

KOTON Toplantı Notu

Koton Mağazacılık ile mevcut operasyonları ve beklentilerine dair görüşme gerçekleştirdik. Söz konusu toplantıdan derlediğimiz önemli notlar aşağıda yer almaktadır.

Şirketin Genel Faaliyeti

Türkiye hazır giyim sektörünün köklü ve lider isimlerinden biri olan Koton, ticari yolculuğuna 1988 yılında İstanbul'da başlamıştır. 1992 yılında toptan satış faaliyetlerine hız veren marka, globalleşme yolundaki ilk adımını 1996'da Almanya'nın Münih kentinde açtığı satış noktasıyla atmıştır. 2000'li yıllara gelindiğinde Koton, değişen tüketici beklentilerini analiz ederek stratejisini yenilemiş; geniş ürün yelpazesi sunan, büyük metrekareli mağazacılık anlayışına geçiş yapmıştır. Ekim 2025 itibarıyla 34 ülkedeki 461 mağazası ve gelişmiş online satış kanalları sayesinde ürünlerini 70'ten fazla ülkeye ulaştırmaktadır.

Marka Konumlandırması... Koton, pazarda "Trendy & Affordable Premium" bir marka olarak konumlanmıştır.

- **Demografik Çeşitlilik:** Satışların %62'si kadın, %22'si erkek ve %16'sı çocuk kategorisinden gelmektedir.

Operasyonlar ve Tedarik Zinciri... Şirketin rekabet avantajının temelinde, hız ve esnekliğe dayalı tedarik zinciri yatmaktadır.

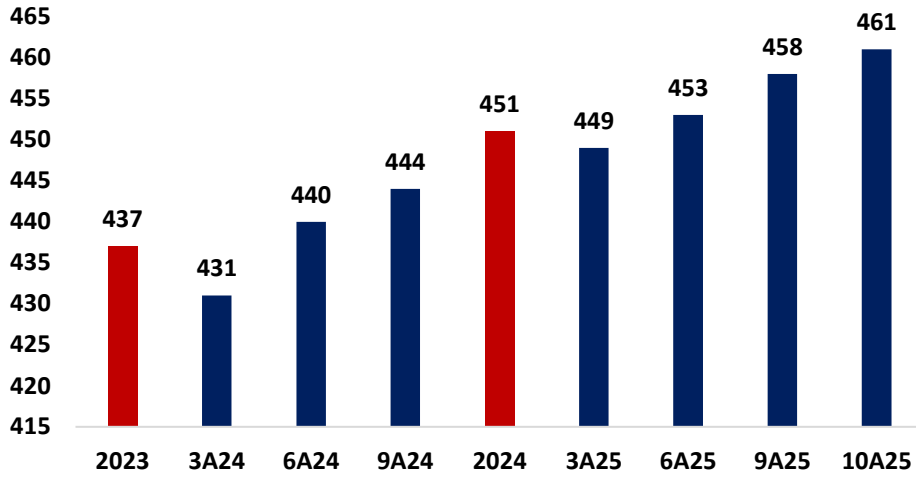
- **Yakından Tedarik:** Ürünlerin ~%80'i yurt içinden tedarik edilmekte, bu trendlerin hızlı yakalanmasını sağlamaktadır. Tedarikler enflasyonun altında maliyet artışlarıyla gerçekleştiğinden dolayı marjlar korunmaktadır.
- **Hız:** Tasarımın nihai ürüne dönüşme süresi 4-8 hafta gibi kısa bir sürede gerçekleşmektedir.
- **Veri Odaklı Sipariş:** Siparişlerin yaklaşık %35'i sezon içi verilere ve trend analizlerine göre şekillendirilerek stok riski minimize edilmektedir.

Dijital Dönüşüm ve E-Ticaret Stratejisi... 37 farklı pazar yerinde (Amazon, Trendyol vb.) faaliyet gösteren marka, kendi platformu *koton.com* ve sadakat programı *Koton Club* üzerinden alışverişe dönüşüm oranlarını artırmaya odaklanmıştır. Dijital kanalların toplam ciro içindeki payı 9A25 itibarıyla yurt içinde %6, yurt dışında ise %5 olarak gerçekleşmiştir.

Türkiye'de e-ticaret tarafında şirket, kârlılık odağını koruyarak Koton.com üzerinden büyümeyi hedeflemektedir. Bu kapsamda platformun toplam e-ticaret içindeki payının artırılması, mağaza stoklarının çevrimiçi kanalla tam entegre hale getirilmesi ve omnichannel müşteri (mağaza + online kanalları birlikte kullanan müşteri) trafiğiyle satışların desteklenmesi öncelikli adımlar olarak öne çıkmaktadır. Operasyonel tarafta ise iade süreçlerini sadeleştirmek ve lojistik maliyetlerini azaltmak amacıyla e-ticaret operasyonlarına ilişkin verimlilik odaklı yeni projeler planlanmaktadır. Bu uygulamanın hem operasyonel verimliliği artırması hem de maliyet yapısına olumlu katkı sağlaması beklenmektedir. Ayrıca Koton Club programının sağladığı daha yüksek dönüşüm oranı ve artan sepet büyüklüğü, dijital kanallardaki performansı güçlendiren önemli bir unsur olarak değerlendirilmektedir. Karlılık bakışıyla B2B kanalının daraltılması da yapısal verimlilik hedefleriyle uyumludur.

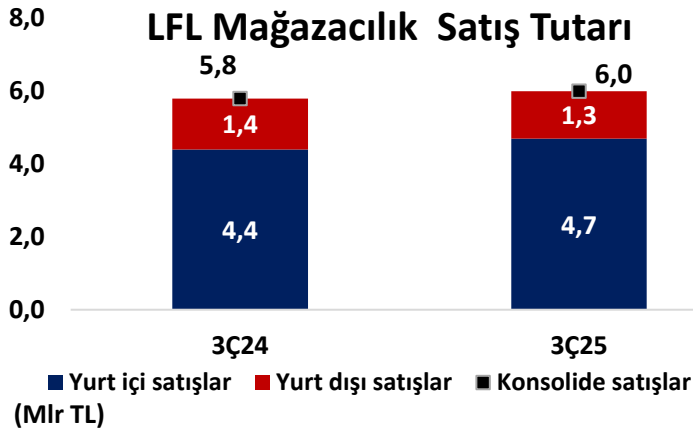
Uluslararası arenada ise stratejik ortaklıklar ve coğrafi çeşitlilik dikkat çekmektedir. Özellikle Apparel Group ile Temmuz 2024'te kurulan ortaklık sayesinde Körfez İşbirliği Konseyi (GCC) ülkelerinde agresif bir genişleme başlamış; Temmuz'da Umman, Kasım'da Katar pazarlarına giriş yapılmış olup sırada Kuveyt bulunmaktadır. Afrika'da franchise kanalıyla büyüme sürerken, Orta ve Doğu Avrupa (CEE) bölgesinde pazar payı artırılmakta, Bağımsız Devletler Topluluğu (CIS) bölgesinde ise operasyonel iyileştirmelerle kârlılık optimize edilmektedir. Ayrıca, enflasyon ile kur makasında normalleşme olması ile önümüzdeki dönemde yurt dışı gelir katkısının artması beklenmektedir.

Mağaza Sayısı

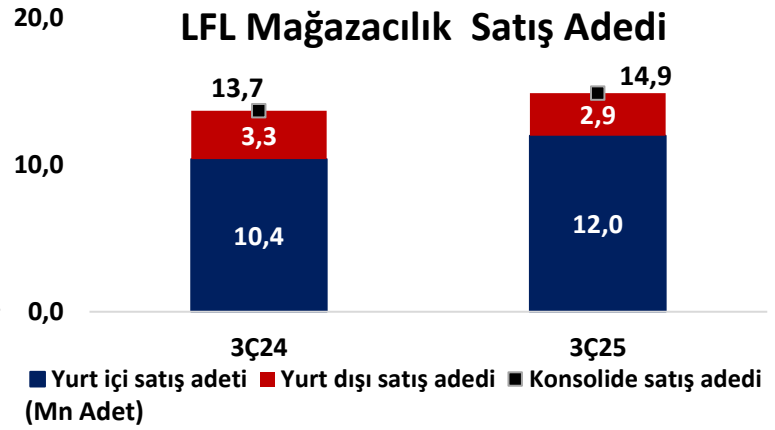


Kaynak: Şirket Verisi

Koton, 2025 yılı 3. Çeyrek dönemini 458 mağaza ile kapatmış; Ekim ayında Türkiye (Niğde) ve Körfez Bölgesi'nde (GCC) gerçekleşen açılışlarla toplam mağaza sayısını 461'e çıkarmıştır. Bölgesel dağılımı incelendiğinde; 242 mağaza ile Türkiye ana pazar konumundayken, uluslararası operasyonlar 93 mağaza ile CIS (Rusya, Kazakistan vb.), 77 mağaza ile MENA ve 46 mağaza ile CEE (Orta ve Doğu Avrupa) bölgelerinde yoğunlaşmaktadır. 2025 yılının ilk 9 aylık verilerine göre, toplam satışların %74'ü yurt içi, %26'sı ise yurt dışı operasyonlardan kaynaklanmaktadır. Şirket, fiziksel mağazalar ve e-ticaret kanalları aracılığıyla toplamda 70'in üzerinde ülkeye erişim sağlamış durumdadır. Diğer yandan Şirket portföyünde; Eylül sonu itibarıyla 211 yurt içi ve 144 yurt dışı olmak üzere doğrudan işletilen mağazalar ile 31 yurt içi ve 72 yurt dışı franchise noktası bulunmaktadır.

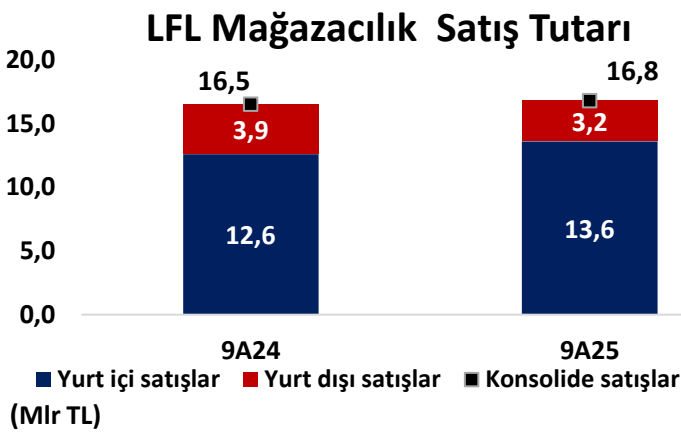


Kaynak: Şirket Verisi

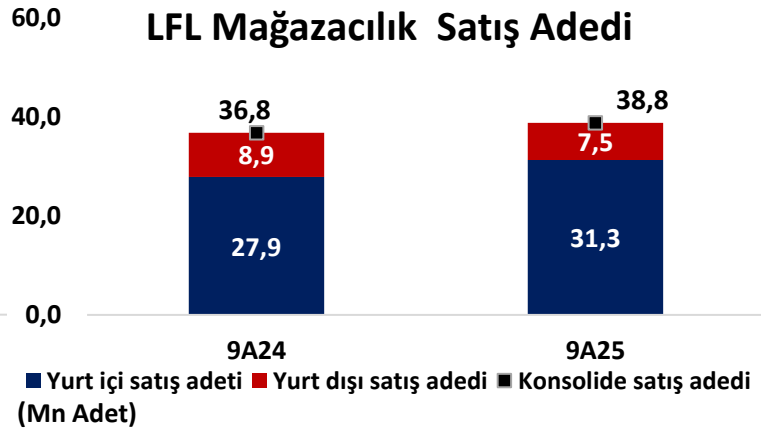


Kaynak: Şirket Verisi

Hacim Bazlı Güçlü Büyüme... Yurt içi LFL mağaza satış adedi 3. çeyrekte %15,9 artışla 12,0 milyon adede ulaşırken, LFL satış tutarı %6,8 artışla 4,7 milyar TL'ye yükseldi. Aynı dönemde konsolide satış adedi %8,9 artışla 14,9 milyon adet olurken LFL satış tutarı %3,2 artışla 6 milyar TL'ye çıktı.



Kaynak: Şirket Verisi



Kaynak: Şirket Verisi

Yurt içi LFL mağaza satış adedi 9A25'te %12 artışla 31,3 milyon adede ulaşırken, LFL satış tutarı %7,7 artışla 13,6 milyar TL'ye yükseldi. Aynı dönemde konsolide satış adedi %5,4 artışla 38,8 milyon adet olurken LFS satış tutarı %1,8 artışla 16,8 milyar TL'ye çıktı. Adet büyümesinin ciro artışının üzerinde gerçekleşmesi, şirketin fiyat artışlarından ziyade hacimden kazanç sağlama stratejisini ortaya koymakta; Bununla birlikte ciro büyümesinin AYD AVM ciro endeksinin üzerinde gerçekleştiğini, başka bir deyişle şirketin sektör ortalamasının üzerinde bir performans sergilediğini belirtelim.

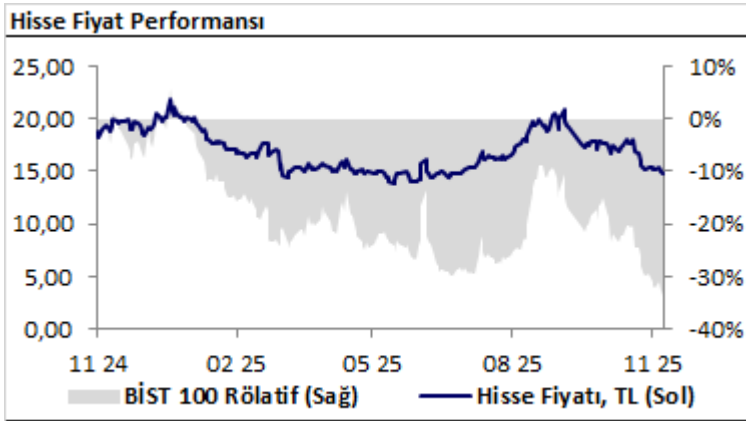
Güçlü Yönler:

- **Büyüme Potansiyeli:** Özellikle Körfez (GCC) bölgesindeki agresif büyüme ve ortaklık yapısı.
- **Brüt Kârlılık:** Yerli üretime rağmen %50 üzeri brüt marjın sürdürülebilmesi.
- **İşletme Sermayesi:** Stok yönetimindeki iyileşme ile nakit akışının rahatlaması.
- **Normalleşme Beklentisi:** Enflasyon-kur makasının daralması durumunda ihracat kârlılığının artma potansiyeli. Enflasyonun düşmesiyle faizlerde düşüş ve finansman yükünün azalması.

Zayıf Yönler ve Riskler:

- **Kısa Vadeli Borçluluk:** Net Borç/ FAVÖK yüksek olmasa da faiz yükü dikkat çekici.
- **Mevsimsellik:** Çeyreklik bazda marjlarda yarattığı dalgalanma.
- **Güçlü TL:** İhracat gelirlerinin (9A25: %26,9) enflasyon karşısında reel olarak erimesi.
- **Asgari Ücret:** Olası yüksek artış maliyetleri yukarı çekerken, sınırlı artış iç talepteki ciro büyümesini baskılayabilir.

Hisse Performansı



Koton, Mayıs 2024'te 30,50 TL'den halka arz edilmiş olup, son 1 yıllık dönemde BIST 100 endeksine göre zayıf bir performans sergilemiştir.

Son 1 yıllık dönemde gözlemlenen volatilité ve aşağı yönlü trend, piyasa koşullarındaki belirsizlikler ve sektör dinamiklerindeki dalgalanmalardan kaynaklanmıştır. Mevcut piyasa çarpanları ve şirketin operasyonel büyüklüğü göz önüne alındığında, hissenin mevcut fiyat seviyelerinin adil değerini yansıtmadığını düşünüyoruz.

	1a	3a	6a	1y
Nominal	-15,4%	-18,1%	-1,2%	-23,5%
Rölatif	-15,2%	-13,4%	-15,4%	-32,4%
İşlem Hacmi milyon \$	1,0	1,6	2,2	2,0

Kaynak: BİST, Finnet

Finansal Görünüm ve Beklentiler... Şirket, makroekonomik zorluklara rağmen marjlarını korumaya ve operasyonel verimliliğe odaklanmaktadır. 2Ç25 sonuçları, cirodaki daralmaya rağmen marj iyileşmeleriyle olumlu geçmiştir. Ancak 3Ç'de mevsimsellik ve indirim dönemlerinin (1. ve 3. çeyrekler) etkisiyle baskı hissedilmiştir. Buna ek olarak finansman giderlerinin yüksek seyri ve kurdaki sınırlı artışın ihracat gelir büyümesini sınırlaması da sonuçlara olumsuz yansımıştır.

Ekim ve Kasım aylarında talep görünümü daha sağlıklı seyrederken, Aralık ayında kampanya dönemlerinin etkisiyle satışlarda hareketlilik olabilir. Diğer yandan 4Ç25'te baz etkisi ve kur hareketlerinin normalleşmesiyle marjlarda daha olumlu bir görünüm bekliyoruz. Şirket 2025 yılı için, ciroda yatay seyir veya hafif daralma, %50 brüt kâr marjı ve 14'ten fazla yeni mağaza açılışı öngörmektedir.

Genel Değerlendirme... Şirketin yurt içinde kârlı büyüme odağını ve yurt dışında yeni pazarlara açılarak mağaza büyümesine devam etmesini operasyonel performansı destekleyecek önemli faktörler olarak görüyoruz. Makro tarafta beklenen faiz indirimleri ve kur baskısının hafiflemesiyle önümüzdeki dönemde finansal görünümün iyileşebileceğini öngörüyoruz. KOTON 2025 yılı tahminlerimize göre 3,1x FD/FAVÖK çarpanı ile işlem görmektedir.

Banu Dirim

Banu.DIRIM@phillip.com.tr

Nazlı Tuna AKAR

Tuna.AKAR@phillip.com.tr

Yasal Uyarı

Burada yer alan 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 analizler 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. Tüm yorum ve tavsiyeler; öngörü, tahmin ve fiyat hedeflerinden oluşmaktadır. Zaman içinde piyasa koşullarında meydana gelen değişiklikler nedeniyle söz konusu yorum ve tavsiyelerde değişikliğe gidilebilir. Bu rapordaki tüm görüş ve bilgiler önceden haber verilmeksizin değiştirilebilir. Raporda yer alan bilgi ve veriler, güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan derlenmiş olup, doğrulukları ayrıca araştırılmamıştır. Bu nedenle, bu bilgilerin tam veya doğru olmaması nedeniyle doğabilecek zararlardan PhillipCapital Menkul Değerler A.Ş. ve çalışanları sorumlu değildir. Bu sebeple, okuyucuların, bu raporlardan elde edilen bilgilere dayanarak hareket etmeden önce, bilgilerin doğruluğunu teyit ettirmeleri önerilir ve bu bilgilere dayanarak aldıkları kararlarda sorumluluk kendilerine aittir. Bilgilerin eksikliği ve yanlışlığından PhillipCapital hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. Ayrıca, PhillipCapital ve tüm çalışanlarının, herhangi bir şekilde bilgiler dolayısıyla ortaya çıkabilecek, doğrudan veya dolaylı zararla ilgili herhangi bir sorumluluğu yoktur. Sunulan yorum ve tavsiyelerin objektifliğini etkileyebilecek nitelikte bilinen herhangi bir ilişki ve koşul bulunmamakta olup, gerek Şirketimiz gerekse müşterileri arasında doğabilecek önemli çıkar çatışmalarına yol açmayacak şekilde hazırlanması için azami dikkat ve özen gösterilmiştir. Burada yer alan bilgiler, bir yatırım tavsiyesi, yatırım aracının alım satım önerisi ya da getiri vaadi değildir ve Yatırım Danışmanlığı kapsamında yer almamaktadır. Bu raporun tümü veya bir kısmı PhillipCapital Menkul Değerler A.Ş.'nin yazılı izni olmadan çoğaltılamaz, yayınlanamaz veya üçüncü kişilere gösterilemez, ticari amaçla kullanılamaz.