

Erişilebilir Modada Yeni Büyüme Rotası...

- Koton Mağazacılık <KOTON> için 12 aylık hedef fiyatımızı 21 TL olarak belirliyoruz. Mevcut seviyesine göre yaklaşık %45 yükseliş potansiyeline işaret eden değerlendirme doğrultusunda hisse için önerimizi "AL" olarak belirliyor ve şirketi araştırma kapsamımıza dahil ediyoruz.**
- Pozitif görüşümüz;** yurt içi mağazacılıkta yürütülen optimizasyon çalışmalarıyla metrekare verimliliğinde sağlanan artış, uluslararası operasyonlarda iyileşen performans ve güçlü TL etkisinin azalmasının finansallar üzerindeki destekleyici etkisi, yurt içi e-ticaret kanalının karlılık odağıyla yönetilmesi ve yurt dışı e-ticarette devam eden güçlü büyüme görünümüne dayanıyor. Bununla birlikte, çoklu kanal yapısının sunduğu karlı büyüme potansiyeli, omnichannel stratejisiyle desteklenen entegre satış yapısı ve Körfez Bölgesi başta olmak üzere uluslararası pazarlarda süren genişleme, büyümenin ana itici unsurları arasında öne çıkıyor. Şirketin "one-stop-shop" konseptiyle geniş kitlelere hitap eden öncü moda markası konumlanması, geniş ürün yelpazesi ve esnek iş modeli, operasyonel dayanıklılığı ve hızlı adaptasyon kapasitesini destekleyen temel unsurlar olarak öne çıkıyor. Koton'un tek bir ürün kategorisine bağımlı olmayan yapısı, değişen tüketici tercihleri karşısında daha dengeli bir satış kompozisyonu sunarken, satışların yaklaşık %60'ının kadın kategorisinden gelmesi ve şirketin AYD tarafından son 12 yıldır "Türkiye'nin En Sevilen Kadın Markası" seçilmesi, marka gücünü ve ana müşteri kitlesiyle kurduğu bağı teyit ediyor. 2025 yılı itibarıyla brüt kâr ve FAVÖK marjlarında görülen operasyonel iyileşme ile işletme sermayesi yönetimindeki disiplin, şirketin serbest nakit akışı üretimini desteklemeye başladı. İÇ26'da stokların yıllık bazda %15 azalması ve eski sezon ürün ağırlığının gerilemesi, envanter yönetimindeki normalleşmenin nakit dönüşümüne olumlu yansımaları gösteriyor. Buna karşın, hisse performansının son dönemde hem tüketim görünümüne yönelik temkinli beklentiler hem de Orta Doğu kaynaklı jeopolitik risklerin etkisiyle bu iyileşmeyi yeterince fiyatlayamadığını düşünüyoruz. Jeopolitik başlıkların kısa vadede hisse üzerinde baskı oluşturmaya devam edebileceğini kabul etmekle birlikte, mevcut seviyelerin şirketin orta vadeli büyüme potansiyelini, verimlilik odaklı dönüşümünü ve uluslararası genişlemeden sağlanabilecek katkıyı tam olarak yansıtmadığını değerlendiriyoruz.
- Koton'un 2026 hikayesinin, hacim ve mağaza sayısı odaklı büyümeden ziyade karlılık, verimlilik ve metrekare optimizasyonunu önceleyen daha seçici bir modele evrildiğini düşünüyoruz.** Şirketin Ukrayna'dan çıkış planı kapsamında İÇ26 itibarıyla ülkedeki son mağazasını kapatması, düşük kârlı lokasyonları gözden geçirmesi ve bazı mağazalarda alan küçültmeye gitmesi bu yaklaşımı destekliyor. Son bir yılda net mağaza sayısı 15 adet artarak toplam satış alanının yatay kalması, büyümenin mağaza alanı genişlemesinden ziyade metrekare verimliliği üzerinden şekillendiğine işaret ediyor. Buna ek olarak, şirketin düşük marjlı pazaryeri satışlarından bilinçli şekilde geri adım atarak mağaza verimliliğine odaklanması, brüt marjı %50'nin üzerinde tutma disiplini ve nakit üretimini önceliklendirmesi operasyonel kaliteyi güçlendiren unsurlar olarak öne çıkıyor. Türkiye'de metrekare başına verimlilik artışı ve sadakat programının toplam satışlar içindeki yüksek payı mağaza ekonomisini desteklerken, güçlü TL politikasının etkisinin azalmasının özellikle uluslararası operasyonlar üzerinden finansallara daha olumlu yansıtılabileceğini düşünüyoruz. Körfez bölgesindeki büyüme adımları ve yurt dışı e-ticaretteki ivmelenme ise gelir kompozisyonunu daha dengeli hale getirebilir. FAVÖK üretimi güçlü seyrini korumasına rağmen finansman giderlerinin net karlılığı baskıladığı mevcut tabloda, 2026 yılında serbest nakit akışının korunması halinde net kar tarafında daha görünür bir toparlanma potansiyeli oluşabileceği kanaatindeyiz.
- Büyümenin bu yıl daha ılımlı bir patikada ilerleyeceğini değerlendirirken, son dönemdeki gelişmeler doğrultusunda yıl sonu enflasyon tahminimizi yukarı yönlü revize ederek %24,1'den %28.80 seviyesine güncelledik.** Operasyonel tarafta, şirketin 2026 yılında net 10 yeni mağaza açmasını ve buna paralel olarak cironun reel bazda yaklaşık %4 artış göstermesini bekliyoruz (şirket beklentisi: %5-7 ciro büyümesi ve net 10 mağaza açılışı). Karlılık tarafında ise brüt kar marjının 90 baz puan gerileyerek %53,5'e, FAVÖK marjının ise 35 baz puan yükselişle %24,05 seviyesine yükseleceğini öngörüyoruz. Net kar tarafında, enflasyon muhasebesine bağlı parasal kazanç kaleminin etkisinin azalmasını beklemekle birlikte, finansal giderlerde görece iyileşme öngörümüz sayesinde net kar marjının %0,6 seviyesinde gerçekleşeceğini tahmin ediyoruz (2025: -%2,9).

"AL"
Hedef Fiyat: 21.00 TL
12 Aylık Getiri Potansiyeli : %45

Piyasa Bilgileri

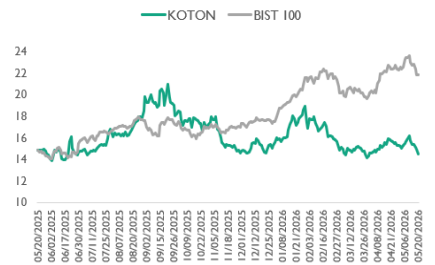
Bloomberg Kodu	KOTON TI
Tavsiye	AL
Hedef Fiyat (TL/hisse)	21.00
Kapanış (TL/hisse)	14.48
Yükseliş Potansiyeli (%)	45%
Piyasa Değeri (milyon TL)	12,013
Piyasa Değeri (milyon USD)	264
Firma Değeri (milyon TL)	20,202
Sermaye (milyon TL)	830
Halka Açıklık Oranı (%)	16.00

Tahminler, TLmn	2025	2026T	2027T
Net Satış Gelirleri	32.873	43.952	55.518
Büyüme (%)	0%	33.7%	26.3%
FAVÖK	7.789	10.571	13.627
Büyüme (%)	4%	36%	29%
Net Kar	-964	253	1.539
Büyüme (%)	a.d	a.d	508%

Karlılık (%)	2025	2026T	2027T
FAVÖK Marjı	23.7%	24.1%	24.5%
Net Kar Marjı	-2.9%	0.6%	2.8%

Borçluluk	2025	2026T	2027T
Net Borç	8.557	9.992	9.975
Net Borç/FAVÖK	1.10	0.95	0.73

Değerleme Çarpanları	2025	2026T	2027T
F/K	a.d	47.50	7.80
FD/FAVÖK	2.59	1.91	1.48



Analist

Eren Bozdoğan

eren.bozdogan@kuyeytturkyatirim.com.tr

Dr. Kutay Gözgör

kutay.gozgor@kuyeytturkyatirim.com.tr



Yatırım Teması

Koton'un büyüme stratejisinde Körfez ülkeleri 2026 itibarıyla önemli bir rol oynamaya devam ediyor. Şirket, yurt içi operasyonlardaki güçlü konumunu korurken yurt dışı tarafında daha dengeli ve yaygın bir büyüme patikası izliyor. GCC Bölgesi'nin konsolide satışlar içindeki payı halen sınırlı olmakla birlikte, yeni mağaza açılışlarıyla desteklenen güçlü büyüme performansı dikkat çekiyor. Bu büyümenin, bölgedeki yayılımı destekleyen stratejik iş ortaklarından biri olan Apparel Group ile kurulan iş birliği sayesinde daha etkin şekilde ölçeklenebileceği değerlendiriliyor. Bunun yanında, diğer yurt dışı pazarlarda alınan aksiyonlarla operasyonel verimlilikte iyileşme sağlanırken, 2026 yılı itibarıyla yurt dışı operasyonların tamamının büyümeye pozitif katkı sunmasını bekliyoruz. Son dönemde Orta Doğu'da artan jeopolitik risklerin bölgeye yönelik beklentiler üzerinde kısa vadeli belirsizlik oluşturduğu gözlemlenirken, şirket yönetiminin mevcut büyüme planlarında bu aşamada belirgin bir revizyon öngörülüyor. Halihazırda bölgede 29 mağazası bulunan Koton'da operasyonel performans ülke bazında farklılaşma gösterirken, Suudi Arabistan tarafında güçlü seyrin devam ettiği görülmekte, jeopolitik gelişmelerden görece daha fazla etkilenen bazı pazarlarda ise trafik ve satış adetlerinde dönemsel zayıflamalar gözlemlenirken birlikte bu etkinin genel operasyonel görünümü kalıcı olarak bozacak nitelikte olmadığı düşünülüyor. Buna rağmen yeni mağaza açılışlarının katkısıyla GCC bölgesi satışlarının yılın ilk çeyreğinde dolar bazında yıllık yaklaşık iki katına ulaştığı, 2025 yılında konsolide satışlar içinde yaklaşık %2,5 paya sahip olan GCC operasyonlarında mevcut olumsuz gelişmelerin 2026 beklentilerine etkisinin ise %0,5 ile sınırlı kalmasının beklendiği görülüyor. Bu çerçevede, şirket yönetimi 2026 yılı için toplamda net 10 mağaza açılış planlarken, bu büyümenin yalnızca GCC Bölgesi ile sınırlı olmayıp yurt içi ve diğer yurt dışı operasyonları da kapsadığını görüyoruz. Nitekim Katar Doha'daki üçüncü mağaza ve Suudi Arabistan'da açılan yeni mağaza ile bölgedeki genişleme süreci de devam ediyor.

Şirketin ve Sektörün Karşılaşabileceği Riskler ve Avantajlar...

Küresel ölçekte jeopolitik risklerin arttığı, enerji fiyatlarının yüksek ve oynak seyrettiği, tüketici davranışlarının ise daha temkinli hale geldiği bir dönemde, hazır giyim sektörü ve Koton özelinde risk-geri dengisinin değerlendirilmesi gerektiğini düşünüyoruz. Orta Doğu'da artan tansiyon, küresel lojistik maliyetlerindeki yükseliş ve enflasyon dinamiklerinin henüz tam olarak dengelenmemiş olması, şirketin operasyonel görünümü üzerinde belirleyici olmaya devam ediyor. Bu çerçevede, 2026 yılına ilişkin değerlendirmemizde Koton'un büyüme potansiyelinin yanı sıra talep görünümü, maliyet yapısı ve uluslararası operasyonlarının sürdürülebilirliğini birlikte ele alıyoruz.

Riskler:

- Orta Doğu ve özellikle Körfez pazarına yönelik büyüme stratejisi, şirket için önemli bir fırsat alanı sunmaya devam ediyor. Bölgede artan jeopolitik risklere rağmen GCC satışlarının çatışmaların başladığı Mart ayında dolar bazında yıllık %97, 1Ç26 genelinde %106 ve Nisan ayında %73 artış göstermesi, talep dinamiklerinin güçlü seyrini koruduğuna işaret ediyor. Şirketin bölge performansından memnun olması ve mağaza ağının ağırlıklı olarak gerilimin daha sınırlı hissedildiği Suudi Arabistan'da konumlanması, büyüme görünümünü destekleyen unsurlar olarak öne çıkıyor. Yeni mağaza açılışlarının da ağırlıklı olarak Suudi Arabistan odaklı planlanması, bölgesel risklerin yönetilebilir kalması halinde GCC pazarının 2026 yılında gelir büyümesine katkı sağlamaya devam edebileceğini gösteriyor. Ancak, jeopolitik tansiyonun uzun süreli ve özellikle daha geniş çaplı bir belirsizliğe dönüşmesi halinde tüketici davranışları ve mağaza trafiği üzerinde baskı oluşabileceğini not ediyoruz.
- Körfez pazarında tüketici güveninde oluşabilecek aşınma, yalnızca satış hacmini değil aynı zamanda marka algısını da olumsuz etkileyebilir. Bölgenin "**yüksek harcama potansiyeline sahip güvenli pazar**" algısının zedelenmesi, şirketin bu coğrafyadaki uzun vadeli konumlanmasını daha kırılgan hale getirebilir.
- Küresel ölçekte lojistik ve navlun maliyetlerinde gözlenen artış ile birlikte petrol ve enerji fiyatlarındaki yüksek seyir, şirketin maliyet yapısı üzerinde yukarı yönlü baskı oluşturuyor. Bu görünüm altında, 2026 yılı boyunca maliyet tarafında beklenen iyileşmenin sınırlı kalması ve marjlar üzerindeki baskının devam etmesi olasıdır.
- Türkiye'de iç talebin zayıf seyrettiği bir ortamda satışların kampanya ve promosyonlarla desteklenmesi gerekliliği, birim karlılığı aşağı çekebilir ve brüt marjların sürdürülebilirliğini zorlayabilir.
- Kira kontratlarının yenilenmesi ve AVM maliyetlerinde olası artışlar, özellikle metrekare verimliliği düşük mağazalarda operasyonel karlılığın hızlı şekilde bozulmasına neden olabilir.
- Türkiye hazır giyim sektöründe yüksek maliyet yapısı, zayıflayan dış talep ve yoğun rekabet ortamı, şirketin fiyatlama gücünü sınırlayarak ciro büyümesinin karlılığa aynı ölçüde yansımamasına neden olabilir.



Avantajlar:

- Uluslararası operasyonlarda iyileşen performans ve makro koşullardaki normalleşme potansiyeli, Koton için önemli avantaj alanlarından biri olarak öne çıkıyor. Şirketin yurt dışında geniş mağaza ağına sahip olması ve 2025 yılında Ticaret Bakanlığı tarafından yurt dışında en çok şubesi bulunan Turquality şampiyonu seçilmesi, uluslararası pazarlardaki güçlü konumunu destekliyor. Önümüzdeki dönemde TL'nin güçlü seyrinin kademeli olarak zayıflamasıyla yurt dışı operasyonların finansallara daha olumlu katkı sağlayabileceğini düşünülebilir. Ayrıca kur artışlarının kur farkı gelirleri üzerinden destekleyici etki oluşturması ve enflasyondaki düşüşle birlikte finansman giderlerinde beklenen gerileme, şirketin net karlılık görünümünü güçlendirebilecek unsurlar arasında yer alıyor.
- Koton'un güçlü marka bilinirliği ve yaygın mağaza ağı, farklı coğrafyalarda ölçeklenebilme kabiliyeti sağlayarak gelir tabanını çeşitlendirmekte ve tek bir pazara bağımlılığı azaltıyor.
- Omni-channel stratejisi kapsamında e-ticaret ve fiziksel mağaza entegrasyonunun güçlenmesi, stok verimliliğini artırırken satış kanallarının daha etkin yönetilmesine imkan tanıyor.
- Türkiye'de dezenflasyon sürecin devamıyla birlikte iç talepte kademeli toparlanma ihtimali, mağaza trafiği ve sepet büyüklüğü üzerinde destekleyici bir etki oluşturabilir.
- Müşteri sadakat programları ve veri odaklı satış stratejileri, tüketici davranışlarının daha etkin analiz edilmesini sağlayarak şirketin rekabet gücünü artırabilir.
- Artan operasyonel karlılık ve güçlü serbest nakit akışı üretimi, şirketin içsel finansman kapasitesini destekleyerek büyüme yatırımlarının daha sağlıklı finanse edilmesini sağlıyor.
- Yurt içi mağazacılıkta yürütülen optimizasyon çalışmaları ve metrekare başına verimlilik artışı, operasyonel kaldıraç yaratırken marjları destekliyor.
- Düşük sermaye ihtiyacıyla ölçeklenebilen franchise ağırlıklı büyüme modeli, özellikle yurt dışı genişlemede riski sınırlayan bir yapı sunuyor.
- Körfez Bölgesi başta olmak üzere yurt dışı operasyonlarda yeni mağaza açılışlarıyla desteklenen büyüme, gelir kompozisyonunu daha dengeli hale getirme potansiyeli taşıyor.
- Apparel Group iş birliği sayesinde bölgesel know-how'a erişim ve operasyonel yayılım kabiliyeti artarken, yeni pazarlara giriş süreci hızlanıyor.
- Yurt içi e-ticaret kanalında karlılık odağıyla yapılan yeniden dengelenme ve yurt dışı e-ticarette gözlenen güçlü büyüme, dijital kanalların toplam kârlılığa katkısını artırıyor.
- Esnek tedarik zinciri ve hızlı koleksiyon yenileme kabiliyeti, değişen moda trendlerine ve talep koşullarına hızlı adaptasyon imkanı sağlayarak stok riskini azaltıyor.
- "One-stop-shop" konseptiyle geniş ürün gamı sunulması, müşteri başına harcamayı artırırken marka sadakatini destekliyor.



Körfez Pazarı Koton İçin Önemi Koruyor, Ancak Riskler Artıyor...

- Körfez (GCC) hazır giyim pazarı 2026'ya girerken, güçlü demografik yapı, yüksek harcanabilir gelir seviyesi ve turizm destekli tüketim dinamikleri sayesinde yapısal büyüme potansiyelini korumaya devam ediyor. Özellikle Suudi Arabistan ve BAE, bölgedeki talebin ana sürükleyicileri olmayı sürdürürken, BAE'de hazır giyim ve ayakkabı pazarının 2025 itibarıyla yaklaşık AED 66,8 milyar seviyesine ulaştığı ve büyümesini koruduğu görülüyor. Genç ve şehirleşmiş nüfus yapısı, kadınların iş gücüne katılımındaki artış, e-ticaret penetrasyonundaki yükseliş ve Suudi Arabistan'da hız kazanan turizm ve perakende yatırımları, orta vadede talebi destekleyen temel unsurlar arasında yer alıyor. Bu çerçevede, bölge özellikle erişilebilir moda segmentinde güçlü bir talep tabanı sunmaya devam ediyor.
- Bununla birlikte, son dönemde artan jeopolitik gerilimler Körfez pazarının kısa vadeli görünümünü daha temkinli bir zemine taşımış durumda. Savaşın etkisinin daha belirgin hissedildiği pazarlarda tüketici trafiği ve harcama eğilimlerinde zayıflama gözlenirken, tedarik zinciri ve lojistik tarafında da aksaklıklar dikkat çekiyor. Bu nedenle 2026 yılında bölge genelinde büyümenin tamamen ortadan kalkmasından ziyade, önceki döneme kıyasla daha dalgalı, haber akışına duyarlı ve ülke bazında ayrıışan bir patikada ilerlemesi bekleniyor. Artan belirsizlik ortamı, tüketici davranışlarında daha seçici bir eğilimi beraberinde getirirken, turizm hareketliliğinde yaşanabilecek olası dalgalanmalar da sektörün kısa vadeli performansı üzerinde belirleyici olmaya devam edebilir.
- Bu çerçevede Körfez pazarı, 2026 itibarıyla hala ölçek ve karlılık potansiyeli sunan önemli bir bölge olmayı sürdürse de, önceki döneme kıyasla daha seçici ve operasyonel disiplin gerektiren bir büyüme alanına dönüşmüş durumda. Orta fiyat segmentinde konumlanan markalar için doğru lokasyon seçimi, ürün karmasının yerel talebe uyumu ve stok yönetimi, büyümenin sürdürülebilirliği açısından daha kritik hale geliyor. Bu nedenle bölge, fırsat sunmaya devam etmekle birlikte, jeopolitik gelişmelerin seyrine bağlı olarak daha yakından izlenmesi gereken bir pazar görünümü sergiliyor.
- Körfez'de, özellikle Suudi Arabistan ve BAE tarafında hazır giyim pazarı 2026 ve sonrasında büyümesini sürdürebilecek bir yapıya sahip. Kamuya açık veriler, pazar büyüklüğünün Suudi Arabistan'da yaklaşık 23 milyar dolar, BAE'de ise 19 milyar dolar seviyelerine ulaştığını gösterirken, bölgenin artık anlamlı bir ölçeğe eriştiği görülüyor. Büyüme temposu pandemi sonrası döneme kıyasla daha dengeli bir patikaya oturmuş olsa da, yüksek harcanabilir gelir, genç ve şehirleşmiş nüfus yapısı, turizm hareketliliği ve ekonomik dönüşüm yatırımları talebi desteklemeye devam ediyor. 2026 sonrasında tüketici davranışının daha seçici hale gelmesi beklenirken, orta fiyat segmentinde güçlü bir hacim potansiyeli korunuyor. Bu noktada Koton'un bölgeye yaklaşımı belirleyici olacaktır. Şirketin ürün tasarımında yerel yaşam tarzı ve kültürel beklentileri dikkate alarak daha kapsayıcı silüetler, iklim koşullarına uygun kumaş seçimleri ve bölgesel tercihleri yansıtan koleksiyonlar geliştirmesi, standart global koleksiyon yaklaşımının ötesine geçen daha uyumlu bir iş modeline işaret ediyor. Bu yaklaşım, doğru uygulandığı takdirde markanın bölgedeki konumunu güçlendirebilecek önemli bir avantaj sunarken, talep tarafındaki oynaklığın devam etmesi halinde operasyonel performansın yakından izlenmesi gerekeceği kanaatindeyiz.
- **Yurt içi mağazacılıkta yeni açılışların görece sınırlı kalmasını beklerken, büyümenin ana kaynağının uluslararası operasyonlar olacağını öngörüyoruz.** Bu çerçevede 2026 yılında toplam mağaza sayısının yıllık bazda %2,2 artışla 474'e ulaşacağını tahmin ediyoruz. Orta vadede ise mağaza ağının kademeli şekilde genişleyerek 2028 yılında 508 seviyesine yükselmesini bekliyoruz. Bu projeksiyon, önümüzdeki üç yıllık dönemde toplam mağaza sayısında yaklaşık %3,1 seviyesinde yıllık bileşik büyümeye (CAGR) işaret ediyor. Söz konusu artışın ağırlıklı olarak yurt içi mağazacılık sayılarının artışından ziyade uluslararası operasyonlar, özellikle Körfez bölgesindeki yapılanma ve franchise mağazaların öncülüğünde gerçekleşmesini bekliyoruz.

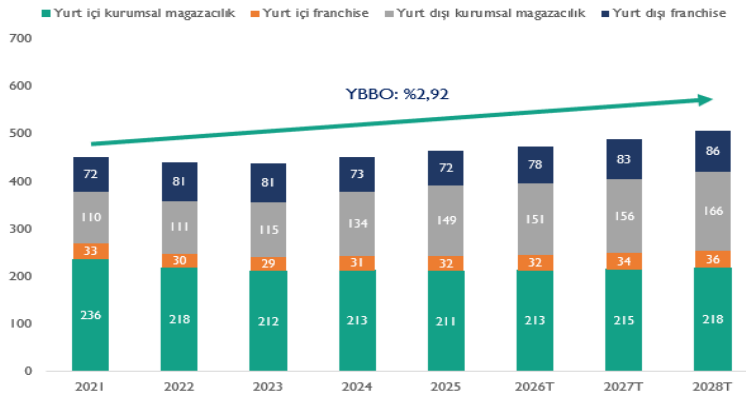
Koton Mağazacılık Şirket Raporu

Türkiye pazarında mağaza sayısından büyümeden ziyade metrekare verimliliği üzerine yeni bir hikaye kuruluyor... Türkiye tarafında Koton'un büyüme hikâyesi giderek mağaza sayısını artırmaktan çok mevcut satış alanlarından daha yüksek verim elde etmeye odaklanıyor. Mevcut makroekonomik ortamda yüksek finansman maliyetleri ve daha seçici tüketim davranışı dikkate alındığında, yeni mağaza açılışlarıyla alan genişletmekten ziyade mevcut satış alanlarından daha yüksek ciro ve karlılık üretmek şirket yönetiminin öncelikleri arasında yer alıyor. 2025 sonunda toplam mağaza sayısı net 13 artışla 464'e yükselirken bu artış ağırlıklı olarak yurt dışından gelirken, Türkiye'de mağaza sayısının sınırlı gerilemesi ve satış alanının yatay seyri dikkat çekiyor. Buna karşın metrekare verimliliğinin dolar bazında yaklaşık %22 artmış olması, şirketin yeni alan açmadan da büyüme ve karlılık üretebildiğini gösteriyor.

Operasyonel tarafta da benzer bir tablonun öne çıktığını görüyoruz. Şirket'in Türkiye mağaza satışları reel bazda %5,7 büyürken, LFL bazda %11,6'lık satış adedi artışının satış tutarı artışının %7,8 ile üzerinde kalması büyümenin hala büyük ölçüde hacim kaynaklı ilerlediğine işaret ediyor. Konsolide tarafta ise LFL satış tutarı artışı %3,2, adet artışı %6,2 seviyesinde gerçekleşirken, bu görünüm sepet büyüklüğü ve ürün karması tarafında hâlen iyileşme alanı bulunduğunu düşündürüyor. E-ticaret tarafında ise şirket daha net bir şekilde karlılık odaklı bir kompozisyona geçmiş durumda. Uluslararası e-ticaretin toplam dijital satışlar içindeki payı %51'e yükselirken, bu kanal reel bazda %61 büyüme kaydetti. Yurt içinde ise düşük marjlı pazaryeri satışlarının kontrollü şekilde azaltılması ve daha yüksek marjlı Koton.com'un payının artması, dijital kanal kompozisyonunun daha sağlıklı bir yapıya evrildiğine işaret ediyor. Buna ek olarak, görece düşük marjlı yurt içi B2B pazaryeri satışlarının IÇ26 itibarıyla sıfırlanması, şirketin hacimden ziyade karlılık ve nakit üretimini önceleyen yaklaşımını destekliyor. Eski sezon stoklarının yurt dışında kur desteğiyle değerlendirilebilmesi ise stok eritimi ve nakit akışı açısından önemli bir avantaj sağlıyor. Bu dönüşüm kısa vadede hacmi sınırlasa da, stok yönetimi, nakit akışı ve kanal karlılığı açısından daha dengeli bir yapıya işaret ediyor.

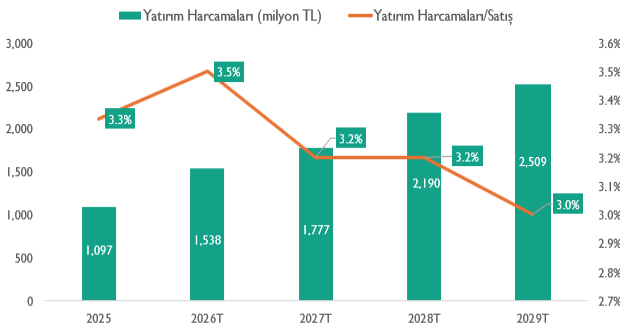
E-ticaret tarafında ise şirket bilinçli bir yeniden konumlanma sürecine girdi... Yurt içinde pazaryeri kanallarında yüksek komisyon oranları nedeniyle hacim büyümesinden ziyade karlılık önceliklendirilirken, şirketin omni-channel dönüşümüne yönelik adımları da operasyonel verimliliği destekliyor. Bu kapsamda e-ticaret ve mağaza stoklarının entegrasyonu devam ederken, 2026 yılı Temmuz ayında e-ticaret deposunun tamamen kapatılarak e-ticaret satışlarının mağazalar üzerinden karşılanması planlanıyor. Bu dönüşüm sayesinde lojistik giderlerinde azalma, stok yönetiminde daha etkin kullanım ve işletme sermayesinde verimlilik sağlanması bekleniyor. Buna karşılık daha yüksek marj üreten Koton.com'un B2C içindeki payının artması, dijital kanal kompozisyonunun daha sağlıklı bir yapıya evrildiğini gösteriyor. IÇ26'da Koton.com satışlarının yıllık bazda %34 artarak yurt içi B2C kanalının %49'unu oluşturması, daha karlı doğrudan satış kanalının güçlendiğine işaret ediyor. Önümüzdeki dönemde Koton.com'un hem marka görünürlüğü hem de karlılık katkısı açısından daha belirgin bir rol üstlenmesi beklenebilir.

Grafik 1: Koton Mağaza Sayıları (2021-2028T)



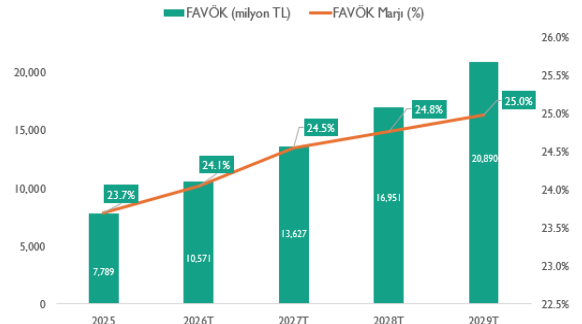
Kaynak: KOTON, Kuveyt Türk Yatırım Araştırma Tahminleri

Grafik 2: Yatırım Harcamaları ve Yatırım/Net Satış (%)



Kaynak: KOTON, Kuveyt Türk Yatırım Araştırma Tahminleri

Grafik 3: FAVÖK ve FAVÖK Marjı (%)

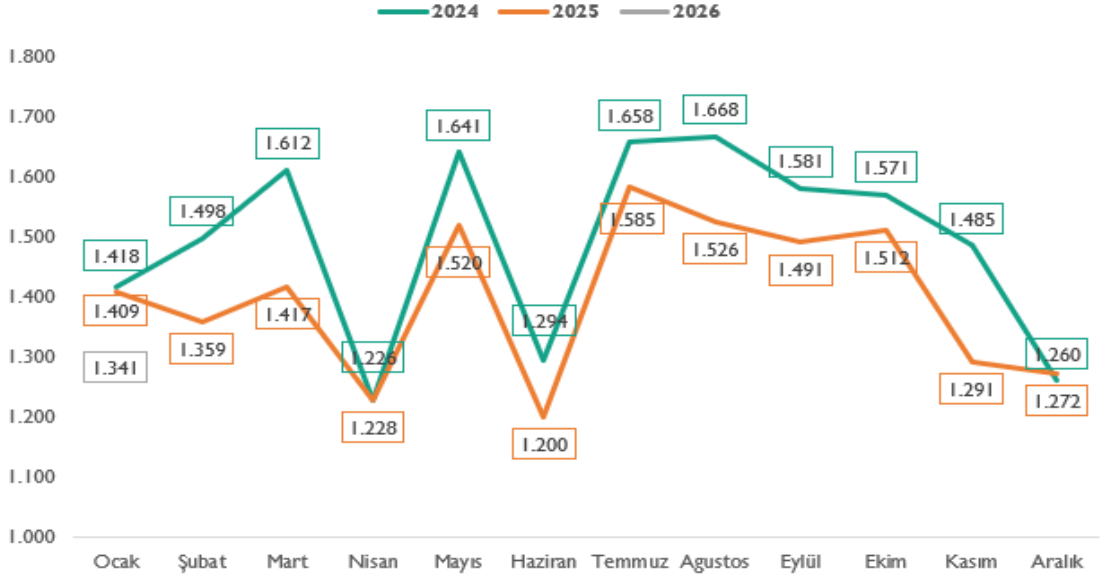


Kaynak: KOTON, Kuveyt Türk Yatırım Araştırma Tahminleri



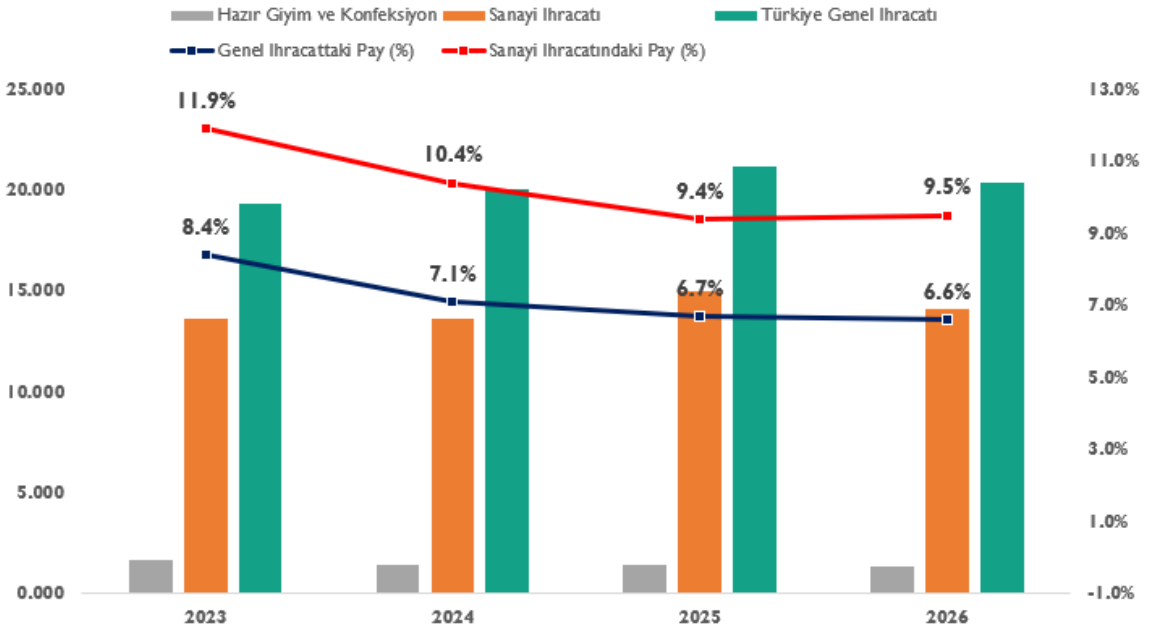
Yatırım Teması

Grafik 4: Türkiye Hazır Giyim ve Konfeksiyon İhracatı



Kaynak: İstanbul Hazır Giyim ve Konfeksiyon İhracatçıları Birliği (İHKİB) , Kuveyt Türk Yatırım Araştırma

Grafik 5: Sektörün Genel İhracat Performansına Göre Seyri (milyon USD)



Kaynak: İstanbul Hazır Giyim ve Konfeksiyon İhracatçıları Birliği (İHKİB) , Kuveyt Türk Yatırım Araştırma

Koton Mağazacılık Şirket Raporu

Son Açıklanan Finansallar ve Şirket Beklentileri

KOTON, 1Ç26 döneminde 8.282 milyon TL net satış geliri, 1.509 milyon TL FAVÖK ve 278 milyon TL net zarar açıkladı. Net satış gelirleri yıllık bazda %1 gerilerken piyasa beklentisine paralel gerçekleşti. FAVÖK ise beklentilerin %68 üzerinde gelerek çeyreğin en güçlü kalemi oldu. Net zarar tarafında ise şirket, 274 milyon TL seviyesindeki piyasa beklentisine yakın bir gerçekleşme kaydetti. Genel olarak bakıldığında, hasılat ve net zarar medyan beklentilerle uyumlu seyrederken, operasyonel karlılık tarafında beklentilerin belirgin şekilde aşıldığını görüyoruz.

FAVÖK'teki güçlü performansta etkin maliyet yönetimi, faaliyet giderlerindeki toparlanma ve gider kontrolüne verilen öncelik belirleyici oldu. Bu görünümle şirketin FAVÖK marjı yıllık bazda 12,6 puan artarak %18,2 seviyesine yükseldi. Kira giderleri enflasyonun üzerinde artış göstermesine rağmen, şirketin bu kalemden kontrollü bir yönetim sergilediğini ve operasyonel marjları destekleyen bir gider disiplini sağladığını değerlendiriyoruz. Net borç tarafında ise geçen yılın aynı dönemine göre %9 artış izlendi.

Operasyonel tarafta toplam mağaza sayısı çeyreksel bazda 464 seviyesinde sabit kalırken, toplam satış alanı %1 daralarak 391 bin metrekareye geriledi. Bu noktada, yılın ilk çeyreğinde sadece karlılıkta değil, mağaza verimliliği ve bilanço yapısında da iyileşme sinyalleri öne çıktı. Özellikle performansı düşük ve küçük ölçekli mağazaların kapatılması, metrekare verimliliği ve operasyonel karlılığı destekleyen ana unsurlardan biri oldu. Yurt dışı operasyonlarda ise atılan iyileştirme adımlarıyla dolar bazında metrekare verimliliğinde artış görülmesi, uluslararası operasyonların daha sağlıklı bir yapıya evrildiğine işaret etti.

Şirket yönetimi, açıklanan 1Ç26 finansalları sonrasında 2026 yılı beklentilerinde herhangi bir değişikliğe gitmedi. Buna göre Koton, 2026 yılında konsolide gelirlerinde %5–7 aralığında reel büyüme hedeflemeye devam ederken, mağaza yatırımlarında ağırlığın yurt dışı pazarlarda olacağını belirtiyor. Bizim öngörümüz ise hasılatın yıllık bazda %4 reel büyüme göstermesi yönünde. Şirket yıl içinde kapanışlar dahil net bazda en az 10 yeni mağaza açılışı planlarken, bu rakamın ihtiyatlı bir taban hedef olduğunu ve açılış sayısının yıl içinde bunun üzerine çıkabileceğini değerlendiriyoruz. Uluslararası büyüme stratejisi kapsamında GCC bölgesinde Kuveyt pazarına, Afrika'da ise yeni bir ülkeye giriş yapılması bekleniyor. Bu çerçevede, Körfez Bölgesi'ndeki olumlu seyrin ve yılın ikinci çeyreğinde Anneler Günü ile Kurban Bayramı kaynaklı dönemsel etkisinin operasyonel performansı destekleyebileceğini düşünüyoruz. KOTON hisseleri, son 12 aylık verilere göre 2,59x FD/FAVÖK çarpanıyla işlem görürken, aynı dönemde BIST 100 endeksine kıyasla %31 daha zayıf performans sergiledi.



Koton Mağazacılık Şirket Raporu

Değerleme Özeti

Koton'un değerlemesinde TL bazlı indirgenmiş nakit akımları (INA) analizi kullandık.

- 2026-2030 dönemini kapsayan projeksiyonumuz için, net satış gelirlerinin yaklaşık %23'lük (nominal) yıllık bileşik (CAGR) büyüyeceğini tahmin ediyoruz.
- Orta Doğu'daki jeopolitik gerilimin sınırlanması ve bölgeye ilişkin talep görünümünde belirgin bir bozulma yaşanmaması halinde, Körfez ülkelerindeki mağaza açılışlarının katkısıyla toplam mağaza sayısının 2026'daki 474 seviyesinden 2030'da 540'a ulaşmasını ve bu dönemde yaklaşık %3,3 yıllık bileşik büyüme sergilemesini öngörüyoruz.
- Şirketin 2025 yılında %23,7 olan FAVÖK marjı, IÇ26 sonu itibarıyla son 12 aylık bazda %24,8 seviyesine yükselerek operasyonel karlılıktaki iyileşmenin sürdüğünü gösteriyor. Önümüzdeki dönemde mağaza verimliliği, düşük marjlı kanallardan seçici geri çekilme, stok yönetimindeki normalleşme ve operasyonel giderleri azaltmaya yönelik aksiyonların operasyonel karlılık marjını desteklemeye devam etmesini bekliyoruz. Ayrıca, döviz kurlarındaki artışın kur farkı gelirleri üzerinden FAVÖK tarafına olumlu katkı sağlayabileceğini değerlendiriyoruz. Buna karşın, enflasyon muhasebesi katsayısının önümüzdeki yıllarda zayıflamasıyla birlikte önceki dönemlerde şirketi destekleyen parasal kazanç katkısının kademeli olarak normalleşeceğini düşünüyoruz. **Bu çerçevede, FAVÖK marjının önümüzdeki dönemde %24-25 bandında dengelenmesini bekliyoruz.**
- Geçmiş yıllardan devreden mali zararlar ve ihracatçı konuma bağlı vergi avantajları, Koton'un net kar görünümünü destekleyebilecek tamamlayıcı unsurlar arasında yer alıyor. Şirketin devreden zararları, vergi matrahı oluşması halinde vergi yükünü sınırlayarak operasyonel karlılıktaki toparlanmanın net kara daha güçlü yansımaya imkan sağlayabilir. Ayrıca ihracatçı kimliği ve yurt dışı gelirlerinin artan payı, kurumlar vergisi indirimlerinden faydalanma potansiyelini artırdığını belirtelim. Bu nedenle söz konusu vergi avantajlarını, operasyonel marj iyileşmesi, serbest nakit akışı üretimi ve finansman giderlerindeki olası normalleşmeyle birlikte net karlılık toparlanmasını destekleyebilecek ek bir kaldıraç olarak değerlendiriyoruz.

Kuveyt Türk Yatırım Araştırma tahminlerimize göre, KOTON için 12 ay ileri hedef piyasa değerimiz yaklaşık 17,207 milyon TL olup KOTON için 12 ay ileri hedef fiyatımız hisse başına **21 TL** ve yükseliş potansiyeli **%45'tir**.

Tablo 1: Değerleme Özet Tablosu

Değerleme Özeti (milyon TL)		
Method	Parametre	Değerleme Sonucu
İndirgenmiş Nakit Akımları	Özsermaye Değeri	17,207
Hedef Piyasa Değeri		17,207
Ödenmiş Sermaye		830
Hisse Başı Hedef Fiyatı (TL)		21.00
Son Kapanış (21.05.2026)		14.48
Yükseliş Potansiyeli (%)		45%

Kaynak: KOTON, Kuveyt Türk Yatırım Araştırma Tahminleri

*FAVÖK: (Faaliyet Karı + Amortisman ve İtfa + Ticari Mal Alımlarına İlişkin Vade Farkı Gideri) şeklinde hesaplanmıştır.



Koton Mağazacılık Şirket Raporu

İndirgenmiş Nakit Akımlar Analizi

2026–2030 yıllarını kapsayan TL bazlı indirgenmiş nakit akımları analizi yönteminde, risksiz faiz oranını Türkiye'nin 10 yıllık tahvil getirisinden yararlanarak 2026 yılı için %30 alıp 2030 yılına kadar kademeli olarak azaltarak 2030 yılında %20 seviyesine yakınsatıyoruz. Piyasa risk primini %6.0 ve hisse betasını 0.77x olarak belirleyerek ortalama %27.4 oranında özsermaye maliyetine ulaşıyoruz. Borçlanma maliyetinin ise 2026 yılında %33 seviyesinde hesaplıyoruz ve bu rakamı kademeli olarak azaltarak borç ağırlığını 2030'da %22 seviyesinde olacağını tahmin ediyoruz. Tahminlerimiz doğrultusunda ortalama sermaye maliyetini (WACC) 2026-2030 tahmin projeksiyonumuz için ortalama %22 düzeyinde hesaplıyoruz. %4'lük uç değer büyüme oranı uyguluyoruz.

Tablo 2: İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi

İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) (mnTL)		2025	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T
Hasılat		32,873	43,952	55,518	68,432	83,634	99,951
	Büyüme (%)	0%	34%	26%	23%	22%	20%
FAVÖK		7,789	10,571	13,627	16,951	20,890	24,459
	FAVÖK Marj (%)	23.7%	24.1%	24.5%	24.8%	25.0%	24.5%
Vergi		97	-44	-325	-454	-918	-1,253
Yatırım Harcamaları		-1,097	-1,538	-1,777	-2,190	-2,509	-2,999
Yatırım Harcamaları/Satış		-3.3%	-3.5%	-3.2%	-3.2%	-3.0%	-3.0%
Net İşletme Sermayesinde Değişim		-1,094	1,096	2,042	2,613	2,890	3,274
Net İşletme Sermayesi		4,856	5,710	7,182	8,946	11,249	15,609
Serbest Nakit Akışı (SNA)		3,760	4,172	5,405	6,756	8,740	12,611
SNA/Satış		11.4%	9.5%	9.7%	9.9%	10.4%	12.6%
AOSM		27.2%	26.9%	22.9%	21.5%	19.7%	19.3%
Bugüne İndirgenmiş Nakit Akımı		3,760	3,337	3,459	3,459	3,580	4,132
Firma Değeri		17,968					
Terminal Büyüme Oranı		4%					
Terminal Değer		9,231					
Toplam Firma Değeri		27,199					
Net Borç(2026T) (-)		9,992					
Özermaye Değeri		17,207					

Kaynak: KOTON, Kuveyt Türk Yatırım Araştırma Tahminleri

Tablo 3: Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti Hesaplaması

AOSM - WACC Hesabı	2025	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T
Parametreler						
Enflasyon Oranı (Beklentilerimiz)		28.80%	19.60%	18.30%	17.60%	15%
Risksiz faiz oranı	30.0%	30.0%	25.0%	23.0%	21.0%	20.0%
Hisse senedi risk primi	4.6%	4.6%	4.6%	4.6%	4.6%	4.6%
Piyasa Risk Primi	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%
Beta (kaldıraçlı)	0.77	0.77	0.77	0.77	0.77	0.77
Beta (kaldıraçsız)	0.26	0.23	0.24	0.26	0.31	0.35
Sermaye maliyeti	33.6%	33.6%	28.6%	26.6%	24.6%	23.6%
Borç maliyeti	33.00%	33.00%	28.00%	26.00%	23.00%	22.00%
Borç risk primi	3.1%	3.3%	3.2%	3.1%	2.8%	2.6%
Sermaye oranı	28%	24%	26%	28%	34%	39%
Borç oranı	72%	76%	74%	72%	66%	61%
Borç/Özsermaye oranı	261%	308%	290%	258%	196%	156%
Kurumlar vergisi oranı	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%
AOSM	27.19%	26.91%	22.94%	21.47%	19.72%	19.26%

Kaynak: KOTON, Kuveyt Türk Yatırım Araştırma Tahminleri

Koton Mağazacılık Şirket Raporu

Piyasa Çarpan Analizi

Değerleme çalışmamızda ana yöntem olarak İNA (DCF) modelini kullanırken, ulaştığımız değer aralığını test etmek amacıyla potansiyel emsal şirket gruplarını ayrıca analiz ettik. Bu yaklaşımı, doğrudan çarpan bazlı bir hedef fiyat üretmekten ziyade, İNA çıktısının piyasa gerçekliğiyle ne ölçüde örtüştüğünü görmek adına bir referans kontrol mekanizması olarak değerlendirdik.

Emsal şirketleri oluştururken Türkiye’de giyim ve gıda perakencileri ile küresel ölçekte hazır giyim şirketlerini inceledik. Türkiye’deki perakenciler, makroekonomik koşullar, jeopolitik riskler, regülasyon ortamı ve tüketici davranışları açısından Koton’a daha yakın bir risk profili sunuyor. Her ne kadar gıda perakendesi ürün yapısı itibarıyla farklı bir kategoride yer alsada, operasyonel yapı, fiyatlama esnekliği, enflasyon yönetimi ve mağaza verimliliği gibi başlıklarda benzer dinamikler söz konusu. Ayrıca Türkiye’de hazır giyim tarafında sepet büyüklüğünün görece düşük olması ve alışveriş sıklığının yılın genelinde yüksek kalması, sektörü klasik dayanıklı tüketimden ziyade hızlı tüketim dinamiklerine kısmen yaklaştırıyor.

Türkiye perakende sektörünün yurt dışındaki benzerlerine kıyasla daha farklı bir talep yapısına sahip olduğunu düşünüyoruz. Genç ve dinamik nüfus, erişilebilir fiyat segmentine olan talep ve tüketicinin kampanya/indirim dönemlerine yüksek duyarlılığı, şirketlerin reel bazda büyüme potansiyelini destekliyor. Özellikle değer odaklı konumlanan markalar açısından talep esnekliği görece daha güçlü kalabiliyor. Bu durum, Türkiye’de faaliyet gösteren giyim perakencilerinin büyüme kompozisyonunu birçok gelişmiş piyasa emsaline göre daha dinamik kılıyor.

Yerli emsaller içinde araştırma kapsamımızda olan bir diğer şirket Mavi, benzer iş modeli ve uluslararası büyüme hikayesi nedeniyle Koton’a en yakın emsal şirket konumunda. Bu nedenle Mavi’yi karşılaştırma setinde temel gösterge olarak ele aldık. Küresel tarafta ise gelişmekte olan piyasa emsallerinin, risk-getiri profili açısından gelişmiş piyasa oyuncularına kıyasla daha anlamlı bir referans sunduğunu düşünüyoruz. Özellikle operasyonel marj yapısı, büyüme oranları ve makro oynaklığa maruziyet açısından bu grup daha karşılaştırılabilir bir çerçeve sağlıyor.

Bununla birlikte, şirketlerin farklı raporlama dönemlerine sahip olması doğrudan kıyaslamayı teknik olarak zorlaştırıyor. Koton Aralık kapanışlı finansallar açıklarken, bazı emsallerin bilanço dönemleri Ocak veya Mart sonu itibarıyla şekilleniyor. Bu farklılık özellikle sezon etkisinin belirgin olduğu giyim perakendeciliğinde marj ve stok döngüsü analizlerinde dikkate alınması gereken bir unsur olarak öne çıkıyor.

Genel çerçevede, emsal analizini İNA modelimizin bir teyit aracı olarak konumlandırmakla beraber, Türkiye perakende sektörünün talep dayanıklılığı ve fiyatlama esnekliği sayesinde sunduğu büyüme dinamiklerinin, Koton’un değerlendirme perspektifinde önemli bir referans noktası oluşturduğunu düşünüyoruz.



Koton Mağazacılık Şirket Raporu

Piyasa Çarpan Analizi

KOTON'u küresel piyasalarda faaliyet gösteren hazır giyim perakendecileri ile karşılaştırdığımızda, şirketin 2026 ve 2027 tahmini FD/FAVÖK çarpanlarının sırasıyla 1,7x ve 1,3x seviyelerinde olduğu görülüyor. Buna karşılık sektör medyanı aynı dönemler için sırasıyla 7,7x ve 6,9x seviyelerinde işlem görmektedir. Bu çerçevede KOTON'un, 2026T ve 2027T dönemlerinde uluslararası benzerlerine göre sırasıyla %75 ve %78 iskonto ile işlem gördüğünü hesaplıyoruz.

Tablo 4: Benzer Şirket Karşılaştırması

TICKER	Ülke	Şirket Adı	Piyasa Değer (Milyon USD)	2026T F/K	2027T F/K	2026T FD/FAVÖK	2027T FD/FAVÖK
Türkiye Giyim Perakende							
KOTON TI	Türkiye	KOTON	305	49.04	8.07	1.95	1.51
MAVI TI	Türkiye	MAVI	843	11.94	8.86	3.52	3.23
GES US	ABD	GUESS! INC	877	10.38	9.92	6.39	6.08
PVH US	ABD	PVH CORP	3,166	6.34	5.79	5.04	5.02
NXT LN	İngiltere	NEXT PLC	21,800	17.99	16.98	11.49	10.90
BKE US	ABD	THE BUCKLE INC	2,709	13.01	13.00	8.37	7.90
ITX SM	İspanya	INDITEX	211,530	28.86	26.40	15.46	14.37
URBN US	ABD	URBAN OUTFITTER	5,910	12.50	11.42	6.82	6.19
LPP PVV	Polonya	LPP	10,581	19.85	14.94	1.84	1.53
WHL SJ	Güney Afrika	WOOLWORTHS HOLDINGS	3,338	15.24	12.84	7.43	6.88
603877 CH	Çin	NINGBO PEACEBI-A	1,070	25.79	19.73	9.98	9.81
MC FP	Fransa	HENNES & MAURI-B	328,379	24.11	20.89	12.05	11.04
MRP SJ	Güney Afrika	MR PRICE GROUP	2,962	12.16	10.98	5.80	5.33
BRBY LN	İngiltere	BURBERRY GROUP	5,897	62.77	29.99	10.07	8.67
AEO US	ABD	AMER EAGLE OUTFITTERS	4,009	17.11	13.94	7.68	6.64
LEVI US	ABD	LEVI STRAUSS-A	8,534.00	14.78	13.21	8.67	7.98
			Medyan	15.24	13.21	7.68	6.88
			Prim/iskonto			-75%	-78%

Kaynak: Bloomberg, Kuveyt Türk Yatırım Araştırma Tahminleri



Özet Finansal Görünüm

milyon TL	2025	2026T	2027T	2028T
Gelir Tablosu				
Net Satış Gelirleri	32,873	43,952	55,518	68,432
Brüt Kar	17,798	23,514	29,869	36,816
Operasyonel Giderler	-16,107	-21,295	-26,283	-31,850
FAVÖK	1,691	2,219	3,585	4,967
Yat. Faal. Gel. (net)	3	4	0	7
Esas Faaliyet Karı*	1,694	2,224	3,586	4,974
Finansal Gelir/Gider (net)	-2,750	-1,927	-1,721	-1,685
Vergi Öncesi Kar/Zarar	-1,056	297	1,864	3,289
Amortisman ve İtfa Giderleri	3,936	5,648	7,055	8,302
Ticari Mal Alımlarına İlişkin vade farkı giderleri	2,163	2,704	2,987	3,682
FAVÖK*	7,789	10,571	13,627	16,951
Vergi Geliri/Gideri (-)	97	-44	-325	-454
Net Kar	-959	253	1,539	2,835

Bilanço				
Dönen Varlıklar	22,651	26,800	31,150	38,096
Nakit ve Nakit Benzerleri	1,443	1,790	1,911	2,450
Stoklar	10,220	12,878	15,811	19,229
Finansal Yatırımlar	0	0	0	0
Ticari Alacaklar	1,474	2,047	2,738	4,125
Diğer Dönen Varlıklar	9,513	10,084	10,689	12,293
Duran Varlıklar	3,939	4,333	4,593	4,869
Toplam Varlıklar	26,590	31,133	35,743	42,965
Kısa Vadeli Yük.	14,358	18,000	19,672	21,956
Finansal Borçlar	0	0	0	0
Ticari Borçlar	6,824	8,959	10,541	12,733
Diğer Kısa Vad. Yük.	7,534	9,041	9,131	9,223
Uzun Vadeli Yük.	4,861	5,509	6,907	9,010
Finansal Borçlar	0	0	0	0
Diğer Uzun Vadeli Yük.	4,861	5,509	6,907	9,010
Azınlık Payları	0	0	0	0
Toplam Yük.	19,219	23,509	26,579	30,966
Özkaynaklar	7,371	7,624	9,164	11,999
Ödenmiş Sermaye	830	0	0	0
Toplam Kaynaklar	26,591	31,133	35,743	42,965

Nakit Akım Tablosu				
FAVÖK	7,789	10,571	13,627	16,951
Amortisman	3,936	5,648	7,055	8,302
İşletme Sermayesindeki Değişim	-1,094	1,096	2,042	2,613
Vergi	97	-44	-325	-454
Yatırım Faaliyetlerinden Nakit	-1,097	-1,538	-1,777	-2,190
İşletme Faaliyetlerinden Nakit	4,856	5,710	7,182	8,946
Yatırım Harcaması/ net satış geliri	-3.3%	-3.5%	-3.2%	-3.2%
Serbest Nakit Akışı	3,760	4,172	5,405	6,756
Serbest Nakit Akışı / net satış geliri	11%	9%	10%	10%

Büyüme				
Net Satış Geliri	0%	34%	26%	23%
Brüt Kar	1%	32%	27%	23%
FAVÖK	22%	36%	29%	24%
Net Kar	86%	-126%	508%	84%

Marjlar				
Brüt Kar Marjı	54%	54%	54%	54%
FAVÖK Marjı	24%	24%	25%	25%
Net Kar Marjı	-3%	1%	3%	4%
Net Borç (Kira Yükümlülükleri Dahil)	8,702	9,992	9,975	9,555
Net Borç/FAVÖK(X)	1.1	0.9	0.7	0.6
Net Borç/Özsermaye(x)	1.2	1.3	1.1	0.8

Değerleme Çarpanları				
F/K(x)	a.d	47.43	7.80	4.24
FD/FAVÖK(x)	2.59	1.91	1.48	1.19
Temettü Verimi	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

*FAVÖK= (Faaliyet Karı+Amortisman ve İtfa+Ticari Mal Alımların İlişkin Vade Farkı Gideri)

**Esas Faaliyet Karı= (FAVÖK+Yatırım Faaliyetlerinden Gel.)

***Net Borç=Toplam Borç- (Nakit ve Nakit Benzerleri+Finansal Yatırımlar)



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.

