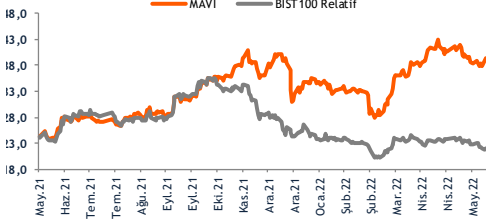


01 Haziran 2022 Çarşamba

Şirket - Hisse kodu	: Mavi Giyim - MAVI
Sektör	: Tekstil, Entegre
Piyasa değeri (mn TL)	: 3.923
Günlük ort. işlem hacmi (mn TL)	: 47,3
Hisse adedi (mn)	: 99,3
Hisse fiyatı (TL)	: 39,50
Öneri	: Kapsam Dışı
Beta	: 0,87
HAO (%)	: 73%

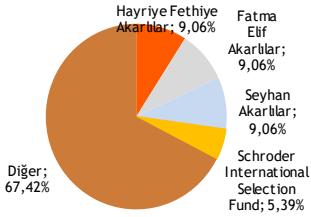
Hisse Performansı



Performans	1Ay	3Ay	12Ay
Mutlak %	-3,1	41,5	58,2
Rölatif %	-7,5	8,1	-11,8
En Yüksek (TL)	41,98	43,00	43,00
En Düşük (TL)	37,98	27,93	23,89

mln TL	2018/12	2019/12	2020/12	2021/12
Ciro	2.353	2.863	2.402	4.619
Faaliyet karı	295	360	73	658
FAVÖK	365	640	385	1.016
Net kar	92	95	5	400
Hisse başına kar	0,92	0,95	0,05	4,03
Brüt marj (%)	51,3	49,1	48,3	51,3
FAVÖK marjı (%)	15,5	22,4	16,0	22,0
Net kar marjı (%)	3,9	3,3	0,2	8,7
Net borç	109	448	512	-112
Defter Değeri	334	460	510	1.115
Toplam Aktifler	1.344	1.937	2.708	4.095
F/K (x)	17,5	30,3	565,6	8,6
PD/DD (x)	4,8	6,2	5,1	3,1
FD/FAVÖK (x)	4,7	5,2	8,1	3,3
FD/Satışlar (x)	0,7	1,2	1,3	0,7
Özsermaye karlılığı	27%	21%	1%	36%

Ortaklık Yapısı



Analist	: VKY Yatırım Danışmanlığı
İletişim	: 0212 352 35 77
E-mail adresi	: kydbpv@vakifyatirim.com.tr

Kısaca MAVİ GİYİM - 1991 yılında İstanbul'da kurulan Mavi, denim alanında sahip olduğu deneyimin de katkısıyla küresel moda dünyasında söz sahibi bir lifestyle markası olarak tanınmaktadır. Özellikle modayı yakından takip eden genç yetişkinler arasında güçlü bir marka algısına sahip olan Mavi'nin pazar konumu, hazır giyim orta üst ve premium ürünler segmenti arasında bulunmaktadır. 2017'de halka açılan şirket; Türkiye, ABD, Kanada, Almanya, Rusya ve Avustralya'nın aralarında bulunduğu 34 ülkede, 456'sı Mavi Shop olmak üzere yaklaşık 4.500 noktada perakende, toptan ve online kanallar aracılığı ile faaliyetlerini sürdürmektedir. Mavi Giyim, ürünlerinin %80'ini yurt içinden, kalanını yurt dışından tedarik ederek satışa sunmaktadır. Şirketin kendi üretimi bulunmamaktadır. Şirketin satışlarının %81'i yurt içine yapılırken, ihracat oranı %19'dur. Son dönemde online kanallardan yaptığı satışları artıran Mavi Giyim'in cirosunda e-ticaretin payı %13 civarındadır. Yurt içinde 327 perakende, 68 bayi mağazası ve yaklaşık 500 toptan satış noktası bulunan şirket, 14+ yaş baz alındığında yaklaşık %20 pazar payı ile jean kategorisinde pazar lideridir. Hazır giyim pazarında ise kadın ve erkek giyim ilk 4 markası arasında yer almaktadır.

Faaliyetler ve Finansallar - Hazır giyim sektörü, Covid-19 salgınından olumsuz etkilenen sektörlerin başında gelmektedir. 2020 yılı bu anlamda sektör için zorlu bir sene olmuştur. Özellikle sokağa çıkma kısıtlamaları ve alışveriş merkezlerinde uygulanan kapanma önlemleri sektörde satışları olumsuz etkilerken, Mavi Giyim'in satış hacmi de bu dönemde azalmıştır. Şirketin 2020 yılında satış hacimleri tüm kategorilerde 2019'un oldukça altında kalırken, cirosu 2019'a göre %16, FAVÖK'ü %40 azalmıştır. 2021 yılında ise, pandemi şartlarında görülen iyileşme ve kısıtlamaların kademeli olarak kaldırılması ile birlikte, ertelenmiş olan talebin satışlarda hızlı bir toparlanmaya neden olduğu görülmektedir. 2021 yılında Mavi Giyim'in cirosu %92 oranında artış gösterirken, FAVÖK büyümesi ise %164 düzeyinde gerçekleşmiştir. Talepte yaşanan hızlı toparlanma ile satış hacimleri 2019 seviyesinin de üzerine çıkarken, marjlarda da bu dönemde iyileşme görülmüştür.

Gelir Tablosu (TL mn)	2017/12	2018/12	2019/12	2020/12	2021/12
Satış Gelirleri (net)	1.782	2.353	2.863	2.402	4.619
FVÖK	189	295	360	73	658
FAVÖK	251	365	640	385	1.016
VÖK	112	132	138	12	539
Net Dönem Karı	86	92	95	5	400

Yurt içinde başta enerji ve gıda sektöründe görülen yüksek enflasyon, temel tüketici ürünlerinde sepet büyümesi üzerinde sınırlayıcı bir etki yapmaktadır. Giyim harcamaları da bu durumdan olumsuz etkilenmektedir. Mavi Giyim, operasyonlarda kullanılan girdilerin büyük kısmını yurtiçi firmalardan tedarik ederken, bu durum şirketin ürün fiyatlarının son dönemde döviz bazlı fiyatlandırma yapan global markalara kıyasla bir nebze daha uygun hale gelmesini sağlamıştır. Bu sayede şirket 2021 yılında pazar payını artırmıştır. Toplam gelirinin %81'ini yurt içinden elde eden Mavi Giyim; yabancı markalara kıyasla daha az agresif olan fiyatlandırma politikası, yüksek maliyetlere rağmen yüksek ciro ile oluşan faaliyet kaldırıcı avantajı ve satın alma-planlama faaliyetlerindeki gücü ile iç pazarda yerini güçlendirmeye devam etmek istemektedir.

Yurt dışı tarafta ise 34 ülkede bayileri bulunan Mavi Giyim, bu ülkelerde ağırlıklı toptan ve online satış yapmaktadır. Özellikle ABD, Avrupa ve Kanada’da etkin olan şirket, bu pazarlarda yalnızca “jeans” satışı yapmaktadır. Şirketle yaptığımız görüşmede yetkililer, özellikle ABD tarafında faaliyetlerin oldukça karlı olduğunu ve bu pazarda büyümeye devam etmek istediklerini aktardı. ABD’de daha pahalıya sattığı modelleri bulunan şirket, bu pazarda farklı segmentlerde yeni markalar geliştirmeyi planlıyor. Bununla birlikte yine ABD’de “jeans” dışındaki ürünlerin satışına başlanması da planlanıyor. Yurt dışında yapılan satışlardan kur farkı çevrim avantajına sahip olan şirket, bununla birlikte fiyatlarda enflasyon ayarlamasını istenilen şekilde yapabiliyor. Şirket, tüm ülkelerde orta üst ve premium segmenti arasında kendini konumlandırıyor. Rusya’da 18 mağazası bulunan Mavi Giyim, Rusya-Ukrayna savaşı nedeniyle ülkedeki rakiplerinin bir kısmının pazardan çekilmesiyle talep avantajına sahip hale geldi. Savaştan önce Rusya’da mağaza sayısını 70-80 bandına çıkarmayı planlayan şirket, mevcut durumda bu planda ısrarcı olmayabilir. Savaşın ve Rusya’nın dünyanın kalanı ile siyasi ilişkilerinin seyrine göre, bu pazardan çıkış yapılmasının da seçenekler arasında olduğunu belirten şirket, Rusya operasyonlarının henüz FAVÖK’e pozitif katkı vermediğini, bu nedenle bu durumun finansallara önemli bir etki yapmayacağını belirtti. Rusya operasyonlarının şirketin toplam cirosunda payı yaklaşık %2 seviyesinde bulunuyor. Yaptığımız görüşmede şirket yetkilileri, Orta Doğu bölgesinden de çok talep olduğunu, bu bölgede online veya pazar yeri uygulamaları ile büyüebileceklerini belirtti.

Şirket, sorularımıza istinaden Mavi Giyim’in şu anda satın alma yoluyla büyüme konusunda bir düşüncesi olmadığını belirtti. Organik büyüme stratejisine devam etmek isteyen şirketin bu yolla +100 mağaza kadar daha büyümeye yeri olduğu belirtildi. Şirket, net nakit pozisyonuna geçiş stratejisini artan maliyetler nedeniyle bir tedbir mekanizması olarak uyguluyor. Yine sorularımıza istinaden verilen cevaplar ile henüz hisse geri alım programı düşünülmediği, mevcut temettü politikasının ise sürdürülmek istendiği ve bedelsiz sermaye artırımlarının gelecek dönemlerde de devamının gelebileceği belirtildi.

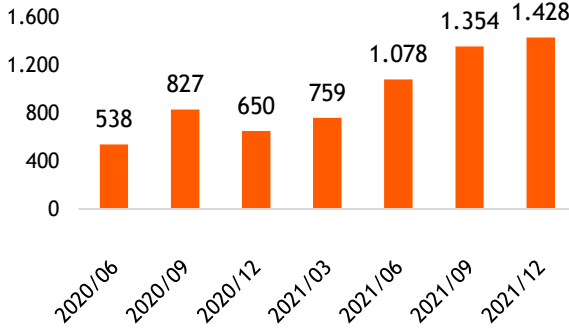
Şirket, özel hesap dönemine sahip olduğu için 1Ç22 (Şubat-Nisan) dönemine ilişkin finansallarını henüz açıklamadı. Son açıklanan 4Ç21 finansalları düşük mevsime rağmen güçlü operasyonel performansın devamına işaret ediyor. Mağaza trafiğinde iyileşme, yurtdışı operasyonlardan gelen kur çevrim farkı ve online satışlardaki büyüme ile şirketin 4Ç21’de cirosu yıllık bazda %120 artarken, FAVÖK’te artış %214 seviyesinde gerçekleşti. Şirket 4Ç20’de 18,9 mn TL net zarar açıklarken, 4Ç21’de 117,3 mn TL net kar kaydetti. Şirket, 2021 yılbaşında açıkladığı ciro ve FAVÖK marjı beklentilerini aşarken, net borç pozisyonundan net nakit pozisyonuna geçme beklentisi de gerçekleşti. Mavi Giyim, 4Ç21 finansallarının ardından paylaştığı sunumda “1 Şubat-13 Mart 2022” tarih aralığında gerçekleşen operasyonlar ile ilgili bilgi vermişti. Bu dönemde, geçen yılın aynı dönemine göre Türkiye aynı mağazalar büyümesinin %136, Türkiye e-ticaret satışlarının ise %90 arttığı açıklanırken, şirket ile yaptığımız görüşmede bu güçlü seyrin 13 Mart’tan sonra da devam ettiği paylaşıldı.

01 Haziran 2022 Çarşamba

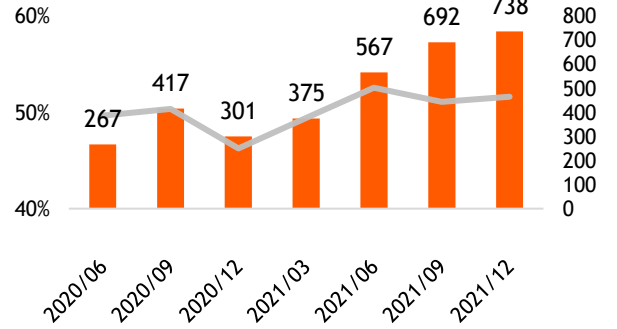
MAVI	4Ç20	4Ç21	Değişim
Net Satışlar	649,9	1.428,4	120%
Brüt kar	300,7	737,7	145%
Esas faaliyet karı	7,1	181,7	2475%
FAVÖK	89,0	279,7	214%
Net kar	-18,9	117,3	a.d.
Brüt kar marjı	46,3%	51,6%	5,4 bp
Esas faaliyet kar marjı	1,1%	12,7%	11,6 bp
FAVÖK marjı	13,7%	19,6%	5,9 bp
Net kar marjı	-2,9%	8,2%	11,1 bp

Mavi Giyim, 1Ç22 finansallarını 9 Haziran'da açıklayacak. Şirket, finansallarla beraber 2022 yılsonu beklentilerini de paylaşacak. Mevcut güçlü talep ortamı ve fiyatlandırma politikasını da düşünerek Mavi Giyim'in ilk çeyrekte 1,6 milyar TL civarı bir ciro, 300-350 milyon TL aralığında bir FAVÖK, 100-120 milyon TL aralığında bir net kar açıklayabileceğini değerlendiriyoruz.

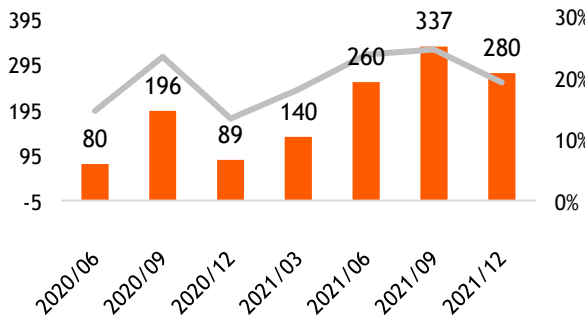
Satış gelirleri gelişimi, mn TL



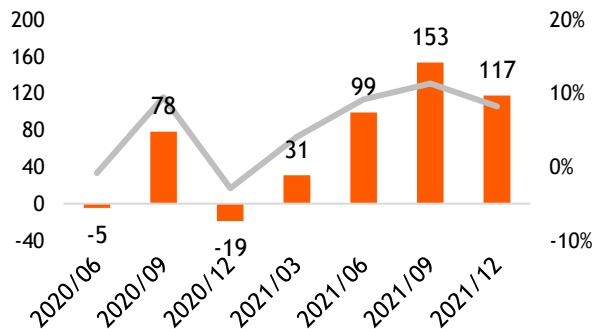
Brüt Kar ve marj gelişimi



FAVÖK ve marj gelişimi



Net Kar ve marj gelişimi



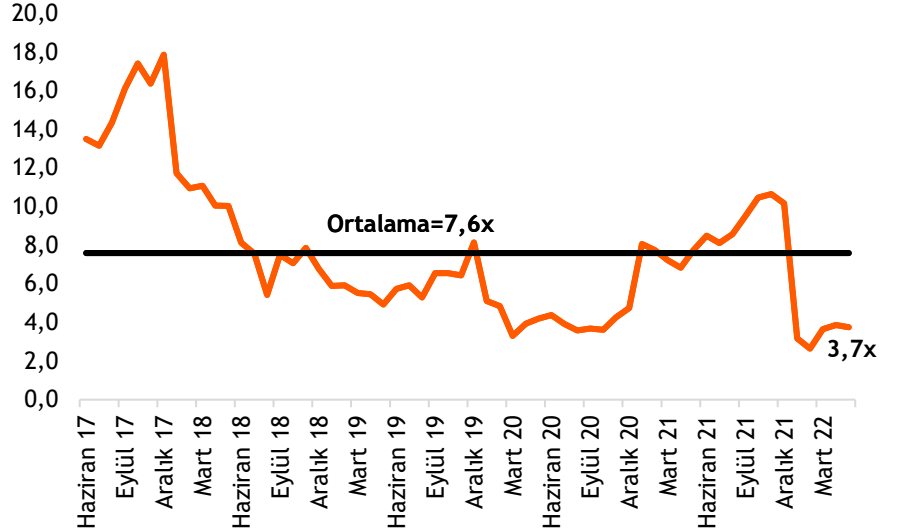
Katalistler

- Talebin güçlü seyretmeye devam etmesi halinde mevcut enflasyon ortamında elde edilecek satış büyümesi,
- Yaz aylarında maaşlara yapılacak olası bir güncelleme,
- Hammadde maliyetlerinde olası bir düşüş,

Riskler

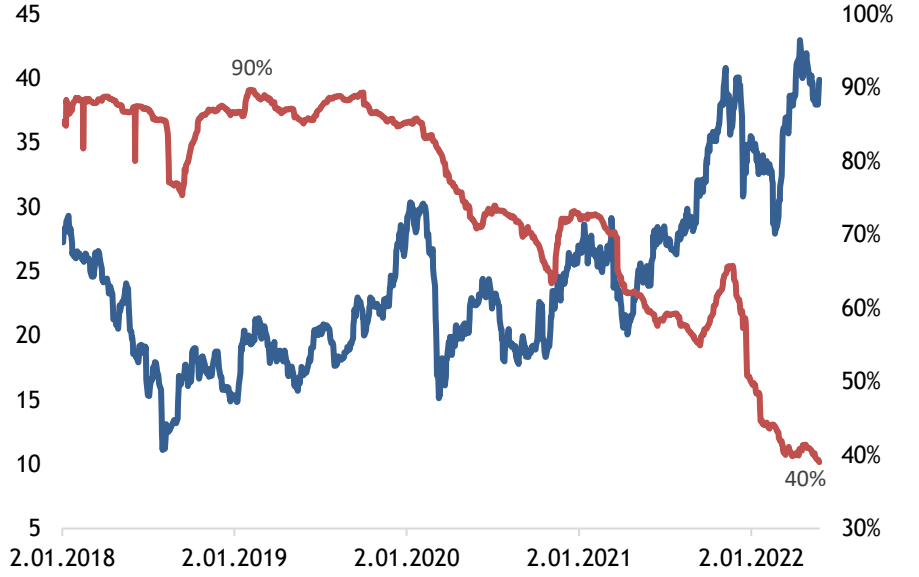
- Beklenenden daha yüksek enflasyon ya da döviz kurunda yaşanabilecek ani dalgalanmalar ile satın alma gücünün bozulması,
- Yüksek seyreden hammadde maliyetlerinin daha da yükselmesi,

Değerlendirme - Pandemi döneminin ardından ertelenmiş talebin etkisiyle finansallarda gözlenen iyileşmenin hisse performansına yeterince yansımadığını düşünüyoruz. Son 1 ayda BIST-100 endeksinden %7,5 negatif ayrılan şirket hisseleri, yılbaşından bu yana ise endeksin %17 gerisinde kaldı. Mevcut durumda 3,75x FD/FAVÖK ve 9,8x F/K çarpanları ile işlem gören Mavi Giyim hisseleri, uluslararası benzerlerine kıyasla FD/FAVÖK çarpanına göre %54, F/K çarpanına göre %28 prim potansiyeli taşımaktadır. Şirket hisseleri, kendi tarihsel FD/FAVÖK çarpan ortalamasının ise oldukça altında işlem görmektedir.



Kaynak: Bloomberg

Yabancı takas oranı & Hisse fiyatı



Kaynak: Matriks



Vakıf Yatırım

VakıfBank Grubu İştirakidir.

Vakıf Yatırım - Yatırım Danışmanlığı

Altan AYDIN

ALTAN.AYDIN@vakifyatirim.com.tr

Direktör

Eren KURU

EREN.KURU@vakifyatirim.com.tr

Analist

Umut Deniz PAK

UMUTDENIZ.PAK@vakifyatirim.com.tr

Analist

Akat Mah. Ebulula Mardin Cad. No:18 Park Maya Sitesi F-2/A Blok

Beşiktaş 34335 İSTANBUL

+90 212 352 35 77

Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, yatırım ve kalkınma bankaları ile müşteri arasında imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde ve yetkili kuruluşlar tarafından kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler ise genel niteliktedir. Burada yer alan yorum ve 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. Gerek bu yayındaki, gerekse bu yayında kullanılan kaynaklardaki hata ve eksikliklerden ve bu yayındaki bilgilerin kullanılması sonucunda yatırımcıların ve/veya ilgili kişilerin uğrayabilecekleri doğrudan ve/veya dolaylı zararlardan, kâr yoksunluğundan, manevi zararlardan ve her ne şekilde ve surette olursa olsun üçüncü kişilerin uğrayabileceği her türlü zararlardan dolayı Vakıf Yatırım Menkul Değerler A.Ş. sorumlu tutulamaz.