

Mağaza kapanmaları sonrasındaki satışlar beklentilerin çok üzerinde. Mavi, 2021'in ilk yarısında, %21,7 FAVÖK marjı, yıllık %99 artışla 1,84 milyar TL gelir elde etti. Bu trend bizim yıl sonu tahminimiz olan %26 net satış artışının oldukça üzerinde devam etmekte. Yılın ilk yarısının mevsimsellik nedeniyle daha zayıf olması beklenirken, güçlü talebin devam etmesiyle şirketin sağlam performansını yılın geri kalanında da sürdürmesini öngörüyoruz. Geçen sene kaçırılan okulların açılma döneminin bu sene 3Ç21 satışlarına da destekte bulunmasını beklemekteyiz. Hammadde fiyatlarındaki artış nedeniyle marjlarda bir miktar baskı beklesek de (FAVÖK marjı: 1Y21: %21.7, 2Y21:18.8%), bunun şirketin karlılığını ve operasyonel performansını önceki tahminlerimize göre önemli ölçüde etkileyeceğini düşünmüyoruz.

Çok kanallı strateji, güçlü büyümeye katkıda bulunuyor. Yurt içi online satışlar bir önceki yıla göre %110 artarak Türkiye'deki tüm satış kanalları arasında en güçlü büyümeye sahip olmuş durumda. 1Y19'da yurtiçi satışların %4'ünü oluşturan online satış segmenti, pandeminin e-ticarete dönüşümü hızlandırmasıyla birlikte 1Y20'de hızla %13'e yükseldi. Normalleşmeye ve diğer segmentlerdeki güçlü toparlanmaya rağmen, 1Y21'deki güçlü büyümesiyle e-ticaret segmenti, toplam yurtiçi satışların %14'ünü oluşturdu ve gelecek için güçlü büyüme potansiyelini bir kez daha kanıtladı.

Tahminlerimizi güncelliyoruz. Şirket yönetimi, başarılı 2Ç21 sonuçlarının ardından yılsonu tahminlerini paylaştı. Buna göre şirket, %20-20,5 FAVÖK marjı ile %70-75 gelir artışı ve net finansal nakit pozisyonunun devam etmesini bekliyor. Revizyonlarımızı takiben, Mavi'nin 2021 yılında %20,1 FAVÖK marjı ile %75 büyüme göstererek 4,2 milyar TL gelir elde etmesini bekliyoruz. Yatırımcı sunumunda paylaşılan 3. çeyrek başı verilerine göre, (aynı mağaza satışları: ağustosta: yıllık +%58, eylül ayının ilk 12 günü: yıllık +%106), şirketin ve bizim tahminlerimizin ihtiyatlı kalabileceğini düşünüyoruz.

"Endeksin Üzerinde Getiri" tavsiyemizi koruyor, hedef fiyatımızı 101.1TL'ye çıkarıyoruz. %16 risksiz faiz oranı, %5,5 hisse senedi risk primi varsayımları içeren indirgenmiş nakit akışı analizimize göre ulaştığımız 101.1TL hedef değer %57 potansiyel getiriye işaret etmektedir. 2021 ve 2022 yılları için sırasıyla 4.0x ve 3,7x FD/FAVÖK ve 8,6x ve 8,0x F/K çarpanlarına denk gelmektedir. Uluslararası benzerlerine göre de yüksek iskontolu işlem gören hisselerin, pandemi kaynaklı dalgalanmaların olmadığı durumlarda BIST-100'ün üzerinde performans göstermesini beklemekteyiz.

milyon TL	2020	2021T	2022T	2023T	2024T	2025T
Net Satışlar	2,402	4,194	5,011	5,632	6,285	6,972
FAVÖK	385	843	967	1,087	1,226	1,360
Net Kar	5	361	388	413	472	532
Brüt Kar Marjı	48.3%	49.7%	48.5%	48.5%	48.8%	48.9%
FAVÖK Marjı	16.0%	20.1%	19.3%	19.3%	19.5%	19.5%
Net Kar Marjı	0.2%	8.6%	7.7%	7.3%	7.5%	7.6%
F/K (x)	491.6	8.6	8.0	7.5	6.6	5.8
PD/DD (x)	4.4	4.0	3.3	2.8	2.3	2.0
FD/FAVÖK (x)	6.5	4.0	3.7	3.3	3.0	2.7
FD/Satışlar (x)	1.0	0.8	0.7	0.6	0.6	0.5
Özsermaye Karlılığı	0.9%	46.3%	41.1%	37.0%	35.7%	34.3%
Nakit Akış Verimi	11.6%	15.4%	19.5%	22.9%	25.6%	28.4%
Temettü Verimi	1.3%	2.9%	3.8%	4.0%	4.6%	5.1%

ENDEKSİN ÜZERİNDE GETİRİ

Şirket Raporu

Hisse Bilgileri

Sektör	Giyim
Bloomberg / Reuters Kodu	MAVI.TI / MAVI.IS
Fiyat (TL/hisse)	64.20
Hedef Fiyat (12A, TL/hisse)	101.10
Potansiyel Getiri	%57
52 Haftalık Fiyat Aralığı (TL)	36.68-62.4
Piyasa Değeri (milyon TL)	3,188
Firma Değeri (milyon TL)	3,468
Fiili Dolaşım PD (milyon TL)	2,327
Ödenmiş Sermaye (milyon TL)	50
Dolaşımdaki Paylar	%73
Yabancı Oranı (Dolaşımdaki Pay %)	
En Son	%55.0
3 Ay Önce	%58.2

İşlem Hacmi	1H	1A	3A	1Y
Ortalama İşlem Miktarı (000)	1,175	481	369	815
Ortalama İşlem Hacmi (000TL)	73,922	29,349	21,479	39,165
Fiyat Aralığı (TL/hisse)	57.25-64.2	55.9-64.2	52.65-64.2	36.68-62.4

Hisse Performansı	1A	3A	6A	12A
Nominal Getiri	%11	%14	%17	%68
BİST-100'e Göre Rölatif Getiri	%14	%13	%29	%31

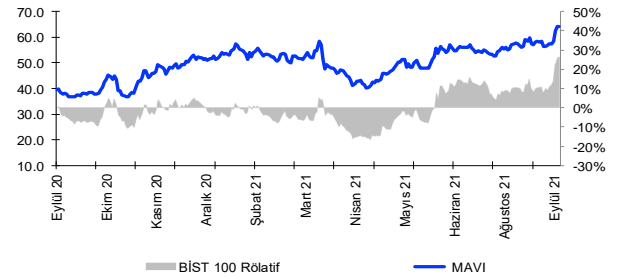
Ortaklık Yapısı	
Akarlılar Ailesi	%27.2
Schroder International Selection Fund	%5.4
Halka Açık	%67.4

Şirket Özeti

Şirketin ana faaliyet konusu denim odaklı toptan, perakende ve online hazır giyim satışlarıdır.

Hisse Performansı

Kaynak: Gedik Yatırım



Efe Özyeşil

efe.ozyesil@gedik.com
+90 212 385 42 00

Ali Kerim Akkoyunlu

aakkoyunlu@gedik.com
+90 212 385 42 21

Lütfen raporun sonundaki yasal uyarıları göz önünde bulundurunuz.

İndirgenmiş Nakit Akımı Analizi

milyon TL	2021T	2022T	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T
Net Satışlar	4,194.2	5,011.4	5,631.6	6,285.2	6,972.1	7,717.5	8,477.8	9,266.9	10,102.4	10,981.5
Büyüme %	74.6%	19.5%	12.4%	11.6%	10.9%	10.7%	9.9%	9.3%	9.0%	8.7%
FAVÖK	843.0	967.2	1,086.9	1,225.6	1,359.6	1,504.9	1,653.2	1,807.0	1,970.0	2,141.4
Büyüme %	119.2%	14.7%	12.4%	12.8%	10.9%	10.7%	9.9%	9.3%	9.0%	8.7%
FAVÖK Marjı	20.1%	19.3%	19.3%	19.5%	19.5%	19.5%	19.5%	19.5%	19.5%	19.5%
FVÖK	491	552	618	709	796	893	990	1,089	1,195	1,309
Borçsuz Vergi	-123	-127	-124	-142	-159	-179	-198	-218	-239	-262
Efektif Vergi Oranı	25%	23%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%
VSNFK	368	425	494	567	637	715	792	871	956	1,047
VSNFK Marjı	8.8%	8.5%	8.8%	9.0%	9.1%	9.3%	9.3%	9.4%	9.5%	9.5%
Yatırım Harcamaları	-168	-200	-225	-251	-279	-309	-339	-371	-404	-439
Amortisman	352	415	469	516	564	612	663	718	775	833
Net İS Değişimi	74	36	28	40	42	38	39	40	43	45
Serbest Nakit Akımı	478	604	710	793	879	980	1,077	1,178	1,284	1,396
AOSM	19.6%	19.6%	19.6%	19.6%	19.6%	19.6%	19.6%	19.6%	19.6%	19.6%
İndirgeme Faktörü	0.99	0.83	0.69	0.58	0.48	0.41	0.34	0.28	0.24	0.20
İNA	475	501	493	460	426	397	365	334	304	276
Toplam İNA	3,674									
Terminal Oranı	4.5%									
Terminal Değer	9,631									
Şimdiki Terminal Değer	1,603									
Firma Değeri	5,276									
Net Borç (Nakit)	255									
Şimdiki Değer	5,021									
Hisse Başı Şimdiki Değer	101.1									
Hisse Fiyatı	64.2									
Getiri Potansiyeli	57.5%									

2020T'deki Zımni Adil Değer F/K Oranı	13.5
2020T'deki Zımni Adil Değer FD/FAVÖK Oranı	6.3
2021T'deki Zımni Adil Değer F/K Oranı	12.6
2021T'deki Zımni Adil Değer FD/FAVÖK Oranı	5.8

Kaynak: Gedik Yatırım Tahminleri, Rasyonet

Tahminlerimizdeki Değişiklikler

Milyon TL	2019	2020	2021T		Değişim %	2022T		Değişim %
			Eski	Yeni		Eski	Yeni	
Net Satışlar	2,863	2,402	3,023	4,194	39%	3,625	5,011	38%
Yıllık Büyüme %	121.7%	-16.1%	25.9%	74.6%		19.9%	19.5%	
Yurt İçi	2,365	1,936	2,440	3,416	40%	2,918	4,027	38%
Yıllık Büyüme %		-18.1%	26.0%	76.4%		19.6%	17.9%	
Yurt Dışı	498	466	583	779	34%	707	985	39%
Yıllık Büyüme %		-6.5%	25.2%	67.2%		21.3%	26.5%	
FAVÖK	640	385	605	843	39%	725	967	33%
Yıllık Büyüme %	23.2%	-39.9%	57.3%	119.2%		19.8%	14.7%	
FAVÖK Marjı	22.4%	16.0%	20.0%	20.1%	0%	20.0%	19.3%	-3%

Kaynak: Gedik Yatırım Tahminleri, Rasyonet

Gelir Tablosu (milyon TL)	2020	2021T	2022T	2023T	2024T	2025T
Net Satışlar	2,402	4,194	5,011	5,632	6,285	6,972
Satışların Maliyeti	1,242	2,109	2,580	2,902	3,219	3,562
Brüt Kar	1,160	2,085	2,431	2,730	3,066	3,410
Faaliyet Giderleri	-1,087	-1,594	-1,879	-2,112	-2,357	-2,615
Faaliyet Gelirleri	73	491	552	618	709	796
FAVÖK	385	843	967	1,087	1,226	1,360
Diğer Faaliyet Dışı Gelirler, net	18	22	26	29	33	36
Finansal Gelir, net	-77	-72	-117	-174	-201	-223
Vergi Gideri	-4	-110	-106	-95	-108	-122
Net Kar	5	361	388	413	472	532
Pay Başına Kazanç	0.19	15.05	16.16	17.21	19.67	22.16
Pay Başına Temettü	0.61	1.82	2.34	2.50	2.85	3.21

Büyüme Oranları	2020	2021T	2022T	2023T	2024T	2025T
Satış	-16.1%	74.6%	19.5%	12.4%	11.6%	10.9%
FAVÖK	-39.9%	119.2%	14.7%	12.4%	12.8%	10.9%
Net Kar	-95.2%	7779.3%	7.4%	6.5%	14.2%	12.7%

Bilanço (milyon TL)	2020	2021T	2022T	2023T	2024T	2025T
Nakit ve Nakit Benzerleri	890	922	945	1,094	1,245	1,417
Ticari Alacaklar	231	322	371	401	448	497
Stoklar	560	713	860	966	1,074	1,191
Maddi Duran Varlıklar	198	221	340	382	427	473
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	263	294	341	380	416	453
Diğer Varlıklar	566	574	678	816	938	1,056
Toplam Varlıklar	2,708	3,045	3,535	4,041	4,547	5,087
Finansal Borçlar	551	492	551	641	707	779
Ticari Borçlar	638	794	949	1,053	1,163	1,281
Diğer Yükümlülükler	33	47	55	62	69	76
Toplam Yükümlülükler	2,174	2,272	2,631	2,998	3,338	3,692
Özkaynaklar	510	779	943	1,115	1,322	1,553
Azınlık Payları	24	(6)	(39)	(73)	(113)	(157)
Net Borç / (Nakit)	255	297	147	156	142	111

Nakit Akış Tablosu (milyon TL)	2020	2021T	2022T	2023T	2024T	2025T
Vergi Öncesi Kar	14	441	461	473	541	609
Amortisman	312	352	415	469	516	564
İşletme Sermayesi Δ	24	74	36	28	40	42
Vergiler	-4	-110	-106	-95	-108	-122
Yatırım Harcamaları	-84	-168	-200	-225	-251	-279
Temettü Ödemeleri	0	-30	-90	-116	-124	-142
Sermaye Arttırımı	0	0	0	0	0	0
Borçlanma Δ	392	-59	59	90	66	72
Diğer Nakit Giriş/Çıkış	-74	-468	-551	-475	-528	-573
Sene İçinde Nakit Oluşumu	579	32	23	149	151	172
Serbest Nakit Akımları	260	478	604	710	793	879

Finansal Göstergeler	2020	2021T	2022T	2023T	2024T	2025T
Özsermaye Karlılığı	0.9%	46.3%	41.1%	37.0%	35.7%	34.3%
FAVÖK Marjı	16.0%	20.1%	19.3%	19.3%	19.5%	19.5%
Net Kar Marjı	0.2%	8.6%	7.7%	7.3%	7.5%	7.6%
Net Borç / Özsermaye (x)	0.5	0.4	0.2	0.1	0.1	0.1
Net Borç / FAVÖK (x)	0.7	0.4	0.2	0.1	0.1	0.1
KV Borçlar / Toplam Borçlar	81.5%	96.6%	96.6%	97.0%	97.2%	97.3%
Sermaye / Toplam Varlıklar	18.8%	25.6%	26.7%	27.6%	29.1%	30.5%
Cari Oran (x)	1.0	1.1	1.0	1.0	1.0	1.0
Nakit Kar Payı Ödemesi	a.d.	25%	30%	30%	30%	30%

YASAL UYARI

Burada yer alan bilgiler Gedik Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından genel bilgilendirme amacı ile hazırlanmıştır. 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. Herhangi bir yatırım aracının alım-satım önerisi ya da getiri vaadi olarak yorumlanmamalıdır. Bu görüşler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Burada yer alan fiyatlar, veriler ve bilgilerin tam ve doğru olduğu garanti edilemez; içerik, haber verilmeksizin değiştirilebilir. Tüm veriler, Gedik Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan alınmıştır. Bu kaynakların kullanılması nedeni ile ortaya çıkabilecek hatalardan Gedik Yatırım Menkul Değerler A.Ş. sorumlu değildir.