

Mavi

2026 beklentileri aşağı revize edildi; hisse geri alım açıklandı

Mavi, beklentilerle büyük ölçüde uyumlu olarak 263 milyon TL ana ortaklık net kârı açıkladı (Konsensüs: 293 milyon TL, AK: 341 milyon TL). 12,6 milyar TL gelir ve 2 milyar TL FAVÖK de tahminlerle büyük ölçüde uyumlu gerçekleşti.

Mavi, 2026 yılı gelir büyümesi beklentisini reel bazda, TMS29 sonrası düşük tek haneli daralma ile yatay aralığına indirdi (önceki beklenti: %5 ±1 büyüme, AK: %-0,6). 21 net mağaza açılışı (Türkiye’de 15, ABD’de 6) ve %18 ±0,5 FAVÖK marjı (AK: %18,2) beklentileri korundu.

Mavi, azami 39,7mn adet hisseyi, yani %5’lik payı kapsayan ve 1 milyar TL kaynak ayrılan bir hisse geri alım programı (1 yıl) açıkladı.

Mavi’nin 2Ç26 gelirleri yıllık bazda %0,4 gerilerken, 6A26 gelirleri %1 düşüşe işaret etti: Gelirlerdeki düşüşün temel nedeni, toplam gelirlerin %8’ini oluşturan uluslararası gelirlerin TL bazında yıllık %9 gerilemesi oldu. Sabit kur bazında ise uluslararası satışlar yıllık %2,6 arttı. Türkiye gelirleri yıllık %0,4 büyürken, toplam gelirlerin %74’ünü oluşturan yurt içi perakende satışlardaki %0,7’lik büyüme, toptan satışlar ve e-ticaret gelirlerindeki düşüşle dengelendi. Satış alanı, yeni mağaza açılışları ve genişletmeleri sayesinde çeyrek bazda %2, yıllık bazda %6 arttı. Türkiye’de mağaza sayısı 2Ç26’da 360’a ulaştı. Ayrıca Mavi, Türkiye gelirlerinde yıllık bazda %1,3 daha düşük aynı mağaza satış performansı kaydederken, sepet büyüklüğü yıllık %1,5 daraldı.

FAVÖK, brüt kârlılık marjındaki iyileşme sayesinde IAS29 sonrası yıllık bazda %4 arttı. Uygulanan faiz gideri (işletme sermayesi maliyeti; diğer giderler altında sınıflandırılmaktadır), stok enflasyon düzeltilmesi etkisi ve IFRS 16 için düzeltilmiş FAVÖK marjı yıllık bazda yatay kaldı.

Kısa vadede büyüme alanı sınırlı; 12 aylık hedef fiyat 68 TL’ye indirdik (önceki: 69 TL): Mavi’nin dolar bazında piyasa değeri, zayıf gelir performansı ve yüksek enflasyon ortamında tüketicilerin satın alma gücündeki gerilemeyi yansıtacak şekilde yıllık bazda geriledi. Aylık manşet enflasyonda belirgin bir düşüş görene kadar, 2Y26’da yalnızca kademeli reel büyüme bekliyoruz. Bu doğrultuda, 2026T gelir ve FAVÖK tahminlerimizi %4’er, net kâr tahminimizi ise %18 aşağı yönlü revize ettik. Mavi’nin güçlü bilançosunu ve benzer şirketlere kıyasla görece cazip değerlemesini — 2027T F/K çarpanında %29 iskonto — vurgulamakla birlikte, hissenin kısa vadeli büyüme katalizörlerinden yoksun olduğunu düşünüyoruz. Ayrıca şirket, %1,83’lük paya karşılık gelen hisselerin iptali için SPK onayını beklemektedir.

Çeyrek Özet - TMS29 Sonrası

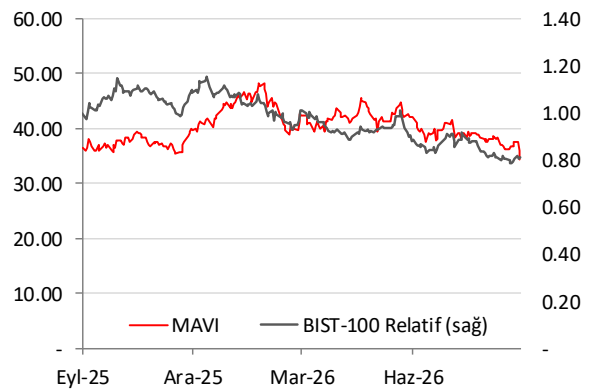
milyon TL	Özet Finansallar				Beklentilerle Karşılaştırma			
	2Ç26	2Ç25	y/y	1Ç26	ç/ç	Piyasa	AK	Piyasa Fark
Net Satışlar	12,553	12,599	-0.4%	13,279	-5.5%	12,600	12,730	0%
FAVÖK	1,962	1,917	2.4%	2,524	-22.3%	1,900	1,926	3%
FAVÖK Marjı	15.6%	15.2%	42 bps	19.0%	-338 bps	15.1%	15.1%	55 bps
Net Kar	263	304	-13.6%	717	-63.3%	293	341	-10%

Kaynak: Şirket, Rasyonet, AK Yatırım

Endeksin Üzeri Getiri

Analist: Ece Mandacı, CFA
ece.mandaci@akyatirim.com.tr

Bloomberg Kodu	MAVI TI			
Tavsiye	Endeks Üz. Getiri			
Hedef Fiyat, TL	68.00			
Güncel Fiyat, TL	34.30			
Getiri Potansiyeli	98%			
Halka Açıklık Oranı	73%			
Piyasa Değeri, mn TL	27,252			
Firma Değeri, mn TL	24,570			
Finansal Veriler	2025	2026T	2027T	2028T
Özet UFRS Finansallar				
Ciro, mn TL	47,729	61,674	84,533	112,410
FAVÖK, mn TL	8,841	11,198	15,372	20,566
Net Kâr, mn TL	2,294	3,109	4,332	6,147
Borçluluk				
Net Borç, mn TL	-4,057	-2,725	-3,702	-6,367
Net Borç/FAVÖK	-0.5	-0.2	-0.2	-0.3
Kârlılık				
FAVÖK Marjı	18.5%	18.2%	18.2%	18.3%
Net Marj	4.8%	5.0%	5.1%	5.5%
Temettü Verimi	3.1%	4.9%	3.4%	4.8%
Büyüme				
Ciro, y/y	23.9%	29.2%	37.1%	33.0%
FAVÖK, y/y	n.m.	26.7%	37.3%	33.8%
Net Kâr, y/y	-15.8%	35.6%	39.3%	41.9%
Değerleme Verisi	2025	2026T	2027T	2028T
F/K	13.1	9.3	8.1	7.0
FD/FAVÖK	2.9	2.2	2.0	1.7
FD/Ciro	0.5	0.4	0.3	0.2
Hisse Verileri	1A	3A	12A	YBG
Nominal Getiri	-10.3%	-18.3%	-15.2%	-18.1%
BİST-100 Relatif	-3.1%	-9.7%	-27.7%	-29.7%
AOİH, mn TL	172	167	313	269



Piyasa verileri 16 Eylül 2026 tarihli.

Değerleme verileri dolar cinsindendir.

2Ç26 Sonuçlarına İlişkin Detaylar:

Ana ortaklık net kârındaki düşüş, yıllık bazda daha yüksek vergi giderinden kaynaklandı. Mavi, çeyrek içerisinde temettü ödemesi yapmasına rağmen, işletme sermayesindeki iyileşme ve yatırım harcamalarının satışlara oranının %5,1'e gerilemesi sayesinde net nakit/FAVÖK oranını (kullanım hakkı yükümlülükleri hariç) çeyrekssel bazda 0,7x seviyesinde sabit tuttu.

TMS29 öncesi rakamlar, gelirlerde %32 yıllık büyümeye, FAVÖK marjında 90 baz puanlık düşüşle %19,5 seviyesine ve net kârda %40 artışa işaret ediyor.

TRY milyon	2025	Eski Tahminler		Yeni Tahminler		Fark	
		2026B	2027B	2026B	2027B	2026B	2027B
Net Satışlar	47,729	63,913	85,434	61,674	84,533	-4%	-1%
FAVÖK	8,841	11,613	15,502	11,198	15,372	-4%	-1%
Net Kar	2,294	3,811	4,739	3,109	4,332	-18%	-9%
FAVÖK Marjı	18.5%	18.2%	18.1%	18.2%	18.2%	0.0pp	0.0pp
Net Marj	4.8%	6.0%	5.5%	5.0%	5.1%	-0.9pp	-0.4pp

Kaynak: Şirket Verisi, Ak Yatırım Araştırma

Çeyrekssel Özet - TLmn ¹	1Ç25	2Ç25	3Ç25	4Ç25	1Ç26	2Ç26
TMS29 sonrası						
Net Satışlar	9,777	9,564	12,156	11,904	12,701	12,553
Büyüme	18%	29%	31%	30%	30%	31%
Büyüme - Reel	-14.3%	-3.6%	-1.3%	0.2%	-1.9%	-0.4%
Metrekare Bazında Satış	33,337	37,117	41,295	41,236	41,909	46,859
Büyüme - Yıllık	11%	22%	25%	24%	26%	26%
Satış Alanı (Bin Metrekare) - Türkiye	189	190	193	197	197	201
Büyüme - Yıllık	7%	4%	2%	4%	4%	6%
Mağaza Sayısı - Türkiye	350	351	354	360	357	360
Büyüme - Yıllık	4%	3%	3%	2%	2%	3%
Mağaza Açılışları (çeyrekssel) - Türkiye	-2	1	3	6	-3	3
Brüt Kar	5,103	4,817	6,318	5,869	6,771	6,632
Faaliyet Gideri	-3,773	-4,100	-4,472	-4,871	-5,346	-5,745
Faaliyet Kar	1,330	717	1,846	1,036	1,425	886
FAVÖK	1,997	1,455	2,669	1,938	2,414	1,962
FAVÖK Düzeltilmiş ²	1,218	720	1,941	1,168	1,471	913
Diğer Gelir/Gider	182	-92	103	16	252	60
Finansal Gelir/Gider	-310	-394	-531	-352	-232	-325
Parasal Kazanç/Kayıp	-93	-54	-100	-208	-280	-115
VÖK	1,110	176	1,319	493	1,165	505
Vergi	-300	-10	-350	-641	-622	-266
Azınlık payı	-28	-65	-38	-87	-143	-24
Net Kar	837	231	1,006	-60	686	263
İşletme Sermayesi	2,729	3,352	5,011	3,049	3,395	2,804
Yatırım Harcaması	-426	-764	-480	-649	-658	-634
Net Borç	-4,215	-2,554	-2,068	-4,057	-3,878	-3,186
Net Borç (TFRS16 hariç)	-6,071	-4,450	-4,254	-6,869	-7,035	-7,059
Brüt Kar Marjı	52.2%	50.4%	52.0%	49.3%	53.3%	52.8%
Faaliyet Gideri	-38.6%	-42.9%	-36.8%	-40.9%	-42.1%	-45.8%
Faaliyet Kar Marjı	13.6%	7.5%	15.2%	8.7%	11.2%	7.1%
FAVÖK Marjı	20.4%	15.2%	22.0%	16.3%	19.0%	15.6%
FAVÖK Marjı Düzeltilmiş	12.5%	7.5%	16.0%	9.8%	11.6%	7.3%
VÖK Marjı	11.3%	1.8%	10.8%	4.1%	9.2%	4.0%
Net Marj	8.6%	2.4%	8.3%	-0.5%	5.4%	2.1%
İşletme Sermayesi/Satış	6.8%	8.1%	11.2%	6.4%	6.5%	5.2%
Yatırım/Satış	-4.4%	-8.0%	-3.9%	-5.5%	-5.2%	-5.1%
TMS29 öncesi	1Ç25	2Ç25	3Ç25	4Ç25	1Ç26	2Ç26
Net Satışlar	9,386	9,310	11,700	11,370	12,093	12,258
Büyüme - Yıllık	18.8%	30.5%	31.4%	30.8%	28.8%	31.7%
FAVÖK	2,156	1,897	2,800	2,367	2,654	2,394
Net Kar	1,193	670	1,323	680	1,373	941
FAVÖK Marjı	23.0%	20.4%	23.9%	20.8%	21.9%	19.5%
Net Marj	12.7%	7.2%	11.3%	6.0%	11.4%	7.7%

Kaynak: Şirket Verisi, AK Yatırım Araştırma

¹ 2024 sonrası tahminler her ilgili yılın yıl sonu itibarıyla TL satın alma gücü cinsinden ifade edilmiştir

² FAVÖK, uygulanan faiz oranı etkisi ve TFRS 16 etkisine göre düzeltilmiştir.

AKYatırım

Bu rapor, Ak Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından, güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan elde edilen bilgi ve veriler kullanılarak hazırlanmıştır. Raporda yer alan ifadeler, hiçbir şekilde veya suretle alış veya satış teklifi olarak değerlendirilmemelidir. Ak Yatırım, bu bilgilerin doğru, eksiksiz ve değişmez olduğunu garanti etmemektedir. Bu sebeple, okuyucuların, bu raporlardan elde edilen bilgilere dayanarak hareket etmeden önce, bilgilerin doğruluğunu teyit ettirmeleri önerilir ve bu bilgilere dayanılarak aldıkları kararlarda sorumluluk kendilerine aittir. Bilgilerin eksikliği ve yanlışlığından Ak Yatırım hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. Ayrıca, Ak Yatırım'ın ve Akbank'ın tüm çalışanları ve danışmanlarının, herhangi bir şekilde bilgiler dolayısıyla ortaya çıkabilecek, doğrudan veya dolaylı zararlarla ilgili herhangi bir sorumluluğu yoktur. Burada yer alan bilgiler, bir yatırım tavsiyesi, yatırım aracının alım-satım önerisi ya da getiri vaadi değildir ve Yatırım Danışmanlığı kapsamında yer almamaktadır. Yatırım Danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak Yatırım Danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde sunulmaktadır. Bunlara ilaveten, Ak Yatırım, raporların Internet üzerinden e-mail yoluyla alınması durumunda virüs, hatalı gönderim veya diğer herhangi bir teknik sebepten dolayı alıcının donanımına veya yazılımına gelebilecek herhangi bir zarardan dolayı sorumlu tutulamaz.