

MAVİ

Sonuçlar tahminlerimize uyumlu gerçekleşti

Mavi, 3Ç25'te 1.006mn TL net kâr açıkladı; bu rakam 1 milyar TL olan tahminimizle uyumlu, TMS29 sonrası 814mn TL olan piyasa beklentisinin ise üzerindedir. 12,2 milyar TL gelir beklentilerle uyumlu gerçekleşirken, FAVÖK piyasa beklentisinin %12 üzerinde geldi. Tahminimizin üzerinde gerçekleşen FAVÖK'ün daha yüksek amortisman gideri ve vergi giderleriyle dengelendiğini not ediyoruz. Sonuçlara piyasa tepkisinin nötr olmasını bekliyoruz.

Net satışlar 3Ç25'te yıllık bazda %1 daralarak, 2Ç25'teki %-4 ve 1Ç25'teki %-14'e kıyasla daha yavaş bir daralma ivmesine işaret etti. Toplam gelirlerin %65'ini oluşturan Türkiye perakende gelirleri yıllık bazda yatay seyretti (benzer mağaza satışları-%3,2; sepet büyüklüğü +%2,2; fatura sayısı +%5,3). Türkiye toptan gelirleri (pay %18) yıllık bazda %1 daraldı. Uluslararası gelirler (pay %10) USD bazında yıllık %3 geriledi.

Net satışlardaki hafif düşüşe rağmen, FAVÖK 2,7 milyar TL'ye yükselerek yıllık bazda %13 arttı ve marj 280 baz puan iyileşerek %22 oldu. Uygulanan faiz oranı ve UFRS-16 etkisinden arındırılmış FAVÖK ise yıllık %22 arttı ve marj 300 baz puan iyileşerek %16'ya ulaştı. Uygulanan faiz oranı etkisi ve stok enflasyonu düzeltmeleri sonrası brüt marj, dinamik ürün planlaması ve fiyatlaması sayesinde yıllık 170bps iyileşti. Faaliyet gideri/Satış oranı yıllık 50bps puan geriledi.

Net kâr, parasal kazançtaki düşüş ve amortisman giderlerinin yıllık %16 artması nedeniyle yalnızca %3 büyüdü; buna rağmen net kâr marjı 30 baz puan arttı.

2025 beklentileri korundu: Mavi, 2025 yılı için 18 mağaza açılışı (10 Türkiye, 8 uluslararası) hedefini koruyor. Gelir beklentisi düşük tek haneli daralma olarak devam ediyor (AK tahmini: -%4,9). FAVÖK marjı beklentisi %18 olarak korunuyor.

Hedef fiyat: 65 TL, "Endeks Üstü Getiri" tavsiyesiyle kapsamı yeniden başlatıyoruz: Tüketici talebindeki zayıflık, sektör genelindeki devam eden promosyonlar ve sınırlı fiyat ayarlamaları kısa vadeli baskı yaratsa da, Mavi'nin marj iyileşmesi ve güçlü bilançosu önemli olumlu unsurlar olmaya devam ediyor. ABD operasyonlarının kademeli büyümesi ve tüketici talebinin 2026'ya doğru toparlanmasıyla desteklenen uzun vadeli büyüme potansiyeli doğrultusunda, Mavi için "Endeks Üstü Getiri" değerlendirmemizi sürdürmekteyiz.

Çeyrek Özet		Özet Finansallar				Beklentilerle Karşılaştırma			
milyon TL	3Ç25	3Ç24	y/y	2Ç25	ç/ç	Piyasa	AK	Piyasa Farkı	
Net Satışlar	12,156	12,317	-1%	10,331	18%	12,050	12,004	1%	
FAVÖK	2,669	2,359	13%	1,572	70%	2,387	2,401	12%	
FAVÖK Marjı	22.0%	19.2%	280 bps	15.2%	674 bps	19.8%	20.0%	214 bps	
Net Kar	1,006	980	3%	250	303%	814	1,000	24%	

Kaynak: Şirket, Rasyonet, AK Yatırım

Endeks Üzeri Getiri

Analist: Ece Mandacı, CFA
ece.mandaci@akyatirim.com.tr

Bloomberg Kodu	MAVİ TI
Tavsiye	Endeks Üz. Getiri
Hedef Fiyat, TL	65.00
Güncel Fiyat, TL	37.08
Getiri Potansiyeli	75%
Halka Açıklık Oranı	73%
Piyasa Değeri, mn TL	29,461
Firma Değeri, mn TL	27,512

Finansal Veriler

Özet UFRS Finansallar

	2024	2025T	2026T	2027T
Ciro, mn TL	38,519	48,357	62,335	80,140
FAVÖK, mn TL	7,012	8,712	11,211	14,579
Net Kâr, mn TL	2,724	2,638	3,789	5,741

Borçluluk

Net Borç, mn TL	-3,957	-2,513	-5,350	-9,560
Net Borç/FAVÖK	-0.6	-0.3	-0.5	-0.7

Kârlılık

FAVÖK Marjı	18.2%	18.0%	18.0%	18.2%
Net Marj	7.1%	5.5%	6.1%	7.2%
Temettü Verimi	2.4%	3.2%	2.7%	3.9%

Büyüme

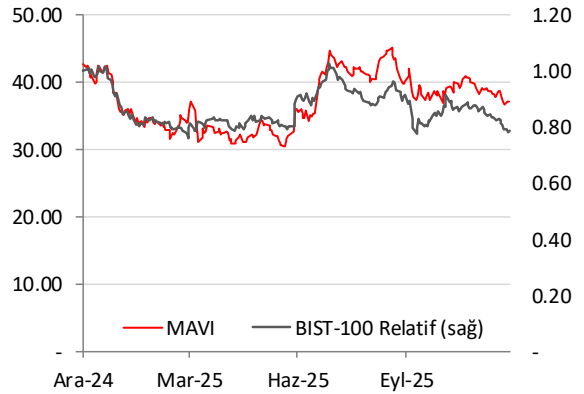
Ciro, y/y	46.5%	25.5%	28.9%	28.6%
FAVÖK, y/y	44.5%	24.2%	28.7%	30.0%
Net Kâr, y/y	52.7%	-3.2%	43.7%	51.5%

Değerleme Verisi

	2024	2025T	2026T	2027T
F/K	9.0	11.2	9.5	7.7
FD/FAVÖK	2.9	3.2	2.8	2.4
FD/Ciro	0.5	0.6	0.5	0.4

Hisse Verileri

	1A	3A	12A	YBG
Nominal Getiri	-6.9%	-6.6%	-12.2%	-11.8%
BİST-100 Relatif	-10.3%	-11.7%	-20.8%	-22.6%
AOİH, mn TL	237	411	465	472



Piyasa verileri 10 Aralık 2025 tarihliidir.

Mavi, 3Ç25'te ABD'de dört, Türkiye'de üç mağaza açtı. Türkiye'de toplam mağaza sayısı 354'e ulaştı. Satış alanı yıllık %3 artışla 193 bin m²'ye ulaştı. ABD satışları USD bazında yıllık %7 arttı. ABD mağaza sayısının 8'e çıkarılması planlanıyor; bunun gelir etkisinin 2026'da daha belirgin olması bekleniyor.

Net nakit, mevsimsel faktörler nedeniyle çeyrekse bazda %8 azalarak (kiralama yükümlülükleri hariç) 102 milyar dolara geriledi. Yıllık bazda ise net nakit %5 arttı. İşletme sermayesi/satışlar oranı yıllık bazda 120 baz puan düşerken, yatırım harcamaları/satışlar oranı 100 baz puan arttı.

TMS29 öncesi rakamlar, %32 yıllık ciro büyümesini (11,7 milyar TL), 250 baz puanlık FAVÖK marjı iyileşmesini (%23,9) ve 50 baz puan daha yüksek net kâr marjını (%11,3) göstermektedir.

Değerlememizde indirgenmiş nakit akımları (İNA) analizine %60, benzer şirket çarpanlarına ise %40 ağırlık veriyoruz. Dolar bazlı İNA değerlememiz, %4 uç büyüme oranı ile yedi yıllık bir tahmin dönemi üzerine kuruludur. Yedi yıllık tahmin dönemi için ortalama %13,7 AOSM; bu oran %8,5 risksiz getiri, %5,5 özsermaye risk primi ve 0.96 beta varsayımlarından türetilmiştir. Uç değer için ise risksiz getiri oranının %6 olduğu ve diğer parametrelerin sabit kaldığı %11,2 AOSM kullanıyoruz.

Benzer şirket karşılaştırmasında 2025T F/K çarpanını kullanıyor ve hisse başına **12 aylık hedef fiyatı 65 TL** olarak hesaplıyoruz. Mavi, 2026T F/K çarpanı bazında uluslararası benzerlerine göre %28 iskonto ile işlem görmektedir.

Çeyrekssel Özet - TLmn¹	1Ç24	2Ç24	3Ç24	4Ç24	1Ç25	2Ç25	3Ç25
TMS29 sonrası							
Net Satışlar	8,273	7,427	9,270	9,147	9,777	9,564	12,156
Büyüme	103%	51%	51%	41%	18%	29%	31%
Büyüme - Reel	20%	-7%	1%	-1%	-14%	-4%	-1%
Metrekare Bazında Satış	30,165	30,447	32,955	33,195	33,337	37,117	41,295
Büyüme - Yıllık	110%	65%	49%	41%	11%	22%	25%
Satış Alanı (Bin Metrekare) - Türkiye	176	179	183	189	189	190	193
Büyüme - Yıllık	5%	6%	6%	8%	7%	4%	2%
Mağaza Sayısı - Türkiye	338	342	345	352	350	351	354
Büyüme - Yıllık	3%	4%	4%	5%	4%	3%	3%
Mağaza Açılışları (çeyrekssel) - Türkiye	2	4	3	7	-2	1	3
Brüt Kar	4,341	3,791	4,702	4,260	5,103	4,817	6,318
Faaliyet Gideri	-2,813	-3,111	-3,461	-3,694	-3,773	-4,100	-4,472
Faaliyet Kar	1,528	680	1,241	566	1,330	717	1,846
FAVÖK	1,980	1,177	1,775	1,233	1,997	1,455	2,669
FAVÖK Düzeltilmiş ²	1,377	655	1,201	619	1,218	720	1,941
Diğer Gelir/Gider	129	6	4	0	182	-92	103
Finansal Gelir/Gider	-281	-150	-322	-321	-310	-394	-531
Parasal Kazanç/Kayıp	75	-18	19	-59	-93	-54	-100
VÖK	1,451	518	942	185	1,110	176	1,319
Vergi	-481	-50	-201	-103	-300	-10	-350
Azınlık payı	9	-44	4	-13	-28	-65	-38
Net Kar	960	512	738	95	837	231	1,006
İşletme Sermayesi	1,560	1,231	4,262	2,345	2,729	3,352	5,011
Yatırım Harcaması	-220	-269	-273	-525	-426	-764	-480
Net Borç	-4,019	-3,612	-1,904	-3,957	-4,215	-2,554	-2,068
Net Borç (TFRS16 hariç)	-5,266	-4,863	-3,319	-6,634	-6,071	-4,450	-4,254
Brüt Kar Marjı	52.5%	51.0%	50.7%	46.6%	52.2%	50.4%	52.0%
Faaliyet Gideri	-34.0%	-41.9%	-37.3%	-40.4%	-38.6%	-42.9%	-36.8%
Faaliyet Kar Marjı	18.5%	9.2%	13.4%	6.2%	13.6%	7.5%	15.2%
FAVÖK Marjı	23.9%	15.8%	19.2%	13.5%	20.4%	15.2%	22.0%
FAVÖK Marjı Düzeltilmiş	16.6%	8.8%	13.0%	6.8%	12.5%	7.5%	16.0%
VÖK Marjı	17.5%	7.0%	10.2%	2.0%	11.3%	1.8%	10.8%
Net Marj	11.6%	6.9%	8.0%	1.0%	8.6%	2.4%	8.3%
İşletme Sermayesi/Satış	18.9%	16.6%	46.0%	25.6%	27.9%	35.0%	41.2%
Yatırım/Satış	-2.7%	-3.6%	-2.9%	-5.7%	-4.4%	-8.0%	-3.9%
TMS29 öncesi	1Ç24	2Ç24	3Ç24	4Ç24	1Ç25	2Ç25	3Ç25
Net Satışlar	7,903	7,133	8,905	8,690	9,386	9,310	11,700
Büyüme - Yıllık	100.2%	59.6%	54.2%	44.4%	18.8%	30.5%	31.4%
FAVÖK	2,204	1,512	1,902	1,641	2,156	1,897	2,800
Net Kar	1,343	932	964	713	1,193	670	1,323
FAVÖK Marjı	27.9%	21.2%	21.4%	18.9%	23.0%	20.4%	23.9%
Net Marj	17.0%	13.1%	10.8%	8.2%	12.7%	7.2%	11.3%

Kaynak: Şirket Verisi, AK Yatırım Araştırma

¹ 2024 sonrası tahminler her ilgili yılın yıl sonu itibarıyla TL satın alma gücü cinsinden ifade edilmiştir

² FAVÖK, uygulanan faiz oranı etkisi ve TFRS 16 etkisine göre düzeltilmiştir.

Gelir Tablosu - TL mn ¹ - TMS29	2024	2025T	2026T	2027T
Satış Gelirleri	38,519	48,357	62,335	80,140
Brüt Kar	19,371	24,381	31,292	40,070
Operasyonel Giderler	-14,706	-19,055	-24,195	-30,780
Faaliyet Karı	4,665	5,327	7,097	9,290
FAVÖK	2,347	3,385	4,114	5,289
Diğer Gelir / (Gider)	175	233	300	386
Özkaynak Yöntemiyle Değ. Yatırımlar	0	0	0	0
Yat./Finans. Faaliyet. Gelir / (Gider)	-1,206	-1,826	-2,469	-2,407
Parasal Gelir / (Gider)	36	-300	-150	-193
Vergi Öncesi Kar	2,675	2,503	3,583	5,306
Vergi Geliri / (Gideri)	-995	-931	-1,194	-1,769
Efektif Vergi Oranı	-37%	-37%	-33%	-33%
Azınlık Payları	14	15	16	17
Net Kar	2,724	2,690	3,679	5,306
Ödenmiş Sermaye (m)	397	795	795	795
Hisse Başı Net Kar	6.9	3.4	4.6	6.7
Hisse Başı Temettü	1.2	1.0	1.4	2.0
Temettü Dağıtım Oranı	17%	30%	30%	30%

Bilanço - TRY mn	2024	2025T	2026T	2027T
Dönen Varlıklar	14,158	16,902	21,264	27,824
Nakit ve Nakit Benzerleri	6,335	5,541	7,132	9,827
Ticari Alacaklar	2,054	3,312	3,757	4,830
Stoklar	5,112	7,225	9,100	11,527
Diğer Dönen Varlıklar	656	823	1,275	1,639
Duran Varlıklar	5,426	9,422	12,710	16,071
Uzun Vadeli Finans Alacakları	2,252	4,100	5,685	7,324
Maddi Duran Varlıklar	495	1,100	1,525	1,965
Diğer Duran Varlıklar	2,679	4,222	5,500	6,782
Toplam Varlıklar	19,584	26,324	33,974	43,894

Kısa Vadeli Yükümlülükler	8,233	11,462	14,152	18,090
Finansal Borçlar	917	1,200	1,500	1,784
Kira Yükümlülükleri	739	1,350	1,740	2,237
Ticari Borçlar	4,822	5,912	7,654	9,880
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	1,756	3,000	3,258	4,188
Uzun Vadeli Yükümlülükler	930	1,168	1,506	1,936
Finansal Borçlar	2	2	3	3
Kira Yükümlülükleri	721	905	1,167	1,500
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	208	261	337	433
Özkaynaklar	10,420	13,694	18,316	23,869
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	10,214	13,544	18,123	23,620
Azınlık Payları	206	150	193	249
Toplam Yükümlülükler ve Özkaynaklar	19,584	26,324	33,974	43,894

Nakit Akım Tablosu - TL mn	2024	2025T	2026T	2027T
Faaliyetlerden Nakit Akışı	2,003	1,050	3,877	5,316
FAVÖK - UFRS16 ve vade farkı gideri hariç	4,430	5,346	7,061	9,963
Vergi Gideri	-752	-806	-1,108	-1,710
İşletme Sermayesindeki Değişim	-1,054	-2,626	-1,067	-1,898
Komisyon Gideri	-621	-863	-1,009	-1,039
Sabit Sermaye Yatırımları	-1,102	-2,901	-2,182	-2,645
Yatırım/Satış	-2.9%	-6.0%	-3.5%	-3.3%
Serbest Nakit Akışı	901	-1,851	1,695	2,671
Serbest Nakit Akış Marjı	2.3%	-3.8%	2.7%	3.3%
Temettü	845	931	807	1,104
Nakit ve Benzerlerindeki Değişim	-1,372	1,873	-639	-1,580

Kaynak: Şirket Verisi, Ak Yatırım Araştırma

¹ 2024 sonrası tahminler her ilgili yılın yıl sonu itibarıyla TL satın alma gücü cinsinden ifade edilmiştir

² FAVÖK, uygulanan faiz oranı etkisi, stoklarda enflasyon düzeltmesi etkisi ve TFRS 16 etkisine göre düzeltilmiştir.

Büyüme Yıllık	2024	2025T	2026T	2027T
Satış Gelirleri	46%	26%	29%	29%
Brüt Kar	53%	26%	28%	28%
Operasyonel Giderler	56%	30%	27%	27%
Faaliyet Karı	44%	14%	33%	31%
FAVÖK	46%	44%	22%	29%
VÖK	52%	-6%	43%	48%
Net Kar	53%	-1%	37%	44%

Karlılık	2024	2025E	2026E	2027E
Brüt Kar Marjı	50.3%	50.4%	50.2%	50.0%
Operasyonel Gider Marjı	-38.2%	-39.4%	-38.8%	-38.4%
Personel/Satış	-16.2%	-17.3%	-17.0%	-16.6%
Kira/Satış	-7.9%	-7.9%	-7.9%	-7.9%
Amortisman/Satış (Kira dahil)	-6.1%	-7.0%	-6.6%	-6.6%
Faaliyet Kar Marjı	12.1%	11.0%	11.4%	11.6%
FAVÖK Marjı	6.1%	7.0%	6.6%	6.6%
VÖK Marjı	6.9%	5.2%	5.7%	6.6%
Net Kar Marjı	7.1%	5.6%	5.9%	6.6%
Özkaynak Karlılığı (ROE)	28.2%	19.9%	21.0%	23.5%
Yatırım Sermayesi Getirisi (ROIC)	58.5%	39.4%	35.8%	37.0%

Borçluluk	2024	2025T	2026T	2027T
Net Borç (Nakit)	-3,957	-2,084	-2,723	-4,303
Net Borç / FAVÖK	-5,417	-4,339	-5,630	-8,040
Faaliyet Karı / Net Faiz Gideri	-0.8	-0.5	-0.5	-0.6

Ana Parametreler	2024	2025T	2026T	2027T
Net Satış (TMS29 sonrası)	38,519	48,357	62,335	80,140
Büyüme - Yıllık	46%	26%	29%	29%
Türkiye	34,640	43,639	56,177	72,025
Büyüme - Yıllık	51%	26%	29%	28%
Yurtdışı	3,879	4,718	6,158	8,115
Büyüme - Yıllık	18%	22%	31%	32%
Metrekare başına satış	146,129	174,056	214,822	264,686
Büyüme - Yıllık	42%	19%	23%	23%
Birebir Mağaza Büyümesi	59%	24%	25%	25%
Sepet	58%	31%	21%	23%
Trafik	1%	-5%	3%	2%
Yılsonu TUE	44.4%	32.0%	25.0%	19.0%
Satış Alanı (Bin Metrekare)	189	194	200	212
Büyüme - Yıllık	8%	3%	3%	6%
Mağaza Sayısı	485	494	502	517
Türkiye - Perakende	352	356	361	376
Yurtdışı - Perakende	20	25	28	28
Türkiye - Franchise	70	70	70	70
Yurtdışı - Franchise	43	43	43	43

TMS29 Öncesi	2024	2025T	2026T	2027T
Net Satışlar	32,632	42,211	55,442	71,279
FAVÖK	7,259	9,149	11,732	15,083
Net Kar	3,952	4,522	4,753	6,622
Brüt Marj	54.1%	53.7%	53.6%	53.6%
FAVÖK Marj	22.2%	21.7%	21.2%	21.2%
Net Kar Marjı	12.1%	10.7%	8.6%	9.3%

Değerleme	2024	2025T	2026T	2027T
F/K	9.0	11.2	9.5	7.7
FD/FAVÖK	2.9	3.2	2.8	2.4
FD/Satış	0.5	0.6	0.5	0.4

AKYatırım

Bu rapor, Ak Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından, güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan elde edilen bilgi ve veriler kullanılarak hazırlanmıştır. Raporda yer alan ifadeler, hiçbir şekilde veya suretle alış veya satış teklifi olarak değerlendirilmemelidir. Ak Yatırım, bu bilgilerin doğru, eksiksiz ve değişmez olduğunu garanti etmemektedir. Bu sebeple, okuyucuların, bu raporlardan elde edilen bilgilere dayanarak hareket etmeden önce, bilgilerin doğruluğunu teyit ettirmeleri önerilir ve bu bilgilere dayanılarak aldıkları kararlarda sorumluluk kendilerine aittir. Bilgilerin eksikliği ve yanlışlığından Ak Yatırım hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. Ayrıca, Ak Yatırım'ın ve Akbank'ın tüm çalışanları ve danışmanlarının, herhangi bir şekilde bilgiler dolayısıyla ortaya çıkabilecek, doğrudan veya dolaylı zararlarla ilgili herhangi bir sorumluluğu yoktur. Burada yer alan bilgiler, bir yatırım tavsiyesi, yatırım aracının alım-satım önerisi ya da getiri vaadi değildir ve Yatırım Danışmanlığı kapsamında yer almamaktadır. Yatırım Danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak Yatırım Danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde sunulmaktadır. Bunlara ilaveten, Ak Yatırım, raporların Internet üzerinden e-mail yoluyla alınması durumunda virüs, hatalı gönderim veya diğer herhangi bir teknik sebepten dolayı alıcının donanımına veya yazılımına gelebilecek herhangi bir zarardan dolayı sorumlu tutulamaz.