

Mavi Giyim

NÖTR

Kapanış (TL)	40,32	Hedef fiyat (TL)	55,00		
Piyasa değeri (TL / US\$ mn)	32.035 / 777	12 aylık getiri / görece getiri (%)	-8 / -21		
Endeks	BIST-50	Pazar	Yıldız		
(TL mn)	2Ç24	2Ç25	y/y Δ	Konsensüs	Gerçek / Kons.
Net satışlar	9.917	9.564	%-4	9.517	%0
FAVÖK	1.628	1.503	%-8	1.508	%0
FAVÖK marjı	%16,4	%15,7	-70 bp	%15,8	-10 bp
Net Kar	683	231	%-66	371	%-38

2Ç25 Bilanço Değerlendirmesi

Kârlılıkta beklenti altı - Mavi, 2Ç25'te 231 milyon TL net kâr açıkladı. Bu rakam yıllık bazda %66 düşüşe işaret ediyor ve piyasa beklentisinin %38 altında gerçekleşti. Gelirler ve FAVÖK beklentilere paralel gerçekleşirken, beklentinin üzerinde gelen finansman giderleri net kârda aşağı yönlü sapmaya yol açtı.

Gelirler geriledi - Mavi, 2Ç25'te 9,6 milyar TL gelir açıkladı. Bu rakam yıllık bazda %4 düşüşe işaret ederken beklentilere paralel gerçekleşti. Şirket, çeyrek boyunca bir mağaza açarak Türkiye'de toplam satış alanını yıllık bazda %6 artırarak 190 bin m²'ye çıkardı. Türkiye'de metrekare başına perakende geliri yıllık bazda %8 düşerken, aynı mağaza satışları %5 azaldı (trafik %4, sepet büyüklüğü %2 daraldı). Uluslararası perakende gelirleri mağaza başına %8 düştü. Online satışların toplam gelir içindeki payı %9,0 oldu ve yıllık bazda 10 baz puan geriledi (Türkiye %6, uluslararası %4). Yönetim, Türkiye'de perakende satışların Ağustos'ta %30, Eylül'ün ilk iki haftasında %36 arttığını, online satışların ise sırasıyla %18 ve %43 yükseldiğini (nominal) açıkladı.

Kârlılıkta bozulma - Brüt kâr marjı yıllık bazda 60 baz puan daralarak %50,4'e geriledi. Tahakkuk eden faiz (pozitif) ve stok enflasyonu düzeltilmesinin (negatif) net etkisi yıllık bazda 60 baz puan kötüleşti. Satışların zayıf seyretmesi nedeniyle faaliyet giderlerinin satışlara oranı 100 baz puan arttı. Personel giderleri yıllık bazda 50 baz puan yükselerek gelirlerin %18,5'ine ulaştı; çalışan başına ortalama maaş ise %6 arttı. Bunun sonucunda, FAVÖK marjı yıllık bazda 70 baz puan daralarak %15,7'ye geriledi ve beklentilerle uyumlu gerçekleşti.

Yeni beklenti - Yönetim yıl sonu beklentilerini revize etti. Gelirlerde düşük tek haneli düşüş bekleniyor (önceki: düşük-orta tek haneli büyüme), FAVÖK marjının ise %18,0'in üzerinde olması öngörülüyor (önceki: %17,5'in üzerinde; 2024: %18,5).

Genel Görüşümüz - Operasyonel sonuçlar (gelirler ve FAVÖK) zayıf perakende talebi nedeniyle beklendiği gibi zayıf gerçekleşti. Online satışlar ise sektör genelindeki promosyonların etkisiyle baskı altında kaldı. Aynı mağaza sepet harcaması düşüş eğilimini sürdürdü. Geçen yıla kıyasla, düşük faiz oranlarının brüt kâr marjına etkisi, düşük enflasyonun etkisine göre daha sınırlı kaldı. Ortalama maaşlardaki artış ise FAVÖK marjında bozulmaya neden oldu. Yönetim gelir beklentisini aşağı çekerken, biz de tahminlerimizi buna paralel revize ettik. Bu doğrultuda 12 aylık hedef fiyatımızı 65 TL'den 55 TL'ye indirdik ve tavsiyemizi AL'dan NÖTR'e düşürdük. Ancak, devam eden hisse geri alım programı, kısa vadede hisseye destek sağlayabilir.

Değerleme - Hisse son bir yılda %8 düştü ve BIST100 endeksine görece %21 daha zayıf bir performans gösterdi. Hisse 2025 tahminlerimize göre 13,8x F/K ve 3,4x FD/FAVÖK çarpanlarıyla işlem görüyor.

Araştırma

yatirimarastirma@icbcyatirim.com.tr
+90-212-276-2727