

Mavi Giyim

2Ç25 sonuçlarının ardından Mavi Giyim (MAVI) için 12 aylık hedef fiyatımızı 67,50 TL'den 58,00 TL'ye revize ediyoruz. Bu değişiklik; zayıf LFL (like for like: benzer mağaza satışları; yeni açılan/kapanan mağazalardan arındırılmış aynı mağaza satışları) fiyatlama, kampanya yoğunluğu, mağaza açılış planındaki daha temkinli yaklaşım ve yıl sonu varsayımlarındaki güncellemeleri yansıtıyor. Ancak, yılın ikinci yarısında talepte kademeli iyileşme beklentimiz, finansal giderler üzerindeki baskının hafifleyeceği görüşümüz, ABD yatırımlarının orta vadeli büyümeyi desteklemesi, güçlü net nakit pozisyonu ve mevsimselliğin katkısı nedeniyle olumlu görüşümüzü koruyor ve hissiyi Model Portföyümüzde tutuyoruz. Yeni hedef fiyatın mevcut fiyata göre %50 getiri potansiyeli sunuyor, bu nedenle AL önerimizi koruyoruz.

Çeyrek Özeti. TMS29'a göre 2Ç'de net satışlar 9,56 mlr TL, FAVÖK 1,46 mlr TL (marj %15,2) ile konsensusa paralel gerçekleşirken, ana ortaklık net kâr 231 mn TL ile 371 mn TL'lik piyasa beklentisinin altında kaldı. Net kâr sapmasında reeskont faiz giderleri ve mevduat faiz gelirlerindeki düşüş etkili oldu. Net satışlar yıllık %4, çeyreklik %7 gerilerken; FAVÖK yıllık %7, çeyreklik %29 ve net kâr yıllık %66, çeyreklik %74 düştü. 2Ç'de brüt kar marjı %50,4 (y/y -68 baz puan), FAVÖK marjı %15,2 (y/y -63 baz puan) ve net kar marjı %2,4 (y/y -447 baz puan) seviyesinde gerçekleşti. Şirket çeyreği yaklaşık 4,45 mlr TL net nakit ile kapattı; çeyreklik gerilemede yatırım harcamaları etkili oldu.

Operasyonel Trendler. Çeyrek boyunca 1 yeni mağaza açarak Türkiye'de 351 mağazaya ulaşıldı. 1Y25'te toplam satış alanı ~190 bin m²'ye, ortalama mağaza büyüklüğü ~543 m²'ye yükseldi. LFL performansta TL bazında %5,4 düşüş, adet bazında %1,2 artış görüldü; işlem sayısı %3,7 gerilerken sepet büyüklüğü %1,7 daraldı. Buna rağmen toplam perakende satış adetleri %4,2 arttı. Kanal karması perakende ağırlıklı; gelirlerin büyük bölümü Türkiye'den geliyor. Yurt dışı satışlar sabit kurla büyürken ABD operasyonu pozitif ayrışıyor.

2025 Beklentiler ve Revizyonlar. Şirket 2025 için gelir beklentisini aşağı, FAVÖK marjı beklentisini ise yukarı revize etti. Türkiye'de mağaza açılış hedefi yarıya çekilirken Kuzey Amerika'da 8 mağaza açılış planı korundu. Yatırım harcamalarının gelire oranı %6 olarak öngörülüyor (Bkz. "Beklentiler (revizyon)" (s. 3)). Diğer taraftan Haziran 2025'te başlatılan 1,0 mlr TL tavanlı geri alım programı devam ediyor; rapor tarihi itibarıyla yaklaşık sermayenin ~%0,37'si geri alındı. Temettü verimi de artan bir eğilimde: 2018'de %1,1 seviyesinde olan verim, 2025'te %3,5'e yükseldi. Son üç yılın ortalama temettü verimi %3,2 civarında.

Değerlendirme. Kısa vadede fiyatlama baskısı ve kampanya yoğunluğu kârlılık üzerinde sınırlayıcı olmaya devam edebilir. Bununla birlikte güçlü nakit pozisyonu, gider disiplinine bağlı maliyet kontrolü, sezon etkisi, ABD operasyonlarındaki güçlü büyüme ve süren geri alımlar hissede aşağı yönlü riskleri sınırlıyor. Orta vadede yeni mağaza açılışları ve stok yönetimindeki iyileşme ile operasyonel performansın kademeli olarak toparlanmasını bekliyoruz.

MAVI

AL

Hedef fiyat 58,00 TL
Getiri potansiyeli %50

Pay bilgileri

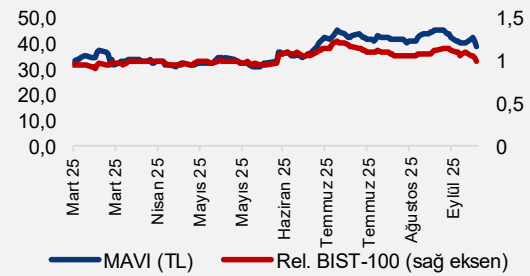
Pay Kodu	MAVI TI
Pay fiyatı (18.09.2025)	38,60
Pay fiyatı aralığı (52 haftalık)	30,3 / 45,0
Piyasa Değeri (TL mn - mn USD)	30.668 - 744
Pay adedi (mn) & halka açıklık oranı	795 - 73%
Yabancı Takas Oranı	30,5%
Pazar	Yıldız Pazar
Sektör	Giyim Perakende

Ortalama işlem hacmi	1 Ay	3 Ay	12 Ay
milyon ABD doları	16,6	13,3	12,9

Fiyat performansı	1 Ay	3 Ay	YBB
TL	-4%	12%	-8%
USD	-5%	7%	-21%
BIST-100'e göre performans	-5%	-7%	-18%

(TL mn)	2023	2024	2025T
Net satışlar	42.364	43.669	44.825
FAVÖK	7.821	7.950	8.155
Net kâr	2.831	3.032	3.191

Çarpanlar	2023	2024	2025T
F/K	8,9x	9,9x	9,9x
F/DD	3,2x	2,6x	2,2x
FD/FAVOK	3,4x	3,3x	3,2x
FD/Net satışlar	0,6x	0,6x	0,6x



Oğuzhan Kaymak
+90 212 355 2604

oguzhan.kaymak@tacirler.com.tr

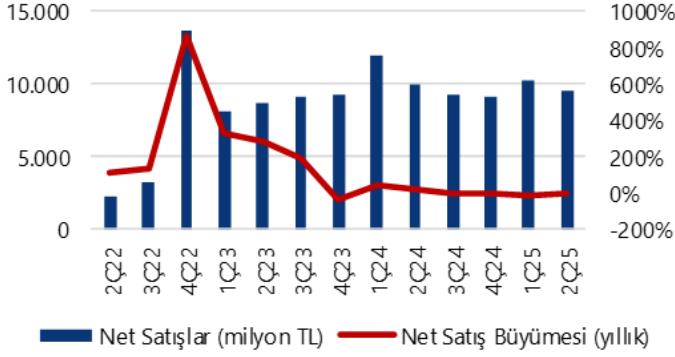
Özgür Tosun

+90 212 355 2637

ozgur.tosun@tacirler.com.tr

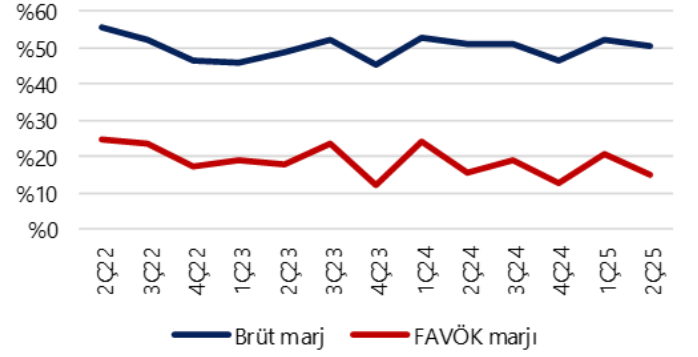
Ana Finansal Göstergeler (Çeyrekssel)

Net Satışlar ve Satış Büyümesi



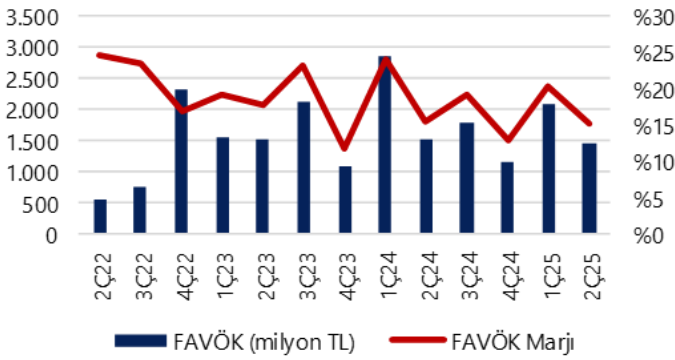
Kaynak: Tacirler Yatırım

Brüt ve FAVÖK Marj Gelişimi



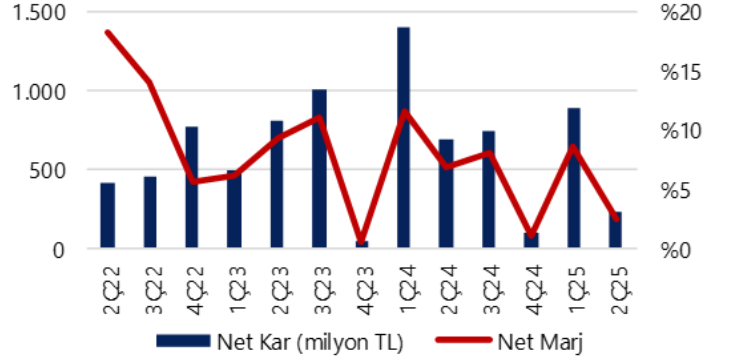
Kaynak: Tacirler Yatırım

FAVÖK ve FAVÖK Marjı Trendi



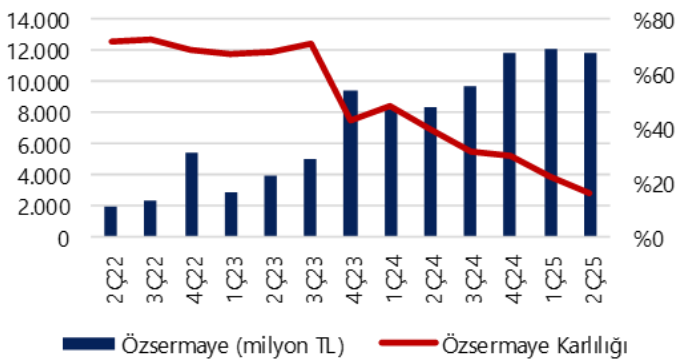
Kaynak: Tacirler Yatırım

Net Kar ve Net Marj Trendi



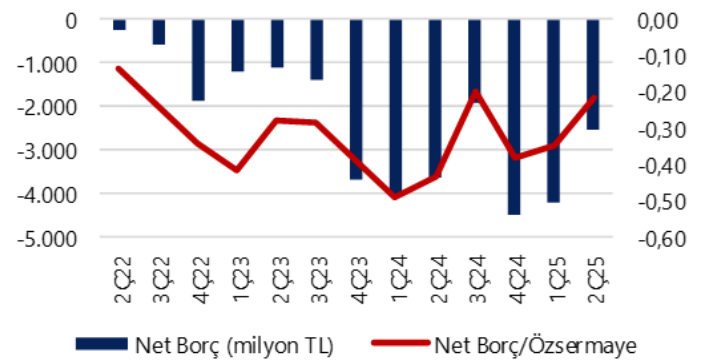
Kaynak: Tacirler Yatırım

Özsermaye ve Özsermaye Karlılığı



Kaynak: Tacirler Yatırım

Net Borç ve Net Borç/Özsermaye



Kaynak: Tacirler Yatırım

Beklentiler (revizyon)

	İlk Beklentiler		Revize Beklentiler	
	TMS29 Dahil	TMS29 Hariç	TMS29 Dahil	TMS29 Hariç
Gelir Büyümesi	Düşük - orta tek haneli büyüme	%35 +	Düşük tek haneli daralma	%30
Perakende Mağazalar	Türkiye'de 20 net yeni mağaza Türkiye'de 15 mağazada m ² büyümesi Kuzey Amerika'da 8 yeni mağaza		Türkiye'de 10 net yeni mağaza Türkiye'de 12 mağazada m ² büyümesi Kuzey Amerika'da 8 yeni mağaza	
FAVÖK Marjı	%17,5 +	%20,0 + %17,0 + (TMS16 hariç)	%18,0 +	%21,5 + %17,5 + (TMS16 hariç)
Nakit Pozisyonu	Net Nakit Pozisyonunun Korunması		Net Nakit Pozisyonunun Korunması	
Yatırım Harcamaları /Konsolide Gelir	%5		%6	

Yatırım Merkezlerimiz

Genel Müdürlük

Nispetiye Cad. B-3 Blok Kat: 9 Akmerkez Etiler - İSTANBUL
0 212 355 46 46

Adana	Cemal Paşa Mah. Gazipaşa Bul. Cemal Uğurlu Apt. Kat: 1 D: 4	(0 322) 457 77 55
Akatlar İrtibat Bürosu	Akat Mahallesi Meydan Caddesi B Blok No: 16 D: 8 (Eski No D: 10) Beşiktaş	(0 212) 355 46 46
Alsancak	Şehit Nevres Bulvarı Eczacıbaşı Apartmanı No: 7 Kat: 2 Daire: 5 Pasaport Alsancak - Konak	(0 232) 241 24 50
Ankara	Remzi Oğuz Arık Mah. Tunalı Hilmi Cad. Yaprak Apt. No: 94 Kat: 2 D: 9 Kavaklıdere Çankaya	(0 312) 435 18 36
Antalya	Şirinyalı Mah. İsmet Gökşen Cad. Özden Apt. No:82/6 Muratpaşa	(0 242) 248 45 20
Bakırköy	İstanbul Cad. Bakırköy İş Merkezi No: 6 Kat: 4 D: 14 Bakırköy	(0 212) 570 52 59
Bodrum	Konacık Mahallesi, Atatürk Bulvarı, Arbor-Abdullah Ünal Çabuk İş Merkezi No: 285/1-A6 Bodrum	(0 212) 355 46 46
Bursa	Konak Mah. Barış (120) Sokak , Ofis Artı Binası, Dış kapı No:3 Daire:33 Nilüfer-BURSA	(0 224) 225 64 10
Çankaya	Çankaya Mahallesi Cinnah Caddesi Cinnah Apartmanı No: 55 D: 7-8 Çankaya / ANKARA	(0 212) 355 46 46
Çukurambar	Kızılırmak Mah.Ufuk Üniversitesi Cad. Next Level Loft Ofis No: 4/65 Kat: 24 Söğütözü Çankaya	(0 312) 909 87 70
Denizli	Urhan İş Merkezi 2. Ticari Yol Daire 26 Kat: 6 Bayramyeri	(0 258) 265 87 85
Erenköy	Bağdat Cad. Çubukçu Apt. No: 333 Kat: 2 D: 4 Kadıköy	(0 216) 348 82 82
Gaziantep	İncilipinar Mah. Gazimuhtarpaşa Bul. Kepkepzade Park İş Merkezi B Blok No: 18 Kat: 1 D: 5	(0 342) 232 35 35
Girne	Ziya Rızıkı Cad. Şehit Necati Gürkaya Sok. Kat: 1 D: 1 Gime - KKTC	(0 392) 815 14 55-0533 889 15 51
İzmir	Kültür Mahallesi, Cumhuriyet Bulvarı No:137 Cumhuriyet Apt. K:5 D:12 Konak – İzmir	(0 232) 445 01 61
İzmit	Hürriyet Cad. Kaya İşhanı No: 39/5 İzmit	(0 262) 323 11 33
İzmit İrtibat Bürosu	Ömerağa Mah. Alemdar Cad. İ. Kolaylı Apt. No: 8 Kat: 2 İzmit	(0 262) 260 01 01
Karadeniz Ereğli	Bağlık Mahallesi Karanfil Sokak No:16/A Karadeniz Ereğli – Zonguldak	(0 372) 316 40 50
Karşıyaka	Yalı Mahallesi Ahmet Kemal Baysak Bulvarı No:42 D:11	(0 232) 241 19 24
Kartal	Üsküdar Cad. Cevat Kayacan Apt. No: 26 Kat: 4 D: 8 Kartal	(0 216) 306 22 71-306 22 06
Kayseri	Hunat Mah. Nuh Mehmet Baldöktü Sok. Gürcüoğlu Plaza No: 5 K: 3 D: 11 Melikgazi	(0 352) 221 08 68-222 82 51
Marmaris İrtibat Bürosu	Kemeraltı Mah. Orgeneral Mustafa Muğlalı Cad. Güven Apt. No: 22 D: 2 Marmaris	(0 252) 321 08 00
Merkez Şube	Akat Mahallesi Meydan Caddesi B Blok No: 16 D: 7 (Eski No D: 9) Beşiktaş	(0 212) 355 46 46
Mersin	İnönü Mah. 1401 Sok. No:32 Pozcu Evo Kat:2 No:10-11 Yenişehir Mersin	(0 324) 238 11 89
Trabzon İrtibat Bürosu	Kemerkaya Mahallesi Halkevi Cad. Mandıralı İş Merkezi No: 4 Daire: 4 Ortahisar	(0 462) 432 24 50

Uyarı Notu

Bu raporda yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmakta olup finansal bilgi ve genel yatırım tavsiyesi kapsamında hazırlanmıştır ve hiçbir şekilde yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti; yetkili kuruluşlar tarafından kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler ise genel niteliktedir. Bu tavsiyeler, mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

Yatırım Danışmanlığı hizmeti talep edilmesi halinde; yatırımcının Tacirler Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ile Yatırım Danışmanlığı sözleşmesi imzalamış olması, Yerindelik Testi'ni tamamlamış ve risk grubunun belirlemiş olması zorunludur.

Bu raporda yer alan her türlü bilgi, yorum ve tavsiye uygunluk testi ile tespit edilecek risk grubunuz ve getiri beklentiniz ile uyumlu olmayabilir. Dolayısıyla, uygunluk testi neticesinde risk grubunuz tespit edilmeden sadece burada yer alan bilgilere dayanılarak yatırım kararı verilmesi amaç, bilgi ve tecrübenize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

Bu rapor herhangi bir sürede belirli bir getirinin sağlanacağına dair bir taahhüt içermemekte olup, zaman içerisinde piyasa koşullarında meydana gelen değişiklikler nedeniyle yorum ve tavsiyelerde değişiklikler söz konusu olabilir. Bu raporda bahsedilen yatırım araçlarının fiyatları ve değerleri yatırımcıların menfaatlerine aykırı olarak hareket edebilir ve netice itibarıyla yatırımcılar anaparalarını kaybetme riski ile karşı karşıya kalabilirler. Bu raporda yer alan geçmiş performans verileri gelecekte elde edilecek sonuçların bir garantisi olarak kabul edilemez.

Bu raporda yer alan tüm bilgiler ve görüşler yatırımcıları bilgilendirmek amacıyla, Tacirler Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından güncel ve güvenilir kaynaklardan temin edilmiş olmakla beraber, Tacirler Yatırım Menkul Değerler A.Ş. söz konusu bilgilerin doğru ve tam olduğunu taahhüt etmemektedir. Raporlardaki yorumlardan, bilgilerin tam veya doğru olmaması ve/veya güncellenme nedeniyle doğabilecek maddi ve manevi zararlardan Tacirler Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ve çalışanları sorumlu tutulamaz.

Bu rapor, sadece gönderildiği kişilerin kullanımı içindir. Bu raporun tümü veya bir kısmı Tacirler Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin yazılı izni olmadan çoğaltılamaz, yayınlanamaz veya üçüncü kişilere gösterilemez, ticari amaçla kullanılamaz. Aksi halde, Tacirler Yatırım Menkul Değerler A.Ş. uğramış olduğu bütün zarar ve ziyanı talep etme hakkını saklı tutar.