

Mavi IÇ26 Finansal Sonuç Değerlendirmesi

- IÇ26 finansal sonuçlarının ardından Mavi için 56 TL seviyesindeki 12 aylık hedef fiyatımızı koruyoruz. Bununla birlikte, son dönemde hisse fiyatında yaşanan yükselişin ardından hedef fiyatımıza göre getiri potansiyelinin sınırlanması nedeniyle "AL" tavsiyemizi "TUT" olarak revize ediyoruz.**
- Yılın ilk çeyreğinde efektif vergi oranındaki değişim net karı baskılıla da şirket beklentilerin üzerinde karlılık açıkladı.** Şirket, IÇ26'da 686 milyon TL net kar elde ederek piyasa medyan beklentisi olan 590 milyon TL'nin %16 üzerinde performans gösterdi. Açıklanan net kar, bizim beklentimizin de %10 üzerinde gerçekleşti. Buna karşın net kar, IÇ25'e kıyasla %38 geriledi. Bu düşüşte, yasal finansallarda enflasyon muhasebesi uygulamasının iptal edilmesine bağlı olarak efektif vergi oranının geçen yılki %27 seviyesinden bu yıl %53'e yükselmesi belirleyici oldu. Net kar marjı ise yine aynı dönemde 3,2 puan azalış kaydederek %5,4 seviyesine geriledi. Buna ek olarak önceki dönemlerde de parasal kayıp kalemi ve Finansman giderleri net kar üzerinde baskı oluşturmaya devam etti. Operasyonel karlılık tarafında FAVÖK, piyasa beklentisinin %2 altında kalırken, kurum beklentimiz olan 2.407 milyon TL'ye paralel şekilde 2.414 milyon TL olarak gerçekleşti. FAVÖK marjı ise yıllık bazda 1,4 puan geriledi. Marjdaki daralmanda, amortisman kaleminin pozitif katkısına rağmen uygulanan faiz oranı farkından kaynaklanan 100 baz puanlık negatif etki ile satış büyümesinin faaliyet giderlerindeki artışın altında kalması sonucunda amortisman hariç faaliyet giderleri/satış oranının 250 baz puan yükselmesi etkili oldu. Brüt kar marjı ise yıllık bazda 1,1 baz puan yükseliş kaydederek %53,3 seviyeye çıktı.
- Hasılat piyasa beklentisinin %1, kurum beklentimizin ise %3,5 üzerinde gerçekleşti.** Mavi'nin IÇ26 satış performansında, konsolide gelirlerin geçen yılın yüksek bazına kıyasla %1,9 daralarak 12.701 milyon TL'ye gerilediğini görüyoruz. Global perakende gelirleri %1'in altında sınırlı düşerken, Türkiye perakende gelirleri 8.325 milyon TL'den 8.256 milyon TL'ye gerileyerek yıllık bazda %0,8 daraldı. Birebir mağaza satışları nominal bazda %28,6 artsa da reel bazda %2,1 gerilerken, işlem adedindeki %3,7'lik düşüş talep tarafındaki zayıflığın sürdüğüne işaret etti. Buna karşın alışveriş sepetinin reel bazda %1,7 büyümesi, sepetteki ürün adedindeki artışın satış performansını kısmen desteklediğini gösteriyor. Birebir mağaza satış adetleri %1,5 azalırken, yeni metrekarelerin katkısıyla toplam Türkiye satış adetleri yatay seyretti. Toptan satışlar 3.217 milyon TL'den 3.069 milyon TL'ye, e-ticaret gelirleri ise 1.262 milyon TL'den 1.223 milyon TL'ye geriledi. Türkiye e-ticaret gelirlerinde %4,3 daralma görülürken, global online satışların net satışlar içindeki payı %10,7'den %10,3'e düştü. Yurtdışı gelirler 1.206 milyon TL'den 1.130 milyon TL'ye gerilese de sabit kur varsayımı altında ABD operasyonlarında %12, yurtdışı mavi.com'da ise %10,6 büyüme kaydedilmesi sınırlı destekleyici unsurlar olarak öne çıktı.
- Mağaza ağı korunurken, trafik ve adet tarafındaki zayıflık öne çıkıyor...** Mavi, IÇ26'da 3 mağaza kapanışı ile Nisan 2026 sonu itibarıyla Türkiye'de toplam 357 perakende mağazaya sahip olurken, toplam brüt satış alanı 197 bin m² seviyesinde yatay kaldı. Ortalama mağaza büyüklüğü ise 553 m²'ye yükseldi. İlk çeyrekte Türkiye'de üç mağazada metrekare genişlemesi ve yedi mağazada yenileme yapılırken, ABD'de iki yeni mağaza açılışı gerçekleştirildi. Şirket, 2026 yılını Türkiye'de 15 net yeni mağaza açılışı, 15 mağazada metrekare genişlemesi, 30 mağazada yenileme ve ABD'de 6 yeni mağaza açılışı ile tamamlamayı planlıyor. IÇ26 özelinde mağazacılık tarafına baktığımızda, birebir mağaza satışlarının nominal bazda %28,6 artmasına rağmen reel bazda %2,1 gerilediği görülüyor. İşlem adedinin %3,7 daralması ve birebir mağaza satış adetlerinin %1,5 düşmesi, mağaza trafiği ve hacim tarafındaki zayıflığın sürdüğüne işaret ediyor. Buna karşılık alışveriş sepetinin, sepetteki ürün adedindeki artışın desteğiyle reel bazda %1,7 büyümesi satış performansındaki daralmayı kısmen sınırladı. Yeni metrekarelerin katkısıyla toplam Türkiye satış adetlerinin yatay seyretmesi ise mağaza ağındaki kapasite artışının hacim tarafındaki baskıyı dengelediğini gösteriyor. Ayrıca şirketin yılın ilk çeyreğinde 344 bin yeni müşteri kazanarak aktif müşteri sayısını 6,2 milyona taşımaya, zayıf talep ortamına rağmen marka erişiminin korunduğuna işaret ediyor.
- Yönetim beklentileri korunurken, ikinci çeyrek başlangıcı talep tarafından toparlanmaya işaret ediyor...** Şirket, 2026 yılına ilişkin yönetim beklentilerinde değişikliğe gitmedi. TMS 29 dahil konsolide gelirlerde %5 ± %1 büyüme ve %18 ± %0,5 FAVÖK marjı hedeflenirken, yatırım harcamalarının konsolide gelirin yaklaşık %6'sı seviyesinde gerçekleşmesi bekleniyor. Operasyonel tarafa ise Türkiye'de 15 net yeni mağaza açılışı, 15 mağazada metrekare artışı ve 30 mağaza yenilemesi; Kuzey Amerika'da ise 6 yeni mağaza açılışı planlanıyor. İkinci çeyreğin başına ilişkin güncel veriler ise ilk çeyrekteki zayıf hacim görünümüne kıyasla daha destekleyici bir tabloya işaret ediyor. Güçlü geçen Kurban Bayramı döneminde perakende satışlar TL bazında %40, adet bazında ise %15 büyürken, 1 Mayıs– 7 Haziran 2026 döneminde Türkiye perakende satışları %37,5, Türkiye online satışları ise %31 artış kaydetti. Her iki kanalda da satış adetlerinin çift haneli büyümesi, ikinci çeyreğe talep tarafında daha güçlü bir başlangıç yapıldığını gösteriyor. Bununla birlikte bu görünümde bayram döneminin yarattığı takvim etkisinin olduğu, dolayısıyla söz konusu imenin çeyrek geneline ne ölçüde yayılacağına takip edilmesi gerektiğini düşünüyoruz.

"TUT"
Hedef Fiyat: 56.00 TL
Önceki Hedef Fiyat: 56.00 TL
12 Aylık Getiri Potansiyeli : %25

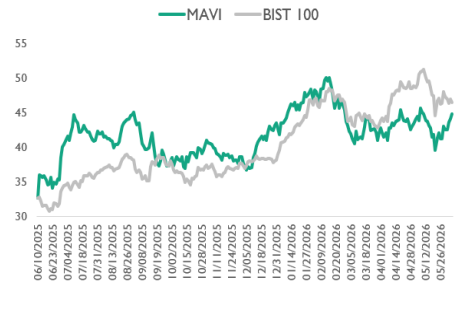
Piyasa Bilgileri	
Bloomberg Kodu	MAVI TI
Tavsiye	TUT
Hedef Fiyat (TL/hisse)	56.00
Kapanış (TL/hisse)	44.80
Yükseliş Potansiyeli (%)	25%
Piyasa Değeri (milyon TL)	35.594
Piyasa Değeri (milyon USD)	773
Firma Değeri (milyon TL)	31.716
Sermaye (milyon TL)	795
Halka Açıklık Oranı (%)	73.00

Tahminler, TLmn	2025	2026T	2027T
Net Satış Gelirleri	47.729	61.419	72.601
Büyüme (%)	-5%	28.7%	18.2%
FAVÖK	8.841	11.228	13.399
Büyüme (%)	-4%	27%	19%
Net Kar	2.294	3.645	4.431
Büyüme (%)	-36%	59%	22%

Karlılık (%)	
FAVÖK Marjı	18.5%
Net Kar Marjı	4.8%

Borçluluk	
Net Borç	-4,057
Net Kar Marjı	-5,870
Net Borç/FAVÖK	-0,46

Değerleme Çarpanları	
F/K	15.50
FD/FAVÖK	3.59



Analist

Eren Bozdoğan

eren.bozdogan@kuveytturkiyatirim.com.tr

Özet Finansal Görünüm

Gelir Tablosu (milyon TL)	1Ç26	1Ç25	y/y (%)	4Ç25	ç/ç (%)	12A25	12A24	y/y (%)
Net Satışlar	12,701	12,941	-2	11,904	7	47,729	50,326	-5
Satışların Maliyeti (-)	5,930	6,187	-4	6,035	-2	23,391	25,018	-7
Brüt Kar/Zarar	6,771	6,754	0	5,869	15	24,338	25,309	-4
Faaliyet Giderleri (-)	5,346	4,994	7	4,871	10	18,934	19,213	-1
Esas Faaliyet Karı	1,425	1,761	-19	998	43	5,404	6,095	-11
Amortisman	990	882	12	902	10	3,437	3,067	12
FAVÖK	2,414	2,643	-9	1,900	27	8,841	9,162	-4
Diğ. Gelir/Gider (net)	252	241	5	16	1,435	240	229	5
Yat. Fal. Gel. (net)	1	-5	a.d.	-27	a.d.	-45	10	a.d.
Finansal Gelir/Gider (net)	-512	-528	a.d.	-494	a.d.	-2,153	-1,539	a.d.
Parasal Kazanç (Kayıp)	-280	-123	a.d.	-208	a.d.	-489	47	a.d.
Vergi Öncesi Kar/Zarar	1,165	1,469	-21	493	136	3,447	4,795	-28
Vergi	-622	-397	a.d.	-641	a.d.	-1,388	-1,300	a.d.
Kont. Gücü Olmayan Paylar	-143	-37	a.d.	-87	a.d.	-235	-64	a.d.
Ana Ortaklık Net Kar	686	1,109	-38	-60	a.d.	2,294	3,559	-36

Karlılık	1Ç26	1Ç25	y/y (%)	4Ç25	ç/ç (%)	12A25	12A24	y/y (%)
Brüt Kar Marjı	53.3%	52.2%	1.1bps	49.3%	4.0bps	51.0%	50.3%	0.7bps
Esas Faaliyet Kar Marjı	11.2%	13.6%	-2.4bps	8.4%	2.8bps	11%	12%	-0.8bps
FAVÖK Marjı	19.01%	20.42%	-1.4bps	16.0%	3.0bps	18.5%	18.2%	0.3bps
Vergi Oranı	-53.4%	-27.0%	a.d.	-129.8%	a.d.	-40%	-27%	a.d.
Net Kar Marjı	5.4%	8.57%	-3.2bps	-0.5%	a.d.	4.8%	7%	-2.3bps
*Net Borç	-3,878	-4,215	a.d.	-4,436	a.d.	-4,436	-5,170	a.d.
Net Borç (USD)	-84	-104	a.d.	-96	a.d.	-96	-115	a.d.
Net Borç/FAVÖK	-0.50	-0.56	a.d.	-0.24	a.d.	-0.24	-0.22	a.d.

Nakit Akım Tablosu	1Ç26	1Ç25	y/y (%)	4Ç25	ç/ç (%)	12A25	12A24	y/y (%)
İşletme Faaliyetlerinden Nakit	1,674	2,345	-29	4,098	-59	8,871	8,121	9
Yatırım Faaliyetlerinden Nakit	-59	76	a.d.	-398	a.d.	-1,092	578	a.d.
Serbest Nakit Akımı	1,615	2,421	-33	3,700	-56	7,778	8,699	-11
<i>Gelirlere Oranı (%)</i>	12.7%	18.7%	-6.0bps	31%	-18.4bps	16.3%	17.3%	-1.0bps
Finansman Faaliyetlerinden Nakit	-781	-1,210	a.d.	-1,011	a.d.	-5,683	-6,838	a.d.
Yabancı Para Çevrim Farkı Etkisi	0	0	a.d.	0	a.d.	0	0	a.d.
Net Nakit Değişimi	834	1,211	-31	2,689	-69	2,096	1,861	13

* Pozitif rakam net borç, negatif rakam ise net nakit pozisyonunu ifade etmektedir.

** a.d. = Anlamlı Değil



Dr. Kutay Gözgör

Araştırma Direktörü

Muhammet Çakmak

Kıdemli Uzman

Havacılık, Sağlık, Bilişim, GYO

Ubeyde Safvan Erbaş

Yönetmen

Teknik Analist

Eren Bozdoğan

Kıdemli Uzman

Perakende, Sanayi, Savunma

Ali Osman Okut

Uzman Yardımcısı

Çimento

İletişim ve Haberleşme için:

arastirma@kuveytturkyatirim.com.tr

Yasal Uyarı

Bu raporda yer alan bilgiler Kuveyt Türk Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("Kuveyt Türk Yatırım") tarafından genel bilgilendirme amacıyla hazırlanmıştır. Burada yer alan bilgi, yorum ve tavsiyeler yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde, kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler ise genel niteliktedir, herhangi bir yatırım aracının alım ya da satımı için öneri niteliğinde yorumlanmamalıdır. Bu tavsiyeler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak mali durumunuz, risk ve getiri beklentileriniz ile uyumlu olmayan yatırım kararları vermeniz beklentilerinize uygun olmayan sonuçlar doğurabilir. Burada yapılan analizlere dayanarak yapılan yatırımlar zararlı da sonuçlanabilir. Bu rapora dayanarak yapılan herhangi bir yatırımın sonucu Müşteri'ye aittir. Bu sonuçlardan dolayı Kuveyt Türk Yatırım ve çalışanları hiçbir sorumluluk üstlenmemektedir. Bu raporda yer alan bilgiler, güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan derlenmiş olmakla birlikte kesinlikleri ve doğrulukları garanti edilmemektedir. Bu nedenle, bu bilgilerin tam veya doğru olmamasından, kullanılan kaynaklardaki hata ve eksik bilgilerden dolayı doğabilecek zararlar konusunda Kuveyt Türk Yatırım ve çalışanları herhangi bir sorumluluk kabul etmez. Raporda yer alan bilgiler Kuveyt Türk Yatırım'ın yazılı izni olmadan çoğaltılamaz, yayınlanamaz veya üçüncü kişiler ile paylaşılamaz.

