

Mavi 2Ç26 Finansal Sonuç Değerlendirmesi

- 2Ç26 finansal sonuçlarının ardından Mavi için 12 aylık hedef fiyatımızı 56 TL'den 52 TL'ye revize ediyoruz. Buna karşın, son dönemde hisse fiyatında yaşanan geri çekilmenin ardından yeni hedef fiyatımıza göre oluşan getiri potansiyelini dikkate alarak "TUT" tavsiyemizi "AL" olarak yükseltiyoruz.**
- Operasyonel karlılık piyasa beklentisinin üzerinde gerçekleşirken, yüksek efektif vergi oranı net karı baskılamaya devam etti.** Mavi, 2Ç26'da piyasanın hesaplama yöntemine göre 1.962 milyon TL FAVÖK elde ederek 1.900 milyon TL'lik piyasa beklentisinin yaklaşık %3 üzerinde gerçekleşti. Şirket yönetiminin kendi hesaplama metodolojisine göre FAVÖK ise 2.065 milyon TL ile Kuveyt Türk Yatırım tahminimizle tam uyumlu gerçekleşirken, bu yöntemle göre FAVÖK marjı %16,4 oldu. Standart hesaplama göre FAVÖK yıllık %2 artarken, FAVÖK marjı 40 baz puan iyileşerek %15,6'ya yükseldi. Karlılıktaki iyileşmenin temelinde brüt kar marjının yıllık 240 baz puan artarak %52,8'e ulaşması yer aldı. Buna karşılık sınırlı satış büyümesi nedeniyle amortisman hariç faaliyet giderlerinin satışlara oranındaki 200 baz puanlık artış, brüt marjdaki iyileşmenin FAVÖK marjına yansımaları sınırladı. Operasyonel karın %15 artması ve net finansman giderlerinin 513 milyon TL'den 325 milyon TL'ye gerilemesiyle vergi öncesi kar yıllık %117 artarak 505 milyon TL'ye ulaştı. Ancak geçen yıl %6 olan efektif vergi oranının %53'e yükselmesi net kar üzerindeki baskının sürmesine neden oldu. Net kar ise 263 milyon TL ile 293 milyon TL'lik piyasa beklentisinin yaklaşık %10 altında kalırken, 227 milyon TL olan kurum beklentimizin yaklaşık %16 üzerinde gerçekleşti.
- Hasılat beklentilere paralel gerçekleşirken, büyümenin kompozisyonunda perakende kanalının görece daha dirençli kaldığını görüyoruz.** Şirketin 2Ç26 konsolide gelirleri yıllık bazda %0,4 gerileyerek 12.553 milyon TL seviyesinde gerçekleşti. Açıklanan hasılat 12.600 milyon TL'lik piyasa beklentisinin yalnızca %0,4 altında kalırken, 12.536 milyon TL olan Kuveyt Türk Yatırım beklentimize paralel gerçekleşti. Küresel perakende gelirleri 9.441 milyon TL'den 9.527 milyon TL'ye yükselirken, toptan satışlar 2.030 milyon TL'den 1.914 milyon TL'ye, e-ticaret gelirleri ise 1.128 milyon TL'den 1.113 milyon TL'ye geriledi. Türkiye gelirleri yıllık %0,4 büyürken, Türkiye perakende gelirlerinde %0,7 artış ve e-ticarette %1,1 daralma kaydedildi. Yurtdışı gelirler raporlanan bazda %8,6 gerilese de sabit kur varsayımı altında %2,6 büyüdü. ABD operasyonunun yıllık %24 büyümesi ise uluslararası tarafa öne çıkan olumlu gelişme oldu.
- 1Ç26'da görülen adet ve trafik baskısının 2Ç26'da hafiflemesi operasyonel açıdan sonuçların en olumlu taraflarından biri oldu.** Türkiye'de birebir mağaza satışları nominal bazda %31,3 artarken reel bazda %0,6 geriledi. Bununla birlikte ilk çeyrekte daralan işlem adedi ikinci çeyrekte %3,5 artışa dönerken, birebir mağaza satış adetleri %5,8 büyüdü. Yeni metrekarelerin katkısıyla toplam Türkiye perakende satış adetlerinde büyüme %7,3'e ulaştı. Böylece ilk çeyrekte işlem adedi ve satış adetlerinde görülen düşüşün ardından ikinci çeyrekte hacim tarafında daha net toparlanma görüyoruz. Reel birebir mağaza satışlarının halen hafif negatif bölgede kalması ise güçlü adet performansına rağmen reel ciro büyümesinin henüz tam olarak geri dönmeyeceğini gösteriyor. Online kanalda rekabet ve kampanya yoğunluğu devam ederken satış adetlerinin yıllık %8 büyümesi de hacim tarafındaki toparlanmayı destekleyen bir diğer unsur oldu.
- Satış büyümesi sınırlı kalmasına rağmen işletme sermayesi ve nakit oluşumu tarafındaki performansı güçlü buluyoruz.** Mavi, 1Y26'da 4.216 milyon TL operasyonel nakit akışı oluşturarak geçen yılın aynı dönemindeki 2.993 milyon TL'nin üzerine çıkarken nakde dönüş oranı %63'ten %90'a yükseldi. Stoklar ise y/y %7 azalırken net işletme sermayesinin satışlara oranı %8,0'den %5,1'e geriledi. Mağazacılık tarafında ise ilk yarıda dört mağaza açılışı ve dört kapanışla Türkiye mağaza sayısı 360 seviyesinde kalırken, brüt satış alanı 197 bin metrekare'den 201 bin metrekare'ye yükseldi. Eylül ortası itibarıyla yılbaşından bu yana 7 yeni mağaza açılışı, 5 mağaza kapanışı, 7 mağazada metrekare genişlemesi ve 19 mağazada yenileme gerçekleştirildi.
- Yönetimin gelir büyümesi beklentisini aşağı çekmesi, sonuçlara ilişkin temkinli duruşumuzu korumamıza neden oluyor.** Şirket, yıl başında TMS 29 dahil konsolide gelirlerde öngördüğü %5 ± %1 büyüme beklentisini düşük tek haneli daralma ile yatay büyüme aralığına revize etti. Buna karşın %18 ± %0,5 FAVÖK marjı beklentisi, net nakit pozisyonunun korunması hedefi ve toplam gelirin yaklaşık %6'sı seviyesindeki yatırım harcaması (CAPEX) öngörüsü değişmedi. Türkiye'de 15 net yeni mağaza, 15 mağazada metrekare genişlemesi, 30 mağaza yenilemesi ve Kuzey Amerika'da 6 yeni mağaza hedefleri de korunuyor. 3Ç26'nın başlangıcında ise nominal görünüm görece destekleyici bulunuyor. Ağustos ayında Türkiye perakende satışları %25, online satışlar %30 büyürken, Eylül'ün ilk iki haftasında perakende satış büyümesi %24 olarak gerçekleşti. Dolayısıyla ikinci çeyrekte hacim ve marj tarafında toparlanma görülmesine rağmen yönetimin yıllık ciro beklentisini aşağı çekmesi, reel talep koşullarının yılın geri kalanı açısından halen yakından izlenmesi gerektiği kanaatindeyiz.

"AL"
Hedef Fiyat: 52,00 TL
12 Aylık Getiri Potansiyeli : %52

Piyasa Bilgileri	
Bloomberg Kodu	MAVI TI
Tavsiye	AL
Hedef Fiyat (TL/hisse)	52,00
Kapanış (TL/hisse)	34,30
Yükseliş Potansiyeli (%)	52%
Piyasa Değeri (milyon TL)	27,252
Piyasa Değeri (milyon USD)	561
Firma Değeri (milyon TL)	24,066
Sermaye (milyon TL)	795
Halka Açıklık Oranı (%)	73,00

Tahminler, TLmn	2025	2026T	2027T
Net Satış Gelirleri	47,729	59,388	70,040
Büyüme (%)	-5%	24,4%	17,9%
FAVÖK	8,841	9,418	3,235
Büyüme (%)	-4%	15%	10%
Net Kar	2,294	866	1,196
Büyüme (%)	-36%	a.d	45%

Karlılık (%)			
FAVÖK Marjı	18,5%	15,9%	4,6%
Net Kar Marjı	4,8%	1,5%	1,7%

Borçluluk			
Net Borç	-4,638	-4,631	-5,477
Net Borç/FAVÖK	-0,52	-0,49	-1,69

Değerleme Çarpanları			
F/K	11,88	31,47	22,79
FD/FAVÖK	2,72	2,56	7,44



Analist

Eren Bozdoğan

eren.bozdogan@kuveytturkyatirim.com.tr



Özet Finansal Görünüm

Gelir Tablosu (milyon TL)	2Ç26	2Ç25	y/y (%)	1Ç26	ç/ç (%)	6A26	6A25	y/y (%)
Net Satışlar	12,553	12,599	-0	13,279	-5	25,832	26,128	-1
Satışların Maliyeti (-)	5,922	6,253	-5	6,200	-4	12,121	12,721	-5
Brüt Kar/Zarar	6,632	6,346	5	7,079	-6	13,710	13,407	2
Faaliyet Giderleri (-)	5,745	5,402	6	5,589	3	11,335	10,622	7
Esas Faaliyet Karı	886	944	-6	1,490	-41	2,376	2,785	-15
Amortisman	1,076	973	11	1,035	4	2,111	1,895	11
FAVÖK	1,962	1,917	2	2,524	-22	4,486	4,680	-4
Diğ. Gelir/Gider (net)	60	-122	a.d.	263	-77	323	130	148
Yat. Fal. Gel. (net)	0	-7	a.d.	1	-77	1	-12	a.d.
Finansal Gelir/Gider (net)	-440	-584	a.d.	-536	a.d.	-976	-1,135	a.d.
Parasal Kazanç (Kayıp)	-115	-71	a.d.	-293	a.d.	-408	-200	a.d.
Vergi Öncesi Kar/Zarar	505	232	117	1,218	-59	1,723	1,768	-3
Vergi	-266	-13	a.d.	-650	a.d.	-917	-428	a.d.
Kont. Gücü Olmayan Paylar	-24	-85	a.d.	-150	a.d.	-174	-124	a.d.
Ana Ortaklık Net Kar	263	304	-14	717	-63	980	1,463	-33

Karlılık	2Ç26	2Ç25	y/y (%)	1Ç26	ç/ç (%)	6A26	6A25	y/y (%)
Brüt Kar Marjı	52.8%	50.4%	2.5bps	53.3%	-0.5bps	53.1%	51.3%	1.8bps
Esas Faaliyet Kar Marjı	7.1%	7.5%	-0.4bps	11.2%	-4.2bps	9%	11%	-1.5bps
FAVÖK Marjı	15.63%	15.22%	0.4bps	19.0%	-3.4bps	17.4%	17.9%	-0.5bps
Vergi Oranı	-52.7%	-5.8%	a.d.	-53.4%	a.d.	-53%	-24%	a.d.
Net Kar Marjı	2.1%	2.42%	-0.3bps	5.4%	-3.3bps	3.8%	6%	-1.8bps
*Net Borç	-3,186	-2,554	a.d.	-3,878	a.d.	-3,186	-2,554	a.d.
Net Borç (USD)	-66	-61	a.d.	-82	a.d.	-66	-61	a.d.
Net Borç/FAVÖK	-0.39	-0.45	a.d.	-0.52	a.d.	-0.39	-0.45	a.d.

Nakit Akım Tablosu	2Ç26	2Ç25	y/y (%)	1Ç26	ç/ç (%)	6A26	6A25	y/y (%)
İşletme Faaliyetlerinden Nakit	2,514	1,024	145	1,674	50	4,264	3,476	23
Yatırım Faaliyetlerinden Nakit	-80	-526	a.d.	-59	a.d.	-142	-447	a.d.
Serbest Nakit Akımı	2,434	498	389	1,615	51	4,122	3,029	36
<i>Getirilere Oranı (%)</i>	19.4%	4.0%	15.4bps	12%	7.2bps	16.0%	11.6%	4.4bps
Finansman Faaliyetlerinden Nakit	-2,268	-2,275	a.d.	-781	a.d.	-3,084	-3,540	a.d.
Yabancı Para Çevrim Farkı Etkisi	0	0	a.d.	0	a.d.	0	0	a.d.
Net Nakit Değişimi	166	-1,777	a.d.	834	-80	1,038	-512	a.d.

* Pozitif rakam net borç, negatif rakam ise net nakit pozisyonunu ifade etmektedir.

** a.d. = Anlamalı Değil



Kuveyt Türk Yatırım Araştırma Ekibi

Dr. Kutay Gözgör
ARAŞTIRMA
DİREKTÖRÜ

Ubeyde Safvan Erbaş
YÖNETMEN
Teknik Analist

Muhammet Çakmak
YÖNETMEN
Havacılık, Sağlık, Bilişim, GYO

Eren Bozdoğan
KIDEMLİ UZMAN
Perakende, Sanayi, Savunma

Furkan Ataş
UZMAN YARDIMCISI

Ali Osman Okut
UZMAN YARDIMCISI
Çimento

Uğur Kara
UZMAN YARDIMCISI

İletişim ve Haberleşme için:

arastirma@kuveytturkyatirim.com.tr

Yasal Uyarı

Bu raporda yer alan bilgiler Kuveyt Türk Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("Kuveyt Türk Yatırım") tarafından genel bilgilendirme amacıyla hazırlanmıştır. Burada yer alan bilgi, yorum ve tavsiyeler yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde, kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler ise genel niteliktedir, herhangi bir yatırım aracının alım ya da satımı için öneri niteliğinde yorumlanmamalıdır. Bu tavsiyeler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak mali durumunuz, risk ve getiri beklentileriniz ile uyumlu olmayan yatırım kararları vermeniz beklentilerinize uygun olmayan sonuçlar doğurabilir. Burada yapılan analizlere dayanarak yapılan yatırımlar zararlı da sonuçlanabilir. Bu rapora dayanarak yapılan herhangi bir yatırımın sonucu Müşteri'ye aittir. Bu sonuçlardan dolayı Kuveyt Türk Yatırım ve çalışanları hiçbir sorumluluk üstlenmemektedir. Bu raporda yer alan bilgiler, güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan derlenmiş olmakla birlikte kesinlikleri ve doğrulukları garanti edilmemektedir. Bu nedenle, bu bilgilerin tam veya doğru olmamasından, kullanılan kaynaklardaki hata ve eksik bilgilerden dolayı doğabilecek zararlar konusunda Kuveyt Türk Yatırım ve çalışanları herhangi bir sorumluluk kabul etmez. Raporda yer alan bilgiler Kuveyt Türk Yatırım'ın yazılı izni olmadan çoğaltılamaz, yayınlanamaz veya üçüncü kişiler ile paylaşılamaz.