

Mavi 4Ç25 Finansal Sonuç Değerlendirmesi

- 4Ç25 finansal sonuçlarının ardından Mavi için 12 aylık hedef fiyatımızı 55,0 TL'den 56,0 TL'ye revize ediyor, "AL" tavsiyemizi ise koruyoruz.
- Yılın son çeyreğinde vergi giderleri net karı baskılayarak operasyonel karlılık beklentileri aştı. Şirket, 4Ç25'te 60 milyon TL net zarar (kontrol gücü olmayan paylar hariç) açıklayarak piyasa medyan beklentisinin altında karlılık açıkladı (beklenti: 145 milyon TL net kar). Böylelikle şirket 2025 yılında toplamda 2.294 milyon TL net kar açıklamış oldu (y/y: %36). Şirketin net kar yerine zarar açıklamasının temel nedeni, 641 milyon TL tutarındaki vergi gideri olarak öne çıkmıştır. Buna ek olarak, önceki çeyreklerde de görüldüğü üzere parasal kayıp kalemi karlılık üzerinde baskı oluşturmaya devam etti. VUK'a tabi mali tablolarda enflasyon muhasebesi uygulamasının kaldırılması ise 4. çeyrek net karı üzerinde 424 milyon TL tutarında tek seferlik olumsuz etki oluşturmuştur. Operasyonel karlılık tarafında ise FAVÖK, maliyet optimizasyonu ve amortisman kaleminin katkısıyla beklentilerin %12 üzerinde gerçekleşerek 1.900 milyon TL'ye (yıllık +%24) ulaşmıştır. Böylece şirket, 2025 yılını 8.841 milyon TL FAVÖK ile tamamlamıştır (yıllık -%4). FAVÖK marjı ise gelir büyümesinin sınırlı kalmasına rağmen yıllık bazda 0,3 puan artış göstermiştir. Bu performansta brüt karlılıktaki iyileşmenin etkisi etkili olup, brüt kar marjı %50,3'ten %51 seviyesine yükselmiştir. Tüm bu gelişmelere paralel olarak şirketin güçlü nakit pozisyonunu koruduğu ve net nakit seviyesinin 4.057 milyon TL olarak gerçekleştiği görülmektedir.
- Ciro piyasa beklentilerini karşıladı... Mavi'nin 4Ç25 satış performansına baktığımızda, konsolide gelirlerin yıllık bazda yatay kaldığını görüyoruz. Perakende kanal genel olarak dirençli bir görünüm sergilerken, global perakende gelirleri 8.175 milyon TL'den 8.197 milyon TL'ye sınırlı artış gösterdi. Türkiye perakende tarafında hasılat 8.050 milyon TL'den 8.041 milyon TL'ye hafif gerilerken, birebir mağaza satışlarında reel bazda %1,9 düşüş yaşanmasına rağmen adet bazında %4,8, toplam perakende satış adetlerinde ise %6,3 artış kaydedildi. Genel olarak baktığımızda, talebin tamamen kaybolmadığını ancak büyümenin daha çok hacim tarafından geldiğini, sepet büyüklüğü ve fiyatlama tarafındaki zayıflığın ise net satışları baskıladığını gösteriyor. Toptan satışlar 2.174 milyon TL'den 2.129 milyon TL'ye gerileyerek zayıf seyrini sürdürürken, e-ticaret tarafında da önceki çeyreklerdeki güçlü ayrışma korunmadı ve küresel pazardaki gelirler 1.602 milyon TL'den 1.577 milyon TL'ye geriledi. Buna karşın yurtdışı gelirler 1.118 milyon TL'den 1.152 milyon TL'ye yükselirken, sabit kur varsayımı altında %5,9 büyüme ile sınırlı da olsa destekleyici bir katkı sağladı.
- Mağaza büyümesi sürerken sepet ve fiyatlama tarafı baskı oluşturuyor... Mavi, 2025 yılında 14 yeni mağaza açılışı ve 6 mağaza kapanışı ile Ocak 2026 itibarıyla Türkiye'de toplam 360 mağazaya ulaşırken, yapılan metrekare genişlemeleriyle toplam satış alanı %4,4 artışla 197 bin m²'ye, ortalama mağaza büyüklüğü ise 547 m²'ye yükseldi. 4Ç25 özelinde mağazacılık tarafına baktığımızda ise hacim tarafının görece güçlü kaldığı, ancak sepet büyüklüğündeki zayıflığın daha belirgin hale geldiği görülüyor. Birebir mağaza satışları nominal olarak %28,8 artışa da reel bazda %1,9 gerilerken, adet bazında %4,8 ve toplam perakende satış adetlerinde %6,3 artış kaydedildi. Buna karşılık işlem adedindeki artışın %0,3 ile sınırlı kalması ve sepet büyüklüğünün %2,3 daralması, mağaza trafiğinin ciroya aynı ölçüde yansımada olduğunu gösteriyor. Genel olarak mağaza ağındaki büyüme operasyonel olarak destekleyici olsa da, 4Ç25'te mağazacılık performansını sınırlayan ana unsurun fiyatlama ve sepet tarafındaki zayıflık olmaya devam ettiğini söyleyebiliriz.
- Şirket yönetimi 2026 yılına ilişkin beklentilerini paylaştı. Buna göre TMS 29 dahil konsolide gelirlerde $\pm 5\%$ büyüme öngörüldürken, FAVÖK marjının %18 $\pm 0,5$ seviyesinde korunması hedefleniyor. Operasyonel tarafta Türkiye'de 15 net yeni mağaza açılışı, 15 mağazada metrekare artışı ve 30 mağazada yenileme planlanırken, Kuzey Amerika'da 6 yeni mağaza ile büyümenin sürdürülmesi amaçlanıyor. Yatırım harcamalarının ise konsolide gelirin yaklaşık %6'sı seviyesinde gerçekleşmesi bekleniyor. Yılın ilk dönemine ilişkin paylaşılan güncel verilere bakıldığında, Şubat ayında Türkiye perakende satışlarının %27 büyüdüğü, Mart ayının ilk iki haftasında ise bayram etkisiyle büyümenin %74'e ulaştığı görülüyor. Bayram takvimine göre düzeltilildiğinde ise bu artış %26 seviyesine işaret ediyor. Genel olarak yeni yıla talep tarafında güçlü bir başlangıç yapılmış olsa da, özellikle Mart verisinde bayram etkisinin oluşturduğu yüksek bazın etkisini göz ardı etmemek gerekiyor. Ayrıca şirket yönetimi hisse başına 1,67 TL brüt nakit temettü dağıtma kararı aldı. Buna göre toplam temettü tutarı 1.329 milyon TL seviyesinde gerçekleşirken, temettü verimi son kapanış fiyatına göre yaklaşık %3,9 seviyesine işaret ediyor.

"AL"
Hedef Fiyat: 56.00 TL

Önceki Hedef Fiyat: 55,00
12 Aylık Getiri Potansiyeli : 31%

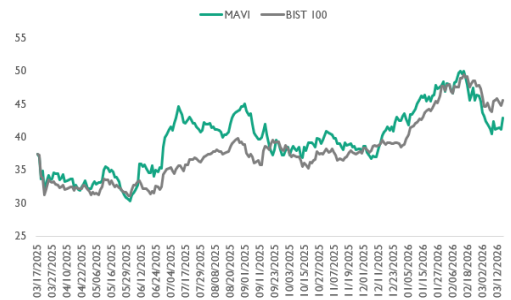
Piyasa Bilgileri	
Bloomberg Kodu	MAVI TI
Tavsiye	AL
Hedef Fiyat (TL/hisse)	56.00
Önceki Hedef Fiyat (TL/hisse)	55.00
Kapanış (TL/hisse)	42.88
Yükseliş Potansiyeli (%)	31%
Piyasa Değeri (milyon TL)	34.069
Piyasa Değeri (milyon USD)	772
Firma Değeri (milyon TL)	30.011
Sermaye (milyon TL)	795
Halka Açıklık Oranı (%)	73.00

Tahminler, TLmn	2025	2026T	2027T
Net Satış Gelirleri	47.729	61.419	72.601
Büyüme (%)	-5%	28.7%	18.2%
FAVÖK	8.841	11.228	13.399
Büyüme (%)	-4%	27%	19%
Net Kar	2.294	3.645	4.431
Büyüme (%)	-36%	59%	22%

Karlılık (%)			
FAVÖK Marjı	18.5%	18.3%	18.5%
Net Kar Marjı	4.8%	5.9%	6.1%

Borçluluk			
Net Borç	-4.057	-5.870	-7.494
Net Borç /FAVÖK	-0.46	-0.52	-0.56

Değerleme Çarpanları			
F/K	14.9	9.3	7.7
FD/FAVÖK	3.4	2.7	2.2
Temettü Verimi	3.3%	2.4%	3.7%



Analist

Eren Bozdoğan

eren.bozdogan@kuveytturkiyatirim.com.tr

Dr. Kutay Gözgor

kutay.gozgor@kuveytturkiyatirim.com.tr



Özet Finansal Görünüm

Gelir Tablosu (milyon TL)	4Ç25	4Ç24	y/y (%)	3Ç25	ç/ç (%)	12A25	12A24	y/y (%)
Net Satışlar	11,904	11,951	-0	12,156	-2	47,729	50,326	-5
Satışların Maliyeti (-)	6,035	6,386	-6	5,838	3	23,391	25,018	-7
Brüt Kar/Zarar	5,869	5,565	5	6,318	-7	24,338	25,309	-4
Faaliyet Giderleri (-)	4,871	4,826	1	4,472	9	18,934	19,213	-1
Esas Faaliyet Karı	998	739	35	1,846	-46	5,404	6,095	-11
Amortisman	902	792	14	822	10	3,437	3,067	12
FAVÖK	1,900	1,531	24	2,669	-29	8,841	9,162	-4
Diğ. Gelir/Gider (net)	16	-1	a.d.	103	-84	240	229	5
Yat. Fal. Gel. (net)	-27	6	a.d.	-7	a.d.	-45	10	a.d.
Finansal Gelir/Gider (net)	-494	-503	a.d.	-624	a.d.	-2,153	-1,539	a.d.
Parasal Kazanç (Kayıp)	-208	-77	a.d.	-100	a.d.	-489	47	a.d.
Vergi Öncesi Kar/Zarar	493	242	104	1,319	-63	3,447	4,795	-28
Vergi	-641	-135	a.d.	-350	a.d.	-1,388	-1,300	a.d.
Kont. Gücü Olmayan Paylar	-87	-17	a.d.	-38	a.d.	-235	-64	a.d.
Ana Ortaklık Net Kar	-60	124	a.d.	1,006	a.d.	2,294	3,559	-36

Karlılık	4Ç25	4Ç24	y/y (%)	3Ç25	ç/ç (%)	12A25	12A24	y/y (%)
Brüt Kar Marjı	49.3%	46.6%	2.7bps	52.0%	-2.7bps	51.0%	50.3%	0.7bps
Esas Faaliyet Kar Marjı	8.4%	6.2%	2.2bps	15.2%	-6.8bps	11%	12%	-0.8bps
FAVÖK Marjı	15.96%	12.81%	3.2bps	22.0%	-6.0bps	18.5%	18.2%	0.3bps
Vergi Oranı	-129.8%	-55.9%	a.d.	-26.5%	a.d.	-40%	-27%	a.d.
Net Kar Marjı	-0.5%	1.0%	a.d.	8.3%	a.d.	4.8%	7%	-2.3bps
*Net Borç	-4,057	-5,170	a.d.	-2,068	a.d.	-4,057	-5,170	a.d.
Net Borç (USD)	-92	-117	a.d.	-48	a.d.	-92	-117	a.d.
Net Borç/FAVÖK	-0.24	-0.22	a.d.	-0.31	a.d.	-0.24	-0.22	a.d.

Nakit Akım Tablosu	4Ç25	4Ç24	y/y (%)	3Ç25	ç/ç (%)	12A25	12A24	y/y (%)
İşletme Faaliyetlerinden Nakit	4,098	4,151	-1	1,623	152	8,871	8,121	9
Yatırım Faaliyetlerinden Nakit	-398	-278	a.d.	-284	a.d.	-1,092	578	a.d.
Serbest Nakit Akımı	3,700	3,873	-4	1,339	176	7,778	8,699	-11
Gelir/Gider Oranı (%)	31.1%	32.4%	-1.3bps	11%	20.1bps	16.3%	17.3%	-1.0bps
Finansman Faaliyetlerinden Nakit	-1,011	-1,034	a.d.	-1,476	a.d.	-5,683	-6,838	a.d.
Yabancı Para Çevrim Farkı Etkisi	0	0	a.d.	0	a.d.	0	0	a.d.
Net Nakit Değişimi	2,689	2,839	-5	-137	a.d.	2,096	1,861	13

* 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.

