

Mavi Giyim

Mavi'nin 2Ç26 sonuçlarını, brüt kar marjındaki iyileşme ve güçlü nakit üretimi sayesinde operasyonel açıdan olumlu değerlendiriyoruz. Yönetim, daha yüksek enflasyon varsayımı nedeniyle gelir beklentisini aşağı yönlü revize ederken diğer hedeflerini korudu. 2026 yılı için 62,4 milyar TL ciro, 11,5 milyar TL FAVÖK ve 3,1 milyar TL net kar öngörüyoruz. Tahmin güncellemelerimizin değerlememize etkisinin sınırlı kalması nedeniyle 60,80 TL hedef fiyatımızı ve AL tavsiyemizi koruyor, Mavi'yi Model Portföyümüzde tutmaya devam ediyoruz. Hedef fiyatımız %61 getiri potansiyeline işaret ederken hisse, 2026 tahminlerimize göre 2,3x FD/FAVÖK ve 9,6x F/K çarpanlarından işlem görüyor.

Satışlar beklentiye paralel, FAVÖK hafif üzerinde... Mavi, 2Ç26'da 12,6 milyar TL ciro, 2,0 milyar TL FAVÖK ve 263 milyon TL net kar açıkladı. Medyan piyasa beklentisi sırasıyla 12,6 milyar TL, 1,9 milyar TL ve 293 milyon TL seviyesindeydi. Ciro beklentiye paralel gerçekleşirken FAVÖK beklentiyi %3 aştı, net kar ise %10 altında kaldı. Vergi öncesi net kar ise yıllık %117 yükseldi ve 505 milyon TL olarak gerçekleşti. Yıllık bazda satışlar yatay seyrederken brüt kar marjı 240 baz puan artışla %52,8'e yükseldi. Faaliyet giderlerindeki artış nedeniyle FAVÖK marjındaki iyileşme 40 baz puanla sınırlı kalarak %15,6 oldu. Net finansman giderlerindeki düşüşe karşın efektif vergi oranının %6'dan %53'e yükselmesiyle net kar yıllık %14 geriledi.

Satış adetlerindeki toparlanma operasyonel görünümü destekliyor... Türkiye perakende satışları yıllık %0,7 artarken e-ticaret gelirleri %1,1 geriledi. Buna karşılık toplam perakende satış adetleri %7,3, birebir mağaza satış adetleri %5,8 arttı. Türkiye'de mağaza sayısı 360'ta kalırken satış alanı %6 genişledi. Uluslararası satışlar sabit kurla %2,6, ABD operasyonları ise %24 büyüdü.

Güçlü nakit üretimi ve net nakit pozisyonu... Şirket ilk yarıda işletme faaliyetlerinden 4,3 milyar TL net nakit yaratırken 1,3 milyar TL yatırım harcaması gerçekleştirdi. TFRS 16 hariç net nakit pozisyonu 6,7 milyar TL seviyesinde gerçekleşti. Yönetim ayrıca azami 39,7 milyon adet payı kapsayan 1 milyar TL büyüklüğünde yeni bir geri alım programı açıkladı.

Gelir beklentisi aşağı çekilirken diğer hedefler korundu... Yönetim, 2026 yılı için TMS 29 dahil gelir beklentisini düşük tek haneli daralma ile yatay seyir aralığına revize etti. %18 $\pm$ 0,5 puan FAVÖK marjı, net nakit pozisyonunun korunması ve yatırım harcamalarının cironun yaklaşık %6'sı seviyesinde gerçekleşmesi hedefleri değişmedi. TMS 29 hariç verilere göre Ağustos'ta Türkiye perakende satışları %25, online satışlar %30; eylülün ilk iki haftasında ise perakende satışları %24 büyüdü.

MAVI

AL

Hedef fiyat 60,80 TL
Getiri potansiyeli %61

Pay bilgileri

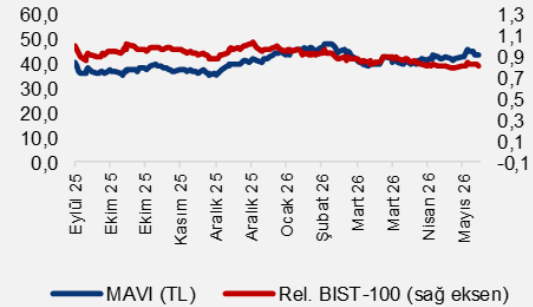
Pay Kodu	MAVI Tİ
Pay fiyatı (17.09.2026)	37,72
Pay fiyatı aralığı (52 haftalık)	34,3 / 48,2
Piyasa Değeri (TL mn - mn USD)	29.969 - 617
Pay adedi (mn) & halka açıklık oranı	795 - 73%
Yabancı Takas Oranı	41%
Pazar	Yıldız
Sektör	Giyim Perakende

Ortalama işlem hacmi	1 Ay	3 Ay	12 Ay
milyon ABD doları	4,2	3,6	5,6

Fiyat performansı	1 Ay	3 Ay	YBB
TL	-1%	-10%	-10%
USD	-3%	-15%	-21%
BIST-100'e göre performans	3%	-4%	-25%

Tahminler (TL mn)	2024	2025	2026T
Net satışlar	57.536	54.567	62.393
FAVÖK	10.475	10.108	11.529
Net kâr	3.997	2.397	3.121

Değerleme	2024	2025	2026T
F/K	7,4x	11,2x	9,6x
F/DD	2,2x	1,9x	1,6x
FD/FAVOK	2,6x	2,6x	2,3x



Serhan Yenigun
+90 212 355 2604
serhan.yenigun@tacirler.com.tr

Özgür Tosun
+90 212 355 2637
ozgur.tosun@tacirler.com.tr

Finansal Tablolar

Bilanço	2024	2025	2026T
Nakit ve benzerleri	8.272	9.723	10.247
Ticari alacaklar	2.684	3.252	3.522
Stoklar	6.679	6.691	7.644
Finansal yatırımlar	5	15	0
Maddi duran varlıklar	3.589	5.458	5.744
Diğer duran varlıklar	4.357	5.705	7.302
Toplam varlıklar	25.587	30.843	34.459
Kısa vadeli borçlanmalar	2.163	3.273	3.742
Ticari borçlar	6.300	6.457	7.210
Uzun vadeli borçlanmalar	944	1.828	1.828
Diğer uzun vadeli yükümlülükler	2.566	3.360	3.360
Uzun vadeli yükümlülükler	11.973	14.918	16.139
Özkaynaklar	13.614	15.926	18.320
Ödenmiş sermaye	397	795	795
Diğer özkaynaklar	13.217	15.131	17.526
Toplam kaynaklar	25.587	30.843	34.459
Net borç	-5.165	-4.623	-4.678
Net işletme sermayesi	3.064	3.485	3.956
Oranlar			
Karlılık			
Özkaynak karlılığı	%34,6	%16,2	%18,2
Net kâr	%6,9	%4,4	%5,0
Aktif devri	2,5x	1,9x	1,9x
Kaldıraç	2,0x	1,9x	1,9x
Aktif karlılığı	%17,6	%8,5	%9,6
Kaldıraç			
Finansal borç/toplam varlıklar	%12	%17	%16
Net borç/özsermaye	-0,38	-0,29	-0,26
Net borç/FAVÖK	-0,49	-0,46	-0,41
Hisse başına (TL)			
Net kâr	5,03	3,02	3,93
Özkaynak	17,14	20,04	23,06
Temettü	-1,72	-1,40	-0,92

Gelir tablosu	2024	2025	2026T
Net satışlar	57.536	54.567	62.393
Brüt kâr	28.934	27.825	31.815
Faaliyet giderleri	-21.966	-21.646	-24.751
Esas faaliyet kârı	6.969	6.179	7.065
FAVÖK	10.475	10.108	11.529
Net diğer gelir	262	268	307
Net finansman geliri	-1.759	-2.462	-2.784
Vergi öncesi kâr	5.483	3.984	4.585
Vergi gideri	-1.487	-1.587	-1.464
Net kâr	3.997	2.397	3.121

Nakit akış tablosu	2024	2025	2026T
FAVÖK	10.475	10.108	11.529
Vergi gideri	-1.742	-1.545	-1.766
Yatırımlar	-1.711	-1.972	-3.744
İşletme sermayesi değişimi	899	421	471

Büyüme ve marjlar	2024	2025	2026T
Net satışlar	%26	-%5	%14
FAVÖK	%24	-%4	%14
Net kâr	%7	-%40	%30
Brüt marj	%50,3	%51,0	%51,0
Esas faaliyet kâr marjı	%12,1	%11,3	%11,3
FAVÖK marjı	%18,2	%18,5	%18,5
Net marj	%6,9	%4,4	%5,0

Değerleme	2024	2025	2026T
F/K	7,4x	11,2x	9,6x
F/DD	2,2x	1,9x	1,6x
FD/FAVOK	2,6x	2,6x	2,3x

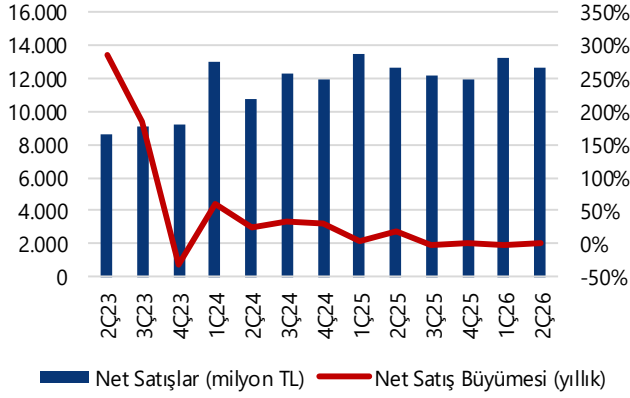
Kaynak: Tacirler Yatırım Araştırma

*Bütün rakamlar milyon TL olarak ifade edilmiştir.

**Tablodaki veriler enflasyon endeksi ile düzeltilmiştir.

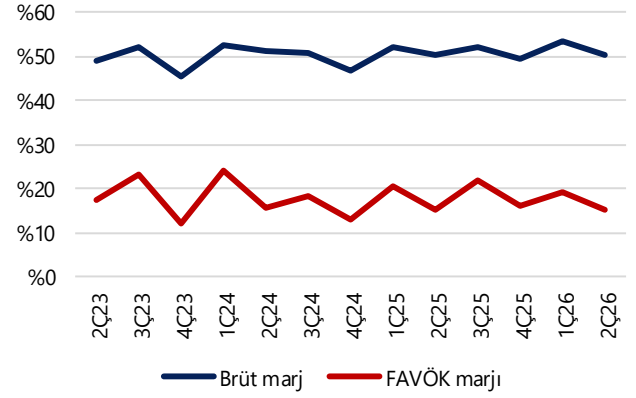
Ana Finansal Göstergeler (Çeyrek)sel)

Net Satışlar ve Satış Büyümesi



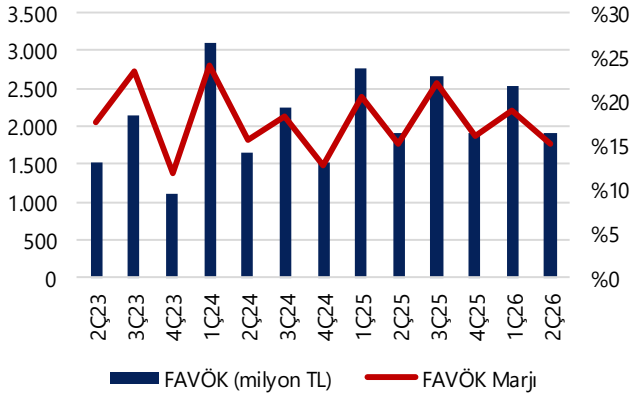
Kaynak: Tacirler Yatırım

Brüt ve FAVÖK Marj Gelişimi



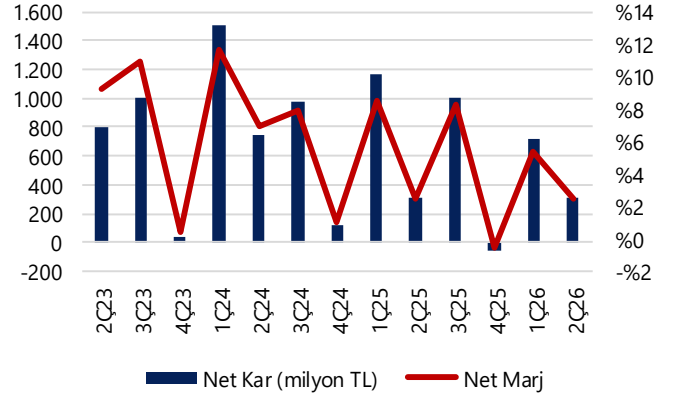
Kaynak: Tacirler Yatırım

FAVÖK ve FAVÖK Marjı Trendi



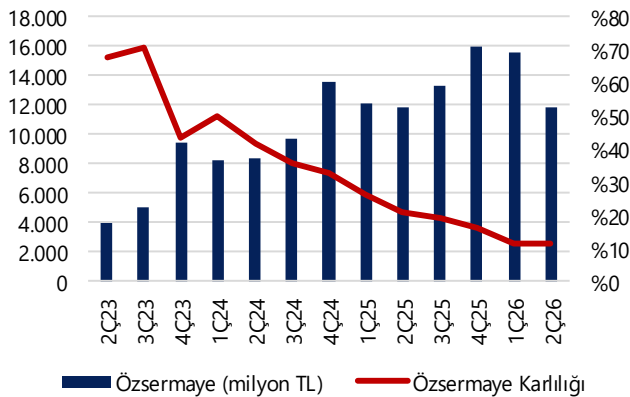
Kaynak: Tacirler Yatırım

Net Kar ve Net Marj Trendi



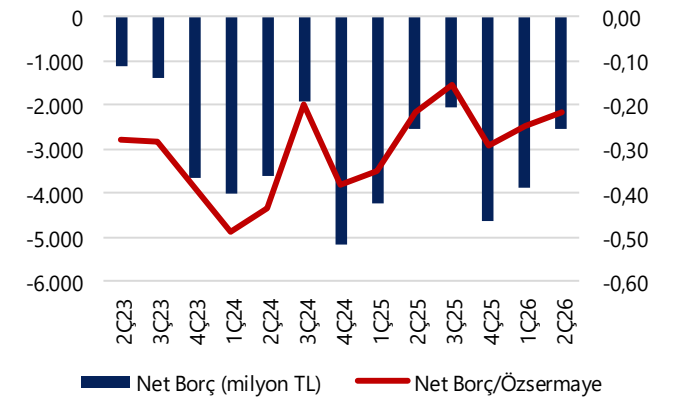
Kaynak: Tacirler Yatırım

Özsermaye ve Özsermaye Karlılığı



Kaynak: Tacirler Yatırım

Net Borç ve Net Borç/Özsermaye



Kaynak: Tacirler Yatırım

Künye

Tacirler Yatırım Araştırma ve İçerik Yönetimi

Serhan Yenigün

Kıdemli Müdür

serhan.yenigun@tacirler.com.tr

Ekin Çınar

Başekonomist

ekin.cinar@tacirler.com.tr

Oğuzhan Kaymak

Tüm hisse kapsamı ve içerik yönetimi

oguzhan.kaymak@tacirler.com.tr

Özgür Tosun

Holdingler, rafineri ve petrokimya, giyim ve teknoloji perakende

ozgur.tosun@tacirler.com.tr

Anıl Deniz Altıay

İletişim, sağlık ve ilaç, sigorta & Küresel piyasalar

deniz.altıay@tacirler.com.tr

Berk Demirpolat

Dayanıklı tüketim, beyaz eşya, gıda

berk.demirpolat@tacirler.com.tr

Ömer Tarman

Veritabanı sorumlusu, çimento, GYO

omer.tarman@tacirler.com.tr

Yatırım Merkezlerimiz

Genel Müdürlük

Nispetiye Cad. B-3 Blok Kat: 9 Akmerkez Etiler - İSTANBUL
0 212 355 46 46

Adana	Cemal Paşa Mah. Gazipaşa Bul. Cemal Uğurlu Apt. Kat: 1 D: 4	(0 322) 457 77 55
Akatlar İrtibat Bürosu	Esentepe Mahallesi Büyükdere Caddesi Levent N199 İç Kapı N16 Şişli - İstanbul	(0 212) 355 46 46
Alsancak	Şehit Nevres Bulvarı Eczacıbaşı Apartmanı No: 7 Kat: 2 Daire: 5 Pasaport Alsancak - Konak	(0 232) 241 24 50
Ankara	Remzi Oğuz Arık Mah. Tunalı Hilmi Cad. Yaprak Apt. No: 94 Kat: 2 D: 9 Kavaklıdere Çankaya	(0 312) 435 18 36
Antalya	Şirinyalı Mah. İsmet Gökşen Cad. Özden Apt. No:82/6 Muratpaşa	(0 242) 248 45 20
Bakırköy	İstanbul Cad. Bakırköy İş Merkezi No: 6 Kat: 4 D: 14 Bakırköy	(0 212) 570 52 59
Bodrum	Konacık Mahallesi, Atatürk Bulvarı, Arbor-Abdullah Ünal Çabuk İş Merkezi No: 285/1-A6 Bodrum	(0 212) 355 46 46
Bursa	Konak Mah. Barış (120) Sokak , Ofis Artı Binası, Dış kapı No:3 Daire:33 Nilüfer-BURSA	(0 224) 225 64 10
Çankaya	Çankaya Mahallesi Cinnah Caddesi Cinnah Apartmanı No: 55 D: 7-8 Çankaya / ANKARA	(0 212) 355 46 46
Çukurambar	Kızılırmak Mah.Ufuk Üniversitesi Cad. Next Level Loft Ofis No: 4/65 Kat: 24 Söğütözü Çankaya	(0 312) 909 87 70
Denizli	Urhan İş Merkezi 2. Ticari Yol Daire 26 Kat: 6 Bayramyeri	(0 258) 265 87 85
Erenköy	Bağdat Cad. Çubukçu Apt. No: 333 Kat: 2 D: 4 Kadıköy	(0 216) 348 82 82
Gaziantep	İncilipinar Mah. Gazimuhtarpaşa Bul. Kepkepzade Park İş Merkezi B Blok No: 18 Kat: 1 D: 5	(0 342) 232 35 35
Girne	Ziya Rızkı Cad. Şehit Necati Gürkaya Sok. Kat: 1 D: 1 Girne - KKTC	(0 392) 815 14 55-0533 889 15 51
İzmir	Kültür Mahallesi, Cumhuriyet Bulvarı No:137 Cumhuriyet Apt. K:5 D:12 Konak – İzmir	(0 232) 445 01 61
İzmit	Hürriyet Cad. Kaya İşhanı No: 39/5 İzmit	(0 262) 323 11 33
Karadeniz Ereğli	Bağlık Mahallesi Karanfil Sokak No:16/A Karadeniz Ereğli – Zonguldak	(0 372) 316 40 50
Karşıyaka	Yalı Mahallesi Ahmet Kemal Baysak Bulvarı No:42 D:11	(0 232) 241 19 24
Kartal	Üsküdar Cad. Cevat Kayacan Apt. No: 26 Kat: 4 D: 8 Kartal	(0 216) 306 22 71-306 22 06
Kayseri	Hunat Mah. Nuh Mehmet Baldöktü Sok. Gürcüoğlu Plaza No: 5 K: 3 D: 11 Melikgazi	(0 352) 221 08 68-222 82 51
Marmaris İrtibat Bürosu	Kemeraltı Mah. Orgeneral Mustafa Muğlalı Cad. Güven Apt. No: 22 D: 2 Marmaris	(0 252) 321 08 00
Merkez Şube	Akat Mahallesi Meydan Caddesi B Blok No: 16 D: 7 (Eski No D: 9) Beşiktaş	(0 212) 355 46 46
Mersin	İnönü Mah. 1401 Sok. No:32 Pozcu Evo Kat:2 No:10-11 Yenişehir Mersin	(0 324) 238 11 89
Trabzon İrtibat Bürosu	Kemerkaya Mahallesi Halkevi Cad. Mandıralı İş Merkezi No: 4 Daire: 4 Ortahisar	(0 462) 432 24 50

Uyarı Notu

Bu raporda yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmakta olup finansal bilgi ve genel yatırım tavsiyesi kapsamında hazırlanmıştır ve hiçbir şekilde 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.

Yatırım Danışmanlığı hizmeti talep edilmesi halinde; yatırımcının Tacirler Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ile Yatırım Danışmanlığı sözleşmesi imzalamış olması, Yerindelik Testi'ni tamamlamış ve risk grubunun belirlemiş olması zorunludur.

Bu raporda yer alan her türlü bilgi, yorum ve tavsiye uygunluk testi ile tespit edilecek risk grubunuz ve getiri beklentiniz ile uyumlu olmayabilir. Dolayısıyla, uygunluk testi neticesinde risk grubunuz tespit edilmeden sadece burada yer alan bilgilere dayanılarak yatırım kararı verilmesi amaç, bilgi ve tecrübenize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

Bu rapor herhangi bir sürede belirli bir getirinin sağlanacağına dair bir taahhüt içermemekte olup, zaman içerisinde piyasa koşullarında meydana gelen değişiklikler nedeniyle yorum ve tavsiyelerde değişiklikler söz konusu olabilir. Bu raporda bahsedilen yatırım araçlarının fiyatları ve değerleri yatırımcıların menfaatlerine aykırı olarak hareket edebilir ve netice itibarıyla yatırımcılar anaparalarını kaybetme riski ile karşı karşıya kalabilirler. Bu raporda yer alan geçmiş performans verileri gelecekte elde edilecek sonuçların bir garantisi olarak kabul edilemez.

Bu raporda yer alan tüm bilgiler ve görüşler yatırımcıları bilgilendirmek amacıyla, Tacirler Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından güncel ve güvenilir kaynaklardan temin edilmiş olmakla beraber, Tacirler Yatırım Menkul Değerler A.Ş. söz konusu bilgilerin doğru ve tam olduğunu taahhüt etmemektedir. Raporlardaki yorumlardan, bilgilerin tam veya doğru olmaması ve/veya güncellenme nedeniyle doğabilecek maddi ve manevi zararlardan Tacirler Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ve çalışanları sorumlu tutulamaz.

Bu rapor, sadece gönderildiği kişilerin kullanımı içindir. Bu raporun tümü veya bir kısmı Tacirler Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin yazılı izni olmadan çoğaltılamaz, yayınlanamaz veya üçüncü kişilere gösterilemez, ticari amaçla kullanılamaz. Aksi halde, Tacirler Yatırım Menkul Değerler A.Ş. uğramış olduğu bütün zarar ve ziyanı talep etme hakkını saklı tutar.