

Mavi 3Ç25 Finansal Sonuç Değerlendirmesi

- Mavi için 12 aylık hedef fiyatımızı 53,0 TL olarak korurken son zamanda hisse fiyatının düşüşünden oluşan marj artışından dolayı "TUT" tavsiyemizi "AL" olarak revize ediyoruz.**
- Mavi, 3Ç25'te beklentilerin üzerinde finansal sonuçlar açıkladı.** Şirket, 3Ç25'te 1,006 milyon TL net kar (kontrol gücü olmayan paylar hariç) açıklayarak hem bizim hem de piyasa medyan beklentisinin üzerinde karlılık açıkladı. Net karın tahminimizi aşmasında, beklentimizin üzerinde gelen operasyonel karlılık ve öngördüğümüzden daha yüksek gerçekleşen ertelenmiş vergi geliri başlıca unsurlar oldu. Geçen yıl aynı dönemde 60 milyon TL seviyesinde bulunan ertelenmiş vergi geliri, 3Ç25'te 122 milyon TL'ye yükselmesi olumlu etki oluşturdu. Operasyonel karlılık tarafında da güçlü finansallar karşılandı. 3Ç25'te FAVÖK, tahminimizin %8 üzerinde 2.669 milyon TL olarak açıklanırken FAVÖK marjı ise yıllık bazda 2,8 puan artarak %22'ye ulaştı. Marjdaki bu iyileşmenin temel nedeni, geçen yılın aynı dönemine kıyasla uygulanan faiz oranı farkının oluşturduğu olumlu etki oluşturdu. Öte yandan, faiz oranlarının düşmesi ve TL mevduat bakiyesinin geçen yıla göre daha düşük seyretmesi nedeniyle finansal gelirlerde yıllık bazda 282 milyon TL'lik azalma görüldü. Tüm bu gelişmelere karşın şirket çeyreği 4,3 milyar TL net nakit pozisyonu ile kapatarak finansal açıdan güçlü görünümünü korudu. Ek olarak şirketin net nakit pozisyonu 4.254 milyon TL'ye sınırlı geri çekilme yaşadı.
- Satışlar beklentilere paralel gerçekleşti...** 3Ç25 satış performansına baktığımızda, perakende kanalın genel olarak yatay bir görünüm sergilediğini görüyoruz. Yurt dışı satışlar %8,2 gerilerken, Türkiye operasyonlarındaki daralma %0,2 ile sınırlı kalmış durumda. Toptan satışlarda ise %4,9'luk düşüş söz konusu. Buna karşın, şirket için stratejik öneme sahip olduğuna inandığımız e-ticaret kanalında %1,9 oranında bir büyüme elde edildi; bu kanalın diğer segmentlerden ayrışmaya başladığını söylemek mümkün. Yılın ilk yarısında zorlu makro koşullar, zayıflayan talep ve sektör genelindeki durgunluk satışlar üzerinde baskı yaratmaya devam etti. Bu toparlanmamış talep dinamikleri halen belirgin bir dönüş sinyali vermiyor. Ancak Eylül-Ekim döneminde okul sezonunun başlamasıyla birlikte, dönemsel olarak TL bazında önceki çeyrekler göre daha sınırlı da olsa pozitif bir katkı oluştuğunu görüyoruz.
- Mağaza sayısı ve satış alanı gelişmeleri...** 9A25'te Mavi, 3 yeni mağaza açarak Ekim 2025 sonu itibarıyla toplam perakende mağaza sayısı 354 oldu. Böylece toplam satış alanı 193 bin m²'ye yükselirken, ortalama mağaza büyüklüğü de 544 m²'ye ulaştı. Diğer yandan, 3Ç25'te bire bir mağazalar açısından zayıf bir görünüm sundu. TL bazındaki satışlarda %3,2, adet satışlarında ise %2,3'lük gerileme görüldü. İşlem adedi %5,3 düşerken, sepet büyüklüğü %2,2 artış kaydetti. Tüm bu baskılara rağmen toplam perakende satış adedi çeyreği %1 oranında sınırlı bir artışla tamamladı. Yılın ilk dokuz ayına bakıldığında, bire bir mağaza satışları TL tarafında %8,2, adet bazında ise %4,7 daraldı. Aynı dönemde Türkiye perakende pazarındaki toplam hacim küçülmesi yaklaşık %2 seviyesinde gerçekleşti. Sepet büyüklüğü reel anlamda %0,6 gerilerken, nominal olarak %35,1 oranında artmış durumda.
- Şirket yönetimi 2025 yılı beklentilerinde revizyona gitmedi.** Buna göre TMS29'un etkisiyle satışlarda sınırlı bir gerileme ve yaklaşık %18 düzeyinde bir FAVÖK marjı hedefi devam ediyor. Türkiye'de 10 net mağaza açılması, 12 mağazada metrekaresi artışı yapılması ve Kuzey Amerika'da 8 yeni mağazanın devreye girmesiyle satış alanının büyütülmesi planlanırken konsolide gelirin yaklaşık %6'sına karşılık gelen yatırım harcaması öngörüsü de korunuyor. Yılın son çeyreğine ilişkin paylaşılan güncel veriler ise, olağanüstü sıcak geçen hava koşulları ve sektördeki yüksek indirim oranlarına rağmen talebin güçlü kalmaya devam ettiğini ortaya koyuyor. Kasım ayında Türkiye perakende satışları %27, online kanal %20 büyürken; Aralık ayının ilk haftasında perakende büyümesi %31'e ulaşmış durumda. Özetle, dönemsel baskılar sürse de 4Ç25'te iç talebin kayda değer bir canlılık gösterdiğini işaret ediyor.

"AL"

Hedef Fiyat: 53 TL

12 Aylık Getiri Potansiyeli : 43%

Piyasa Bilgileri

Bloomberg Kodu	MAVI TI
Kapanış (TL/hisse)	37.08
Piyasa Değeri (milyon TL)	29.461
Piyasa Değeri (milyon USD)	693
Firma Değeri (milyon EUR)	27.392
Sermaye (milyon TL)	795
Halka Açıklık Oranı (%)	73.00

Tahminler, TLmn	2024	2025T	2026T
Net Satış Gelirleri	38,519	42,326	45,820
Büyüme (%)	12%	9.9%	8.3%
FAVÖK	7,012	7,692	8,810
Büyüme (%)	2%	10%	15%
Net Kar	2,724	2,578	2,916
Büyüme (%)	8%	-5%	13%

Karlılık (%)

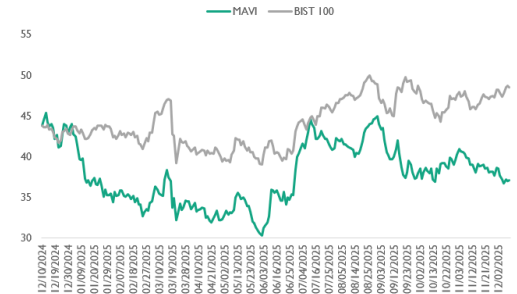
FAVÖK Marjı	18.2%	18.2%	19.2%
Net Kar Marjı	7.1%	6.1%	6.4%

Borçluluk

Net Borç	-4.271	-4.311	-4.585
Net Borç /FAVÖK	-0.7	-0.6	-0.5

Değerleme Çarpanları

F/K	10.8	11.4	10.1
FD/FAVÖK	3.9	3.6	3.1



Analist

Eren Bozdoğan

eren.bozdogan@kuveytturkiyatirim.com.tr

Dr. Kutay Gözgör

kutay.gozgor@kuveytturkiyatirim.com.tr



Özet Finansal Görünüm

Gelir Tablosu (milyon TL)	3Ç25	3Ç24	y/y (%)	2Ç25	ç/ç (%)	9A25	9A24	y/y (%)
Net Satışlar	12,156	12,317	-1	9,564	27	33,580	35,970	-7
Satışların Maliyeti (-)	5,838	6,069	-4	4,747	23	16,269	17,464	-7
Brüt Kar/Zarar	6,318	6,248	1	4,817	31	17,312	18,506	-6
Faaliyet Giderleri (-)	4,472	4,598	-3	4,100	9	13,181	13,486	-2
Esas Faaliyet Karı	1,846	1,649	12	717	158	4,130	5,021	-18
Amortisman	822	709	16	738	11	2,376	2,132	11
FAVÖK	2,669	2,359	13	1,455	83	6,506	7,153	-9
Diğ. Gelir/Gider (net)	103	5	2,116	-92	a.d.	210	215	-2
Yat. Fal. Gel. (net)	-7	-4	a.d.	-5	a.d.	-17	3	a.d.
Finansal Gelir/Gider (net)	-624	-399	a.d.	-443	a.d.	-1,555	-971	a.d.
Parasal Kazanç (Kayıp)	-100	26	a.d.	-54	a.d.	-264	116	a.d.
Vergi Öncesi Kar/Zarar	1,319	1,252	5	176	647	2,768	4,268	-35
Vergi	-350	-267	a.d.	-10	a.d.	-701	-1,092	a.d.
Kont. Gücü Olmayan Paylar	-38	5	a.d.	-65	a.d.	-139	-45	a.d.
Ana Ortaklık Net Kar	1,006	980	3	231	335	2,206	3,220	-31

Karlılık	3Ç25	3Ç24	y/y (%)	2Ç25	ç/ç (%)	9A25	9A24	y/y (%)
Brüt Kar Marjı	52.0%	50.7%	1.2bps	50.4%	1.6bps	51.6%	51.4%	0.1bps
Esas Faaliyet Kar Marjı	15.2%	13.4%	1.8bps	7.5%	7.7bps	12%	14%	-1.7bps
FAVÖK Marjı	21.95%	19.15%	2.8bps	15.2%	6.7bps	19.4%	19.9%	-0.5bps
Vergi Oranı	-26.5%	-21.3%	a.d.	-5.8%	a.d.	-25%	-26%	a.d.
Net Kar Marjı	8.3%	8.0%	0.3bps	2.4%	5.9bps	6.6%	9%	-2.4bps
*Net Borç	-2,068	-1,904	a.d.	-2,554	a.d.	-2,068	-1,904	a.d.
Net Borç (USD)	-49	-53	a.d.	-61	a.d.	-49	-53	a.d.
Net Borç/FAVÖK	-0.33	-0.40	a.d.	-0.54	a.d.	-0.33	-0.40	a.d.

Nakit Akım Tablosu	3Ç25	3Ç24	y/y (%)	2Ç25	ç/ç (%)	9A25	9A24	y/y (%)
İşletme Faaliyetlerinden Nakit	1,623	-1,219	a.d.	778	109	4,473	3,721	20
Yatırım Faaliyetlerinden Nakit	-284	125	a.d.	-400	a.d.	-651	802	a.d.
Serbest Nakit Akımı	1,339	-1,094	a.d.	378	254	3,823	4,523	-15
Gelirlere Oranı (%)	11.0%	-8.9%	a.d.	4%	7.1bps	11.4%	12.6%	-1.2bps
Finansman Faaliyetlerinden Nakit	-1,476	-1,767	a.d.	-1,727	a.d.	-4,379	-5,441	a.d.
Yabancı Para Çevrim Farkı Etkisi	0	0	a.d.	0	a.d.	0	0	a.d.
Net Nakit Değişimi	-137	-2,861	a.d.	-1,349	a.d.	-556	-917	a.d.

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

** a.d. = Anlamlı Değil



Dr. Kutay Gözgör

Araştırma Direktörü

Muhammet Çakmak

Kıdemli Uzman

Havacılık, Sağlık, Bilişim, GYO

Ubeyde Safvan Erbaş

Yönetmen

Teknik Analist

Eren Bozdoğan

Kıdemli Uzman

Perakende, Sanayi, Savunma

Ali Osman Okut

Uzman Yardımcısı

Çimento

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.

