

Mavi Giyim

4Ç24 finansal sonuçlarının ardından Mavi Giyim için 12 aylık pay başına 147,00 TL hedef fiyatımızı 135,00 TL'ye revize ediyoruz. Son kapanış fiyatına göre %100'lük getiri potansiyeli taşıyan Mavi Giyim için "AL" tavsiyemizi yineliyor ve şirketi model portföyümüzde tutmaya devam ediyoruz. Modelimizde yaptığımız güncellemeler doğrultusunda, Mavi'nin 2025 yılında 51,3 milyar TL satış geliri, 9,2 milyar TL FAVÖK ve 3,6 milyar TL net kar elde etmesini bekliyoruz. Enflasyonla mücadele kapsamında alınan önlemler tüketici talebinde zayıflamaya yol açarken, üretim maliyetlerindeki artış ve harcanabilir gelirdeki düşüş nedeniyle marjlarda baskı oluşmaktadır. Bu doğrultuda 2025 yılının ilk yarısında beklenenden daha düşük bir karlılık gerçekleşebileceğini düşünüyoruz. Öte yandan, alınacak tedbirlerin olumlu etkileri ve iç piyasada talep koşullarındaki iyileşmeyle birlikte Mavi'nin operasyonel performansının yılın ikinci yarısından itibaren toparlanacağını öngörüyoruz. 2025 tahminlerimize göre Mavi, 7,4x F/K ve 2,3x FD/FAVÖK çarpanlarıyla işlem görmektedir.

Beklentilere paralel açıklanan sonuçlar... Mavi, 4Ç24'te piyasa beklentisinin altında (Bek: 627 milyon TL) 95 milyon TL net kar açıkladı. Aynı dönemde şirketin satış gelirleri, yıllık bazda %1 ve çeyreklik bazda %9 daralarak beklentilerin üzerinde (Bek: 9,14 milyar TL) 9,15 milyar TL olarak gerçekleşti. Şirket, 4Ç24'te beklentilerin altında, (Bek: 1,60 milyar TL FAVÖK) 1,17 milyar TL FAVÖK açıklarken, FAVÖK marjı %12,8 olarak gerçekleşti. (4Ç23 FAVÖK marjı: %11,9). FAVÖK marjında yıllık bazda 0,9 baz puanlık iyileşme, brüt marj iyileşmesinden kaynaklandı. FAVÖK marjı 2024 yılında 2023 yılına kıyasla uygulanan faiz oranı farkından kaynaklı 1.5 puan pozitif etki içermektedir. Yıl geneline bakıldığında 2024'te 38,5 milyar TL satış geliri, 7,0 milyar TL FAVÖK ve 2,7 milyar TL net kar kaydedildi.

Perakende satış hacminde büyüme... 4Ç24'te 2024 birebir mağaza satışları TL bazda %3,9, adet bazında %3 geriledi. Doğru fiyatlandırma ve sepet başına düşen ürün sayısındaki artışla birlikte 2024 yılında sepet %0,9 büyüdü (Nominal bazda %57,8). Aynı dönemde Türkiye'de giyim ve ayakkabı sektörü enflasyonu %27,5 gerçekleşti (TUIK). 2024 yılında birebir mağaza satışları TL bazda %1,6, adet bazlı %4,8 büyüdü. Yeni açılan mağazaların katkısıyla toplam perakende satış adetleri %8,5 büyüdü. Yıl boyunca 18 yeni mağaza açılışı ve iki mağaza kapanışı gerçekleştirilerek toplam perakende mağaza sayısı Ocak 2025 sonunda 352'ye yükselirken (2023: 336; 2022: 329), 15 mağazada metrekare genişlemesi yapıldı. Toplam satış alanı 2023 yıl sonuna göre %8 büyüyerek 188,5 bin m2 olurken, ortalama mağaza büyüklüğü 535 m2 oldu (2023: 519 m2). Global gelirin %68'i perakende, %22'si toptan, %10'u e-ticaret kanallarından gerçekleşti. Konsolide gelirin %90'ı Türkiye satışlarından oluştu.

Şirket, 1Ç25 için bazı güncel bilgiler ve 2025 beklentilerini de paylaştı...

Buna göre şirket, 2025 yılında TMS29 dahil düşük-orta tek haneli gelir büyümesi, Türkiye'de 20, Kuzey Amerika'da 8 net yeni mağaza açılışı, %17,5+ FAVÖK marjı, korunan net nakit pozisyonu ve konsolide gelirin %5'i yatırım harcaması planlıyor. Öte yandan şirketin açıkladığı verilere göre soğuk hava etkisinde geçen Şubat ayında Türkiye perakende satışları %20, Türkiye online satışlar %41 büyüdü. Havaaların ısınması ve yeni sezon satışlarının başlamasıyla Mart ayının ilk 17 gününde Türkiye perakende %42, Türkiye online %41 büyüdü.

MAVI

AL

12 Aylık Hedef Fiyat 135 TL
Getiri Potansiyeli %100

Pay bilgileri

Pay Kodu	MAVI Tİ
Pay fiyatı (19.03.2025)	67,50
Pay fiyatı aralığı (52 haftalık)	66 / 136
Piyasa Değeri (TL mn - mn USD)	26815 - 706
Pay adedi (mn) & halka açıklık oranı	397 - 73%
Yabancı Takas Oranı	29%
Pazar	Yıldız
Sektör	Giyim Perakende

Ortalama işlem hacmi	1 Ay	3 Ay	12 Ay
milyon ABD doları	16,0	15,1	12,1

Fiyat performansı

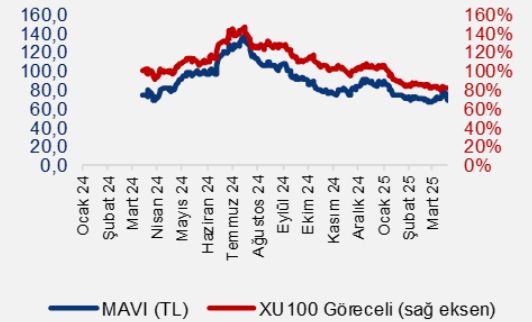
	1 Ay	3 Ay	YBB
TL	-2%	-20%	-23%
USD	-6%	-26%	-28%
BIST-100'e göre performans	-3%	-21%	-23%

Tahminler (TL mn)

	2024	2025T	2026T
Net satışlar	38.519	51.309	62.880
FAVÖK	7.012	9.218	11.224
Net kâr	2.671	3.610	4.458

Değerleme

	2024	2025T	2026T
F/K	10,0x	7,4x	6,0x
F/DD	2,6x	2,0x	1,6x
FD/FAVOK	3,3x	2,3x	1,6x



Oğuzhan Kaymak

+90 212 355 2604

oguzhan.kaymak@tacirler.com.tr

Özgür Tosun

+90 212 355 2637

ozgur.tosun@tacirler.com.tr

Değerleme – İNA Tablosu

Tahminlerimizi aşağı yönlü revize ediyoruz...

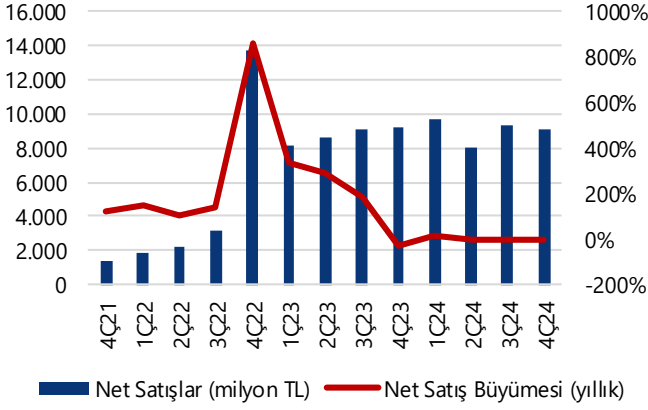
Mavi Giyim için İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) modelimize göre, 2025-2034 dönemine ait nakit akımları tahminlerimiz doğrultusunda, 12 aylık hedef fiyatımızı pay başına 135,00 TL olarak hesaplıyoruz. Bu hedef fiyat, %100 oranında bir getiri potansiyeline işaret etmektedir. Projeksiyon dönemimiz için hesapladığımız ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti (AOSM) %25 seviyesindedir.

TL mn	2025T	2026T	2027T	2028T
Net Satışlar	51.309	62.880	74.962	85.856
Büyüme %	33%	23%	19%	15%
FAVÖK	9.218	11.224	13.176	14.944
Büyüme %	31%	22%	17%	13%
FAVÖK Marjı %	18%	18%	18%	17%
Vergiler	-1.203	-1.486	-1.784	-2.059
Yatırımlar	-1.796	-2.201	-2.475	-2.748
Net İşletme Sermayesi Değişimi	581	488	451	328
Serbest Nakit Akımları	6.650	7.990	9.264	10.318
SNA Marjı %	11%	11%	11%	11%
AOSM	25%	25%	25%	25%
İNA	4.256	4.091	3.795	3.381

Sonsuz Büyüme Oranı	5%
Sonsuz Büyüme Değeri	66.456
Sonsuz Büyüme Değeri (BD)	7.136
Nakit Akımlarının Bugünkü Değeri	30.534
Sonsuz Büyüme Bugünkü Değeri	7.136
Firma Değeri	37.669
Özkaynak Değeri	41.627
Hedef Piyasa Değeri	53.763
Ödenmiş Sermaye	397
Hedef Hisse Fiyatı	135,00
Hisse Fiyatı	67,50
Getiri Potansiyeli	100%

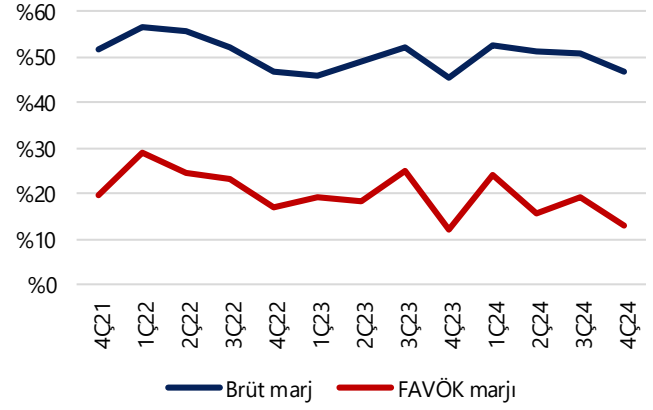
Ana Finansal Göstergeler (Çeyreksel)

Net Satışlar ve Satış Büyümesi



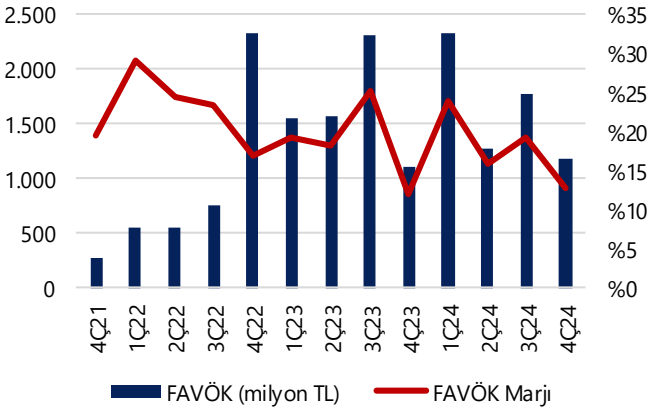
Kaynak: Tacirler Yatırım

Brüt ve FAVÖK Marj Gelişimi



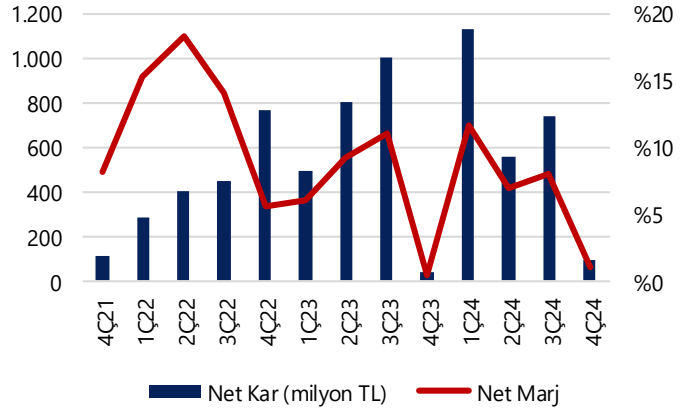
Kaynak: Tacirler Yatırım

FAVÖK ve FAVÖK Marjı Trendi



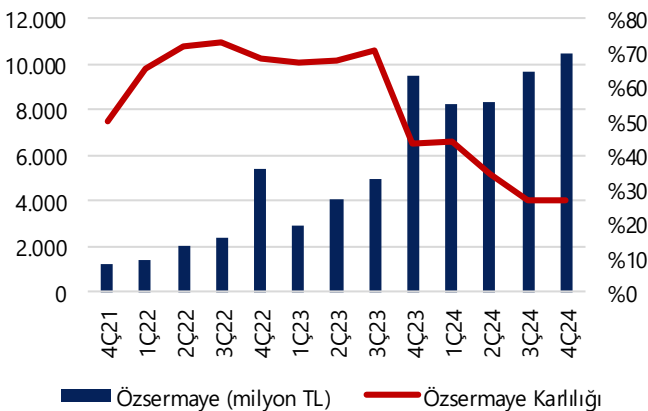
Kaynak: Tacirler Yatırım

Net Kar ve Net Marj Trendi



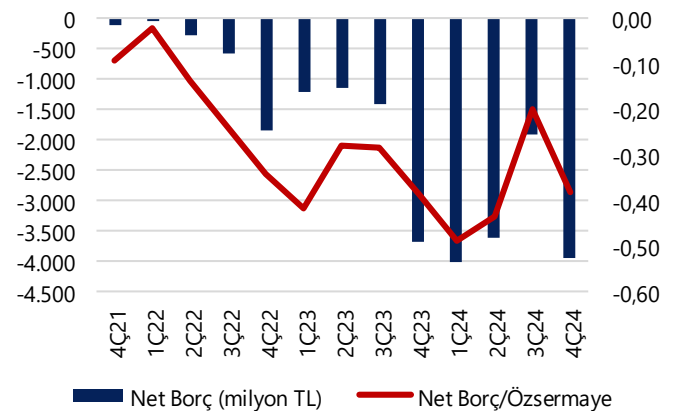
Kaynak: Tacirler Yatırım

Özsermaye ve Özsermaye Karlılığı



Kaynak: Tacirler Yatırım

Net Borç ve Net Borç/Özsermaye



Kaynak: Tacirler Yatırım

Projeksiyonlar

Bilanço	2023	2024	2025T	2026T
Nakit ve benzerleri	6.899	6.331	9.186	12.828
Ticari alacaklar	1.865	2.054	2.671	3.273
Stoklar	5.130	5.112	6.779	8.211
Finansal yatırımlar	89	4	0	0
Maddi duran varlıklar	2.187	2.747	2.885	3.029
Diğer duran varlıklar	3.581	3.335	3.439	3.542
Toplam varlıklar	19.751	19.584	24.958	30.884
Kısa vadeli borçlanmalar	1.993	1.656	2.309	3.144
Ticari borçlar	4.829	4.822	6.524	8.072
Uzun vadeli borçlanmalar	1.320	723	1.026	1.258
Diğer uzun vadeli yükümlülükler	2.132	1.964	1.983	2.003
Uzun vadeli yükümlülükler	3.452	2.686	3.010	3.261
Özkaynaklar	9.477	10.420	13.116	16.407
Ödenmiş sermaye	199	397	397	397
Diğer özkaynaklar	9.278	10.023	12.719	16.010
Toplam kaynaklar	19.751	19.584	24.958	30.884
Net borç	-3.585	-3.953	-5.851	-8.427
Net işletme sermayesi	2.165	2.345	2.925	3.413
Oranlar				
Karlılık				
Özkaynak karlılığı	%33,5	%26,8	%30,7	%30,2
Net kâr	%6,7	%6,9	%7,0	%7,1
Aktif devri	2,1x	2,0x	2,3x	2,3x
Kaldıraç	2,3x	2,0x	1,9x	1,9x
Aktif karlılığı	%14,3	%13,6	%16,2	%16,0
Kaldıraç				
Finansal borç/toplam varlıklar	%17	%12	%13	%14
Net borç/özsermaye	-0,38	-0,38	-0,45	-0,51
Net borç/FAVÖK	-0,52	-0,56	-0,63	-0,75
Hisse başına (TL)				
Net kâr	6,28	6,72	9,09	11,22
Özkaynak	23,85	26,23	33,02	41,30
Temettü	5,45	5,90	7,36	8,59

Gelir tablosu	2023	2024	2025T	2026T
Net satışlar	37.368	38.519	51.309	62.880
Brüt kâr	18.011	19.371	25.700	31.534
Faaliyet giderleri	-13.401	-14.706	-19.583	-23.994
Esas faaliyet kâr	4.610	4.665	6.117	7.540
FAVÖK	6.898	7.012	9.218	11.224
Net diğer gelir	205	175	229	242
Net finansman geliri	-810	-1.178	-1.538	-1.847
Vergi öncesi kâr	4.036	3.666	4.814	5.944
Vergi gideri	-913	-995	-1.203	-1.486
Net kâr	2.497	2.671	3.610	4.458

Nakit akış tablosu	2023	2024	2025T	2026T
FAVÖK	6.898	7.012	9.218	11.224
Vergi gideri	-1.153	-1.166	-1.529	-1.885
Yatırımlar	-585	-1.349	-1.796	-2.201
İşletme sermayesi değişimi	1.605	180	581	488
Serbest nakit akışı	3.556	4.318	5.311	6.650

Büyüme ve marjlar	2023	2024	2025T	2026T
Net satışlar	%25	%3	%33	%23
FAVÖK	%16	%2	%31	%22
Net kâr	-%9	%7	%35	%23
Brüt marj	%48,2	%50,3	%50,1	%50,1
Esas faaliyet kâr marjı	%12,3	%12,1	%11,9	%12,0
FAVÖK marjı	%18,5	%18,2	%18,0	%17,9
Net marj	%6,7	%6,9	%7,0	%7,1
Serbest nakit akışı marjı	%9,5	%11,2	%10,4	%10,6

Değerleme	2023	2024	2025T	2026T
F/K	10,7x	10,0x	7,4x	6,0x
F/DD	2,8x	2,6x	2,0x	1,6x
FD/FAVOK	3,4x	3,3x	2,3x	1,6x
FD/Net satışlar	0,6x	0,6x	0,4x	0,3x
Temettü verimi	%8,1	%8,7	%10,9	%12,7
Serbest nakit akışı verimi	%13,3	%16,1	%19,8	%24,8

Kaynak: Tacirler Yatırım Araştırma

*Bütün rakamlar milyon TL olarak ifade edilmiştir.

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	Akat Mahallesi Meydan Caddesi B Blok No: 16 D: 8 (Eski No D: 10) Beşiktaş	(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 Gime - 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
İzmit İrtibat Bürosu	Ömerağa Mah. Alemdar Cad. İ. Kolaylı Apt. No: 8 Kat: 2 İzmit	(0 262) 260 01 01
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.