

Toparlanma güçlü marjlarla devam ediyor

AL (önceki AL)

Kapanış Fiyatı (TL)	42,88	Hedef Fiyat – 12ay (TL/pay)	68,00				
Piyasa Değeri (TL / US\$ mn)	34.069 / 772	Nominal / Görece Getiri – 12ay (%)	19 / -5				
Halka Açıklık Oranı	73	Ort. İşlem Hacmi – 3ay (TLmn)	389,3				
TMS/TFRS - TL milyon	4Ç25	4Ç24	Yıllık Δ	3Ç25	Çeyreklik Δ	YKYt	Piyasa Beklentisi
Net Satışlar	11.904	11.951	-%0,4	12.969	-%8,2	11.913	11.902
VAFÖK	1.938	1.610	%20.4	2.902	-%33,2	1.843	1.693
Net Kar	-60	124	a.d.	1.074	a.d.	168	145
VAFÖK Marjı	16,3%	13.5%	2,8pp	%22,4	-6,0pp	%15,5	%14,2

Kaynak: YKY Araştırma, Şirket, KAP

4Ç25 Sonuçları

- Net zarar tamamen vergi kaynaklı.** Mavi, 4Ç25'te 60 milyon TL net zarar açıkladı; bu rakam hem bizim 168 milyon TL net kar tahminimizin hem de piyasanın 145 milyon TL net kar beklentisinin altındadır. Yıllık %20'lik VAFÖK büyümesine rağmen, net kârda yaşanan bu düşüşün temel nedeni 422 milyon TL'lik ertelenmiş vergi gideridir. Gelirler, hem bizim hem de piyasa beklentilerimizle uyumlu olarak, yıllık bazda yatay kaldı. Ürün karması genel olarak değişmeden kalırken, çalışan başına personel giderlerindeki yıllık %8'lik reel düşüşün de desteğiyle VAFÖK marjı yıllık 3 puan arttı.
- Toparlanma sinyalleri.** Gelirler 11,9 milyar TL oldu ve yatay kaldı. Reel olarak benzer mağaza satışları yıllık %2 düşüş gösterse de (+%0,3 müşteri trafiği, -%2,3 sepet büyüklüğü), yatay gelir 7 yeni mağaza açılışı ve mağaza yenilemeleriyle desteklendi. Mavi, 2025 boyunca büyük ölçüde fiyat rekabetinden kaçındı. Buna rağmen şirket, satış hacmini %4,8 artırmayı ve verimli maliyet yönetimi sayesinde VAFÖK marjını büyütmeyi başardı. Mavi'nin hem gelir hem de marj açısından zorlu bir yılın ardından toparlanma sinyalleri verdiği inaniyoruz. Potansiyel talep toparlanması, yeni konsept mağazalar ve iyileşen tüketici dinamikleriyle desteklenen 2026 görünümünü şirket açısından olumlu buluyoruz.
- Marjlar dirençli kaldı.** VAFÖK marjı yıllık 3 puan artarak %16'ya ulaştı. Vadeli alımlara ilişkin faiz giderlerini hesaba kattığımızda, VAFÖK marjını %13,8 olarak hesaplıyoruz; bu da yıllık 4 puanlık bir artış anlamına geliyor ve marj iyileşmesinin finansal olmaktan ziyade operasyonel olduğunu gösteriyor. Bu durumu (i) ABD operasyonlarıyla ilgili erken yüklenilen maliyetlerin etkisinin azalmasını yansıtan personel başı giderlerin yıllık reel %8 düşmesine ve (ii) kira giderlerindeki yıllık %8'lik reel düşüşe (toplam nakit maliyetlerinin ~%6'sı) atfediyoruz. Şirketin fiyatlandırma ve devam eden maliyet disiplini yoluyla gelecekte marjlarını koruyacağını, hatta iyileştireceğini bekliyoruz.
- Nakit yaratımı güçlü.** Net işletme sermayesi ihtiyacı, mevsimsel etkiler ve düşük stok seviyeleri nedeniyle 3 milyar TL'ye (3Ç25'deki 5,3 milyar TL'den) geriledi. Sonuç olarak, şirket 3,7 milyar TL serbest nakit akışı (~%30 marj) elde ederek net nakdini 4 milyar TL'ye (3Ç25'deki 2,2 milyar TL'den) yükseltti.
- Temettü.** Mavi, hisse başına 1,7 TL brüt temettü dağıtacak: Yönetim Kurulu, 1,3 milyar TL (hisse başına 1,7 TL) brüt nakit temettü ödemesi önerdi. Bizim tahminimiz hisse başına 1,3 TL idi. Bu tutar, en son piyasa değerine göre %4'lük brüt temettü verimini temsil etmektedir. Önerilen hak kullanım tarihi 6 Mayıs'tır.
- Hisse geri alım iptali.** Şirket, devam eden hisse geri alım programının tamamlanmasının ardından (10 Haziran 2026 tarihine kadar geçerli) sermaye azaltımı yoluyla (nakit çıkışı olmaksızın) geri satın alınan tüm hisseleri iptal edecektir. Bunu olumlu buluyoruz, çünkü uzun vadede hisse başına kazancı ve hissedar değerini destekleyecektir.

Özet Görüşümüz

Sonuçları olumlu olarak değerlendiriyoruz ve VAFÖK beklentilerinin aşılması ve destekleyici 2026 öngörülerini sayesinde piyasadan olumlu bir tepki bekliyoruz. Yönetim 2026 yılında mevcut tahminlerimizden daha güçlü bir gelir artışı ve fiziksel genişleme öngörüyor; bunun hisse görünümü açısından da destekleyici olmasını bekleriz. Şirket bugün saat 16:00'da (TSİ) bir telekonferans düzenleyecek, yönetimi dinledikten sonra model varsayımlarımızı gözden geçireceğiz. **Şimdilik, model portföyümüzün de bir üyesi olan MAVİ için, 12 aylık 68TL/hisse hedef fiyatımızı ve AL tavsiyemizi koruyoruz. 2026 tahminlerimize göre, hisse 2,6x FD/VAFÖK çarpanıyla işlem görmekte ve bu da uluslararası benzerlerine göre ~%65'lik bir iskontoya işaret ediyor.**

MAVİ - Çeyreksele Finansal Sonuçlar

Gelir Tablosu (çeyreksele)					
TLmn	4Ç24	1Ç25	2Ç25	3Ç25	4Ç25
Gelirler	11.951	11.835	11.021	12.969	11.904
Brüt Kar	5.565	6.177	5.551	6.741	5.869
Faaliyet Giderleri	-4.826	-4.567	-4.725	-4.771	-4.871
Net Faaliyet Karı	739	1.610	826	1.970	998
VAFÖK (diğ. gel (gid) hariç)	1.531	2.417	1.677	2.847	1.900
VAFÖK (diğ. gel (gid) dahil)	1.530	2.637	1.571	2.957	1.916
Net Finansman Gelir (Gider)****	-503	-483	-510	-666	-494
Vergi Öncesi Kar Zarar	242	1.343	203	1.407	493
Vergi	-135	-363	-12	-373	-641
Azınlık Hissedarları	-17	-33	-75	-40	-87
Net Kar	124	1.014	266	1.074	-60

Gelir Tablosu (Son 4Ç Toplam)					
TLmn	2024/12	2025/03	2025/06	2025/09	2025/12
Gelirler	50.326	48.355	47.948	47.777	47.729
Brüt Kar	25.309	24.241	23.959	24.034	24.338
Faaliyet Giderleri	-19.213	-19.086	-19.024	-18.889	-18.934
Net Faaliyet Karı	6.095	5.156	4.935	5.145	5.404
VAFÖK (diğ. gel (gid) hariç)	9.162	8.275	8.141	8.472	8.841
VAFÖK (diğ. gel (gid) dahil)	9.391	8.510	8.260	8.695	9.081
Net Finansman Gelir (Gider)	-1.539	-1.667	-1.921	-2.162	-2.153
Vergi Öncesi Kar Zarar	4.795	3.717	3.124	3.195	3.447
Vergi	-1.300	-860	-794	-883	-1.388
Azınlık Hissedarları	-64	-113	-120	-165	-235
Net Kar	3.559	2.970	2.449	2.477	2.294

Bilanço					
TLmn	2024/12	2025/03	2025/06	2025/09	2025/12
Dönen Varlıklar	18.497	20.627	17.964	18.441	17.960
Nakit ve Nakit Benzerleri	8.272	8.714	6.781	6.086	8.505
Ticari Alacaklar	2.684	3.382	2.641	3.742	2.845
Stoklar	6.679	7.533	7.619	7.819	5.853
Duran Varlıklar	7.089	7.745	8.408	8.759	9.021
Finansal Varlıklar	0	0	0	0	0
Maddi Duran Varlıklar	2.942	3.087	3.635	3.790	4.052
Kullanım Hakkı Varlıkları	2.219	2.524	2.369	2.500	2.969
Şerefiye	1.209	1.208	1.214	1.163	1.132
Toplam Varlıklar	25.587	28.372	26.372	27.200	26.981
KV Yükümlülükler	10.757	12.542	11.524	11.618	10.990
KV Finansal Borçlar	1.203	1.374	1.664	1.558	1.655
KV Kiralama Borçları	960	1.240	1.248	1.196	1.208
Ticari Borçlar	6.300	7.611	6.397	6.215	5.649
UV Yükümlülükler	1.216	1.221	1.169	1.365	2.060
UV Finansal Borçlar	12	9	8	7	5
UV Kiralama Borçları	932	993	923	1.124	1.594
Azınlık Hissedarları	269	239	172	128	44
Toplam Özkaynaklar	13.345	14.371	13.508	14.089	13.887
Toplam Yükümlülükler	25.587	28.372	26.372	27.200	26.981

Nakit Akım Tablosu (çeyreksele)					
TLmn	4Ç24	1Ç25	2Ç25	3Ç25	4Ç25
Faaliyetlerden Nakit	4.151	2.144	896	1.732	4.098
Yatırım Faaliyetlerinden Nakit	-278	69	-461	-303	-398
Finansal Faaliyetlerden Nakit	-1.034	-1.107	-1.990	-1.574	-1.011
Toplam Nakit Girişi	2.839	1.107	-1.555	-146	2.689
Serbest Nakit Akımı (SNA)	3.873	2.214	436	1.429	3.700
Gelirlere Oranı	32%	19%	4%	11%	31%

Nakit Akım Tablosu (Son 4Ç Toplam)					
TLmn	2024/12	2025/03	2025/06	2025/09	2025/12
Faaliyetlerden Nakit	8.121	6.431	5.891	8.923	8.871
Yatırım Faaliyetlerinden Nakit	578	480	-535	-972	-1.092
Finansal Faaliyetlerden Nakit	-6.838	-6.638	-6.016	-5.705	-5.683
Toplam Nakit Girişi	1.861	273	-661	2.246	2.096
Serbest Nakit Akımı (SNA)	8.699	6.911	5.355	7.951	7.778
Gelirlere Oranı	17%	14%	11%	17%	16%

Çeyreksele Büyüme & Marjlar					
Önceki Yılın Aynı Çeyreğine Göre Büyüme (%)	4Ç24	1Ç25	2Ç25	3Ç25	4Ç25
Gelirler	-1	-14	-4	-1	0
VAFÖK (diğ. gel (gid) hariç)	7	-27	-7	13	24
VAFÖK (diğ. gel (gid) dahil)	-5	-25	-14	17	25
Net Kar	130	-37	-66	3	-149
Çeyreksele Marjlar (%)	4Ç24	1Ç25	2Ç25	3Ç25	4Ç25
Brüt Kar Marjı	46,6	52,2	50,4	52,0	49,3
VAFÖK (diğ. gel (gid) hariç)	12,8	20,4	15,2	22,0	16,0
VAFÖK (diğ. gel (gid) dahil)	12,8	22,3	14,2	22,8	16,1
Net Faaliyet Karı	6,2	13,6	7,5	15,2	8,4
Vergi Öncesi Kar Marjı	2,0	11,3	1,8	10,8	4,1
Net Kar Marjı	1,0	8,6	2,4	8,3	-0,5

Yıllıklandırılmış Büyüme & Marjlar					
Son 4Ç Büyüme (%)	2024/12	2025/03	2025/06	2025/09	2025/12
Gelirler	3,1	-5,3	-4,6	-5,3	-5,2
VAFÖK (diğ. gel (gid) hariç)	1,7	-18,1	-16,0	-6,6	-3,5
VAFÖK (diğ. gel (gid) dahil)	-1,1	-21,3	-20,1	-8,2	-3,3
Net Kar	7,4	-29,5	-36,6	-29,0	-35,6
Son 4Ç Marjlar (%)	2024/12	2025/03	2025/06	2025/09	2025/12
Brüt Kar Marjı	50,3	50,1	50,0	50,3	51,0
VAFÖK (diğ. gel (gid) hariç)	18,2	17,1	17,0	17,7	18,5
VAFÖK (diğ. gel (gid) dahil)	18,7	17,6	17,2	18,2	19,0
Net Faaliyet Karı	12,1	10,7	10,3	10,8	11,3
Vergi Öncesi Kar Marjı	9,5	7,7	6,5	6,7	7,2
Net Kar Marjı	7,1	6,1	5,1	5,2	4,8

Nakit Döngü & NİS					
	2024/12	2025/03	2025/06	2025/09	2025/12
Net Nakit Döngüsü (Gün)	25	24	39	53	25
Ticari Alacak Tahsilatı	19	26	20	29	22
Stok Döngü	97	114	116	120	91
Ticari Borç Ödeme	92	115	97	96	88
Net İşletme Sermayesi (Ana) (*)	3.064	3.304	3.863	5.346	3.049
Gelirlere Oranı	6%	7%	8%	11%	6%

Borçluluk					
	2024/12	2025/03	2025/06	2025/09	2025/12
Net Borç (Nakit)	-5.170	-5.103	-2.943	-2.207	-4.057
Net Borç / Özkaynaklar (x)	-	-	-	-	-
Net Borç / VAFÖK (x)	-	-	-	-	-
Esas Faal.Kar / Net Fin.Gel. (Gid.) (x)	3,9x	3,6x	2,9x	2,9x	3,3x
Borç / (Borç + Özkaynak)	19%	20%	22%	22%	24%

Getiri Metrikleri					
	2024/12	2025/03	2025/06	2025/09	2025/12
Özkaynak Karlılığı	27%	21%	18%	18%	17%
Net Kar Marjı	7%	6%	5%	5%	5%
Varlık Devir Hızı (x)	196,7	170,4	181,8	175,6	176,9
Finansal Kaldıraç Oranı (x)	191,7	197,4	195,2	193,1	194,3
ROIC (**)	75%	58%	49%	47%	58%

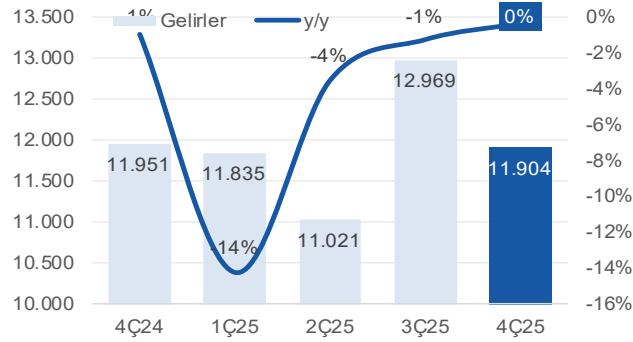
YKY Tahminler (Sonuçlar Öncesi)					
	Son 4Ç	2026T	reel Δ	2027T	reel Δ
Gelirler	47.729	60.821	3%	76.023	5%
VAFÖK (diğ. gel (gid) hariç)	8.841	11.086	1%	13.899	6%
Serbest Nakit Akımı (SNA)	7.778	6.716	-30%	8.046	1%
Net Kar	2.294	4.350	53%	5.378	4%
Toplam Özkaynaklar	13.887	21.797	27%	29.107	13%

Piyasa Çarpanları (x) (***)			
	Son 4Ç	2026T	2027T
FD / Gelirler	0,63	0,5	0,4
FD / VAFÖK	3,40	2,7	2,2
FD / SNA	3,86	4,5	3,7
F/K	14,85	7,8	6,3
F/DD	2,45	1,6	1,2

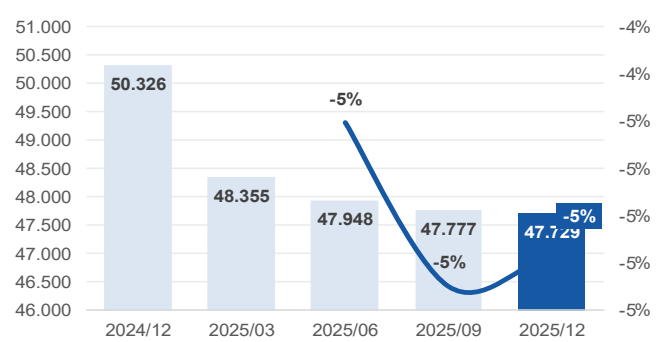
Kaynak: KAP, YKY Araştırma (*) Sadece Ticari Alacaklar, Stoklar ve Ticari Borçlar (**) Net Faaliyet Karı (Diğ. Dahil) / Net Operasyonel Varlıklar (***) FD ilgili yılın değerleri dikkate alınarak hesaplanmıştır (****) Net finansman gelir/gider kalemi parasal kazanç/kayıp içermektedir.

MAVI - Çeyrekssel ve Son 12 Aylık Finansallar

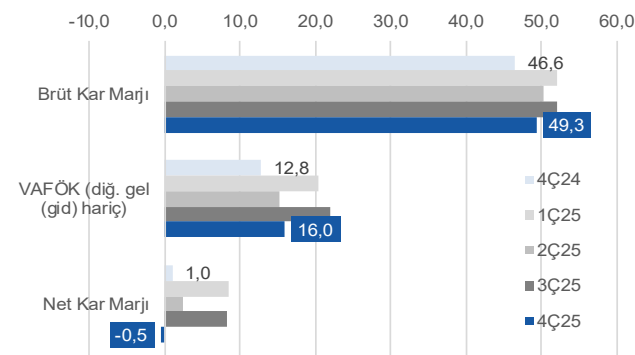
Önceki Yılın Aynı Çeyreğine Göre Büyüme (%)



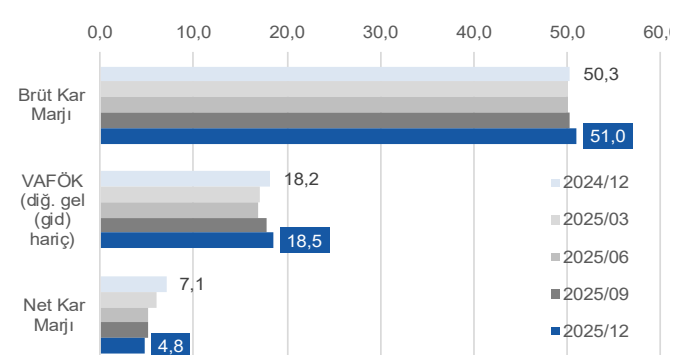
Son 4Ç Büyüme (%)



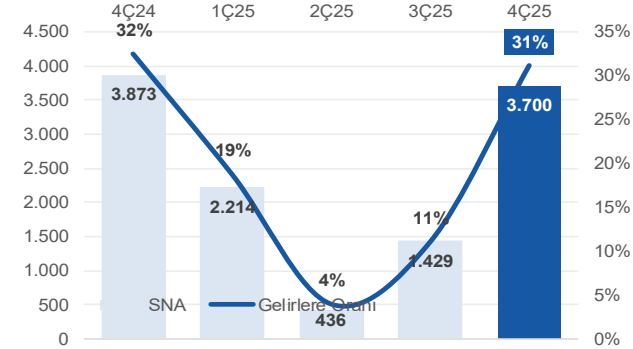
Çeyrekssel Marjlar (%)



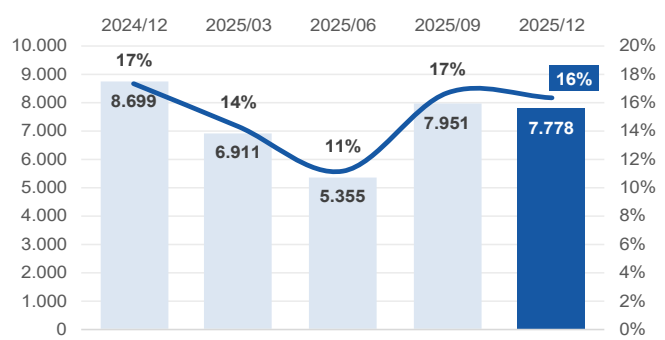
Son 4Ç Marjlar (%)



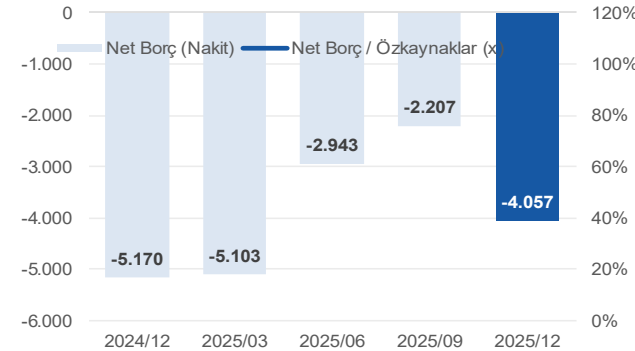
Çeyrekssel SNA (TLmn) & SNA Marjı



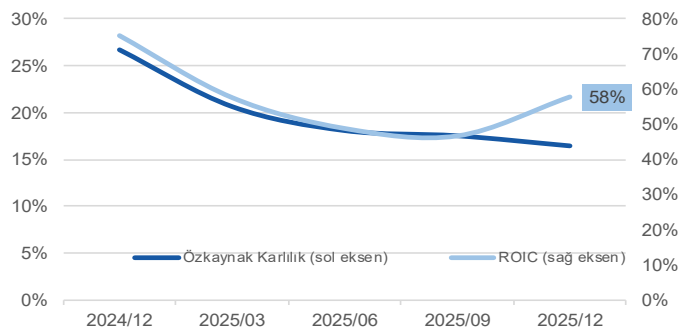
Son 4Ç SNA (TLmn) & SNA Marjı



Borçluluk



Getiri Metrikleri



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 dayanarak 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 dayanarak 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.