

MAVİ: Şirket Güncelleme Raporu

Mavi için Hedef Fiyatımızı TL51 olarak güncelliyoruz

Mavi için 12 aylık hedef fiyatımızı 51 TL olarak belirleyerek "Endeks Üzeri Getiri" tavsiyemizi yineliyoruz. Mavi, 2019 yılında 505 milyon USD olan gelirini 2024 itibarıyla 1 milyar USD seviyesine çıkararak son 5 yılda gelirini iki katına çıkarmayı başardı; bu da yıllık bileşik %15 büyümeye işaret ediyor. Bu güçlü performans, ortalama %12'lik işlem sayısında artış ve müşteri kazanımının devam etmesiyle sağlandı. İleriye dönük olarak, büyüme profilinin güçlü kalmasını; hem yeni mağaza açılışları hem de mevcut mağazaların büyütülmesi yoluyla satış alanının genişlemesi ve uluslararası pazarlarda büyüme ile destekleneceğini öngörüyoruz.

Kısa Vadeli Marjlardaki Bozulma Büyük Ölçüde Fiyatlandı

2024 yılında MAVİ'nin düzeltilmiş FAVÖK marjı %14,5 seviyesine gerileyerek uzun vadeli ortalamalara doğru bir normalleşmeye işaret etti. 2025 yılı için ise zayıf yurt içi talep ortamını dikkate alarak 330 baz puanlık ek bir düşüş öngörüyoruz. Temiz FAVÖK (vade farkı ve kira giderleri sonrası) tahminimiz 2025 için 5,1 milyar TL, 2026 için ise 7,3 milyar TL seviyesindedir. Mevcut değerlendirme seviyeleri göz önüne alındığında, muhafazakar varsayımlarımız 2025 için 4,2x ve 2026 için 2,9x gibi cazip FAVÖK çarpanlarına işaret etmektedir.

Trump tarifelerinin Mavi üzerindeki etkisi karışık.

H&M, Inditex ve Levi's gibi uluslararası rakipler, Asya menşeli tedarik zincirlerine olan yüksek bağımlılıkları sebebiyle ABD pazarında ciddi bir maliyet baskısıyla karşı karşıya kalabilir. ABD'de satışa sunulamayan stokların diğer pazarlara yönlendirilmesi ise, Amerika dışındaki piyasalarda ilave bir fiyat baskısı oluşturabilir. Diğer taraftan, bazı rakiplerin bilhassa denim (kot) segmentinde tedariki Türkiye'ye kaydırması mümkündür; bu durum, Mavi'nin mevcut tedarikçileri olan yerli üreticilere daha fazla fiyatlandırma gücü temin edebilir. Olumlu bir ihtimal olarak, Asya ülkelerine karşı uygulanabilecek yüksek karşılıklı tarifeler sürdürüldüğü takdirde, Mavi'nin ABD pazarında rekabet avantajı elde etmesi muhtemeldir. Ayrıca, Türk Lirası'nın Euro karşısında son dönemde yaşadığı değer kaybı da Mavi'nin yurt dışı rakiplerine karşı fiyat rekabetini muhafaza etmesine katkı sağlayabilir. Netice itibarıyla, muhtemel bir ticaret savaşı ortamından kaynaklanan belirsizliklere rağmen, fiyatlama dinamikleri açısından risklerin dengeli kalmaya devam ettiği kanaatindeyiz.

K. Amerika'daki mağaza açılışları, yeni bir büyüme hikayesi sunuyor.

Mavi'nin yurt dışı gelirleri 2017 yılında 90 milyon Dolar iken, 2024 yılında 106 milyon seviyesine çıkarak sınırlı bir artış göstermiştir. Şirket, hâlihazırda A.B.D Kanada, Almanya ve Rusya'da faaliyet göstermekte olup, daha çok toptan satışa dayalı bir iş modeliyle hareket etmektedir. Ancak Kuzey Amerika, mühim bir büyüme potansiyeli arz etmekte olup, Mavi de Türkiye'deki perakende genişlemesindeki muvaffakiyetini burada da tekrar etmeyi hedeflemektedir. Şirket yönetimi, 2025 yılında Kuzey Amerika'da sekiz adet doğrudan işletilecek mağaza açmayı planlamakta olup, bu adım yurt dışı pazarlarda büyüme adına bir dönüm noktası teşkil edebilir. 2025-2027 seneleri arasında, yurt dışı gelirlerde dolar bazında yıllık ortalama %15'lik bir artış öngörmekteyiz.

Değerleme

Mavi, 2025 yılı için düzeltilmiş nominal FD/FAVÖK çarpanı bazında 4,2x seviyesinden işlem görmektedir olup, bu oran küresel hazır giyim perakendesi sektör ortalaması olan 9,9x'in oldukça altındadır. 2025 Net kar tahminine göre, Hisse ayrıca 8,3x F/K çarpanıyla işlem görürken, uluslararası benzer şirketlerin ortalaması 18,7x seviyesindedir. Hedef fiyatımızda hisse, 2025 yılı için 11,8x F/K çarpanından işlem görecektir olup, bu seviye hâlâ küresel benzerlerinin oldukça altındadır. Hisse için 51 TL olarak belirlediğimiz hedef fiyat, %50 ağırlıklı İNA (indirgenmiş nakit akımı) ve %50 ağırlıklı benzer şirket çarpan analizi yöntemleriyle oluşturulmuştur.

MAVİ

Endeks Üzeri Getiri

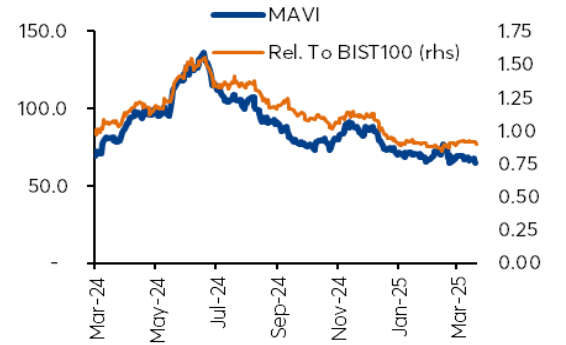
(Önceki: Endeks Üzeri Getiri)

Hedef Fiyat	TL51.00
Önceki Hedef Fiyat	TL55.50
Hisse Fiyatı (06/05/2025)	TL32.90
Getiri Potansiyeli	55%

Fiyat Performansı	1M	3M	12M
Nominal (TL)	-2%	-8%	-33%
Nominal (USD)	-4%	-14%	-44%
BIST100'e göre	-2%	-8%	-33%

Tahminler (TLmn)	2024T	2025T	2026T
Satış Geliri (TMS 29 hariç)	32,631	45,266	59,452
% büyüme (nominal)	91%	39%	31%
Satış Geliri (TMS 29 dahil)	38,519	49,845	64,344
% büyüme (reel)	3%	5%	9%
FAVÖK (TMS 29 hariç)	4,731	5,070	7,253
% marj	14.5%	11.2%	12.2%
FAVÖK (TMS 29 dahil)	7,012	8,681	11,206
% marj	18.2%	17.4%	17.4%
Net Kar (TMS 29 hariç)	2,865	3,451	4,525
% marj	8.8%	7.6%	7.6%
Net Kar (TMS 29 dahil)	2,724	3,138	4,351
% marj	8.3%	6.9%	7.3%

Değerleme	2024T	2025T	2026T
F/K	9.6x	8.3x	6.0x
F/K (TMS 29 Hariç)	9.1x	7.6x	5.8x
FD/FAVÖK	3.2x	2.6x	2.0x
FD/FAVÖK (TMS 29 Hariç)	4.5x	4.2x	2.9x
PD/DD	2.6x	2.1x	1.7x
Hisse Başına Temettü	1.06	1.17	1.01
Temettü verimi	3.2%	3.6%	3.1%



M.Kemal Karaköse

+90 (212) 334 98 49

mkemal.karakose@yf.com.tr

Temel Finansal Göstergeler ve Tahminler

Değerleme Metrikleri (IAS29)	2024	2025T	2026T	2027T
F/K	9.6x	8.3x	6.0x	4.0x
FD/FAVÖK	3.2x	2.6x	2.0x	1.6x
P/DD	2.6x	2.1x	1.7x	1.2x
SNA Verimi	0.0x	0.0x	0.1x	0.2x
FD/Satışlar	0.6x	0.4x	0.3x	0.3x

Gelir Tablosu TMS29 (TLmn)	2024	2025T	2026T	2027T
Satış Geliri	38,519	49,845	64,344	79,097
Brüt Kar	19,371	24,674	31,850	39,153
Brüt Kar Marjı (%)	50%	50%	50%	50%
Operasyonel Giderler (Nakit)	12,358	15,992	20,644	25,377
Op.Gid. / Ciro (%)	32%	32%	32%	32%
FAVÖK	7,012	8,681	11,206	13,776
FAVÖK Marjı (%)	18.2%	17.4%	17.4%	17.4%
Amortisman	2,347	3,123	3,673	4,004
FVÖK	4,665	5,558	7,533	9,771
FVÖK Marjı	12.1%	11.1%	11.7%	12.4%
Diğer Gel. / Gid	175	175	175	175
Finansal Gel. / Gid	-67	-1,493	-1,907	-1,183
Vergi Öncesi Kar	3,670	4,240	5,801	8,763
Vergi	-995	-1,102	-1,450	-2,191
Net Kar (Ana Ortaklık)	2,724	3,138	4,351	6,573
Net Kar Marjı (%)	7.1%	6.3%	6.8%	8.3%

Büyüme	2024	2025T	2026T	2027T
Ciro Büyümesi (%)	46%	29%	29%	23%
FAVÖK Büyümesi (%)	44%	24%	29%	23%
Net Kar Büyümesi (%)	52%	15%	39%	51%

Nakit Akımı (TMS29 Hariç)	2024	2025T	2026T	2027T
FAVÖK	7,179	8,148	11,296	14,924
(-) Kira	1,178	1,720	2,259	2,836
FAVÖK (Kira dah.)	6,001	6,428	9,037	12,088
(-) Vade Farkı Gideri	1,305	1,358	1,784	2,239
Temiz FAVÖK	4,696	5,070	7,253	9,850
(-) Vergi	1,268	1,436	2,049	2,760
(-) Yat. Harcaması	1,268	2,263	1,486	1,865
(-) İşletme Sermayesindeki Değişim	1,019	418	1,183	1,204
Serbest Nakit Akımı	1,140	953	2,535	4,021

Kaynak: Şirket YF Tahminleri

Bilanço (TMS 29) (TLmn)	2024	2025T	2026T	2027T
Dönen Varlıklar	14,158	17,128	23,459	31,850
Nakit ve Nakit Benzerleri	6,331	8,557	12,587	18,637
Ticari Alacaklar	2,054	2,178	2,812	3,457
Stoklar	5,112	5,733	7,400	9,097
Diğer Dönen Varlıklar	660	660	660	660
Maddi Duran Varlıklar	2,252	3,696	3,989	4,321
Maddi Olmayan Varlıklar	495	495	495	495
Şerefiye	926	926	926	926
Kullanım Hakkı Varlıkları	1,698	2,076	3,676	7,076
Diğer Duran Varlıklar	55	55	55	55
Toplam Varlıklar	19,584	24,376	32,600	44,723

Kısa Vadeli Yükümlülükler	8,233	9,808	13,091	17,410
Ticari Borçlar	4,822	5,403	6,975	8,574
Kısa Vadeli Borçlanmalar	917	1,117	1,317	1,517
Diğer K.V. Yükümlülükler	2,494	3,288	4,800	7,319
Uzun Vadeli Borçlanmalar	2	202	402	602
Kiralama İşlemlerinden Borçlar	721	1,403	2,735	5,072
Diğer Yükümlülükler	208	208	208	208
Toplam Yükümlülükler	9,164	11,620	16,435	23,291
Ana ortaklığa ait özsermaye	10,214	12,500	15,842	21,004
Kontrol gücü olmayan paylar	206	255	323	429
Toplam Özsermaye	10,420	12,755	16,165	21,432
Toplam Kaynaklar	19,584	24,376	32,600	44,723

Net borç (kiralama yük. Hariç)	-5,417	-7,442	-11,273	-17,122
İşletme Sermayesi	3,649	4,067	5,250	6,454
Yatırım Harcamaları (TMS29)	1,425	2,492	1,609	1,977

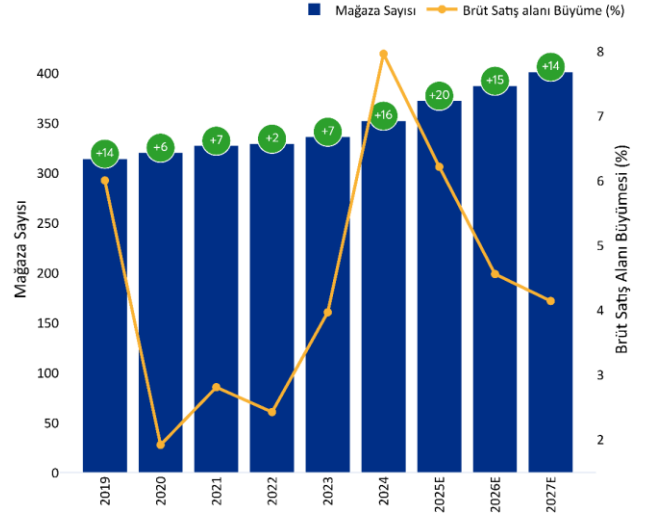
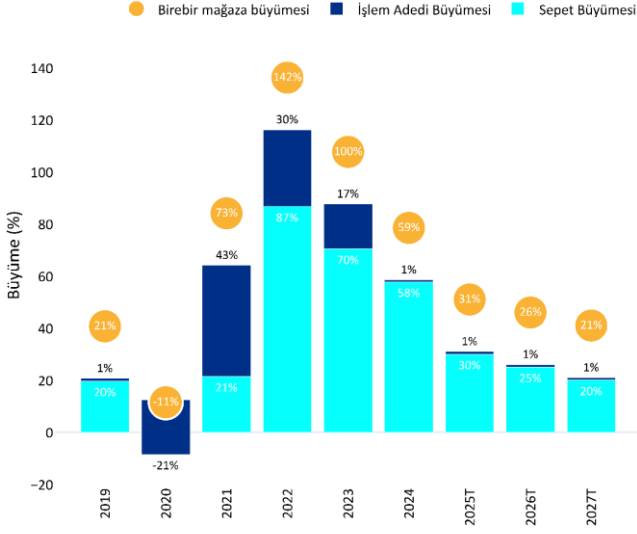
Rasyolar	2024	2025T	2026T	2027T
Net Borç / FAVÖK (Düz.)	-1.2x	-1.5x	-1.6x	-1.7x
Net Borç / Özsermaye	-0.5x	-0.6x	-0.7x	-0.8x
Yatırım Harcaması / Ciro (%)	4%	5%	3%	3%
Özsermaye karlılığı	33%	28%	31%	36%
Yatırılan Sermaye	9,557	12,008	15,301	20,457
Sermaye Karlılığı (vergi sonrası)	38%	37%	40%	37%
Hisse Başı Metrikler	2024	2025T	2026T	2027T
HBK	3.4	3.9	5.5	8.3
HBDD	12.9	15.7	19.9	26.4

YF Tahminler vs Konsensüs

MAVİ		
YF Tahmin	2025T	2026T
Satış Geliri	49,845	64,344
FAVÖK	8,681	11,206
Net Kar	3,138	4,351
Konsensüs	2025T	2026T
Satış Geliri	50,607	60,816
FAVÖK	9,530	11,536
Net Kar	4,798	5,867
YF vs Konsensüs		
Satış Geliri	-2%	6%
FAVÖK	-9%	-3%
Net Kar	-35%	-26%

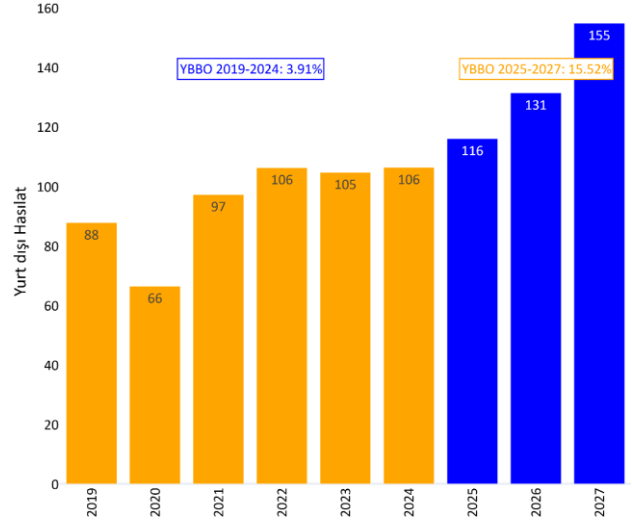
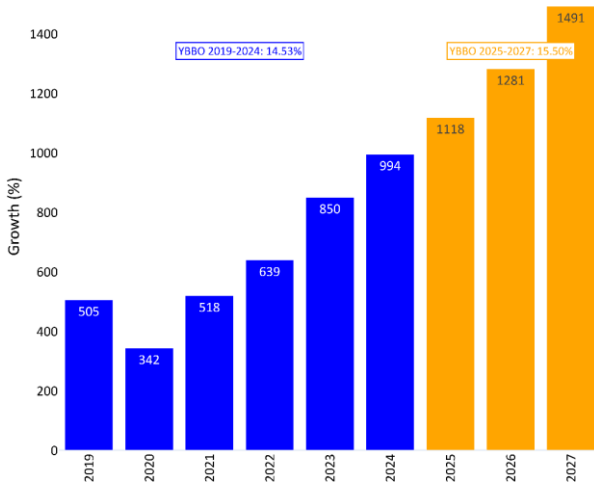
Geçtiğimiz yıllarda işlem hacmi artışı güçlüydü.
-Bunun %1 seviyesinde devam etmesini bekliyoruz.

Yeni mağaza açılışlarının tarihsel ortalamasının üzerinde olmasını bekliyoruz.



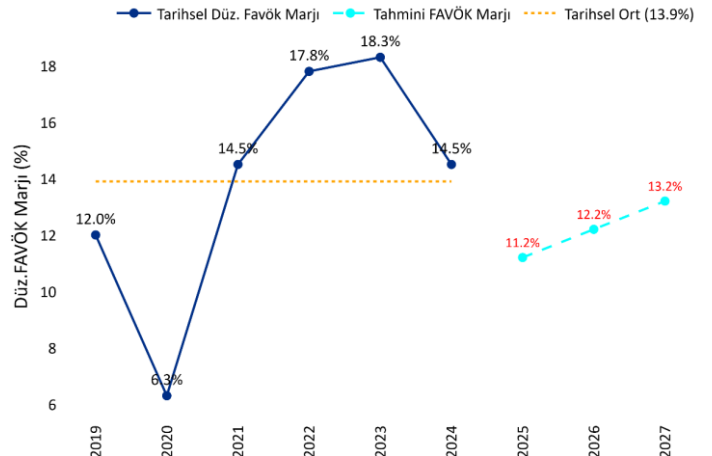
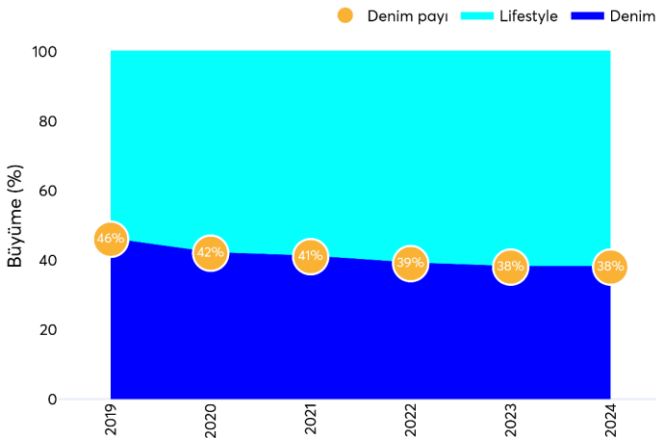
Mavi'nin Hasılatı Altı Yılda İkiye Katlandı

Yurt Dışı gelirleri ise görece sabit kaldı
- ilerisi için çift haneli büyüme göstermesini bekliyoruz



Denim payı giderek azalıyor

Tarihsel ortalamasının altında bir FAVÖK marjı öngörüyoruz.



İNA Modeli

İNA Analizi

İNA TLmn	2023	2024	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	2032T	2033T	2034T
Türkiye Satış Geliri	17,719	30,174	40,569	53,354	66,873	81,544	99,169	120,080	143,447	168,085	193,495	222,707
Büyüme (%)		70%	34%	32%	25%	22%	22%	21%	19%	17%	15%	15%
Yurt Dışı Satış Geliri	2,490	3,490	4,697	6,098	7,747	9,886	12,774	16,347	19,796	23,867	28,424	33,552
Büyüme (%)		40%	35%	30%	27%	28%	29%	28%	21%	21%	19%	18%
Toplam Satış Geliri	20,209	32,631	45,266	59,452	74,620	91,430	111,944	136,427	163,242	191,953	221,920	256,260
Büyüme (%)		61%	39%	31%	26%	23%	22%	22%	20%	18%	16%	15%
Temiz Brüt Kar*	10,373	16,609	22,180	29,131	36,564	44,801	54,852	66,849	79,989	94,057	108,741	125,567
Marj(%)		51%	49%	49%	49%	49%	49%	49%	49%	49%	49%	49%
Operasyonel Giderler (Cash)	5,988	10,736	15,390	19,619	23,878	29,258	35,822	43,657	52,237	61,425	71,014	82,003
Marj(%)		29.6%	32.9%	34.0%	33.0%	32.0%	32.0%	32.0%	32.0%	32.0%	32.0%	32.0%
(-) Kira	688	1,178	1,720	2,259	2,836	3,474	4,254	5,184	6,203	7,294	8,433	9,738
Kira ciro oranı		3.4%	3.6%	3.8%	3.8%	3.8%	3.8%	3.8%	3.8%	3.8%	3.8%	3.8%
FAVÖK (kira ve vade farkı gideri dahil)	3,697	4,696	5,070	7,253	9,850	12,069	14,777	18,008	21,548	25,338	29,293	33,826
FAVÖK Marjı (%)		18.3%	14.4%	11.2%	12.2%	13.2%	13.2%	13.2%	13.2%	13.2%	13.2%	13.2%
Amortisman (Sadece Sabit kıymet)	489	802	1,048	1,316	1,646	2,042	2,365	2,759	3,231	3,785	4,427	5,167
(-) Yatırım Harcaması	548	1,268	2,263	1,486	1,865	2,286	2,799	3,411	4,081	4,799	5,548	6,406
Yatırım Harcaması Ciro		2.7%	3.9%	5.0%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%
(-) İşletme Sermeyesindeki Değişim	1,576	1,019	418	1,183	1,204	1,305	1,741	2,078	2,276	2,436	2,543	2,914
(-) Vergi	974	1,268	1,436	2,049	2,760	3,375	4,166	5,108	6,130	7,212	8,325	9,599
Serbest Nakit Akımı	599	1,140	953	2,535	4,021	5,103	6,071	7,412	9,061	10,891	12,877	14,906
Serbest Nakit Akımı Marjı (%)		3.0%	3.5%	2.1%	4.3%	5.4%	5.6%	5.4%	5.6%	5.7%	5.8%	5.8%
İskonto Faktörü			1.00	0.74	0.55	0.41	0.30	0.23	0.17	0.12	0.09	0.07
İskonto Periyodu				1	2	3	4	5	6	7	8	9
İndirgenmiş Serbest Nakit Akımı			953	1,883	2,219	2,092	1,848	1,676	1,522	1,359	1,194	1,027
Risksiz Faiz Oranı		30.0%										
Beta		1.00										
Hisse Senedi Risk Primi		5%										
Özsermaye Maliyeti		35.00%										
Borç Maliyeti		34.0%										
Vergi Oranı		25%										
Vergi Sonrası Borç Maliyeti		25.5%										
AOSM		34.6%										
% özsermaye oranı		96.0%										
%borç oranı		4%										
Terminal Değer -Çarpan Methodu												
Terminal FAVÖK		33,826										
Terminal Değer		202,958										
Terminal FAVÖK Çarpanı		6.0 x										
(+) İndirgenmiş Terminal Değer		13,977										
(+) İndirgenmiş Nakit Akımı Toplamı		15,772										
Firma Değeri		29,750										
Terminal Değer Değerlemenin % kaç?		47.0%										
(+) Nakit ve Nakit Benzerleri		6,331										
(+) Finansal Yatırımlar		4.2										
(+) Hisse Senedi Yatırımları		-										
(+) Temel Faaliyet Dışı Varlıklar		-										
(-) Toplam Borç		918.6										
(-) Kontrol gücü olmayan paylar		206.3										
(-) İmtiyazlı Paylar		-										
Özsermaye Değeri		34,960										
Pay sayısı		795										
Pay fiyatı		32.9										
Adil Pay Fiyatı		44.00										
Yukarı Potansiyel (%)		33.7%										

*Vade Farkı Giderlerinden Arındırılmış

Mavi vs Yurt Dışı Benzerleri

Hisse Kodu	Şirket	Piyasa Değeri mn\$	FD/FAVÖK		F/K	
			2025T	2026T	2025T	2026T
MAVI TI Equity	Mavi	677	4.2	2.9	8.3	6.0
LEVI US Equity	Levi's	6,343	9.1	8.4	13.1	11.8
HMB SS Equity	H&M	23,416	7.1	6.7	18.7	16.5
ITX SM Equity	Industria De Diseno	168,678	13.5	12.4	25.3	23.6
NKE US Equity	Nike	84,294	19.3	21.0	26.6	28.6
UA US Equity	Under Armor	2,458	7.1	6.6	19.2	16.2
BRBY LN Equity	Burberry	3,489	11.4	8.4	-	34.9
OVS IM Equity	OVS	933	10.7	10.1	10.2	9.4
9983 JP Equity	Fast Retailing	107,048	18.7	17.4	36.4	34.5
MRP SJ Equity	Mr Price	3,429	7.7	7.0	16.6	14.5
LREN3 BZ Equity	Lojas Renner	2,688	6.0	5.2	11.1	9.8
Yurt Dışı Benzerleri Medyan			9.9	8.4	18.7	16.4
MAVI VS. Yurt Dışı Benzerleri			-58%	-65%	-56%	-63%

	2025T	2026T
MAVI Net Kar	3,138	4,351
Hedef F/K (@ 30% İskonto)	13.1x	11.4x
F/K Çarpan Bazlı Hedef Fiyat	51.8	62.7

	2025T	2026T
MAVI Düz. FAVÖK	5,070	7,253
Hedef FD/FAVÖK (30% iskonto)	6.9x	5.9x
FD/FAVÖK Çarpan Bazlı Hedef Fiyat	50.7	53.9
Ortalama Hedef Fiyat (50-50)	51.3	58.3

İNA ve Çarpan Ağırlıklı Hedef Fiyat (50%-50%)

Çarpan Bazlı Hedef Fiyat	58.3
İNA Bazlı Hedef Fiyat	44
İNA ve Çarpan Ağırlıklı Hedef Fiyat (50%-50%)	51

Yatırım Finansman Menkul Değerler

Meclis-i Mebusan Cad. 81 Fındıklı 34427 Beyoğlu/İstanbul
Tel: 0850 723 59 59 Faks: +90 (212) 282 15 50 – 51

Hizmet Noktalarımız

Genel Müdürlük	+90 (212) 317 69 00	Merkez	+90 (212) 334 98 00
Adana	+90 (322) 422 55 90	Antalya	+90 (242) 243 02 01
Ankara	+90 (312) 417 30 46	Bodrum	+90 (252) 999 14 04
Bursa	+90 (224) 224 47 47	Caddebostan	+90 (216) 302 88 00
Çorlu	+90 (282) 888 96 50	Denizli	+90 (258) 999 19 75
İzmir	+90 (232) 441 80 72	Samsun	+90 (362) 431 46 71
Ulus	+90 (212) 263 00 24		

UYARI NOTU:

Bu e-posta mesajı ve ekleri gönderildiği kişi ya da kuruma özeldir ve gizlidir. Hiçbir şekilde üçüncü kişilere açıklanamaz ya da yayınlanamaz. Yetkili alıcılardan biri değilseniz, bu mesajın herhangi bir şekilde ifşa edilmesi, kullanılması, kopyalanması, yayılması veya mesajda yer alan hususlarla ilgili olarak herhangi bir işlem yapılmasının kesinlikle yasak olduğunu bildiririz. Eğer mesajın alıcısı veya alıcısına iletmekten sorumlu kişi değilseniz lütfen mesajı sisteminizden siliniz ve göndereni uyarınız. Gönderen ve Yatırım Finansman Menkul Değerler A.Ş., bu mesajın içerdiği bilgilerin doğruluğu, güncelliği ve eksiksiz olduğu konusunda bir garanti vermemektedir, içerik Yatırım Finansman Menkul Değerler A.Ş. tarafından her zaman değiştirilebilir. Bu e-posta yer alan bilgiler "Yatırım Finansman Menkul Değerler A.Ş." tarafından genel bilgilendirme amacı ile her türlü veri, yorum ve değerlendirmeler hazırlandığı tarih itibarıyla mevcut piyasa koşulları ve güvenilirliğine inanılan kaynaklara dayanılarak hazırlanmıştır. Bu kaynakların kullanılması nedeni ile ortaya çıkabilecek hatalardan Yatırım Finansman Menkul Değerler A.Ş. sorumlu değildir. Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti, kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Burada yer alan ve hiçbir şekilde yönlendirici nitelikte olmayan içerik, yorum ve tavsiyeler ise genel nitelikte olup, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. 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. Bu e-posta içeriğinde yer alan çeşitli bilgi ve görüşlere dayanarak yapılacak ileriye dönük yatırımlar ve ticari işlemlerin sonuçlarından ya da ortaya çıkabilecek zararlardan Yatırım Finansman Menkul Değerler A.Ş. sorumlu tutulamaz. Mesajın içeriğinden, iletilmesinden, alınmasından, saklanmasından, gizliliğinin korunamamasından, virüs içermesinden ve sisteminizde yaratabileceği zararlardan Yatırım Finansman Menkul Değerler A.Ş. sorumlu tutulamaz. Yatırım Finansman bu mesajın içeriği ve ekleri ile ilgili olarak hukuki açıdan herhangi bir sorumluluk kabul etmemektedir. Teşekkür ederiz.