

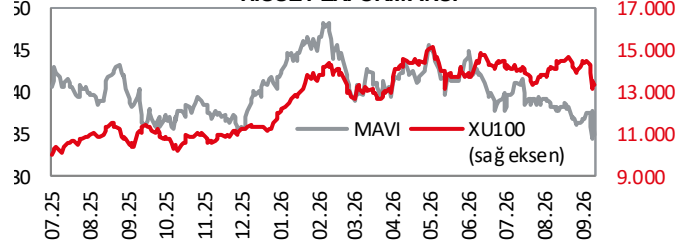
Mavi Giyim 2ç2026 Sonuçları

Gaye Aksongur Yavuz gaksongur@ziraatyatirim.com.tr

Aylin Koşar akosar@ziraatyatirim.com.tr

"Mavi Giyim 2Ç2026'da Beklentiler Doğrultusunda Bir Performans Sergiledi..."**Öneri "AL"****Hedef Hisse Fiyatı : 67,50 TL**

Reuters/Bloomberg	MAVI.IS/MAVI.TI		
Sektör	Giyim Eşya		
Dahil Olduğu Ulusal Endeksler	BIST 100		
İşlem Gördüğü Pazar	Yıldız Pazar		
Fiyat	34,98 TL	0,72 USD	
BİST 100	13.284	273 USD	
TL/\$ (TCMB Alış)		48,5873	
Düşük / Yüksek Son 1 Yıl	34,30 TL	48,17 TL	
Hisse Adedi (mn)	795		
Piyasa Değeri (mn TL)	27.792		
Net Borç (mn TL)	-3.186		
Fiili Dolaşımdaki Pay Oranı	70,7%		
Halka Açıklık	73,0%		
Yabancı Yatırımcı Takas Oranı	41,6%		
Yerli Yatırımcı Takas Oranı	58,4%		
	1 Aylık	3 Aylık	1 Yıllık
TL Getiri	-7,1%	-16,7%	-5,8%
BİST-100	-6,0%	-10,4%	20,2%
BİST-100 Göreceli	-1,2%	-7,0%	-21,7%
Günlük İşlem Hacmi (mn TL)	2.202		
(mn TL)	2Ç2025	2Ç2026	% Değ.
Net Satış	12.599	12.553	-0,4%
Brüt Kar	6.346	6.632	4,5%
FAVÖK	1.917	1.962	2,4%
Ana Ort. Net Dön. Karı/Zararı	304	263	-13,6%
	FIK	FD/FAVÖK	
MAVI	12,99	2,48	
BİST-100	12,27	-	
BİST-Perakende	27,20	6,26	
Ortaklık Yapısı	Pay Oranı		
Diğer	70,9%		
Fatma Elif Akarlılar	9,1%		
Hayriye Fethiye Akarlılar	9,1%		
Seyhan Akarlılar	9,1%		
Hisse Geri Alım	1,8%		

HİSSE PERFORMANSI

Kaynak: Bloomberg, Finnet, Matriks; 18.09.2026 verileri kullanılmıştır.

Şirket'in 2Ç2026 dönemindeki ana ortaklık net dönem karı 263mn TL olarak gerçekleşmiştir (Piyasa beklentisi: 293mn TL). Bizim beklentimiz 351mn TL ana ortaklık net dönem karı elde edilmesi yönündeydi. Tahminlerimizdeki sapmada, beklentimizin üzerinde gerçekleşen vergi gideri etkili olmuştur. Vergi öncesi kar yıllık %117,4 artışla 505mn TL'ye yükselmesine karşın, Şirket'in efektif vergi oranı geçen yılın aynı dönemindeki %6'dan %53'e yükselmiştir. Şirket, VUK'a tabi tablolarda enflasyon düzeltmesinin uygulanmamasının etkisinin efektif vergi oranı üzerinden finansallara yansıdığını belirtmiştir.

Satış gelirleri yıllık sınırlı düşüşle 12.553mn TL (Piyasa beklentisi: 12.600mn TL) seviyesinde gerçekleşirken, brüt kar %4,5 artışla 6.632mn TL'ye yükselmiştir. Brüt kar marjı 2,4 puan artışla %52,8 seviyesine ulaşmıştır. FAVÖK yıllık %2,4 artışla 1.962mn TL'ye (Piyasa beklentisi: 1.900mn TL) yükselirken, FAVÖK marjı 0,4 puan artışla %15,6 olarak gerçekleşmiştir. İlk altı aylık sonuçlarla birlikte Şirket'in ana ortaklık net dönem karı yıllık %33 azalışla 980mn TL olarak gerçekleşmiştir.

2026 yılı beklentileri tarafında Şirket, TMS 29 dahil gelir büyümesi beklentisini %5 ± %1 büyümeden, yatay ile düşük tek haneli daralmaya revize etmiştir. Buna karşın FAVÖK marjı beklentisi %18 ± %0,5, net nakit pozisyonunun korunması ve yatırım harcamalarının konsolide satışların yaklaşık %6'sı seviyesinde gerçekleşmesi beklentileri değiştirilmemiştir. Türkiye'de 15 net yeni mağaza açılışı, 15 mağazada metrekare genişlemesi ve 30 mağazada yenileme ile Kuzey Amerika'da 6 yeni mağaza açılışı hedefleri de korunmuştur.

Şirket'in 3Ç2026 dönemine ilişkin TMS 29 hariç paylaştığı öncü verilere göre, Ağustos ayında Türkiye perakende satışları yıllık %25, online satışlar %30 büyümüştür. Eylül ayının ilk iki haftasında Türkiye perakende satışları %24 artarken, okula dönüş döneminin etkili olduğu ikinci haftada büyüme %42'ye ulaşmıştır.

Ek olarak, Şirket, sermayesinin %5'ine karşılık gelen azami 39,7mn adet payın, 1 milyar TL fonla 1 yıl içinde geri alınmasına karar vermiştir. Geri alınan payların daha sonra sermaye azaltımı yoluyla iptal edilmesi planlanmaktadır.

Mavi Giyim'in hedef hisse fiyatını, tahminlerimizdeki revizyonlar ve piyasa çarpanlarındaki değişikliklere bağlı olarak 76,00TL'den **67,50TL**'ye çekiyoruz. Mavi Giyim ile ilgili daha önceki **"AL"** önerimizi ise koruyoruz.

ÖZET GELİR TABLOSU (mn TL)	1Ç25	2Ç25	1Ç26	2Ç26	2Ç26-1Ç26 %Değ.	2Ç26-2Ç25 %Değ.	6A2025	6A2026	%Değ.
SATIŞLAR	13.529	12.599	13.279	12.553	-5,5%	-0,4%	26.128	25.832	-1,1%
Satışların Maliyeti (-)	6.468	6.253	6.200	5.922	-4,5%	-5,3%	12.721	12.121	-4,7%
BRÜT KAR/ZARAR	7.061	6.346	7.079	6.632	-6,3%	4,5%	13.407	13.710	2,3%
Operasyonel giderler	5.221	5.402	5.589	5.745	2,8%	6,4%	10.622	11.335	6,7%
Genel Yönetim Giderleri (-)	922	915	947	942	-0,5%	3,0%	1.837	1.889	2,8%
Pazarlama Giderleri (-)	4.069	4.251	4.385	4.537	3,5%	6,7%	8.321	8.922	7,2%
Araştırma ve Geliştirme Giderleri (-)	229	235	258	267	3,5%	13,3%	465	524	12,8%
ESAS FAALİYET KARI/ZARARI	1.841	944	1.490	886	-40,5%	-6,2%	2.785	2.376	-14,7%
Diğer Faaliyet Gelir/Giderleri	252	-122	263	60	-77,4%	a.d.	130	323	147,8%
FAALİYET KARI/ZARARI	2.093	823	1.753	946	-46,0%	15,0%	2.915	2.698	-7,4%
FAVÖK	2.763	1.917	2.524	1.962	-22,3%	2,4%	4.680	4.486	-4,1%
Yatırım Faaliyet Gelirleri/Giderleri	-6	-7	1	0	-77,4%	a.d.	-12	1	a.d.
FİNANS. ÖNCESİ FAAL. KARI/ZARARI	2.087	816	1.754	946	-46,1%	15,9%	2.903	2.699	-7,0%
Faaliyet Dışı Finansal Gelirler/Giderler	-423	-513	-243	-325	a.d.	a.d.	-936	-568	a.d.
Net Parasal Pozisyon Kazanç (Kayıp)	-129	-71	-293	-115	a.d.	a.d.	-200	-408	a.d.
Vergi Öncesi Kar/Zarar	1.535	232	1.218	505	-58,5%	117,4%	1.768	1.723	-2,5%
Vergi Gideri/Geliri (-)	415	13	650	266	-59,1%	a.d.	428	917	114,1%
NET DÖNEM KARI/ZARARI	1.121	219	568	239	-57,9%	9,2%	1.340	807	-39,8%
Kontrol gücü olmayan paylar	-38	-85	-150	-24	a.d.	a.d.	-124	-174	a.d.
Ana Ortaklık Net Dönem Karı / Zararı	1.159	304	717	263	-0,6	-13,6%	1.463	980	-33,0%
FİNANSAL ORANLAR	1Ç25	2Ç25	1Ç26	2Ç26			6A2025	6A2026	
Brüt Kar Marjı	52,2%	50,4%	53%	52,8%	-0,5%	2,5%	51,3%	53,1%	1,8%
Faaliyet Kar Marjı	15,5%	6,5%	13%	7,5%	-5,7%	1,0%	11,2%	10,4%	-0,7%
FAVÖK Marjı	20,4%	15,2%	19%	15,6%	-3,4%	0,4%	17,9%	17,4%	-0,5%
Net Kar Marjı	8,6%	2,4%	5%	2,1%	-3,3%	-0,3%	5,6%	3,8%	-1,8%

Kaynak: Mavi Giyim, Ziraat Yatırım, a.d.: anlamlı değil

Türkiye gelirleri geçen yılın aynı dönemine göre yatay kaldı...

2Ç2026 döneminde Mavi'in Türkiye perakende satışları yıllık %0,7 artarken, Türkiye online satışları %1,1 gerilemiştir. Bu dönemde benzer mağaza satışları nominal bazda %31,3 artarken, reel bazda %0,6 gerilemiştir. Buna karşın işlem adedi %3,5 ve benzer mağaza satış adetleri %5,8 artarken, reel sepet büyüklüğü %3,9 gerilemiştir. Yeni metrekare katkısı dahil toplam Türkiye perakende satış adetlerindeki büyüme ise %7,3'e ulaşmıştır. Bu görünüm, reel satışlardaki sınırlı daralmaya karşın trafik ve satış hacmi tarafında önceki çeyreğe göre belirgin bir toparlanmaya işaret etmektedir.

Türkiye Gelir (mn TL)	1Ç25	2Ç25	1Ç26	2Ç26	2Ç26-2Ç25 %Değ.	6A2025	6A2026	%Değ.
E-ticaret	1.034	861	990	851	-1,1%	1.895	1.841	-2,9%
Toptan	2.531	1.346	2.476	1.342	-0,2%	3.877	3.819	-1,5%
Perakende	8.703	9.261	8.631	9.325	0,7%	17.964	17.957	0,0%
Toplam	12.268	11.468	12.097	11.519	0,4%	23.736	23.616	-0,5%

Kaynak: Mavi Giyim

Yurtdışı gelirleri yıllık bazda geriledi...

Şirket'in 2Ç2026 döneminde yurtdışı gelirleri yıllık bazda %8,6 azalarak 1.034mn TL seviyesinde gerçekleşmiştir. Yurtdışı gelir kırılımında toptan kanal %16,5 gerilerken, e-ticaret %2 düşüş kaydetmiştir. Perakende taraf ise %11,9 büyümüştür. Yurtdışı mavi.com sabit kur varsayımı altında ikinci çeyrekte %15,5, ilk yarıyılıda %13,0 büyümüştür. Buna ek Şirket yönetimi, Kuzey Amerika operasyonların halen yatırım aşamasında olduğunu ve kısa vadede karlılığa pozitif katkı beklenmediğini belirtmiştir.

Yurtdışı Gelir (mn TL)	1Ç25	2Ç25	1Ç26	2Ç26	2Ç26-2Ç25 %Değ.	6A2025	6A2026	%Değ.
E-ticaret	285	267	289	261	-2,0%	552	550	-0,3%
Toptan	832	684	733	571	-16,5%	1.516	1.304	-14,0%
Perakende	144	180	160	201	11,9%	324	361	11,6%
Toplam	1.261	1.131	1.182	1.034	-8,6%	2.392	2.216	-7,4%

Kaynak: Mavi Giyim

**Tahminlerimizi
güncelliyoruz...**

Şirket ile ilgili tahminlerimizi 2026 ilk yarı sonuçlarının ardından güncelliyoruz. Buna göre, 2026 yılsonu FAVÖK ve FAVÖK marjı beklentimiz sırasıyla 10.608mn TL ve %17,5'dir.

Finansal Tahminler (Mn TL)	2026T	2027T
Satış Gelirleri	60.616	76.619
FAVÖK	10.608	12.886
Ana Ort.N.D. Kar/Zar	2.681	3.296
FAVÖK Marjı	17,5%	16,8%
Ana Ort.Net Kar Marjı	4,4%	4,3%

Kaynak: Ziraat Yatırım

**MAVI için "AL"
önerimizi koruyoruz...**

Mavi Giyim'nin tahmini piyasa değerini, tahminlerimizdeki değişikliklere bağlı olarak 60.382mn TL'den 53.626mn TL'ye, hedef hisse fiyatını da 76,00TL'den **67,50TL**'ye çekiyoruz. Mavi Giyim ile ilgili daha önceki **"AL"** önerimizi koruyoruz.

Özet Değerleme Tablosu	Açıklama	(Mn TL)
İNA		53.780
Benzer Şirket Karşılaştırması	(2026T FD/FAVÖK: 8,0x F/K: 12,9x) (2027T FD/FAVÖK: 7,7x F/K: 11,6x)	53.010
Hedef Piyasa Değeri	(%80 İNA+%20 Benzer Şir. Çar.)	53.626
Hedef Hisse Fiyatı		67,50
Mavi Hisse Fiyatı (18.09.2026)		34,98
İskonto Oranı		48,2%

Kaynak: Ziraat Yatırım

ÖZET BİLANÇOLAR (MN TL)	6A2025	6A2026	% Değ.
DÖNEN VARLIKLAR	15.588	21.468	37,7%
Nakit ve Nakit Benzerleri	5.889	9.485	61,1%
Ticari Alacaklar	2.292	2.784	21,5%
Diğer Alacaklar	85	57	-32,8%
Stoklar	6.611	8.074	22,1%
Diğer Dönen Varlıklar	712	1.069	50,2%
DURAN VARLIKLAR	7.296	10.933	49,9%
Maddi Duran Varlıklar	3.154	5.082	61,1%
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	1.698	2.047	20,6%
Diğer Duran Varlıklar	2.444	3.805	55,7%
TOPLAM AKTİFLER	22.884	32.402	41,6%
KISA VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER	10.000	14.770	47,7%
Finansal Borçlar	1.710	3.968	132,0%
Ticari Borçlar	5.551	8.054	45,1%
Diğer Borçlar ve Karşılıklar	2.738	2.747	0,3%
UZUN VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER	1.014	2.491	145,6%
Finansal Borçlar	808	1.935	139,6%
Diğer Borçlar ve Karşılıklar	207	556	168,8%
ÖZSERMAYE	11.870	15.141	27,6%
Ödenmiş Sermaye*	795	795	0,0%
Geçmiş Yıllar Karları/Zararları	7.697	10.642	38,3%
Net Dönem Karı/Zararı	1.111	980	-11,7%
Diğer	2.267	2.724	20,1%
TOPLAM PASİFLER	22.884	32.402	41,6%
ÖZET GELİR TABLOSU (MN TL)	6A2025	6A2026	
SATIŞLAR	26.128	25.832	-1,1%
Satışların Maliyeti (-)	12.721	12.121	-4,7%
BRÜT KAR/ZARAR	13.407	13.710	2,3%
Genel Yönetim Giderleri (-)	1.837	1.889	2,8%
Pazarlama Giderleri (-)	8.321	8.922	7,2%
Araştırma ve Geliştirme Giderleri (-)	465	524	12,8%
Diğer Faaliyetlerden Gel./Gid.	130	323	147,8%
NET ESAS FAALİYET KARI/ZARARI	2.915	2.698	-7,4%
Yatırım Faaliyet Gelirleri/Giderleri	-12	1	a.d.
Faaliyet Dışı Fin.Gel./Gid.	-936	-568	a.d.
Vergi Gideri/Geliri	428	917	114,1%
Ana Ort. Net Dön Karı/Zararı	1.463	980	-33,0%

a.d. : anlamlı değil

Kaynak: Finnet Ziraat Yatırım

Ziraat Yatırım Araştırma - Öneri Listesi Tanımları

(Aksi belirtilmedikçe önümüzdeki 12 ay için hesaplanan iskonto oranı)

AL : %20,01 ve üzeri iskonto EKLE : %10,01 ile %20,00 aralığında iskonto TUT : %-10,00 ile %10,00 aralığında iskonto
AZALT : %-10,01 ile %-20,00 aralığında iskonto SAT : %-20,01 ve üzeri iskonto İZLE : Nötr

Uyarı Notu: Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Bu görüşler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

ZİRAAT YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.

Araştırma Bölümü

e-mail: arastirma@ziraatyatirim.com.tr

Genel Müdürlük

Finanskent Mah. Finans Cad. B Blok No: 44b İç Kapı No: 15 Ümraniye / İSTANBUL

+90 216 590 1700 / info@ziraatyatirim.com.tr

Aracılık Hizmetleri Servisi

0 850 22 22 979

Yurt çapındaki tüm T.C. Ziraat Bankası A.Ş.