

Mavi Giyim Sanayi Tic.A.S

AL

2025 4.Ç Mali Tablo Analizi

Yükselme Potansiyeli 61%

Gerçekleşen Rakamlar ve Tahminler

Net kâr, beklentilerin üzerinde gerçekleşen parasal kayıplar nedeniyle tahminlerin altında kaldı. Hem bizim TL145mn net kâr beklentimizin hem de piyasa beklentisinin altında kalan Mavi, 4Ç25'te TL60mn net zarar açıkladı (4Ç24: TL124mn net kâr). Güçlü operasyonel performansa rağmen, net kârdaki yıllık bazda düşüş; parasal kayıplardaki %168'lik artış ve geçen yılın aynı dönemindeki TL135mn seviyesine kıyasla TL641mn'ye yükselen vergi giderinden kaynaklandı. Ayrıca, yasal finansallarda enflasyon muhasebesinin kaldırılmasına ilişkin 4Ç25'te net kâr üzerinde TL424mn tutarında tek seferlik negatif etki bulunmaktadır.

Beklentilerle uyumlu olarak, net satışlar 4Ç25'te reel bazda yatay kalarak TL11.9bn seviyesinde gerçekleşti. Türkiye gelirleri, zayıf tüketici talebi ve fiyatlama koşullarının etkisiyle %1 daraldı. 4Ç25'te benzer mağaza satışları (LFL) TL bazında %6.7 gerilerken, satış hacmi %4.8 arttı. Yeni mağazalar dahil edildiğinde toplam perakende satış hacmi yatay kaldı. Uluslararası gelirler ise 4Ç25'te reel TL bazında %3, sabit kur bazında %5.9 büyüdü.

Beklentilerin %12 üzerinde gerçekleşen 4Ç25 FAVÖK, TL1.94bn (+%20 yıllık) seviyesinde gerçekleşti. FAVÖK marjı, disiplinli fiyatlama stratejisi ve operasyonel gider yönetiminin yanı sıra IAS-29 etkileriyle 2.8 puan artarak %16.3'e yükseldi. FAVÖK marjı aynı zamanda 4Ç25'te hesaplanan %1.1'lik vade farkı faiz gideri (imputed interest) etkisini içermektedir. IAS-29 etkisi hariç tutulduğunda, Mavi 4Ç25'te TL11.37bn satış geliri (+%31 yıllık), TL2.36bn FAVÖK (+%44 yıllık) ve TL680mn net kâr (-%5 yıllık) açıklamıştır.

Çeyrekte Öne Çıkanlar

1Ç26'ya ilişkin Ticari Güncellemeler: Şubat ayında Türkiye perakende satışları %27 artış göstermiştir (TÜFE: %31). Mart ayının ilk iki haftasında ise Ramazan etkisiyle %74 büyüme kaydedilmiştir. Takvim etkisinden arındırıldığında büyüme yaklaşık %26 seviyesindedir.

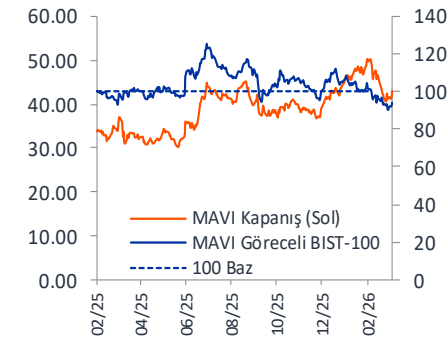
Güçlü nakit yaratımı. Şirketin net nakit pozisyonu 2025 yıl sonunda TL6,8 milyar seviyesinde gerçekleşmiştir (2024 yıl sonu: TL7,07 milyar). Operasyonel nakit akışı da 2025'te TL8.586mn ile yatay seyretmiştir. Son 12 aylık satışlara oranla net işletme sermayesi %6,0 seviyesinde gerçekleşmiştir (2024: %5,6). Şirket, konsolide stokların değer bazında %12 daha düşük olduğunu ve Türkiye stoklarının adet bazında 2024 yıl sonuna göre %8 daha düşük seviyede bulunduğunu belirtmiştir. Ayrıca stokların tamamının yeni sezon ürünlerinden oluştuğu ifade edilmiştir.

Fiyat Bilgileri	TL
Kapanış	42.88
12 Aylık Hedef Fiyat*	69.16
12 Aylık Önc.Hedef Fiyat	68.22
Piyasa Değeri (mn)	34,069
Halka Açık PD (mn)	24,724
Ort. İşlem Hacmi (3Ay)	430.2
Hisse sayısı (Adet mn)	795
Takas Saklama Oranı (%)	73
Yabancı Oranı (%)	42

Fiyat Perf. (%)	1 Ay	Yılıçi	12 Ay
TL	-13.4	-1.5	18.5
ABD \$	-14.6	-4.3	-1.6
BIST-100 Relatif	-7.1	-16.1	-2.6

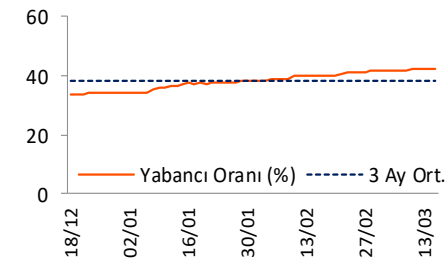
Çarpanlar (\$)	2026	2027	2028
F/K	8.2	7.0	-
PD/DD	2.1	2.0	-
FD/FAVÖK	2.8	2.7	-

Fiyat / BIST-100'e Göreceli Fiyat



3 Aylık Fiyat Aralığı (₺) 40.52 50.05

Yabancı Oranı (%) Cari (%) 42.45



Ezgi Akalan

eakalan@isyatirim.com.tr

+90 212 350 25 86

Değerleme Üzerindeki Etki ve Görünüm

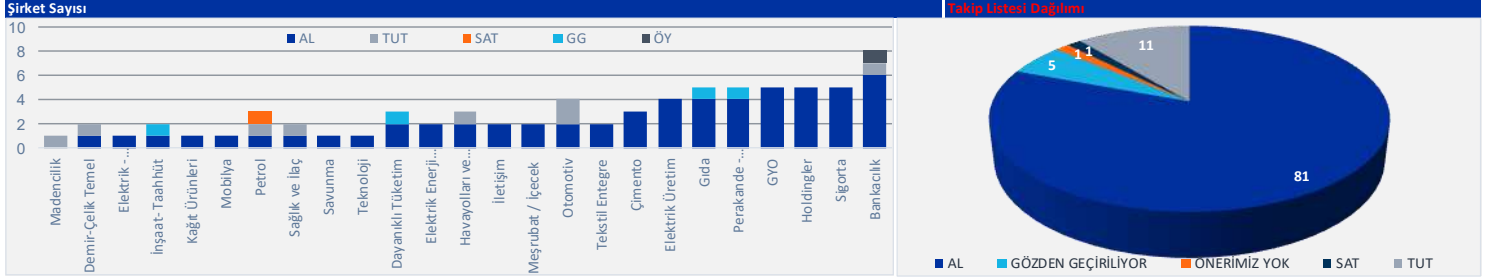
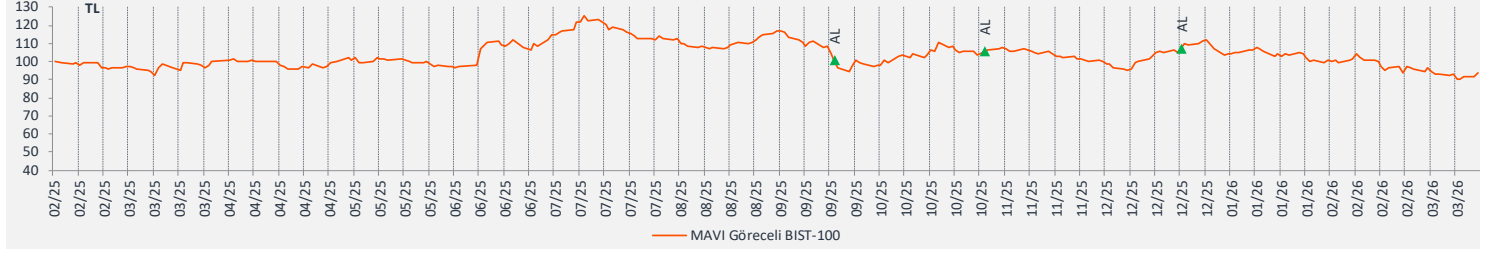
2026 Beklentileri: IAS-29 kapsamında yönetim, 2026 yılı için yaklaşık %5 ciro büyümesi ($\pm 1\%$), %18 FAVÖK marjı (± 0.5 puan) ve %6 yatırım harcamaları/satış oranı (2025: %5.5) öngörmektedir. Bu beklentiler, özellikle yılın ilk yarısında talep koşullarının zayıf ve piyasa ortamının zorlu seyretmesi nedeniyle, FAVÖK'ün genel olarak yatay kalacağına işaret etmektedir. Operasyonel tarafta, Türkiye'de 15 net yeni mağaza açılışı, 15 mağazada genişleme ve 30 mağazada renovasyon planlanmaktadır. Kuzey Amerika'da ise 2025'te açılan 11 mağazanın ardından 6 yeni mağaza açılması hedeflenmektedir. Yönetim IAS-29 hariç bir beklenti paylaşmamıştır. Ciro beklentisi tahminlerimizin bir miktar üzerinde gelirken, FAVÖK marjı beklentisi beklentilerimizin altında kalmıştır. Bugün gerçekleştirilecek konferans görüşmesinde daha fazla detay edinmeyi bekliyoruz.

Temettü ve Geri Alınan Payların İptali: Mavi, Genel Kurul'da hisse başına brüt TL1.67 temettü dağıtımını önermeyi planlamaktadır (temettü verimi: %4). Bu tutar, IAS-29 öncesi kârın %30'una (IAS-29 dahil dağıtılabılır kârın %58'i) karşılık gelmektedir. Temettü ödeme tarihi 6 Mayıs 2026 olarak açıklanmıştır. Sermaye tahsisi tarafında ise, Yönetim Kurulu devam eden geri alım programı kapsamında alınan ve alınacak tüm payların, nakit çıkışı gerektirmeyen sermaye azaltımı yoluyla iptal edilmesine karar vermiştir. Bu karar, hissedar değeri yaratma ve uluslararası kurumsal yönetim standartlarına uyum açısından önemli bir adım olarak değerlendirilmektedir. 10 Haziran 2025'te başlatılan geri alım programı, azami pay sayısına ulaşılan kadar veya 10 Haziran 2026'ya kadar devam edecektir. Şirket bugüne kadar toplam TL421.8mn karşılığında 10.9mn adet hisse geri almış olup (ödenmiş sermayenin %1.37'si), programın toplam büyüklüğü TL1bn (79.4mn hisseye kadar) olarak belirlenmiştir.

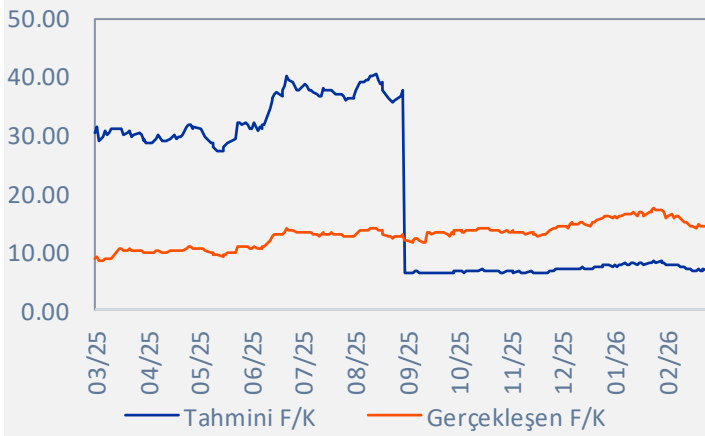
Yorum: Zayıf gerçekleşen net kâr nedeniyle kısa vadede hisse üzerinde sınırlı bir negatif piyasa tepkisi görülebilir. Ancak, güçlü operasyonel performans, sağlam nakit yaratımı, 2026 beklentileri ve geri alınan payların iptaline yönelik hissedar dostu yaklaşımın bu etkinin kısa süreli kalmasını sağlayacağını düşünüyoruz. Kısa vadeli baskılara rağmen, Mavi'nin güçlü iş modeli, sağlam pazar konumu, marka gücü ve farklı makro koşullarda kanıtlanmış performansı göz önüne alındığında, hissenin mevcut seviyelerde fazla cezalandırıldığını düşünüyoruz. 2026 beklentilerine göre hisse, IAS-29 ve IFRS-16 hariç 3.6x FD/FAVÖK çarpanıyla işlem görmekte olup, hem uluslararası benzerlerine hem de yerel gıda perakendecilerine göre önemli bir iskonto sunmaktadır. MAVI için AL önerimizi ve 12 aylık TL69.2/hisse hedef fiyatımızı koruyoruz. Bugün saat 16:00'da gerçekleştirilecek analist toplantısının ardından tahminlerimizi güncelleyebiliriz.

Mavi Giyim Sanayi Tic.A.Ş

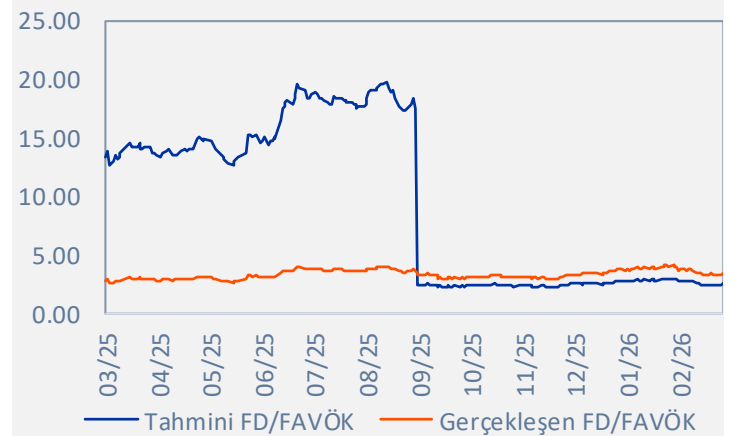
Göreceli Getiri / Öneriler



Tahmini F/K & Gerçekleşen F/K



Tahmini FD/FAVÖK & Gerçekleşen FD/FAVÖK



Burada yer alan bilgiler İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından bilgilendirme amacı ile hazırlanmıştır. 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. Herhangi bir yatırım aracının alım-satım önerisi ya da getiri vaadi olarak yorumlanmamalıdır. 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.

Burada yer alan fiyatlar, veriler ve bilgilerin tam ve doğru olduğu garanti edilemez; içerik, haber verilmeksizin değiştirilebilir. Tüm veriler, İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan alınmıştır. Bu kaynakların kullanılması nedeni ile ortaya çıkabilecek hatalardan İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş. sorumlu değildir.

Bu içeriğe ilişkin tüm telif hakları İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'ye aittir. Bu içerik, açık iznimiz olmaksızın başkaları tarafından herhangi bir amaçla, kısmen veya tamamen çoğaltılamaz, dağıtılamaz, yayımlanamaz veya değiştirilemez.