet Bilançolar (Mn TL)                                   | 3A2023        | 3A2024        |               |
|---|---------------|---------------|---------------|
| <b>DÖNEN VARLIKLAR</b>                                    | -             | <b>13.066</b> |               |
| Nakit ve Nakit Benzerleri                                 |               | 6.595         |               |
| Ticari Alacaklar  |               | 2.250         |               |
| Stoklar   |               | 3.749         |               |
| Peşin Ödenmiş Giderler                                    |               | 369           |               |
| Diğer Dönen Varlıklar                                     |               | 135           |               |
| <b>DURAN VARLIKLAR</b>                                    | -             | <b>4.189</b>  |               |
| Maddi Duran Varlıklar                                     |               | 1.375         |               |
| Kullanım Hakkı Varlıkları                                 |               | 1.540         |               |
| Maddi Olmayan Duran Varlıklar                             |               | 1.234         |               |
| Ertelenmiş vergi varlığı                                  |               | 23            |               |
| <b>TOPLAM AKTİFLER</b>                                    | -             | <b>17.255</b> |               |
| <b>KISA VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER</b>                          | -             | <b>7.865</b>  |               |
| Finansal Borçlar  |               | 1.470         |               |
| Uzun V. Borçların KV Kısımları                            |               | 130           |               |
| Ticari Borçlar  |               | 4.438         |               |
| Çalışanlara Sağ. Fayda. Kapsam. Borçlar                   |               | 437           |               |
| Diğer Borçlar   |               | 381           |               |
| Ertelenmiş Gelirler                                       |               | 181           |               |
| Dönem Karı Vergi Yükümlülüğü                              |               | 478           |               |
| Kısa Vadeli Karşılıklar                                   |               | 250           |               |
| Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler                           |               | 90            |               |
| Diğer Borçlar ve Karşılıklar                              |               | 8             |               |
| <b>UZUN VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER</b>                          | -             | <b>1.162</b>  |               |
| Uzun Vadeli Borçlanmalar                                  |               | 977           |               |
| Uzun Vadeli Karşılıklar                                   |               | 105           |               |
| <b>ÖZSERMAYE</b>  | -             | <b>7.884</b>  |               |
| Ödenmiş Sermaye   |               | 397           |               |
| Sermaye Düzeltme Farkları                                 |               | 819           |               |
| Kar/Zararda Yen. Sınıflandırılmayacak Diğ. Kap. Gel./Gid. |               | -28           |               |
| Kar/Zararda Yen. Sınıflandırılacak Diğ. Kap. Gel./Gid.    |               | 290           |               |
| Kardan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler                       |               | 194           |               |
| Geçmiş Yıllar Karları/Zararları                           |               | 5.239         |               |
| Net Dönem Karı/Zararı                                     |               | 960           |               |
| <b>TOPLAM PASİFLER</b>                                    | -             | <b>17.255</b> |               |
| <b>ÖZET GELİR TABLOSU (Mn TL)</b>                         | <b>3A2023</b> | <b>3A2024</b> | <b>%Değ.</b>  |
| <b>SATIŞLAR</b>   | <b>6.918</b>  | <b>8.273</b>  | <b>19,6%</b>  |
| Satışların Maliyeti (-)                                   | 3.737         | 3.932         | 5,2%          |
| <b>BRÜT KAR/ZARAR</b>                                     | <b>3.181</b>  | <b>4.341</b>  | <b>36,5%</b>  |
| Genel Yönetim Giderleri (-)                               | 400           | 482           | 20,4%         |
| Pazarlama Giderleri (-)                                   | 1.828         | 2.239         | 22,5%         |
| Araştırma ve Geliştirme Giderleri (-)                     | 68            | 93            | 36,5%         |
| <b>ESAS FAALİYET KARI/ZARARI</b>                          | <b>885</b>    | <b>1.528</b>  | <b>72,6%</b>  |
| Diğer Faaliyet Gelir/Giderleri                            | -8            | 129           | a.d.          |
| <b>FAALİYET KARI/ZARARI</b>                               | <b>877</b>    | <b>1.657</b>  | <b>88,9%</b>  |
| Yatırım Faaliyet Gelirleri/Giderleri                      | 1             | 7             | a.d.          |
| Faaliyet Dışı Fin. Gelirler/Giderler                      | -189          | -288          | a.d.          |
| Net parasal pozisyon kazançlar (kayıpları)                | -4            | 75            | a.d.          |
| Vergi Gideri/Geliri                                       | 258           | 481           | 86,6%         |
| <b>ANA ORTAKLIK NET DÖNEM KARI/ZARARI</b>                 | <b>421</b>    | <b>960</b>    | <b>127,8%</b> |

a.d. : anlamlı değil

### 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 Bölümü

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

### Genel Müdürlük Pazarlama

Finanskent Mah. Finans Cad. B Blok No: 44b İç Kapı No: 15 Ümraniye / İSTANBUL  
+90 216 590 1700 / [info@ziraatyatirim.com.tr](mailto:info@ziraatyatirim.com.tr)

### Aracılık Hizmetleri Servisi

0 850 22 22 979

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