

**Net kar beklentileri aştı, ancak bu operasyonel olmayan kalemlerden kaynaklandı** **AL** (önceki AL)

Kapanış Fiyatı (TL)	44,80	Hedef Fiyat – 12ay (TL/pay)	68,00				
Piyasa Değeri (TL / US\$ mn)	35.594 / 773	Nominal / Görece Getiri – 12ay (%)	46 / -1				
Halka Açıklık Oranı	73	Ort. İşlem Hacmi – 3ay (TLmn)	266,0				
TMS/TFRS - TL milyon	1Ç26	1Ç25	Yıllık Δ	4Ç25	Çeyreklik Δ	YKYt	Piyasa Beklentisi
Net Satışlar	12.701	12.941	-%1,9	13.017	-%2,4	12.437	12.629
VAFÖK	2.500	2.666	-%6,2	2.119	%18,0	2.577	2.469
Net Kar	686	1.109	-%38,1	-66	a.d	288	590
VAFÖK Marjı	%19,7	%20,6	-0,9pp	%16,3	3,4pp	%20,7	%19,6

Kaynak: YKY Araştırma, Şirket, KAP

**1Ç26 Sonuçları**

Mavi Giyim <MAVI TI>, 1Ç26'da 686 milyon TL net kar açıkladı. Bu rakam, yıllık %38 düşse de, hem 288 milyon TL'lik tahminimizin hem de 590 milyon TL'lik konsensüsün üzerindedir. Bunun temel nedeni, beklenenden düşük ertelenmiş vergi gideri ve varsayımlarımıza göre daha düşük parasal kayıp oldu. Gelirler, yıllık ~%2 azalarak 12,7 milyar TL'ye geriledi ve bu da hem tahminlerimizle hem de konsensüsle genel olarak paralel. VAFÖK ise 2,5 milyar TL (marj: %19,7, -1 puan yıllık düşüş) oldu ve yıllık %6,2 düştü; bu da hem tahminlerimizle hem de konsensüsle uyumludur.

**Temel notlar ve Öne Çıkanlar**

- Gelirlerdeki düşüş hacim kaynaklı.** Gelirler yıllık %2 azalarak 12,7 milyar TL'ye geriledi. Benzer mağaza satışları yıllık %2,1 düştü; bu düşüş, yıllık %3,7'lik işlem adet düşüşü ve %1,7'lik sepet büyüklüğü artışından kaynaklandı. İşlem sayısındaki düşüşün, tahminlerimizle tutarlı olarak, Nisan ayındaki olumsuz hava koşullarından kaynaklandığını düşünüyoruz. Ürün bazında, örme ürünler (toplam gelirlerin %22'si) yıllık %12 azalarak gelirleri olumsuz etkiledi. Sepet büyüklüğündeki bu direnci, daha büyük yeni mağaza formatlarında sunulan daha geniş ürün yelpazesinin desteğiyle, işlem başına artan ürün sayısına bağlıyoruz. Şirket, 1Ç26'da net 3 mağaza kapattı (çeyrek sonu itibarıyla 357 mağaza), 3 mağazanın metrekare alanı genişletildi ve 7 mağaza yeni formata yükseltildi. Metrekare başına satışlar 64 bin TL oldu ve yıllık %6,2 düştü; bu da %3,6'lık tahminimizin altında kaldı.
- Olumsuz koşullara rağmen marjlar büyük ölçüde korundu.** Zorlu makroekonomik ortama rağmen, Mavi'nin promosyon ve agresif fiyatlandırma hareketlerinden kaçınmaya yönelik bilinçli stratejisi, VAFÖK marjının görece istikrarlı kalmasını sağladı. VAFÖK yıllık %6 düşüşle 2,5 milyar TL'ye geriledi ve bu da %19,7'lik bir marj anlamına geliyor (yıllık -1 puan düşüş).
- Serbest nakit akışındaki düşüşe rağmen nakit üretimi güçlü kaldı.** Şirket 1,6 milyar TL serbest nakit akışı (%12,7 marj) üretti ve %22'lik bir serbest nakit akışı verimi elde etti. Serbest nakit akışı yıllık %33 azaldı; bu da net kârda yıllık %38'lik bir düşüşü ve yatırım harcamalarında yıllık %18'lik bir artışı yansıtmakta. Net işletme sermayesi ihtiyacı ise 3,4 milyar TL oldu.
- 2026 Beklentileri değişmedi.** i) %5 gelir artışı (+/- %1) (YKYt: %3), ii) %18 VAFÖK marjı (+/- %0,5) (YKYt: %18,2), iii) %6 yatırım harcaması/satış oranı (YKYt: %4), iv) Türkiye'de 15 yeni mağaza (YKYt: 12), 15 mağazada m<sup>2</sup> büyümesi (YKYt: 8), 30 mağaza yenilemesi ve ABD'de 6 yeni mağaza açılışı ve v) net nakit pozisyonunun korunması.

**Özet Görüşümüz**

Sonuçları genel olarak nötr olarak değerlendiriyoruz. Piyasanın, beklentilerin üzerinde gelen net kar rakamına sınırlı olumlu tepki verebileceği ihtimali olsa da, büyük bir sürpriz yok. Faaliyet ortamı zorlu olmaya devam ediyor, ancak Mavi, bilançosunun dayanıklılığını, istikrarlı nakit üretimini ve ABD'deki genişleme ve yeni mağaza formatları yoluyla güvenilir bir orta vadeli büyüme stratejisini sergilemeye devam ediyor; bu faktörler, uzun vadeli olumlu görüşümüzü destekliyor.

Yönetimin saat 16:00'da gerçekleştireceği analist toplantısına katılacağız ve model varsayımlarımızı buna göre gözden geçireceğiz. Şimdilik, AL tavsiyemizi ve 12 aylık 68 TL/hisse hedef fiyatımızı koruyoruz. Hisse, 2026 tahminlerimize göre 8,2x F/K ve 2,7x FD/VAFÖK'ten işlem görüyor.

**MAVI - Özet Finansal Sonuçlar**

Gelir Tablosu (Çeyrek)						
TLmn	4Ç24	1Ç25	2Ç25	3Ç25	4Ç25	1Ç26
<b>Gelirler</b>	13.069	12.941	12.052	14.181	13.017	12.701
Brüt Kar	6.086	6.754	6.070	7.371	6.418	6.771
Faaliyet Giderleri	-5.277	-4.994	-5.167	-5.217	-5.326	-5.346
Net Faaliyet Karı	808	1.761	903	2.154	1.092	1.425
Diğer Faaliyet Gelir (Gider)	-1	241	-116	120	18	252
Esas Faaliyet Karı	808	2.002	787	2.274	1.110	1.677
<b>VAFÖK (diğ. gel (gid) hariç)</b>	1.674	2.643	1.834	3.113	2.077	2.414
<b>VAFÖK (diğ. gel (gid) dahil)</b>	1.673	2.884	1.717	3.234	2.095	2.666
Net Finansman Gelir (Gider)	-465	-404	-491	-611	-313	-232
Parasal Kazanç (Kayıp)	-85	-123	-68	-117	-227	-280
Vergi Öncesi Kar Zarar	264	1.469	222	1.538	540	1.165
Vergi	-148	-397	-13	-408	-701	-622
Azınlık Hissedarları	-18	-37	-82	-44	-95	-143
<b>Net Kar</b>	135	1.109	291	1.174	-66	686

Gelir Tablosu (Son 12 Ay)						
TLmn	2024/12	2025/03	2025/06	2025/09	2025/12	2026/03
<b>Gelirler</b>	55.032	52.875	52.431	52.244	52.192	51.952
Brüt Kar	27.675	26.507	26.199	26.281	26.614	26.630
Faaliyet Giderleri	-21.010	-20.870	-20.802	-20.655	-20.704	-21.057
Net Faaliyet Karı	6.665	5.638	5.397	5.626	5.910	5.574
Diğer Faaliyet Gelir (Gider)	250	256	129	244	263	274
Esas Faaliyet Karı	6.915	5.894	5.526	5.871	6.173	5.847
<b>VAFÖK (diğ. gel (gid) hariç)</b>	10.019	9.049	8.903	9.264	9.668	9.439
<b>VAFÖK (diğ. gel (gid) dahil)</b>	10.269	9.305	9.032	9.508	9.930	9.713
Net Finansman Gelir (Gider)	-1.360	-1.613	-1.518	-1.651	-1.517	-1.648
Parasal Kazanç (Kayıp)	51	-209	-246	-392	-535	-691
Vergi Öncesi Kar Zarar	5.243	4.064	3.416	3.494	3.769	3.465
Vergi	-1.422	-940	-868	-965	-1.518	-1.743
Azınlık Hissedarları	-71	-124	-131	-180	-257	-364
<b>Net Kar</b>	3.892	3.248	2.678	2.709	2.508	2.086

Bilanço						
TLmn	2024/12	2025/03	2025/06	2025/09	2025/12	2026/03
<b>Dönen Varlıklar</b>	20.227	22.556	19.644	20.166	19.638	20.678
Nakit ve Nakit Benzerleri	9.051	9.534	7.421	6.661	9.315	9.267
Ticari Alacaklar	2.935	3.698	2.888	4.091	3.110	3.647
Stoklar	7.304	8.238	8.331	8.550	6.400	6.831
Diğer Dönen Varlıklar	937	1.086	1.004	863	813	933
<b>Duran Varlıklar</b>	7.752	8.469	9.194	9.578	9.864	10.083
Finansal Varlıklar & Equity Pk	0	0	0	0	0	0
Maddi Duran Varlıklar	3.218	3.376	3.975	4.145	4.431	4.663
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	707	794	812	793	790	780
Kullanım Hakkı Varlıkları	2.426	2.759	2.591	2.734	3.246	3.379
Şerefiye	1.322	1.321	1.327	1.272	1.237	1.175
Ertelemiş Vergi Varlığı	52	190	454	600	125	30
Diğer Duran Varlıklar	26	30	35	35	35	55
<b>Toplam Varlıklar</b>	27.979	31.025	28.838	29.743	29.503	30.762
<b>KV Yükümlülükler</b>	11.763	13.714	12.601	12.704	12.017	12.970
KV Borçlar	2.365	2.858	3.185	3.012	3.130	3.672
Ticari Borçlar	6.889	8.323	6.995	6.796	6.177	7.084
Diğer KV Yükümlülükler	2.509	2.533	2.421	2.896	2.710	2.215
<b>UV Yükümlülükler</b>	1.329	1.335	1.278	1.492	2.252	2.224
UV Borçlar	1.032	1.096	1.018	1.236	1.748	1.717
Ertelemiş Vergi Yükümlülüğü	25	36	38	40	18	34
Diğer UV Yükümlülükler	272	203	222	217	486	473
<b>Azınlık Hissedarları</b>	295	262	188	140	49	-82
<b>Toplam Özkaynaklar</b>	14.592	15.714	14.770	15.407	15.185	15.649
<b>Toplam Yükümlülükler</b>	27.979	31.025	28.838	29.743	29.503	30.762

Nakit Akım Tablosu (Çeyrek)						
TLmn	4Ç24	1Ç25	2Ç25	3Ç25	4Ç25	1Ç26
Faaliyetlerden Nakit	4.539	2.345	980	1.894	4.481	1.674
Yatırımlardan Nakit	-304	76	-504	-331	-435	-59
Finansal Faaliyetlerden Nakit	-1.130	-1.210	-2.176	-1.722	-1.106	-781
Toplam Nakit Girişi	3.105	1.211	-1.700	-159	2.940	834
Toplam SNA Girişi	4.235	2.421	476	1.562	4.046	1.615
Gelirlere Oranı	32%	19%	4%	11%	31%	13%

Nakit Akım Tablosu (Son 12 Ay)						
TLmn	2024/12	2025/03	2025/06	2025/09	2025/12	2026/03
Faaliyetlerden Nakit	8.880	7.032	6.441	9.757	9.700	9.029
Yatırımlardan Nakit	632	525	-585	-1.063	-1.194	-1.330
Finansal Faaliyetlerden Nakit	-7.477	-7.259	-6.579	-6.238	-6.214	-5.785
Toplam Nakit Girişi	2.035	299	-723	2.456	2.292	1.915
Toplam SNA Girişi	9.512	7.557	5.856	8.694	8.506	7.700
Gelirlere Oranı	17%	14%	11%	17%	16%	15%

Çeyreksel Büyüme ve Marjlar						
Çeyreksel Büyüme (y/y) (%)	4Ç24	1Ç25	2Ç25	3Ç25	4Ç25	1Ç26
<b>Gelirler</b>	-1	-14	-4	-1	0	-2
Brüt Kar	2	-15	-5	1	5	0
VAFÖK (diğ. gel (gid) hariç)	7	-27	-7	13	24	-9
VAFÖK (diğ. gel (gid) dahil)	-5	-25	-14	17	25	-8
Vergi Öncesi Kar Zarar	154	-45	-74	5	104	-21
Net Kar	130	-37	-66	3	n.m.	-38
<b>Çeyreksel Marjlar (%)</b>	4Ç24	1Ç25	2Ç25	3Ç25	4Ç25	1Ç26
Brüt Kar	46,6	52,2	50,4	52,0	49,3	53,3
VAFÖK (diğ. gel (gid) hariç)	12,8	20,4	15,2	22,0	16,0	19,0
VAFÖK (diğ. gel (gid) dahil)	12,8	22,3	14,3	22,8	16,1	21,0
Net Finansman Gelir (Gider)	-3,6	-3,1	-4,1	-4,3	-2,4	-1,8
Parasal Kazanç (Kayıp)	-0,6	-1,0	-0,6	-0,8	-1,7	-2,2
Vergi Öncesi Kar Zarar	2,0	11,3	1,8	10,8	4,1	9,2
Net Kar	1,0	8,6	2,4	8,3	-0,5	5,4

Son 12 Ay Büyüme ve Marjlar						
Son 12 Ay Büyüme (y/y) (%)	2024/12	2025/03	2025/06	2025/09	2025/12	2026/03
<b>Gelirler</b>	3	-5	-5	-5	-5	-2
Brüt Kar	8	-5	-5	-5	-4	0
VAFÖK (diğ. gel (gid) hariç)	2	-18	-16	-7	-4	4
VAFÖK (diğ. gel (gid) dahil)	-1	-21	-20	-8	-3	4
Vergi Öncesi Kar Zarar	-3	-40	-43	-31	-28	-15
Net Kar	7	-29	-37	-29	-36	-36
<b>Son 12 Ay Marjlar (%)</b>	2024/12	2025/03	2025/06	2025/09	2025/12	2026/03
Brüt Kar	50,3	50,1	50,0	50,3	51,0	51,3
VAFÖK (diğ. gel (gid) hariç)	18,2	17,1	17,0	17,7	18,5	18,2
VAFÖK (diğ. gel (gid) dahil)	18,7	17,6	17,2	18,2	19,0	18,7
Net Finansman Gelir (Gider)	-2,5	-3,1	-2,9	-3,2	-2,9	-3,2
Parasal Kazanç (Kayıp)	0,1	-0,4	-0,5	-0,8	-1,0	-1,3
Vergi Öncesi Kar Zarar	9,5	7,7	6,5	6,7	7,2	6,7
Net Kar	7,1	6,1	5,1	5,2	4,8	4,0

Nakit Döngü & NİS						
	2024/12	2025/03	2025/06	2025/09	2025/12	2026/03
Net Nakit Döngüsü (Gün)	24	18	24	59	26	23
Ticari Alacak Tahsilat (Gün)	19	27	19	28	21	26
Stok Döngü (Gün)	98	104	113	128	98	109
Ticari Borç Ödeme (Gün)	92	114	108	97	93	111
Net İşletme Sermayesi (Ana)	3.350	3.613	4.224	5.846	3.333	3.395
Gelirlere Oranı	6%	7%	8%	11%	6%	7%
Brüt Kara Oranı	12%	14%	16%	22%	13%	13%

Borçluluk						
	2024/12	2025/03	2025/06	2025/09	2025/12	2026/03
Net Borç (Nakit) (TLmn)	-5.654	-5.580	-3.219	-2.413	-4.436	-3.878
Net Borç / Özkaynaklar (x)	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.
Net Fin. Borç / VAFÖK (x)	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.
Esas Faal.Karı / Net Fin.Gel. (1)	-5x	-3,6x	-3,6x	-3,5x	-4x	-3,5x
Borç / (Borç + Özkaynak)	19%	20%	22%	22%	24%	26%

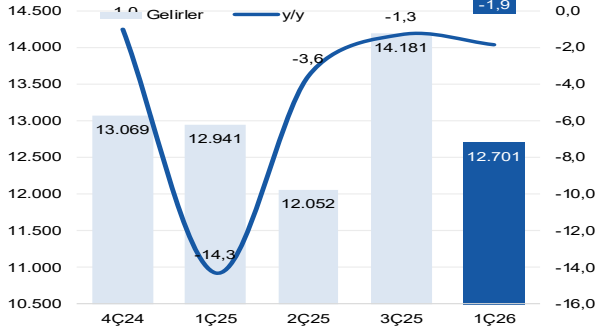
Getiri (%)						
	2024/12	2025/03	2025/06	2025/09	2025/12	2026/03
<b>Özkaynak Karlılığı (%)</b>	28%	22%	19%	18%	17%	13%
Net Kar Marjı (%)	7%	6%	5%	5%	5%	4%
Varlık Devir Hızı	196%	169%	179%	179%	182%	168%
Finansal Kaldiraç Oranı	205%	208%	206%	195%	193%	197%
<b>ROIC (**)</b>	79%	66%	58%	48%	62%	53%
<b>Net Faaliyet Varlıkları (TLmn)</b>	8.707	8.960	9.597	12.240	9.948	10.967

Geriye Dönük Çarpanlar (Sonuçlar Öncesi ve Sonrası)			
	Pre	Post	Chg.
Gelirler	52.192	51.952	0%
VAFÖK (diğ. gel (gid) hariç)	9.668	9.439	-2%
VAFÖK (diğ. gel (gid) dahil)	9.930	9.713	-2%
Toplam SNA Girişi	8.506	7.700	-9%
Net Kar	2.508	2.086	-17%
Toplam Özkaynaklar	15.185	15.649	3%
<b>Piyasa Çarpanları (x) (***)</b>	Pre	Post	
FD / Gelirler	0,6	0,6	
FD / VAFÖK (Diğer Gel. (Gid)	3,4	3,3	
FD / VAFÖK (Diğer Gel. (Gid)	3,3	3,2	
FD/Net Faaliyet Varlıkları	2,7	3,0	
FD/SNA	4,1	3,7	
F/K	17,1	14,2	
F/D	2,3	2,3	

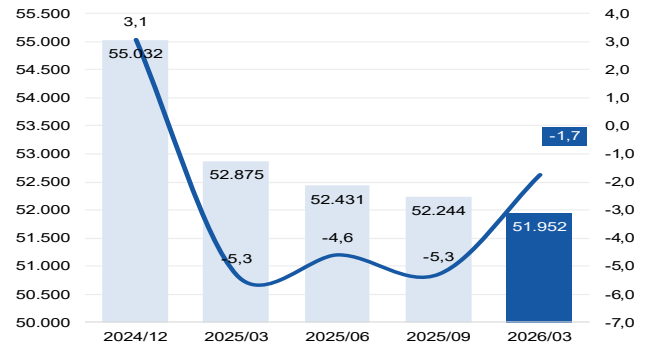
Kaynak: KAP, YKY Araştırma (\*) Sadece Ticari Alacaklar, Stoklar ve Ticari Borçlar (\*\*) Esas Faaliyet Karı / Net Operasyonel Varlıklar (\*\*\*) FD ilgili dönemin dönem sonu bakiyeleri üzerinden hesaplanmıştır.

**MAVI - Özet Finansal Sonuçlar**

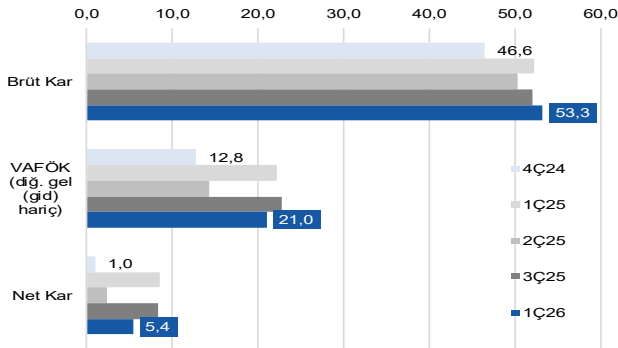
**Çeyreksel Büyüme (y/y) (%)**



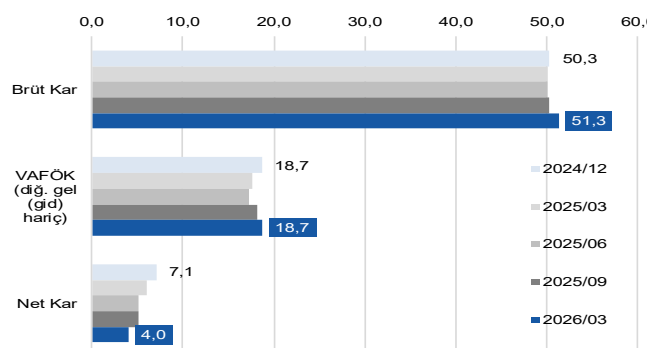
**Son 12 Büyüme (y/y) (%)**



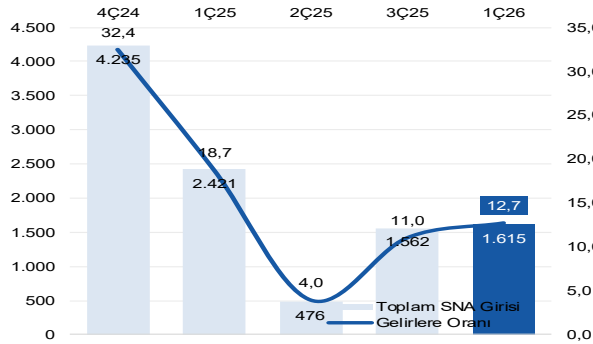
**Çeyreksel Marjlar (%)**



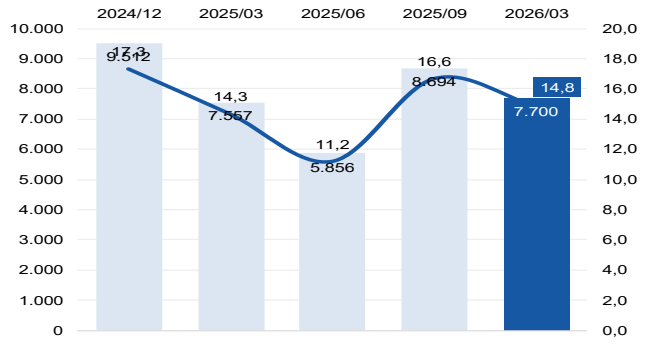
**Son 12 Ay Marjlar (%)**



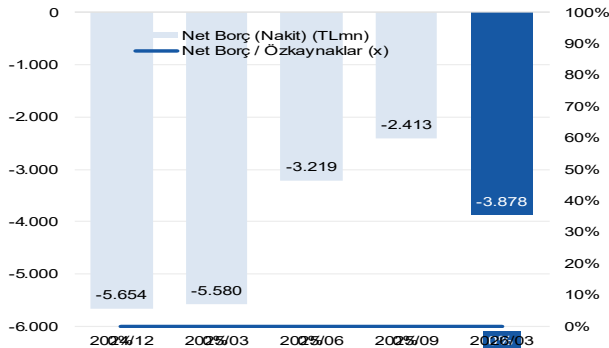
**Çeyreksel SNA (TLmn) ve SNA Marjı (%)**



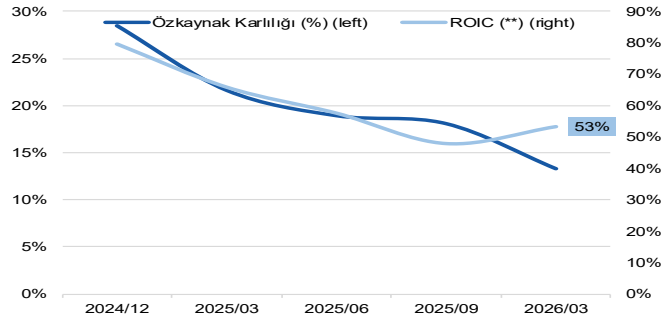
**Son 12 Ay SNA (TLmn) ve SNA Marjı (%)**



**Borçluluk**



**Getiri (%)**



Kaynak: KAP, YKY Araştırma

## ÇEKİNCE:

Burada yer alan 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 ise genel niteliktedir. Bu tavsiyeler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanılarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Söz konusu rapor belli bir kişiye veya mali durumları, risk ve getiri tercihleri benzer nitelikteki bir gruba yönelik olarak hazırlanmamıştır. Belirli bir getirinin sağlanacağına dair herhangi bir vaat veya taahhütte bulunulmamaktadır. Tüm yorum ve tavsiyeler öngörü, tahmin ve fiyat hedeflerinden oluşmaktadır. Zaman içinde piyasa koşullarında meydana gelen değişiklikler nedeniyle söz konusu yorum ve tavsiyelerde değişikliğe gidilebilir. Size uygun olan yatırım araçlarının ve işlemlerin kapsam ve içeriği uygunluk testi neticesinde belirlenir. Uygunluk testi, yatırım kuruluşu tarafından pazarlanan ya da müşteri tarafından talep edilen ürün ya da hizmetin müşteriye uygun olup olmadığının değerlendirilmesi amacıyla, müşterilerin söz konusu ürün veya hizmetin taşıdığı riskleri anlayabilecek bilgi ve tecrübeye sahip olup olmadıklarının tespit edilmesidir. Bu raporda yer alan her türlü bilgi, yorum ve tavsiye uygunluk testi ile tespit edilecek risk grubunuz ve getiri beklentiniz ile uyumlu olmayabilir. Bu nedenle, uygunluk testi neticesinde risk grubunuz tespit edilmeden sadece burada yer alan bilgilere dayanılarak yatırım kararı verilmesi amaç, bilgi ve tecrübenize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Burada yer alan bilgi ve veriler, araştırma grubumuz tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan derlenmiş olup, doğrulukları ayrıca araştırılmamıştır. Bu nedenle, bu bilgilerin tam veya doğru olmaması nedeniyle doğabilecek zararlardan Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ve çalışanları sorumlu değildir. Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından farklı bölümlerde istihdam edilen kişilerin veya Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin ortaklarının ve iştiraklerinin bu raporda yer alan tavsiyelerle veya görüşlerle hemfikir olmaması mümkündür. Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ile piyasanın işleyişinden kaynaklanan makul nedenlerden dolayı, Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ortakları, çalışanları, yöneticileri ve bunlarla doğrudan ve dolaylı olarak ilişkileri bulunan istihdam ilişkisi doğuracak bir sözleşme çerçevesinde veya herhangi bir sözleşme olmaksızın çalışan ve tavsiyenin hazırlanmasına katılan tüm gerçek veya tüzel kişiler ile müşterileri arasında önlemeyen çıkar çatışması ve objektifliği etkilemesi muhtemel nitelikte ilişkiler doğabilir. Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş., ortakları veya iştirakleri, Sermaye Piyasası Kurulu tarafından yetkilendirildikleri yatırım hizmetleri ve faaliyetleri ile yan hizmetlerini, bu raporda bahsi geçen şirketlere, muhtelif zamanlarda, sunmayı teklif edebilir veya sunabilir. Muhtelif zamanlarda, Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin, ortaklarını, iştiraklerinin ve işbu kapsamdaki yöneticilerinin, yetkililerinin, çalışanlarının veya temsilcilerinin, doğrudan veya dolaylı olarak, raporda bahsi geçen işlemler, menkul kıymetler veya emtialar üzerinde pozisyonları bulunabilir veya farklı nedenlerle ilgi ve ilişkileri bulunabilir. Söz konusu çıkar çatışması durumlarında Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş., internet sitesinde yer alan Çıkar Çatışması Politikası uyarınca hareket eder. Bu rapor, sadece gönderildiği kişilerin kullanımı içindir. Bu raporun tümü veya bir kısmı Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin yazılı izni olmadan çoğaltılamaz, yayınlanamaz veya üçüncü kişilere gösterilemez, ticari amaçla kullanılamaz.