

## Türkiye — Giyim

# Mavi Giyim

### Derin Mavi İskontosu

**Mavi'yi TL120 Hedef Fiyat ve 73% yükselme potansiyeli ile hisse önerilerimize ekliyoruz.** Değerlememizde eşit ağırlıklı olarak indirgenmiş nakit akımı analizi ile %30 iskonto oranı uygulayarak benzer şirket çarpanları karşılaştırmasını kullandık. 2022 yılı tahminlerimiz Bloomberg konsensüs rakamlarının üzerinde; net satış için %22, FAVÖK için %12 ve net kar için %15. 2021 yılı net karından hisse başına TL2,22 nakit temettü dağıtılmasını bekliyoruz. Buna göre temettü verimliliği tahminimiz %3,2.

**Oldukça güçlü gelen 3Ç21 sonuçları pandemi öncesi dönemi performansının üzerine çıktığını gösterdi.** Haziran ayında kısıtlamaların kaldırılmasının ardından Türkiye cirosu yıllık %73 arttı. Bu sıçramanın ardında bir miktar birikmiş talep olduğunu düşünsek de 4Ç21 ve bu yılın ilk çeyreğinde ekonomide iç talep canlı kalmaya ve Mavi'nin satışları güçlü seyretmeye devam ediyor. Bu gelişmelerin arkasındaki en önemli sebep Şirket'in marka gücünün etrafına inşa ettiği istikrarlı ve başarılı pazarlama stratejileri. Mavi bir çok gelir grubuna hitap edebilen bir giyim firması. Mevcut ekonomik koşullarda daha üst segmentlerde rekabet ettiği yabancı markalara göre fiyat ve ürün çeşitliliği avantajlarını kullanarak pazar payını artırıyor. Yurtdışı satışlarında düzenli büyüme sürüyor: 9A21 itibarıyla sabit kurlarla satışlar %44 arttı ve toplam cironun %20'sine ulaştı. İnternet kanalında da hızlı büyüme sürüyor; Türkiye ve yurtdışı satışlarındaki payı sırasıyla %11 ve %33'e ulaştı.

**Kuvvetli büyüme performansının devam etmesini bekliyoruz; 2022 yıllık ciro artış beklentimiz %42.** Türkiye cirosunda artan enflasyon ve kuvvetli kalmasını beklediğimiz talep koşulları sebebiyle %40 civarında artış bekliyoruz. Yurtdışı satış tahminimizi dolar bazında sabit tuttuk. Özellikle Kuzey Amerika pazarında kaydedilmesi muhtemel artışlar sebebiyle bu tarafta yukarı yönlü revizyon yapma olasılığımız yüksek. Yine de mevcut kur tahminlerimizle TL bazında yurtdışı satışlarda yıllık büyüme tahminimiz % 58. 2022'de yurtdışı satışların toplam ciroya oranının %17'den %20'ye yükselmesini bekliyoruz.

**Maliyet artışı baskısı; fiyatlama, online ve yurtdışı satışların olumlu katkısı ile telafi edilebilecek.** 3Ç21 sonuçlarında dikkat çeken önemli bir unsur da FAVÖK marjının % 20'ye yükselmesi idi (pandemi öncesi 3Ç19: %19). Pandemi döneminde de FAVÖK marjının benzer seviyelerde gerçekleşmiş olması Mavi'nin güçlü pazar konumu ve fiyatlama gücünün kanıtı. Buna karşılık 2022 yılının maliyet baskısı olarak son yılların en zor dönemi olarak geçeceğini not etmek lazım. Son yirmi yılın en yüksek seviyesine yükselen enflasyon ve TL'nin döviz kurlarına karşı tarihi düşük seviyelerde seyretmesi üretim maliyeti ve faaliyet giderlerini olumsuz etkileyecek. Diğer yandan yurtdışı satışların TL bazında yükselen etkisi ve online satışların yüksek karlılığı gibi dengeleyici faktörler sayesinde FAVÖK marjında daralmanın 200 baz puan seviyesinde sınırlanmasını ve yıllık nominal artışın %24 seviyesinde gerçekleşmesini bekliyoruz.

**Yatırım kriterlerimize tam uyum.** Mavi'yi tavsiye etmemizin birçok önemli sebebi var: i) marka ve fiyatlama gücü, ii) genişleyen ürün gamı ve yeni pazarlarda büyüme potansiyeli, iii) inişli çıkışlı piyasa koşullarında dahi istikrarlı sonuçlar alan yönetim kadrosu, iv) net nakit pozisyonu ve net karın %30'unu nakit temettü olarak dağıtma taahhüdü, ve v) cazip değerlendirme. Şirketin maliyet enflasyonu etkilerini iyi yöneteceğini ve 2022'de de kuvvetli sonuçlar açıklamaya devam edeceğini düşünüyoruz.

MAVI	2018	2019	2020	2021T	2022T	2023T
Net Kar (TLmn)	92	95	5	367	518	639
Net Satışlar (TL mn)	2,353	2,863	2,402	4,456	6,314	7,995
VAFÖK (TL mn)	365	640	385	992	1,231	1,596
Net Borç/VAFÖK (x)	0.3	0.7	1.3	0.1	-0.3	-0.6

Kaynak: Şirket verisi, INFO Araştırma tahminleri

## AL

Fiyat: TL69.20

Hedef Fiyat: TL120

### Şirket Bilgileri

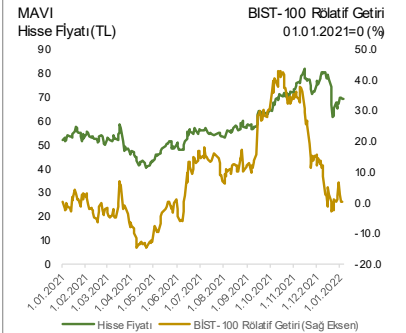
Hisse Kodu	MAVI
Hisse Öneri	AL
Hedef Fiyat (TL)	120
Hedef Getiri	73%
Hisse Fiyatı (TL)	69.20
52 hafta fiyat aralığı	36.17 - 73.6
Hisse Adedi (mn)	50
HAO	73%
Piyasa Değeri (TL mn)	3,436
Piyasa Değeri (USD mn)	252
Net Borç (TL mn)	121
3A OİH (USD mn)	5
3A OİH/HA Piyasa Değ. (%)	2.9%

### Değerleme

	2020	21T	22T	23T
F/K (x)	749.8	9.4	6.6	5.4
FD/VAFÖK (x)	10.3	4.0	3.2	2.5
PD/DD (x)	6.7	4.0	2.7	2.0
Temettü verimi	0.8%	3.2%	4.5%	5.6%

Kaynak: INFO Araştırma Tahminleri

### Hisse Fiyat Performansı



### INFO Araştırma Bölümü

Araştırma: +90 (212) 700-2621  
research@infoyatirim.com.tr

Uluslararası Satış: +90 (212) 700-2622  
sales@infoyatirim.com.tr

Lütfen raporun sonunda yer alan uyarı notunu okuyunuz.

Tablo 1. Finansallar

Gelir Tablosu					Finansal Analiz				
(TL mn)	2020	2021T	2022T	2023T		2020	2021T	2022T	2023T
<b>Net Satışlar</b>	<b>2,402</b>	<b>4,456</b>	<b>6,314</b>	<b>7,995</b>	<b>Büyüme (%)</b>				
Brüt Kar/Zarar	1,160	2,267	3,157	3,998	Net Satışlar	-16.1	85.5	41.7	26.6
Faaliyet Giderleri	-1,087	-1,693	-2,273	-2,878	FAVÖK	-39.9	157.9	24.1	29.7
<b>Esas Faaliyet Kar/Zarar</b>	<b>73</b>	<b>573</b>	<b>884</b>	<b>1,119</b>	Net Kar/Zarar	-95.2	7916.0	41.1	23.4
Diğer Faaliyetlerden Gelir/Giderler	18	46	63	80	<b>Marjlar (%)</b>				
<b>Faaliyet Kar/Zararı</b>	<b>91</b>	<b>619</b>	<b>947</b>	<b>1,199</b>	Brüt Kar Marjı	48.3	50.9	50.0	50.0
Finansman Giderleri	-77	-135	-268	-362	FAVÖK	16.0	22.3	19.5	20.0
Diğer Gelirler	-1	-3	0	0	Esas Faaliyet Kar Marjı	3.0	12.9	14.0	14.0
Vergi Öncesi Kar/Zarar	12	481	679	837	Net Kar Marjı	0.2	8.2	8.2	8.0
Dönem Vergi Gideri	-4	-120	-170	-209	<b>Verimlilik</b>				
<b>Net Kar/Zarar</b>	<b>5</b>	<b>367</b>	<b>518</b>	<b>639</b>	Alacak Devir Hızı (gün)	37	30	30	30
					Stok Devir Hızı (gün)	155	125	125	125
<b>FAVÖK</b>	<b>385</b>	<b>992</b>	<b>1,231</b>	<b>1,596</b>	Ticari Borç Devir Hızı (gün)	185	130	140	140
					İşletme Sermayesi/Net Satışlar (%)	6.5	7.5	6.2	6.2
					<b>Karlılık</b>				
<b>Bilanço</b>					Aktif Karlılığı (%)	0.2	11.2	12.0	12.3
(TL mn)	2020	2021T	2022T	2023T	Özkaynak Karlılığı (%)	0.9	43.2	41.2	36.7
<b>Dönen Varlıklar</b>	<b>1,787</b>	<b>2,624</b>	<b>3,754</b>	<b>4,768</b>	Yatırılan Sermaye Getirisi (%)	4.6	46.1	75.3	102.2
Nakit ve Finansal Yatırımlar	890	1,337	1,911	2,436	<b>Kaldıraç</b>				
Ticari Alacaklar	245	366	519	657	Varlıklar/Ozsermaye (x)	5.31	3.86	3.44	2.98
Stoklar	560	750	1,081	1,369	Net Borç/FAVÖK (x)	1.34	0.08	-0.32	-0.60
Diğer Dönen Varlıklar	92	171	242	307	Yatırım Harcamaları/Ciro (%)	4.1	3.6	4.0	4.0
<b>Duran Varlıklar</b>	<b>921</b>	<b>665</b>	<b>573</b>	<b>418</b>					
<b>Toplam Varlıklar</b>	<b>2,708</b>	<b>3,289</b>	<b>4,327</b>	<b>5,187</b>					
<b>Kısa Vadeli Yükümlülükler</b>	<b>1,786</b>	<b>1,600</b>	<b>2,149</b>	<b>2,520</b>					
Finansal Yükümlülükler	1,040	638	681	660					
Ticari Borçlar	649	780	1,211	1,533					
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	98	182	257	326					
<b>Uzun Vadeli Yükümlülükler</b>	<b>388</b>	<b>821</b>	<b>892</b>	<b>886</b>					
Finansal Yükümlülükler	366	780	834	812					
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	22	41	58	74					
<b>Özkaynaklar</b>	<b>510</b>	<b>851</b>	<b>1,259</b>	<b>1,743</b>					
<b>Azınlık Hakları</b>	<b>24</b>	<b>18</b>	<b>27</b>	<b>38</b>					
<b>Toplam Yükümlülükler ve Özkaynaklar</b>	<b>2,708</b>	<b>3,289</b>	<b>4,327</b>	<b>5,187</b>					

Kaynak: Şirket verileri, INFO Araştırma tahminleri

**Tablo 2. İndirgenmiş Nakit Akımı**

İNA (TL mn)	2017	2018	2019	2020	2021T	2022T	2023T	2024T	2025T	2026T
Esas Faaliyet Karı	189	295	360	73	573	884	1,119	1,175	1,278	1,390
+ Amortisman Giderleri	62	70	280	312	419	347	477	432	562	581
- Yatırım Giderleri	-72	-66	-100	-99	-160	-253	-320	-336	-466	-546
- Net İşletme Sermayesindeki Değişim	0	-40	-20	-23	-180	-53	-104	-25	-45	-49
- Vergiler	-37	-70	-78	-26	-143	-221	-280	-294	-320	-348
<b>Firmaya Serbest Nakit Akımı</b>	<b>142</b>	<b>188</b>	<b>442</b>	<b>237</b>	<b>508</b>	<b>704</b>	<b>893</b>	<b>953</b>	<b>1,010</b>	<b>1,029</b>
İskonto Oranı					1.00	0.81	0.65	0.52	0.42	0.34
Tahmin Aralığı İçin İndirgenmiş Nakit Akışı	2,937				510	569	582	500	427	350
Uç Değer İçin İndirgenmiş Nakit Akışı	2,341									
Piyasa Değeri	5,278									
- 2021/9A Net Borç	515									
- Azınlık Hakları	24									
+ İştirakler	0									
Hedef Firma Değeri	4,738									
12 Ay Sonrası İçin Hedef Firma Değeri	5,883									
<b>12 Aylık Hedef Fiyat</b>	<b>118</b>									
<b>Getiri Potansiyeli</b>	<b>71%</b>									

AOSM	
Risksiz Getiri Oranı	20.0%
Beta	0.92
Risk Primi	7.0%
Özsermaye Maliyeti	26.4%
Vergi sonrası borçlanma maliyeti	20.0%
Borç Oranı	35.5%
<b>Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti</b>	<b>24.1%</b>
Uç Değer Büyüme Oranı	8.0%

Kaynak: Şirket verileri, INFO Araştırma tahminleri

**Tablo 3. Değerleme Özeti**

Değerleme			
Metod	Ağırlık	Tahmini Değer	Katkı
İNA	50%	5,883	2,941
Benzer Şirket	50%	6,189	3,014
Hedef Değer			5,956
<b>Hedef Fiyat (TL)</b>			<b>120</b>
<b>Güncel Fiyat (TL)</b>			<b>69.20</b>
<b>Potansiyel Getiri</b>			<b>73%</b>

Kaynak: Şirket verileri, INFO Araştırma tahminleri

Tablo 4. Benzer Şirket Çarpanları

RT Kodu	Şirket Adı	Piyasa Değeri (USD mn)	2021(T)		2022(T)	
			F/K	FD/VAFÖK	F/K	FD/VAFÖK
ITX:ES	Industria De Diseno Textil Sa	100,220	24.0	11.1	21.7	10.3
LEVI:USY	Levi Strauss & Co (A)	9,850	17.8	13.1	15.8	11.1
RL:USY	Ralph Lauren Corp (A)	9,141	17.0	9.6	15.3	8.8
600398:CNA	Hla Group Corp Ltd (A)	4,396	9.6	4.8	8.3	4.2
BOSS:DEX	Hugo Boss Ag	4,229	31.8	8.2	21.7	7.0
1234:HK	China Lilang Ltd	670	6.4	4.1	5.5	3.1
SDRY:GB	Superdry Plc	293	-13.6	13.4	26.2	7.1
DLA:USY	Delta Apparel Inc	213	9.5	8.1	9.6	8.0
GWI2:DEX	Gerry Weber International Ag	53	-2.3	15.0	6.1	5.6
	Medyan					
MAVI	Mavi Giyim	261	9.4	4.0	6.6	3.2
			2%	140%	130%	118%

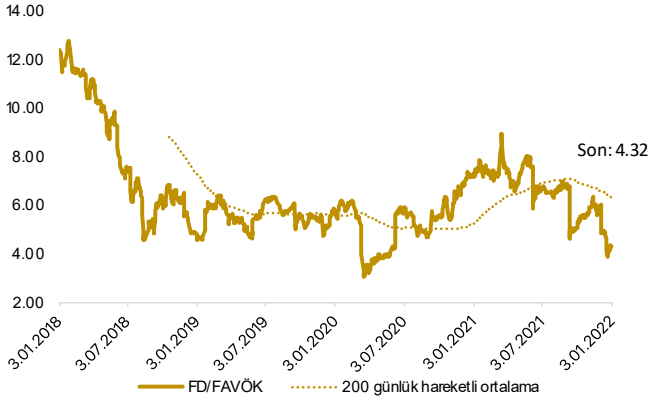
Kaynak: Equity RT, INFO Tahminleri

Tablo 5. Benzer Şirket Performansı

	Yerel Para Birimine Göre Getiri (%)				Yerel Para Birimine Göre Relatif Getiri (%)			
	YBİ	1A	3A	12A	YBİ	1A	3A	12A
Industria De Diseno Textil Sa	-0.2	-0.6	-6.3	10.3	-0.2	-0.6	-6.3	10.3
Levi Strauss & Co (A)	-5.1	-6.8	-1.7	16.7	-5.1	-6.8	-1.7	16.7
Ralph Lauren Corp (A)	2.8	-0.4	6.0	12.9	2.8	-0.4	6.0	12.9
Hla Group Corp Ltd (A)	1.9	3.3	-7.1	4.3	1.9	3.3	-7.1	4.3
Hugo Boss Ag	0.0	2.3	4.7	94.9	0.0	2.3	4.7	94.9
China Lilang Ltd	-0.2	2.8	-1.1	-13.6	-0.2	2.8	-1.1	-13.6
Superdry Plc	-0.9	-2.1	14.3	18.9	-0.9	-2.1	14.3	18.9
Delta Apparel Inc	2.6	5.2	12.6	48.4	2.6	5.2	12.6	48.4
Gerry Weber International Ag	1.0	2.6	44.1	60.7	-6.5	-1.5	-1.5	20.5
Mavi Giyim	-0.7	-10.7	2.5	33.8	-8.1	-14.3	-30.0	0.4

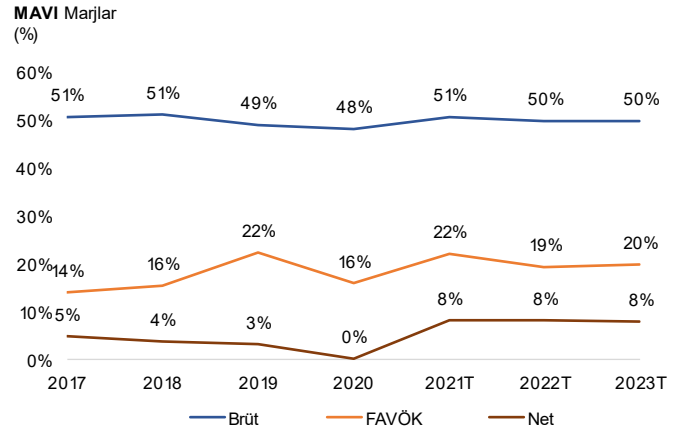
Kaynak: Equity RT

Tablo 6. Tarihsel FD/FAVÖK Çarpanı



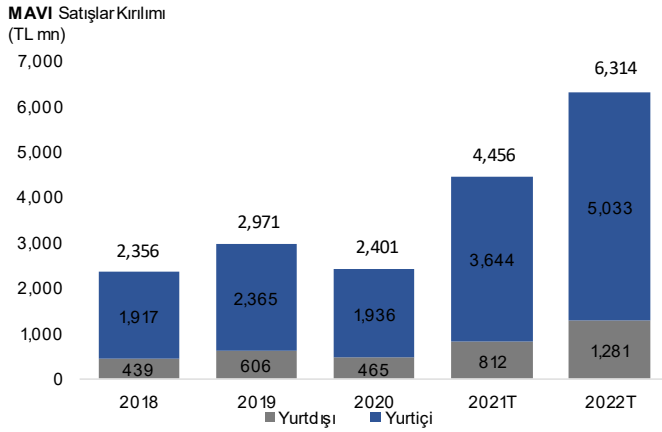
Kaynak: Equity RT

Tablo 7. Marjlar



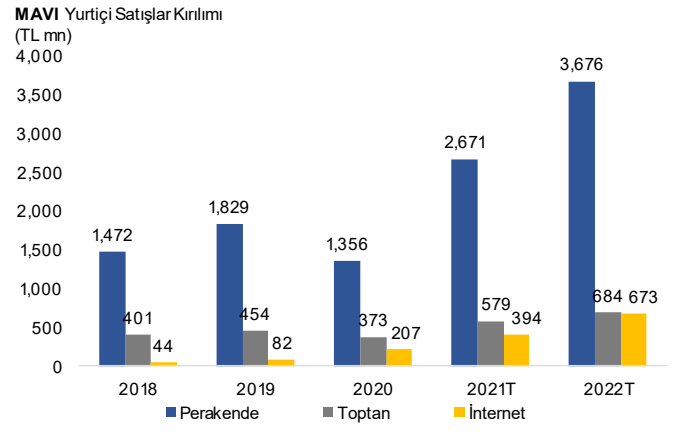
Kaynak: Equity RT, INFO Tahminleri

Tablo 8. Satışlar Kırılımı



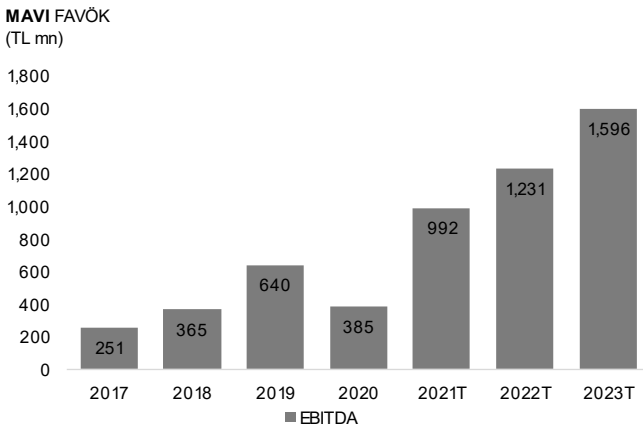
Kaynak: Şirket Verileri, INFO Tahminleri

Tablo 9. Yurtiçi Satışlar Kırılımı



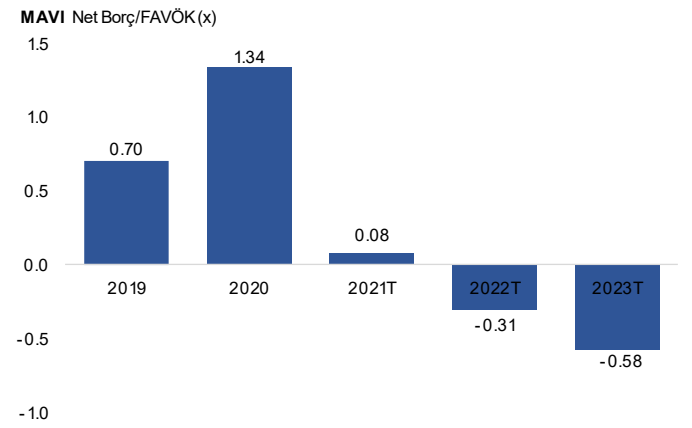
Kaynak: Şirket Verileri, INFO Tahminleri

Tablo 10. FAVÖK



Kaynak: Şirket verileri, INFO Tahminleri

Tablo 11. Net Borç / FAVÖK (x)



Kaynak: Şirket verileri, INFO Tahminleri

## Uyarı Notu

Bu raporda yer alan her türlü bilgi, değerlendirme, yorum, istatistikî şekil ve bilgiler hazırlandığı tarih itibari ile mevcut piyasa koşulları ve güvenilirliğine inanılan kaynaklardan elde edilerek derlenmiştir ve Info Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından genel bilgilendirme amacı ile hazırlanmıştır. Sunulan bilgilerin doğruluğu ve bunların yatırım kararlarına uygunluğu tarafımızca garanti edilmemektedir. Bu bilgiler belli bir getirinin sağlanmasına yönelik olarak verilmemekte olup alım satım kararını destekleyebilecek yeterli bilgiler burada bulunmayabilir. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Herhangi bir yatırım aracının alım-satım önerisi ya da getiri vaadi olarak yorumlanmamalıdır. Bu görüşler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Bu nedenle bu sayfalarda yer alan bilgilerdeki hatalardan, eksikliklerden ya da bu bilgilere dayanılarak yapılan işlemlerden, yorum ve bilgilerin kullanılmasından doğacak her türlü maddi/manevi zararlardan ve her ne şekilde olursa olsun üçüncü kişilerin uğrayabileceği her türlü doğrudan ve/veya dolaylı zararlardan dolayı Info Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ile bağlı kuruluşları, çalışanları, yöneticileri ve ortakları sorumlu tutulamaz. Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir.

### INFO Yatırım Araştırma Ekibi

Emin Serhan Gök– Araştırma Direktörü

Çağlar Toros– Yardımcı Uzman Analist

Bartu Çolak– Yardımcı Uzman Analist

Kutay Ağırbaş– Yardımcı Uzman Analist

İbrahim Şişman– Yardımcı Uzman Analist