

KOTON

Artan faiz giderleri ve parasal zarar net zarara sebep oldu

Koton, 4Ç25'te 885mn TL net zarar açıkladı. Bu rakam, 131mn TL net zarar beklentimizin altında gerçekleşti. Sapmanın nedeni, beklentimizde yer alan parasal kazanç yerine gerçekleşen 472mn TL tutarındaki parasal kayıp ve daha yüksek faiz giderleridir. 1,6mlr TL FAVÖK ve 9mlr TL ciro ise tahminlerimizle genel olarak uyumludur. Sonuçlar TMS29 sonrası finansallara dayanmaktadır; TMS29 öncesi rakamlar açıklanmamıştır. Net borç çeyrekssel bazda %5 azalarak 181mn ABD dolarına gerilemiş olup, bu da 1,2x net borç/FAVÖK'e işaret etmektedir.

Koton, 4Ç25'te %13 yıllık ciro büyümesi kaydetmiştir. Uluslararası gelirler %53 artışla 2,9mlr TL'ye ulaşmış ve toplam gelirler içindeki payı %32'ye yükselmiştir (4Ç24: %24, 3Ç25: %28). Türkiye gelirleri 6,1mlr TL ile yatay seyretmiştir. Türkiye perakende segmenti gelirleri (toplam gelirlerin %58'i) yıllık %7,5 artmış, ancak kârlılık odağı nedeniyle e-ticaret gelirlerindeki düşüş ve B2B kanalındaki daha düşük satışlar bu artışı sınırlamıştır. Uluslararası gelir büyümesi, perakende segmentindeki %7'lik artıştan kaynaklanmıştır. Bu artış, Körfez bölgesindeki genişleme (toplam gelirlerin %4-5'i) ve iki kattan fazla artan e-ticaret gelirleri ile desteklenmiştir.

FAVÖK, düşük baz etkisi ve metrekare başına performans göstergelerindeki iyileşme sayesinde 4Ç24'teki 220mn TL'den 4Ç25'te 1.571mn TL'ye yükselmiştir. Brüt marj yıllık 880 baz puan artışla %51,6'ya çıkmıştır. Faaliyet giderleri/satışlar oranı yıllık 580 baz puan gerileyerek %45,3'e düşmüştür. Böylece net zarardaki -1.849mn TL'den -885mn TL'ye iyileşme operasyonel toparlanmadan kaynaklanırken, yüksek finansman giderleri ve net parasal kayıp net kârı baskılamaya devam etmiştir.

Toplam mağaza sayısı %3 artışla 464'e ulaşırken, net satış alanı 2025 yılında %1 artışla 395bin m²'ye yükselmiştir. Şirket 4Ç25'te 6, 2025 genelinde ise 13 mağaza açmıştır. Satış alanının %56'sı Türkiye'dedir.

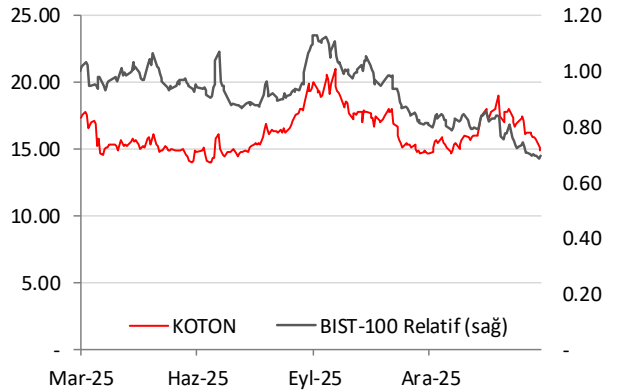
2025 yılında Koton, hem Türkiye'de hem de uluslararası operasyonlarda yatay ciro kaydetmiştir. Dolar bazında uluslararası gelirler %8 artmıştır. Gelir dağılımı %83 perakende, %12 e-ticaret ve %5 toptan satış şeklindedir. FAVÖK marjı 80 baz puan artışla %19,1'e yükselmiştir (diğer gelirler altında yer alan kur farkı kazançları dahil edildiğinde yönetim hesaplamasına göre %23,7).

Endeks Üzeri Getiri

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

Bloomberg Kodu	KOTON TI
Tavsiye	Endeks Üz. Getiri
Hedef Fiyat, TL	27.50
Güncel Fiyat, TL	14.87
Getiri Potansiyeli	85%
Halka Açıklık Oranı	16%
Piyasa Değeri, mn TL	12,337
Firma Değeri, mn TL	23,135

Finansal Veriler	2025	2026T	2027T	2028T
Özet UFRS Finansallar				
Ciro, mn TL	32,873	42,416	55,188	70,687
FAVÖK, mn TL	6,274	8,139	10,879	14,842
Net Kâr, mn TL	-964	937	2,725	5,548
Borçluluk				
Net Borç, mn TL	7,776	9,196	9,143	6,894
Net Borç/FAVÖK	1.2	1.1	0.8	0.5
Kârlılık				
FAVÖK Marjı	19.1%	19.2%	19.7%	21.0%
Net Marj	n.m.	2.2%	4.9%	7.8%
Temettü Verimi	-	-	2.3%	6.6%
Büyüme				
Ciro, y/y	31.0%	29.0%	30.1%	28.1%
FAVÖK, y/y	36.7%	29.7%	33.7%	36.4%
Net Kâr, y/y	142.9%	n.m.	190.8%	103.6%
Değerleme Verisi				
F/K	n.m.	13.2	4.5	2.2
FD/FAVÖK	4.1	3.3	2.5	1.7
FD/Ciro	0.8	0.6	0.5	0.4
Hisse Verileri				
1A	3A	12A	YBG	
Nominal Getiri	-16.3%	0.5%	-11.3%	-4.7%
BİST-100 Relatif	-10.2%	-14.3%	-32.1%	-17.0%
AOİH, mn TL	67	65	74	75



Piyasa verileri 3 Mart 2026 tarihli.

Quarter Overview								
(TRYmn)	Summary Financials					Comparison with Estimates		
	4Q25	4Q24	y/y	3Q25	q/q	Consensus	AK	vs. Cons.
Revenues	9,017	8,005	13%	8,259	9%	8,715	8,715	3%
EBITDA	1,571	207	660%	1,724	-9%	1,596	1,596	-2%
EBITDA Margin	17.4%	2.6%	1484 bps	20.9%	-345 bps	18.3%	18.3%	-89 bps
Net Profit	-885	-1,849	-52%	3	-29906%	-110	-131	705%

Source: Company, Rasyonet, AK Investment

2026 beklentileri: Koton, 10 yeni mağaza açılışı, %5-7 reel ciro büyümesi, %54 brüt marj, %24 FAVÖK marjı, kira yükümlülükleri hariç 0,5x net borç/FAVÖK ve %3,5 yatırım harcaması/satışlar oranı öngörmektedir. Yönetim, telekonferansta Ocak-Şubat kümülatif verilerinin reel büyümeye işaret ettiğini ve Ramazan sonrası hem Türkiye’de hem de uluslararası pazarlarda talep toparlanması beklediğini belirtmiştir. Körfez operasyonları (27 mağaza) 2A26’da yeni mağazaların devreye girmesiyle güçlü büyümesini sürdürmüştür; ancak Bahreyn’deki 1 mağaza son gelişmeler nedeniyle geçici olarak kapalıdır.

“Endeks Üzeri Getiri” tavsiyemizi ve 12 aylık 27,5 TL hedef fiyatımızı koruyoruz (önceki: 27,5 TL): Tahminlerimiz, metrekare başına gelir artışı ve faiz oranlarında gevşeme varsayımıyla net marj iyileşmesini içermektedir. Ancak Körfez bölgesinde artan jeopolitik riskler nedeniyle uluslararası genişleme hızının daha yavaş olacağını öngörüyoruz. 10 yeni mağaza açılışı (önceki: 22), %3 reel ciro büyümesi, %54 brüt marj ve %19,2 seviyesinde yatay FAVÖK marjı varsayıyoruz. 2026 için %2,2 net kâr marjı (2025: -%2,9) öngörüyoruz. Net kâr tahminimiz, 2026 tahmini dolar bazlı 15x F/K çarpanına işaret etmektedir.

Çeyrekssel Özet											
milyon TL	Özet Finansallar					Beklentilerle Karşılaştırma					
	4Ç25	4Ç24	y/y	3Ç25	ç/ç	Piyasa	AK	Piyasa Fark	2025	2024	y/y
Net Satışlar	9,017	8,005	13%	8,259	9%	8,715	8,715	3%	32,873	32,836	0%
FAVÖK	1,571	207	660%	1,724	-9%	1,596	1,596	-2%	6,274	6,007	4%
FAVÖK Marjı	17.4%	2.6%	1484 bps	20.9%	a.d.	18.3%	18.3%	-89 bps	19.1%	18.3%	79 bps
Net Kar	-885	-1,849	-52%	3	a.d.	-110	-131	705%	-964	-519	86%

Kaynak: Şirket, Rasyonet, AK Yatırım

TRY milyon	Eski Tahminler			Yeni Tahminler		Fark	
	2025	2026B	2027B	2026B	2027B	2026B	2027B
Net Satışlar	32,873	41,860	54,617	42,416	55,188	1%	1%
FAVÖK	6,274	8,210	10,990	8,139	10,879	-1%	-1%
Net Kar	-964	962	2,495	937	2,725	-3%	9%
FAVÖK Marj	19.1%	19.6%	20.1%	19.2%	19.7%	-0.4pp	-0.4pp
Net Marj	-2.9%	2.3%	4.6%	2.2%	4.9%	-0.1pp	0.4pp

Kaynak: Şirket Verisi, Ak Yatırım Araştırma

Çeyrek Özet - TRYm ¹	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25
TMS29 sonrası								
Net Satışlar	4,488	5,841	6,190	6,116	6,376	7,144	7,914	9,017
Büyüme	-	-	-	-	42%	22%	28%	47%
Büyüme - Reel	-	-	-	-	3%	-9%	-4%	13%
Metrekare Bazında Satış	9,563	12,774	12,824	12,287	13,564	15,355	17,531	18,268
Büyüme - Yıllık	-	-	-	-	42%	20%	37%	49%
Satış Alanı (Bin Metrekare)	385	387	388	392	388	389	391	395
Büyüme - Yıllık	-	-	-	-	1%	0%	1%	1%
Mağaza Sayısı	431	440	444	451	449	453	459	464
Büyüme - Yıllık	-	-	-	-	4%	3%	3%	3%
Mağaza Açılışları (çeyrek)	-	9	4	7	-2	4	6	6
Brüt Kar	2,178	3,565	3,791	2,618	2,735	4,638	4,497	4,650
Faaliyet Gideri	-2,095	-2,414	-2,839	-3,122	-3,068	-3,412	-3,738	-4,081
Faaliyet Kar	83	1,151	952	-504	-333	1,226	758	569
FAVÖK	613	1,708	1,586	158	360	2,274	1,652	1,571
FAVÖK Düzeltilmiş ²	-114	1,061	870	-776	-499	1,272	524	285
Diğer Gelir/Gider	-294	-284	-337	-768	114	-116	-414	-221
Finansal Gelir/Gider	-271	-324	-370	-508	-631	-785	-766	-912
Parasal Kazanç/Kayıp	492	39	161	114	429	151	373	-472
VÖK	9	582	405	-1,667	-423	476	-48	-1,036
Vergi	-7	65	-157	256	43	-143	50	154
Net Kar	2	647	249	-1,413	-391	341	3	-885
İşletme Sermayesi	3,456	4,175	4,954	4,557	5,549	6,008	5,391	4,560
Yatırım Harcaması	109	151	233	249	199	244	191	387
Net Borç	3,921	3,115	4,657	5,865	7,507	8,021	7,929	7,776
Net Borç (TFRS-16 hariç)	-	-	-	-	3,321	4,174	4,374	3,658
Brüt Kar Marjı	48.5%	61.0%	61.2%	42.8%	42.9%	64.9%	56.8%	51.6%
Faaliyet Gideri	-46.7%	-41.3%	-45.9%	-51.0%	-48.1%	-47.8%	-47.2%	-45.3%
Faaliyet Kar Marjı	1.8%	19.7%	15.4%	-8.2%	-5.2%	17.2%	9.6%	6.3%
FAVÖK Marjı	13.7%	29.2%	25.6%	2.6%	5.6%	31.8%	20.9%	17.4%
FAVÖK Marjı Düzeltilmiş	-2.5%	18.2%	14.0%	-12.7%	-7.8%	17.8%	6.6%	3.2%
VÖK Marjı	0.2%	10.0%	6.5%	-27.3%	-6.6%	6.7%	-0.6%	-11.5%
Net Marj	0.1%	11.1%	4.0%	-23.1%	-6.1%	4.8%	0.0%	-9.8%
İşletme Sermayesi/Satış	77.0%	71.5%	80.0%	74.5%	87.0%	84.1%	68.1%	50.6%
Yatırım/Satış	2.4%	2.6%	3.8%	4.1%	3.1%	3.4%	2.4%	4.3%
Net Borç/FAVÖK	0.7	0.6	1.0	1.3	1.6	1.7	1.7	1.2

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.