

Mavi

Marjlar güçlü, talep zayıf; görünüm nötr

12 Aralık 2025

Mavi'nin 3Ç25 sonuçları bizim görüşümüze göre dengeli bir tablo sunuyor; sezon açısından güçlü bir çeyrekte talep zayıf kalırken marj ve kârlılık tarafında beklentilerin üzerinde bir performans görüldü. Hedef fiyatımızı TL58.90'a (TL58.35'ten) revize ediyoruz. Rekabetinin yoğun seyretmesi ve mağaza bazlı satış (LFL) trendlerinde beklenen toparlanmanın henüz görülmemesi nedeniyle Endekse Paralel Getiri görüşümüzü koruyoruz.

3Ç Özeti: Gelirler TL12,156mn seviyesinde gerçekleşti ve yıllık bazda %1 geriledi (3Ç24: TL12,317mn); piyasa beklentisine (TL12,050mn) paralel kaldı. FAVÖK TL2,669mn oldu (%22.0 marj, geçen yıl: %19.2) ve piyasa tahmininin (TL2,387mn) yaklaşık %12 üzerinde gerçekleşti. Net kâr TL1,006mn (%8.3 marj) ile yıllık bazda %3 arttı (3Ç24: TL980mn) ve piyasa beklentisinin (TL814mn) üzerinde geldi.

LFL Trendleri: 3Ç'te zayıf seyrini korudu. Reel LFL -%3.2 gerilerken, satılan ürün sayısı -%2.3 ve işlem sayısı -%5.3 düştü; ortalama sepet ise TL bazında kademeli olarak %2.2 arttı. Trafikteki düşüş ve sınırlı sepet artışı, talep tarafının hâlâ zayıf olduğuna işaret ediyor. Bu görünüm 1Y'deki zayıf eğilimle genel olarak uyumlu; ayrıca giyim kategorisinde haftalık kart harcamaları son aylarda ivme kaybetti. Bu durum 4Ç25 için net bir LFL toparlanması sinyali vermiyor.

Marjı tercih eden strateji: Mavi'nin enflasyon düzeltilmiş gelirleri 3Ç'te genel olarak yatay seyretti (y/y -%1). Zayıf alım gücü ve yüksek fiyat rekabeti, trafik ve LFL toparlanmasını baskılamaya devam ediyor; buna rağmen Mavi fiyat mimarisini koruyor ve yüksek iskonto uygulamalarından kaçınıyor. 3Ç sonuçları, bu yaklaşımın kısa vadede hacim tarafını sınırlarken uzun vadede marka konumlandırmasını desteklediğini gösteriyor.

3Ç Webcast Notları: Yönetim, dün öğleden sonra çeyreklik yatırımcı toplantısını yaptı. Öne çıkan noktalar: 1) 2026'nın daha iyi işletme sermayesi dinamikleri ve genişlemenin getireceği yaklaşık %2-3 hacim artışıyla bir yatırım yılı olması bekleniyor; 2) satış alanı (m²) büyümesi stratejinin ana odağı olmaya devam ediyor; ABD mağaza açılışları sürse de yakın dönem odağı hâlâ yurtiçi; 3) Yatırımların satışların %5+'i seviyesinde seyretmesi öngörülmüyor; 4) Brüt marjın genel olarak %50+ bandında korunması hedefleniyor.

Yönetim Beklentileri ve yakın dönem görünüm: Mavi, 2Ç'de revize ettiği 2025 beklentilerini 3.çeyrekte korudu. Buna göre enflasyon düzeltilmiş gelirlerde düşük tek haneli daralma, %18+ FAVÖK marjı, satışların yaklaşık %6'sı seviyesinde yatırım harcamaları ve net nakit pozisyonunun korunması hedefleniyor. Şirketin kısa vadeli güncellemesine göre Kasım'da satışlarda perakende +%27, online +%20 ve Aralık'ın ilk haftasında perakende satışlarında +%31 büyüme gerçekleşti. Bu oranlar nominal olduğu için reel LFL ile bire bir kıyaslayamayız; ancak önceki aylardaki nominal büyüme hızlarına kıyasla daha düşük kalması, 4Ç'ye girerken ivmenin daha sınırlı olduğuna işaret ediyor.

Fiyat Verileri

Kapanış Fiyatı		38.48
Piyasa Değeri (US\$m/TLmn)	719	30,573
12 Aylık Hedef Fiyat (TL/Hisse)		58.90
12-Aylık Hedef Piyasa Değeri (TLmn)		46,797
12-Aylık Yukarı Yönlü Potansiyel (TL)		53%
Temettü Verimi		6%

Finansallar (TLmn)	2023	2024	2025E	2026E
Net Satışlar	26,293	38,519	46,951	58,533
% yıllık değişim		46%	22%	25%
FAVÖK	4,854	7,012	8,656	10,960
% yıllık değişim		44%	23%	27%
FAVÖK(İşl. serm. faizi hariç)	4,211	5,605	7,266	9,469
% yıllık değişim		33%	30%	30%
Net Kar	1,784	2,724	2,703	3,703
% yıllık değişim		53%	-1%	37%

Marjlar (%)	2023	2024	2025E	2026E
FAVÖK Marjı	18.5%	18.2%	18.4%	18.7%
Net Kar Marjı	6.8%	7.1%	5.8%	6.3%
Brüt Temettü Verimi	5%	2%	6%	4%
Rasyolar	2023	2024	2025E	2026E
Raporlanan F/K (TL, x)	9.0	12.9	11.3	8.3
FD/FAVÖK (TL, x)	2.8	4.5	3.1	2.5
FD/FAVÖK(Düzeltilmiş, TL,x)	3.2	5.6	3.7	2.9
Özsermaye Karlılığı (TL,%)	40%	33%	23%	25%

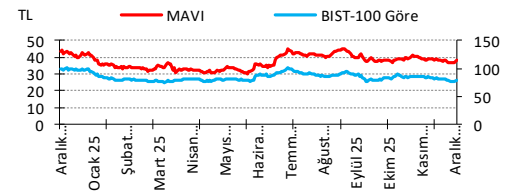
Hisse Senedi Verileri

Kodu	MAVİ.İS	MAVİ Tİ
Sektör		Giyim
Hisse Sayısı (mn)		795
3 Aylık Ort. İşlem. Hacmi		US\$10.1
52 Haftalık Fiyat Aralığı	TL30.30 -	TL45.00

Piyasa Verileri

BIST-100	11,234
TL/US\$	42.53

Fiyat Grafiği



Hisse Performansı	1A	3A	YBK	Yıllık
TL Bazında	-1%	-3%	-9%	-9%
BIST-100' Göre	-7%	-10%	-20%	-18%

Ana Ortaklar

Seyhan Akarlılar	9.1%
Fatma Akarlılar	9.1%
Hayriye Akarlılar	9.1%
Serbest Dolanım Oranı	72.8%
Yabancı Yatırımcı Oranı	30.4%

Derecelendirme	Tanım
Endeks Üstü Getiri	Analist, hisse senedinin önümüzdeki 12 ayda BIST-100 endeksinin üzerinde getiri sağlayacağını öngörüyor.
Endekse Paralel Getiri	Analist, hisse senedinin önümüzdeki on iki ayda BIST-100 endeksine paralel bir getiri elde etmesini bekliyor.
Endeks Altı Getiri	Analist, hisse senedinin önümüzdeki 12 ayda BIST-100 endeksinin altında bir getiri elde etmesini bekliyor.

“Bu raporda yer alan bilgiler halka açık kaynaklardan veya Tera Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından güvenilir addedilen diğer kaynaklardan derlenmiş olup genel bilgilendirme amacıyla hazırlanmıştır. Tera Yatırım Menkul Değerler A.Ş. nin rapor tarihinden sonra, söz konusu bilgi ve görüşlerde meydana gelebilecek değişikliklerden yatırımcıları haberdar etme yükümlülüğü bulunmamaktadır. Bu raporun içeriğinde yer alan herhangi bir bilgi, kesinlik, doğruluk veya eksiksizlik garanti etmediği gibi yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri 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 yorum ve tavsiyede bulunanların genel nitelikte kişisel görüşlerine dayanmakta olup herhangi bir yatırım aracının alım-satım önerisi ya da getiri vaadi olarak yorumlanmamalıdır. Bu görüşler, mali durumunuz ile risk ve getiri tercihinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Ortaya çıkabilecek sonuçlardan dolayı Tera Yatırım ile bağlı kuruluşları, görüş sahipleri, çalışanları, yöneticileri ve ortakları sorumlu tutulamaz.”