

▪ **Mavi, 2Ç25'te net kârda zayıf, operasyonel kârlılığa güçlü, hasılatla ise beklentiye paralel performans sergiledi...** Şirket, 2Ç25'te 166 milyon TL net kâr (kontrol gücü olmayan paylar hariç) açıklayarak piyasa beklentisinin %44,7 altında kaldı. Şirket aynı dönemde 1,897 milyon TL FAVÖK ile beklentilerin %25,8 üzerinde performans sergilerken, 9,564 milyon TL net satış geliri piyasa medyan beklentisinin %0,5 üzerinde gerçekleşti. Geçen yılın aynı dönemine kıyasla net kâr %66, ciro %4 ve FAVÖK %32 oranında azalış kaydetti. Net kârdaki gerilemede enflasyon muhasebesi nedeniyle finansal giderlerde 221 milyon TL artış ve parasal kayıplardaki yükseliş etkili oldu. Maliyetler yıllık bazda %2 oranında düşmüş olmasına rağmen hasılatın daha fazla gerilemesi brüt kârlılığı baskımlarken, ayrıca genel yönetim giderleri ile diğer giderlerdeki artış operasyonel kârlılığın zayıflamasına sebep oldu.

▪ **Mağaza sayısı ve satış alanı gelişmeleri...** 2025'in ilk yarısında Mavi, üç yeni mağaza açarken dört mağazayı kapattı ve böylece Temmuz 2025 sonu itibarıyla toplam perakende mağaza sayısı 351 oldu (1Ç25: 350, 2024: 352). Aynı dönemde sekiz mağazada metrekare genişlemesine gidilerek satış alanı 190 bin m²'ye ulaştı. Ortalama mağaza büyüklüğü ise 543 m²'ye yükseldi. 2025 yıl sonunda şirketin toplam mağaza sayısının 362'ye ulaşmasını, ortalama mağaza büyüklüğünün ise 560 m²'ye ulaşacağını düşünüyoruz. Ayrıca, yılın ikinci çeyreğinde birebir mağaza satışları TL bazında %5,4 gerilerken adet bazında %1,2 artış kaydedildi. Bu dönemde işlem adedi %3,7 düşerken ortalama sepet büyüklüğü %1,7 küçüldü. Buna rağmen toplam perakende satış adetleri %4,2 arttı. Yılın ilk yarısı genelinde ise birebir mağaza satışları TL bazında %10,8, adet bazında %5,8 daralarak toplam perakende hacmi %3,2 oranında gerileme görüldü.

▪ **Talepteki zayıflığa rağmen Mavi, marka gücü ve etkin yönetimiyle istikrarlı kalmayı sürdürüyor...** Makroekonomik baskıların devam ettiği 2Ç25'te Mavi, güçlü marka stratejisi ve dinamik ürün/fiyat planlaması sayesinde sağlıklı brüt kâr marjını korumayı başardı. Etkin stok ve işletme sermayesi yönetimiyle birlikte şirket, 2Ç25'te 937 milyon TL operasyonel nakit elde etti. Türkiye tarafında, enflasyonla mücadele politikalarının zayıflatığı tüketici talebine rağmen perakende satışlar %4,2'lik hacim artışıyla dayanıklılığını gösterdi. Öte yandan, online satışlar sektörü genelinde yoğun kampanya iletişiminin özellikle pazar yerlerinde baskı oluşturmaya sebebiyet verildi. Uluslararası operasyonlarda ise sabit kur bazında %5 büyümeye sağlanırken, ABD operasyonları yıllık dolar bazında %19 artış ile öne çıktı.

▪ **Şirket yönetimi 2025 yılı beklentilerinde revizyona gitti...** Gelir büyümesi tarafından ilk öngörü düşük-orta tek haneli artış iken, revize tahminler TMS29 dahilinde düşük tek haneli daralmaya, TMS29 hariç ise %35+ artıştan %30 seviyesine çekildi. Türkiye'de planlanan 20 net mağaza açılışı 10'a, 15 mağazada öngörülen metrekare büyümesi ise 12'ye indirildi. Kuzey Amerika için 8 yeni mağaza hedefi ise korundu. FAVÖK marj beklentileri yukarı revize edilerek TMS29 dahilinde %18+ seviyelerine çıkarıldı (1Ç25: %17,5). Net nakit pozisyonuna ilişkin beklenti sabit kalırken, yatırım harcamalarının gelir içindeki payı %5'ten %6'ya yükseltildi. Kuveyt Türk Yatırım Araştırma olarak Mavi'nin 2025 yılı sonunda 4,632 milyon TL net nakit pozisyonunda olmasını bekliyoruz.

▪ **Mavi için 12 aylık hedef fiyatımızı 56,0 TL'den 53,0 TL'ye indirirken, 'AL' olan tavsiyemizi 'TUT' olarak revize ediyoruz.** 2Ç25'te net kâr beklentilerin altında kalsa da, hasılatın piyasa öngörülerine uyumlu gerçekleşmesi ve operasyonel kârlılığın beklentilerin oldukça üzerinde oluşması, şirketin temel performansına yönelik olumlu görünümü desteklemeye devam etmektedir. Önümüzdeki dönemde enflasyon muhasebesi etkisinin azalmasıyla birlikte net kâr üzerindeki baskının hafiflemesi ve kademeli bir toparlanma yaşanmasını bekliyoruz. Ancak, mevcut seviyelerden öngördüğümüz daha sınırlı getiri potansiyeli nedeniyle tavsiyemizi 'AL'dan 'TUT' a revize etmiş bulunuyoruz. 2Ç25 finansal sonuçlarına ilişkin piyasa tepkisini ise yakından izlemeyi sürdüreceğiz.

"TUT"
Hedef Fiyat: 53,0 TL

Önceki Hedef Fiyat: 56,0 TL
Getiri Potansiyeli : 31%

Piyasa Bilgileri

Bloomberg Kodu	MAVI T1
Kapanış (TL/hisse)	40.32
Piyasa Değeri (milyon TL)	32,035
Piyasa Değeri (milyon USD)	777
Firma Değeri (milyon TL)	29,481
Sermaye (milyon TL)	795
Halka Açıklık Oranı (%)	73.00

Tahminler, TLmn

	2024	2025T	2026T
Net Satış Gelirleri	38.519	41.000	44.704
Büyüme (%)	12.0%	6.4%	9.0%
FAVÖK	7.012	7.367	8.425
Büyüme (%)	2%	5%	14%
Net Kar	2.724	2.500	2.848
Büyüme (%)	8%	-8%	14%

Karlılık (%)

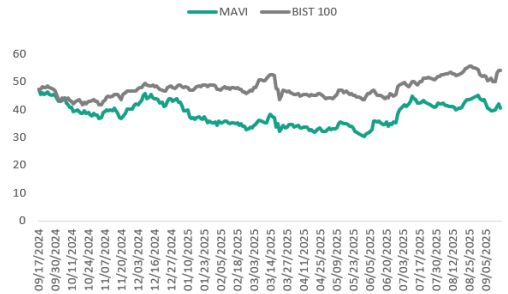
FAVÖK Marjı	18.2%	18.0%	18.8%
Net Kar Marjı	7.1%	6.1%	6.4%

Borçluluk

Net Borç	-4.271	-4.632	-5.301
Net Borç /FAVÖK	-0.61	-0.63	-0.63

Değerleme Çarpanları

F/K	51.8	12.8	11.3
FD/FAVÖK	30.14	4.0	3.5



Analist

Eren Bozdoğan

eren.bozdogan@kuveytturkiyatirim.com.tr

Dr. Kutay Gözgor

kutay.gozgor@kuveytturkiyatirim.com.tr



Özet Finansal Görünüm

Gelir Tablosu (milyon TL)	2Ç25	2Ç24	y/y (%)	1Ç25	ç/ç (%)	6A25	6A24	y/y (%)
Net Satışlar	9,564	9,917	-4	10,270	-7	19,833	21,897	-9
Satışların Maliyeti (-)	4,747	4,855	-2	4,910	-3	9,656	10,549	-8
Brüt Kar/Zarar	4,817	5,062	-5	5,360	-10	10,177	11,348	-10
Faaliyet Giderleri (-)	4,100	4,154	-1	3,963	3	8,063	8,227	-2
Esas Faaliyet Karı	717	908	-21	1,397	-49	2,114	3,121	-32
Amortisman	738	663	11	700	5	1,438	1,317	9
FAVÖK	1,455	1,571	-7	2,097	-31	3,553	4,438	-20
Diğ. Gelir/Gider (net)	-92	9	a.d.	191	a.d.	99	195	-49
Yat. Fal. Gel. (net)	-5	-3	a.d.	-4	a.d.	-9	7	a.d.
Finansal Gelir/Gider (net)	-443	-222	a.d.	-419	a.d.	-862	-530	a.d.
Parasal Kazanç (Kayıp)	-54	-25	a.d.	-98	a.d.	-152	84	a.d.
Vergi Öncesi Kar/Zarar	176	691	-74	1,165	-85	1,342	2,792	-52
Vergi	-10	-67	a.d.	-315	a.d.	-325	-764	a.d.
Kont. Gücü Olmayan Paylar	-65	-59	a.d.	-29	a.d.	-94	-46	a.d.
Ana Ortaklık Net Kar	231	683	-66	880	-74	1,111	2,074	-46
Karlılık	2Ç25	2Ç24	y/y (%)	1Ç25	ç/ç (%)	6A25	6A24	y/y (%)
Brüt Kar Marjı	50.4%	51.0%	-0.7bps	52.2%	-1.8bps	51.3%	51.8%	-0.5bps
Esas Faaliyet Kar Marjı	7.5%	9.2%	-1.7bps	13.6%	-6.1bps	11%	14%	-3.6bps
FAVÖK Marjı	15.22%	15.84%	-0.6bps	20.4%	-5.2bps	17.9%	20.3%	-2.4bps
Vergi Oranı	-5.8%	-9.7%	a.d.	-27.0%	a.d.	-24%	-27%	a.d.
Net Kar Marjı	2.4%	6.9%	-4.5bps	8.6%	-6.1bps	5.6%	9%	-3.9bps
*Net Borç	-2,554	-3,612	a.d.	-4,215	a.d.	-2,554	-3,612	a.d.
Net Borç (USD)	-62	-106	a.d.	-104	a.d.	-62	-106	a.d.
Net Borç/FAVÖK	-0.59	-0.47	a.d.	-0.64	a.d.	-0.59	-0.47	a.d.
Nakit Akım Tablosu	2Ç25	2Ç24	y/y (%)	1Ç25	ç/ç (%)	6A25	6A24	y/y (%)
İşletme Faaliyetlerinden Nakit	778	1,246	-38	1,771	-56	2,638	4,574	-42
Yatırım Faaliyetlerinden Nakit	-400	482	a.d.	57	a.d.	-339	626	a.d.
Serbest Nakit Akımı	378	1,728	-78	1,829	-79	2,299	5,200	-56
Gelirlere Oranı (%)	4.0%	17.4%	-13.5bps	18%	-13.9bps	11.6%	23.7%	-12.2bps
Finansman Faaliyetlerinden Nakit	-1,727	-2,267	a.d.	-914	a.d.	-2,687	-3,400	a.d.
Yabancı Para Çevrim Farkı Etkisi	0	0	a.d.	0	a.d.	0	0	a.d.
Net Nakit Değişimi	-1,349	-539	a.d.	915	a.d.	-388	1,800	a.d.

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

** a.d. = Anlamı Değil



Dr. Kutay Gözgör

Araştırma Direktörü

Muhammet Çakmak

Kıdemli Uzman

Havacılık, Sağlık, Perakende, Savunma

Ubeyde Safvan Erbaş

Kıdemli Uzman

Çimento, Demir – Çelik, Tekstil

Eren Bozdoğan

Uzman

Otomotiv, Giyim Perakende, Beyaz Eşya, Savunma

Ali Osman Okut

Uzman Yardımcısı

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.

