

## Mavi Giyim 2Ç2023 Sonuçları

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

## "Mavi Giyim'in 2Ç2023'te de İyi Bir Performans Sergiledi..."

## Öneri "AL"

## Hedef Hisse Fiyatı : 152,50 TL

Reuters/Bloomberg	MAVI.IS/MAVI.TI	
Sektör	Giyim Eşya	
Dahil Olduğu Ulusal Endeksler	BİST 100	
İşlem Gördüğü Pazar	Yıldız Pazar	
Fiyat	106,50 TL	3,95 USD
BİST 100	7.720	286 USD
TL/\$ (TCMB Alış)	26,9938	
Düşük / Yüksek Son 1 Yıl	34,09 TL	119,20 TL

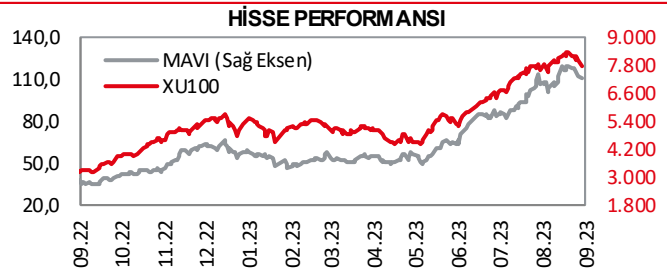
Hisse Adedi (mn)	199	
Piyasa Değeri (mn TL)	21.154	
Net Borç (mn TL)*	-1.132	
Filili Dolaşımdaki Pay Oranı	72,6%	
Halka Açıklık	73,0%	
Yabancı Yatırımcı Takas Oranı	35,6%	
Yerli Yatırımcı Takas Oranı	64,5%	

	1 Aylık	3 Aylık	1 Yıllık
TL Getiri	0,5%	60,8%	202,4%
BİST-100	2,7%	47,0%	135,5%
BİST-100 Göreceli	-2,2%	9,4%	28,4%
Günlük İşlem Hacmi (mn TL)	496		

(mn TL)	2Ç2022	2Ç2023	% Değ.
Net Satış	2.236	4.468	99,8%
Brüt Kar	1.243	2.329	87,5%
FAVÖK	548	949	73,1%
Ana Ort. Net Dön. Karı/Zararı	407	644	58,0%

	F/K	FD/FAVÖK
MAVI	11,14	6,19
BİST-100	7,48	-
BİST-Sanayi	17,72	12,79

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; 20.09.2023 verileri kullanılmıştır.

\*: UFRS16 Dahil

Mavi Giyim'in 2Ç2023'teki ana ortaklık net dönem karı yıllık %58 oranında artarak 643,7mn TL'ye yükselmiş hem bizim beklentimiz olan 523mn TL'nin hem de piyasa beklentisi olan 540mn TL'nin üzerinde gerçekleşmiştir. Satış gelirlerinin beklentimizin üstünde, net finansman giderinin ise beklentimizin altında gerçekleşmesi tahminimizdeki sapmada ana etken olmuştur.

Mavi Giyim'in satış gelirleri geçen yılın ikinci çeyreğine göre %99,8 oranında büyüyerek 2Ç2023'te 4.468mn TL'ye (Beklenti: 4.277mn TL) ulaşmıştır. Brüt kar da aynı dönemde %87,5 oranında artış kaydetmiş ve bu çeyrekte 2.329mn TL'ye çıkmıştır. Şirketin faaliyet giderleri ise %91,8 oranında artarak ikinci çeyrekte 1.566mn TL'ye çıkarken, FAVÖK 948,6mn TL gerçekleşmiş (Beklenti: 938mn TL) ve yıllık %73,1 oranında artış kaydetmiştir. FAVÖK marjı ise 3,3 puan düşerek %21,2 olmuştur. Yılın ikinci çeyreğinde 39,8mn TL net finansman gideri (2Ç2022: 66,4mn TL) kaydeden Şirket, 129,7mn TL vergi gideri yazmıştır.

İkinci çeyrek karı sonrasında Şirket'in 1Y2023'teki ana ortaklık net dönem karı yıllık bazda %66 oranında artarak 1.156mn TL'ye çıkmıştır.

Temmuz sonu itibarıyla, net nakit pozisyonunu (UFRS 16 Hariç) önceki çeyreğe göre hafif artarak 1.913mn TL'ye yükselmiştir. Öte yandan, aynı dönemde yabancı para borçlanma bulunmamaktadır.

Üçüncü çeyrekte gerçekleşmiş bazı rakamlar paylaşılmıştır. Buna göre; Türkiye perakende satışları ağustos ayında %81, eylül ayının ilk 14 gününde %91 oranında artış göstermiştir. Türkiye e-ticaret satışları ağustos ayında %120 büyürken, eylül ayının ilk 14 gününde %154 oranında yükseliş kaydetmiştir.

Mavi Giyim'in hedef hisse fiyatını, tahminlerimizdeki yukarı yönlü revizyonlar ve piyasa çarpanlarındaki değişikliklere bağlı olarak 80,65TL'den **152,50 TL**'ye çıkartıyoruz. Güncellenmiş hedef hisse fiyatına göre Şirket hisseleri %30,2 oranında iskontolu işlem görmektedir. Bu nedenle, Mavi Giyim ile ilgili daha önceki "AL" önerimizi koruyoruz.

**Yılın ilk yarısında FAVÖK marjı %22,0 olarak gerçekleşti...**

Mavi Giyim'in 1Y2022'deki satış gelirleri yıllık %104,1 oranında artarak 8,4milyar TL'ye yükselmiştir. Satış büyümesinde fiyat artışının yanı sıra adet büyümesi de etkili olmuştur. Maliyet artışları da satışlara yansıtılmıştır. Diğer yandan, FAVÖK yıllık %68,8 oranında artarak 1,85milyar TL'ye çıkarken, FAVÖK marjı %22 olarak (1Y2022: %26,6) gerçekleşmiştir. Güçlü operasyonel sonuçlarla birlikte bu yılın ilk yarısındaki net dönem karı yıllık %66 oranında artarak 1,16milyar TL'ye yükselmiştir. Net kar marjı ise %13,7 olarak gerçekleşmiştir.

ÖZET GELİR TABLOSU (MN TL)	2Ç22	3Ç22	4Ç22	1Ç23	2Ç23	2Ç23-2Ç22 %Değ.	6A2022	6A2023	%Değ.
<b>SATIŞLAR</b>	<b>2.236,3</b>	<b>3.201,5</b>	<b>3.266,8</b>	<b>3.946,6</b>	<b>4.468,3</b>	<b>99,8%</b>	<b>4.123,5</b>	<b>8.414,9</b>	<b>104,1%</b>
Satışların Maliyeti (-)	993,7	1.534,4	1.640,7	1.984,6	2.139,1	115,3%	1.814,7	4.123,8	127,2%
<b>BRÜT KAR/ZARAR</b>	<b>1.242,6</b>	<b>1.667,1</b>	<b>1.626,2</b>	<b>1.961,9</b>	<b>2.329,2</b>	<b>87,5%</b>	<b>2.308,8</b>	<b>4.291,1</b>	<b>85,9%</b>
Genel Yönetim Gid. (-)	141,7	219,5	206,9	220,4	303,0	113,9%	247,8	523,5	111,3%
Pazarlama Gid. (-)	658,1	810,4	907,8	973,9	1.221,6	85,6%	1.156,5	2.195,5	89,8%
Araştırma ve Geliştirme Gid.(-)	16,9	19,5	24,4	33,2	41,6	146,0%	31,8	74,8	135,5%
Diğer Faaliyetlerden Gel./Gid.	25,3	26,6	-53,8	-4,3	17,0	-32,7%	39,9	12,7	a.d.
<b>NET FAALİYET KARI/ZARARI</b>	<b>451,1</b>	<b>644,3</b>	<b>465,8</b>	<b>730,1</b>	<b>779,6</b>	<b>72,8%</b>	<b>912,7</b>	<b>1.509,7</b>	<b>65,4%</b>
<b>FAVÖK</b>	<b>548,1</b>	<b>748,9</b>	<b>633,4</b>	<b>904,9</b>	<b>948,6</b>	<b>73,1%</b>	<b>1.098,2</b>	<b>1.853,5</b>	<b>68,8%</b>
Yatırım Faaliyet Gel./Gid.	9,3	2,3	2,8	0,8	14,3	52,8%	8,7	15,0	73,7%
Faaliyet Dışı Fin. Gel./Gid.	-66,4	-105,5	-94,4	-107,7	-39,8	-40,1%	-133,6	-147,5	10,4%
Vergi (-)	-8,5	87,7	72,9	108,1	129,7	a.d.	83,3	237,8	185,3%
<b>Ana Ort.Net Dön Karı/Zararı</b>	<b>407,3</b>	<b>447,9</b>	<b>295,3</b>	<b>512,1</b>	<b>643,7</b>	<b>58,0%</b>	<b>696,1</b>	<b>1.155,7</b>	<b>66,0%</b>
<b>FİNANSAL ORANLAR</b>	<b>2Ç22</b>	<b>3Ç22</b>	<b>4Ç22</b>	<b>1Ç23</b>	<b>2Ç23</b>		<b>6A2022</b>	<b>6A2023</b>	<b>%Değ.</b>
Brüt Kar Marjı	55,6%	52,1%	49,8%	49,7%	52,1%		56,0%	51,0%	
Faaliyet Kar Marjı	20,2%	20,1%	14,3%	18,5%	17,4%		22,1%	17,9%	
FAVÖK Marjı	24,5%	23,4%	19,4%	22,9%	21,2%		26,6%	22,0%	
Ana Ort.Net Kar Marjı	18,2%	14,0%	9,0%	13,0%	14,4%		16,9%	13,7%	

a.d. : anlamlı değil, Kaynak: Finnet Ziraat

**Türkiye gelirleri güçlü seyrediyor...**

Şirket'in ikinci çeyrek Türkiye gelirleri geçen yılın aynı dönemine göre %115 oranında artmış ve 3.948mn TL olarak gerçekleşmiştir. Bu dönemde tüm segmentlerde güçlü artışlar gerçekleşmiştir.

Türkiye Gelir (mn TL)	2Ç22	3Ç22	4Ç22	1Ç23	2Ç23	2Ç23-2Ç22 %Değ.
E-ticaret	145	176	318	281	302	108%
Toptan	217	471	396	697	552	155%
Perakende	1.477	2.054	2.068	2.401	3.094	110%
<b>Toplam</b>	<b>1.838</b>	<b>2.701</b>	<b>2.782</b>	<b>3.379</b>	<b>3.948</b>	<b>115%</b>

Kaynak: Mavi Giyim

**Yurtdışı gelirleri ikinci çeyrekte %30 oranında büyüdü...**

Şirket'in ikinci çeyrek yurtdışı gelirleri yıllık %30 oranında yükselmiş ve 519mn TL'ye çıkmıştır.

Yurtdışı Gelir (mn TL)	2Ç22	3Ç22	4Ç22	1Ç23	2Ç23	2Ç23-2Ç22 %Değ.
E-ticaret	76	91	140	119	101	33%
Toptan	241	333	278	382	332	38%
Perakende	81	76	66	68	86	6%
<b>Toplam</b>	<b>398</b>	<b>500</b>	<b>484</b>	<b>569</b>	<b>519</b>	<b>30%</b>

Kaynak: Mavi Giyim

**Tahminlerimizi  
güncelliyoruz...**

Şirket ile ilgili tahminlerimizi ilk yarı sonuçlarının ardından, enflasyon ile kur görünümü ve Şirket beklentileri doğrultusunda güncelliyoruz. Buna göre, 2023 yılsonu FAVÖK ve net kar beklentimiz sırasıyla 4.404mn TL ve 2.606mn TL'dir.

Finansal Tahminler (Mn TL)	2023T			2024T	
	2022	Eski	Yeni	Eski	Yeni
Satış Gelirleri	10.592	13.796	19.332	16.492	28.060
FAVÖK	2.481	3.384	4.404	4.247	6.396
Ana Ort.N.D. Kar/Zar	1.439	1.711	2.606	2.293	3.557
FAVÖK Marjı	23,4%	24,5%	22,8%	25,8%	22,8%
Ana Ort.Net Kar Marjı	13,6%	12,4%	13,5%	13,9%	12,7%

Kaynak: Mavi, Ziraat Yatırım, T: Tahmini

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

Mavi Giyim'nin tahmini piyasa değerini, tahminlerimizdeki yukarı yönlü revizyonlar ve piyasa çarpanlarındaki değişikliklere bağlı olarak 16.019mn TL'den 30.290mn TL'ye, hedef hisse fiyatını da 80,65TL'den **152,50 TL**'ye çıkartıyoruz. Güncellenmiş hedef hisse fiyatına göre Mavi %30,2 oranında iskontolu işlem görmektedir. Bu nedenle, Mavi Giyim ile ilgili daha önceki "AL" önerimizi koruyoruz.

Özet Değerleme Tablosu	Açıklama	(Mn TL)
İNA	(%23,0 İskonto, %6 Büyüme)	27.451
Benzer Şirket Karşılaştırması	2023T FD/FAVÖK: 8,06x F/K: 15,01x (2024T FD/FAVÖK: 7,09x F/K: 12,47x)	41.644
<b>Hedef Piyasa Değeri</b>	<b>(%80 İNA+%20 Benzer Şir. Çar.)</b>	<b>30.290</b>
<b>Hedef Hisse Fiyatı</b>		<b>152,50</b>
<b>Mavi Hisse Fiyatı (20.09.2023)</b>		<b>106,50</b>
İskonto Oranı		30,2%

Kaynak: Ziraat Yatırım

<b>ÖZET BİLANÇOLAR (MN TL)</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>6A2022</b>	<b>6A203</b>	<b>%Değişim</b>
<b>DÖNEN VARLIKLAR</b>	<b>1.787</b>	<b>2.856</b>	<b>6.785</b>	<b>4.298</b>	<b>7.858</b>	<b>83%</b>
Nakit ve Nakit Benzerleri	893	1.509	3.303	1.946	3.200	64%
Ticari Alacaklar	231	394	871	597	1.173	96%
Diğer Alacaklar	10	33	31	32	14	-57%
Stoklar	560	751	2.308	1.276	2.994	135%
Diğer Dönen Varlıklar	92	168	272	447	476	7%
<b>DURAN VARLIKLAR</b>	<b>921</b>	<b>1.239</b>	<b>1.858</b>	<b>1.598</b>	<b>2.382</b>	<b>49%</b>
Maddi Duran Varlıklar	198	259	395	316	482	52%
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	263	474	663	624	919	47%
Diğer Duran Varlıklar	461	506	800	657	981	49%
<b>TOPLAM AKTİFLER</b>	<b>2.708</b>	<b>4.095</b>	<b>8.643</b>	<b>5.896</b>	<b>10.240</b>	<b>74%</b>
<b>KISA VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER</b>	<b>1.786</b>	<b>2.570</b>	<b>5.444</b>	<b>3.373</b>	<b>5.706</b>	<b>69%</b>
Finansal Borçlar	664	874	1.673	1.135	1.393	23%
Ticari Borçlar	638	1.189	2.961	1.556	3.019	94%
Diğer Borçlar ve Karşılıklar	100	262	575	682	1.295	90%
<b>UZUN VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER</b>	<b>388</b>	<b>332</b>	<b>467</b>	<b>514</b>	<b>509</b>	<b>-1%</b>
Finansal Borçlar	366	277	290	444	345	-22%
Diğer Borçlar ve Karşılıklar	22	55	177	70	164	134%
<b>ÖZSERMAYE</b>	<b>534</b>	<b>1.193</b>	<b>2.732</b>	<b>2.009</b>	<b>4.025</b>	<b>100%</b>
Ödenmiş Sermaye*	50	50	99	99	199	100%
Geçmiş Yıllar Karları/Zararları	343	317	552	548	1.463	167%
Net Dönem Karı/Zararı	5	400	1.439	696	1.156	66%
Diğer	137	426	641	666	1.208	81%
<b>TOPLAM PASİFLER</b>	<b>2.708</b>	<b>4.095</b>	<b>8.643</b>	<b>5.896</b>	<b>10.240</b>	<b>74%</b>
<b>ÖZET GELİR TABLOSU (MN TL)</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>6A2022</b>	<b>6A203</b>	<b>%Değişim</b>
<b>SATIŞLAR</b>	<b>2.402</b>	<b>4.619</b>	<b>10.592</b>	<b>4.124</b>	<b>8.415</b>	<b>104%</b>
Satışların Maliyeti (-)	1.242	2.248	4.990	1.815	4.124	127%
<b>BRÜT KAR/ZARAR</b>	<b>1.160</b>	<b>2.372</b>	<b>5.602</b>	<b>2.309</b>	<b>4.291</b>	<b>86%</b>
Genel Yönetim Giderleri (-)	173	302	674	248	523	111%
Pazarlama Giderleri (-)	880	1.366	2.875	1.156	2.195	90%
Araştırma ve Geliştirme Giderleri (-)	34	45	76	32	75	135%
Diğer Faaliyetlerden Gel./Gid.	18	41	45	40	13	-68%
<b>NET ESAS FAALİYET KARI/ZARARI</b>	<b>91</b>	<b>699</b>	<b>2.023</b>	<b>913</b>	<b>1.510</b>	<b>65%</b>
Yatırım Faaliyet Gelirleri/Giderleri	-1	0	14	9	15	74%
Faaliyet Dışı Fin.Gel./Gid.	-77	-160	-333	-134	-147	10%
Vergi Gideri/Geliri	4	116	244	83	238	185%
<b>Ana Ort. Net Dön Karı/Zararı</b>	<b>5</b>	<b>400</b>	<b>1.439</b>	<b>696</b>	<b>1.156</b>	<b>66%</b>

a.d. : anlamlı değil

Kaynak: Finnet, Ziraat Yatırım

### 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