

Koton Şirket Raporu

Mustafa Küçükmeral, CFA
+90 (212) 334 94 60
mustafa.kucukmeral@akyatirim.com.tr

Halil Serbey Celep
+90 (212) 334 88 24
serbey.celep@akyatirim.com.tr



Koton Şirket Raporu

Cazip büyüme fırsatı sunan güçlü değer önerisi

Koton'u 32 TL 12-aylık HF, %74 getiri potansiyeli ve "Endeks Üzeri Getiri" tavsiyesiyle takip listemize ekliyoruz. Hisse 7,9x/5,5x 2025/26T F/K (TMS -29 öncesi) ile yurt dışı benzerlerine +%50 iskontolu işlem görüyor. Koton, Türkiye giyim sektöründe tüm ana kategorilerde ilk üç sırada yer alan ve %3,3'lük pazar payıyla uygun fiyatlı moda alanında lider konumda bulunan bir giyim perakende markasıdır. Orta ve Doğu Avrupa, BDT, KİK ve Afrika'daki güçlü varlığı ile 32 ülkede (e-ticaret dahil +70) faaliyet gösteren Şirket'in uluslararası gelirlerinin payı %30'a ulaşmıştır. Şirket, orta vadede, uluslararası büyümesini sermaye yoğunluğu düşük franchise modeline odaklanarak ve çoklu kanal stratejisini geliştirerek desteklemeyi planlıyor. Şirket, mevcut 447 mağazasına ek olarak 2028 yılına kadar 130-150 yeni mağaza (2025: 25 yeni mağaza) açmayı hedefliyor. Büyümede aslan payının KİK, Orta ve Doğu Avrupa, Orta Doğu, Kuzey Afrika ve Hindistan başta olmak üzere uluslararası pazarlardan gelmesi bekleniyor. Yönetim uluslararası operasyonlarının payını orta vadede mevcut %30'dan %40'a ve e-ticaret operasyonlarının payını mevcut %11'den +%15'e çıkarmayı planlıyor. Güçlü büyüme stratejisinin yanı sıra, mağaza verimliliğinin iyileştirilmesi, karlılığın artırılması ve bilançonun güçlendirilmesi için de ilave adımlar atılıyor.

Güçlü büyüme potansiyelinden yararlanmak için iyi bir konuma sahip: Koton, güçlü marka bilinirliği, müşteriler için yüksek değer önerisi, deneyimli yönetimi, büyüyen uluslararası operasyonları, gelişen e-ticaret penetrasyonu ve sağlıklı bilançosu ile 90 milyar USD (OC&C) değerinde toplam büyüklüğe sahip pazarlarda cazip sektör dinamiklerinden yararlanmak için iyi bir konumda bulunuyor. Önümüzdeki üç yıl içinde Koton'un yıllık %5 mağaza büyümesi, TL bazında %27 ciro büyümesi (USD bazında %10), %30 FAVÖK büyümesi ve %36 net kar büyümesi (TMS 29 öncesi) göstereceğini tahmin ediyoruz. İyileşen operasyonel kaldıraç, yönetimin satış yoğunluğunu artırma çabaları, daha karlı olan uluslararası operasyonların ve e-ticaretin artan payları sayesinde FAVÖK marjının (TMS 29 öncesi, operasyonel nakit akışını daha iyi yansıtmaması nedeniyle TFRS 15&16 öncesi) üç yıl içinde mevcut %11 seviyelerinden +%12'ye, uzun vadede ise +%14'e yükselmesini öngörüyoruz. Şirket, 2024T FAVÖK'e oranla 0,5x (TMS 29 ve TFRS 16 öncesi) net borç ile güçlü bir bilançoya sahip ve önemli bir döviz açık pozisyonu bulunmuyor (borcun ~%40'ı döviz ancak uluslararası gelirlerle doğal olarak kur riskinden korunuyor).

Riskler: TL'nin reel olarak değer kazancı uluslararası operasyonlarının üzerinde 2024 yılında önemli bir baskı oluşturdu. TL'nin reel olarak değer kazanmaya devam etmesi ve Türkiye'de sıkı para politikasının sürmesi nedeniyle 1Y25'te zayıflığın devam etmesini bekliyoruz. Uluslararası büyüme stratejisinin ve satış yoğunluğunu iyileştirme çabalarının başarısızlığa uğraması diğer ana risk faktörleri olarak öne çıkıyor.

23 Aralık 2024

Endeks Üzerinde Getiri

Analist: Mustafa Küçükmeral, CFA
mustafa.kucukmeral@akyatirim.com.tr

Analist: Halil Serbey Celep
serbey.celep@akyatirim.com.tr

Bloomberg Kodu	KOTON TI			
Tavsiye	Endeks Üz. Getiri			
Hedef Fiyat, TL	32.00			
Güncel Fiyat, TL	18.42			
Getiri Potansiyeli	74%			
Halka Açıklık Oranı	16%			
Piyasa Değeri, mn TL	15,282			
Firma Değeri, mn TL	19,939			

Finansal Veriler	2024T	2025T	2026T	2027T
Özet UFRS Finansallar (TMS 29 hariç)				
Ciro, mn TL	22,365	30,458	38,304	45,460
FAVÖK, mn TL	5,864	7,146	8,933	10,652
Net Kâr, mn TL	1,497	1,934	2,769	3,875

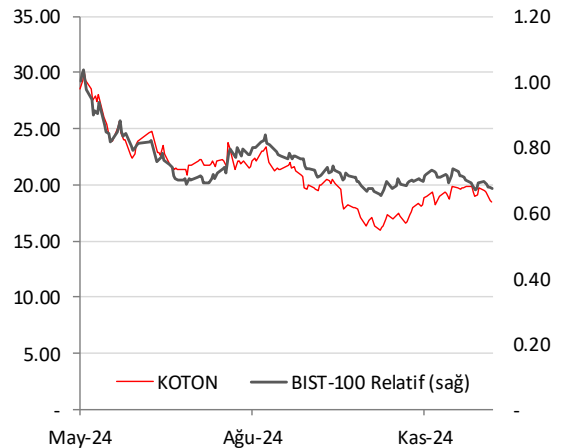
Borçluluk	2024T	2025T	2026T	2027T
Net Borç, mn TL	5,570	6,508	6,799	6,088
Net Borç/FAVÖK	0.9	0.9	0.8	0.6

Kârlılık	2024T	2025T	2026T	2027T
FAVÖK Marjı	26.2%	23.5%	23.3%	23.4%
Net Marj	6.7%	6.4%	7.2%	8.5%
Temettü Verimi	-	-	3.8%	5.4%

Büyüme	2024T	2025T	2026T	2027T
Ciro, y/y	n.a.	36.2%	25.8%	18.7%
FAVÖK, y/y	n.a.	21.9%	25.0%	19.2%
Net Kâr, y/y	n.a.	29.3%	43.2%	39.9%

Değerleme Verisi	2024T	2025T	2026T	2027T
F/K	10.2	7.9	5.5	3.9
FD/FAVÖK	3.4	2.8	2.2	1.9
FD/Ciro	0.9	0.7	0.5	0.4

Hisse Verileri	1A	3A	12A	YBG
Nominal Getiri	0.9%	-7.9%	n.a	n.a
BİST-100 Relatif	-6.3%	-6.2%	n.a	n.a
AOİH, mn TL	79	93	228	228



Piyasa verileri 20 Aralık 2024 tarihli'dir.

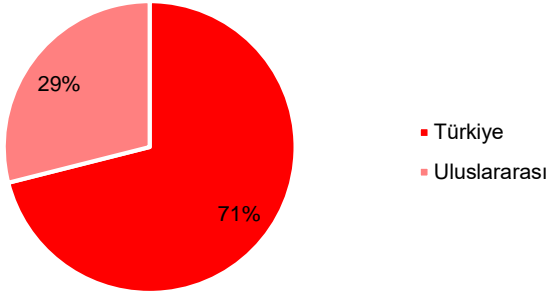
YATIRIM TEMASI

Cazip büyüme fırsatı sunan güçlü değer önerisi

Uygun fiyatlı moda alanında güçlü uluslararası varlığıyla lider bir marka

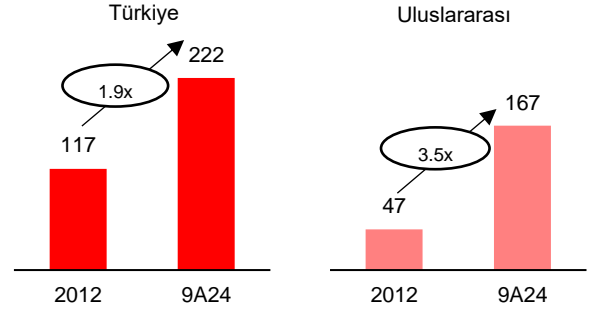
Koton, Türkiye hazır giyim perakende pazarında toplam %3,3 pazar payı ile tüm ana kategorilerde ilk üç sırada yer alan, uygun fiyatlı moda alanının lider markalarından biridir (en büyük ve hızlı büyüyen kadın giyim segmentinde %5 pazar payı ile en büyük 2. oyuncu). Şirket, son 10 yılda Türkiye'deki perakende alanını yaklaşık iki katına çıkararak pazar payını güçlendirmiş ve ayrıca aynı dönemde uluslararası perakende alanını üç kattan fazla artırarak uluslararası pazarlarda büyümeyi başarmıştır. Uluslararası satışlardaki büyüme Türkiye'deki büyümeyi geride bırakarak 9A24'te toplam gelirler içindeki payını yaklaşık %30'a yükseltmiştir. Şirket, halihazırda 32 ülkede (e-ticaret operasyonları dahil +70 ülke) faaliyet göstermekte olup, Orta ve Doğu Avrupa, BDT, KİK ve Afrika'da güçlü bir konumda bulunuyor. Şirket, Kasım'24 itibarıyla toplam 388 bin m2 satış alanı ile 447 mağaza ağına ulaşmıştır (~%55 Türkiye, %45 uluslararası).

Grafik 1: Bölgelere Göre Gelir Kırılımı (9A24)



Kaynak: Şirket

Grafik 2: Bölgelere Göre Perakende Alanı Büyümesi

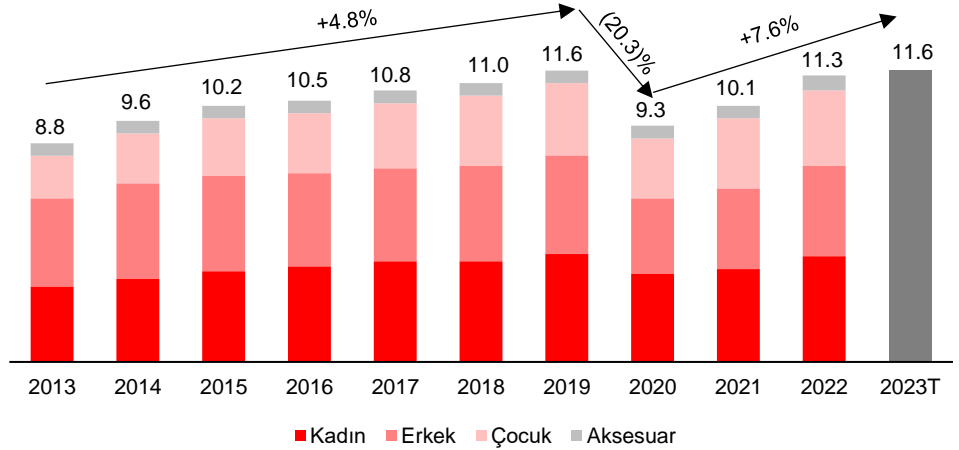


Kaynak: Şirket,

Cazip Türkiye hazır giyim sektör dinamikleri

Türkiye hazır giyim pazarının 2023 yılı itibarıyla 11,6 milyar USD büyüklüğe (kaynak: OC&C) ulaştığı tahmin ediliyor. Türkiye hazır giyim pazarı, Covid sonrası en güçlü toparlanma ile gelişmiş pazarlara kıyasla güçlü bir büyüme göstermiştir. Pazar, 2013-2019 döneminde %4,8 reel büyüme sergilemiş ve 2020-2023 döneminde %7,8 YBBO ile 2023 yılında Covid öncesi seviyelere tamamen geri dönmüştür. Pazar büyümesini; nüfus artışı, reel GSYH büyümesi ve kadınların iş gücüne katılımındaki artış gibi olumlu makroekonomik ve demografik trendler destekliyor. Euromonitor, Türkiye hazır giyim pazarının 2023-2027 döneminde gelişmiş AB pazarlarından çok daha hızlı büyüyeceğini tahmin ediyor.

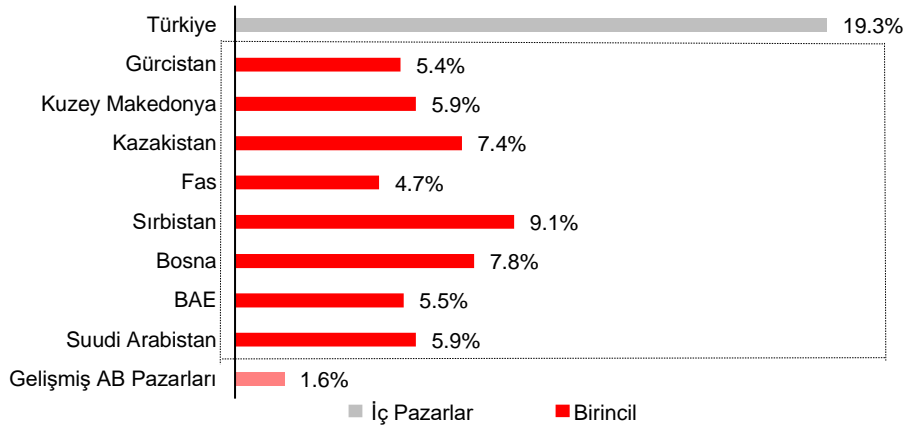
Grafik 3: Türkiye Hazır Giyim Pazarının Gelişimi (milyar USD, reel büyüme)



Kaynak: Euromonitor, Dünya Bankası, OC&C analizi, TCMB

*2022 fiyatlarıyla enflasyona göre düzeltilmiştir. 2023T: OC&C'nin 2022 fiyatlarıyla enflasyona göre düzeltilmiş 280-290 milyar TL'lik pazar tahminine dayanmaktadır.

Grafik 4: Yerel Para Birimi Cinsinden Hazır Giyim Pazarı Büyüme Tahminleri, 2023-2027



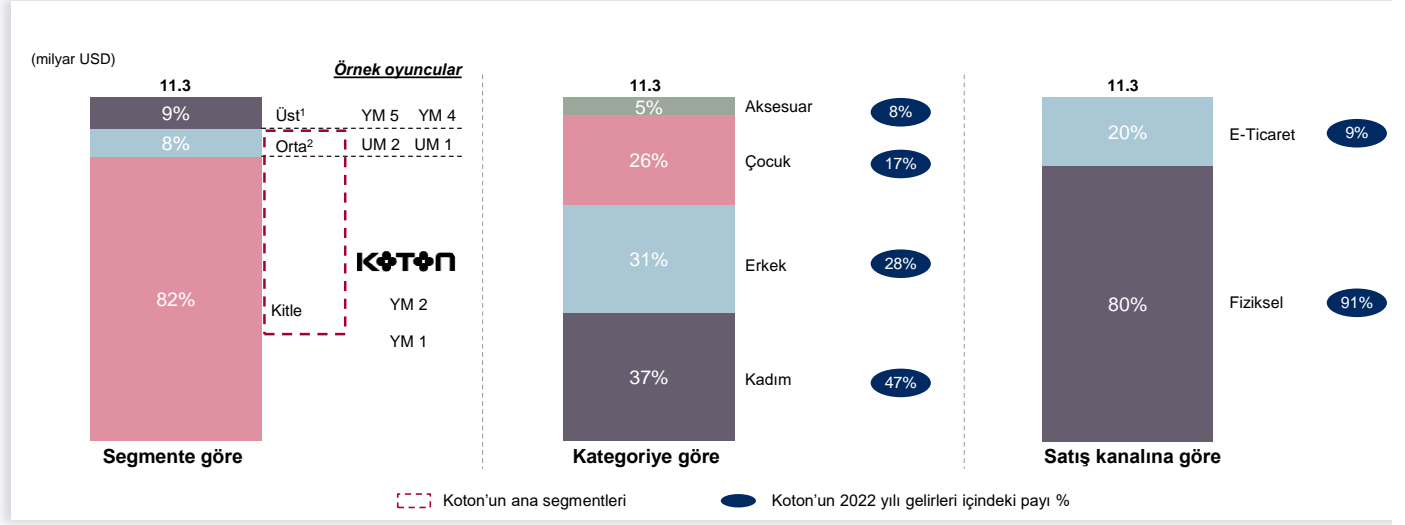
Kaynak: IMF, EIU, Fitch, HIS, OC&C analizi, Euromonitor,

*Gelişmiş AB pazarları: Almanya, Fransa ve İtalya ortalaması

Önemli hazır giyim oyuncuları arasında benzersiz konumlanma

Koton, Türkiye hazır giyim pazarında benzersiz bir konuma sahip olmakla birlikte orta gelir segmentine yönelik geniş ürün yelpazesi ve uygun fiyatları ile benzerlerinden farklılaşarak, Türkiye'yi kapsayan mağaza ağı ile en önemli segmentlere eksiksiz hitap ediyor. Şirket, çoğunlukla LC Waikiki ve Defacto gibi tüm kategorilerde ürün sunan ve organize pazardaki en düşük fiyat seviyelerine sahip yerel oyuncularla rekabet ediyor. İç pazardaki uluslararası rekabet, ağırlıklı olarak H&M, Mango ve Inditex Group'tan kaynaklanıyor. Şirket, Türkiye'deki yerel rekabette en önemli beş satın alma kriterinde en üst sırada yer almakta olup, modern, trendlere uygun, fiyatına göre kaliteli olmasıyla öne çıkarken yerel rekabete kıyasla sadece yaklaşık %20 primli durumdadır. Uluslararası rekabetle karşılaştırıldığında ise Koton'un, benzer modayı neredeyse ortalama fiyatın yarısına sunduğu görülüyor.

Grafik 5: Türkiye Hazır Giyim Sektörü – 2022 (milyar USD)



Kaynak: Euromonitor, Dünya Bankası, Şirket, OC&C analizi

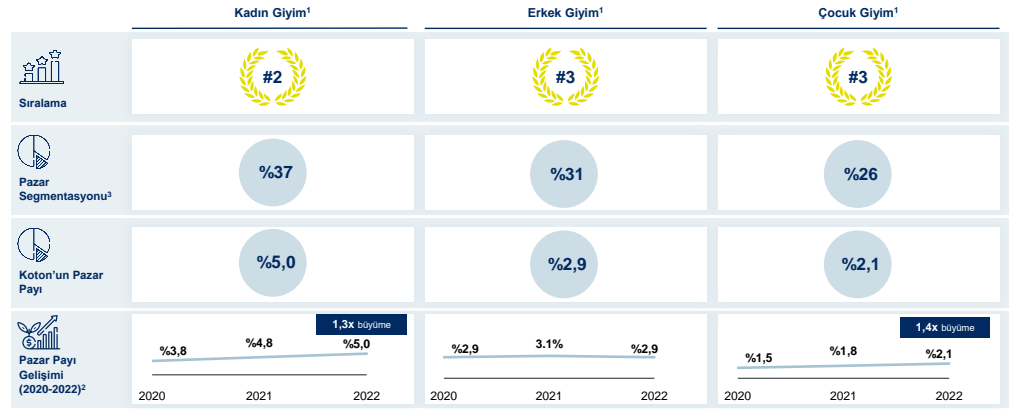
* 1) Euromonitor kategorizasyonu, daha yüksek fiyat konumlandırması, seçici dağıtım ve nedeniyle pazarın geri kalanından daha ayrıcalıklı olduğu düşünülen markaları içeren premium ve tasarım giyim ürünlerini kapsamaktadır; 2) Fiyat kalitesi açısından genel olarak genel ürünlerden daha ayrıcalıklı olduğu düşünülen ancak premium kadar ayrıcalıklı veya yüksek fiyatlı olmayan markaları içeren orta fiyatlı giyim ürünlerini ifade etmektedir; 3) Genel olarak geniş tüketime yönelik olan ve erişilebilir fiyat noktalarında konumlandırılan, geniş bulunabilirliğe sahip, ayrıcalıklı olmayan dağıtım ve indirim tabii olan markaları içermektedir

Grafik 6: Yurt İçi Pazarda Marka Pozisyonlanması



Kaynak: Şirket, Euromonitor, OC&C analizi

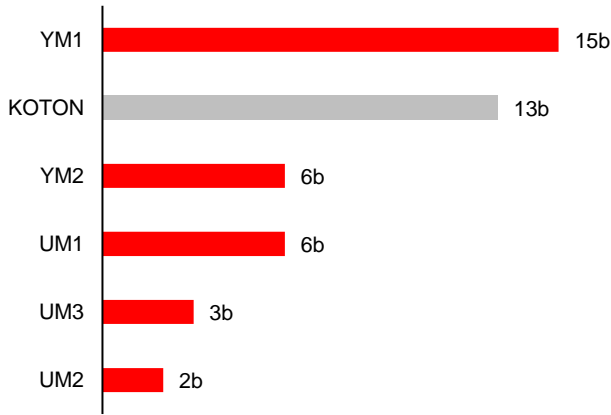
Grafik 7: Koton'un Türkiye Hazır Giyim Pazarındaki Konumu



Kaynak: OC&C analizi, Şirket, Euromonitor

* 1) 2022, alt kategori odaklı yerli oyuncular hariç; 2) Raporlanan gelir üzerinden KDV düzeltmeleri mevcuttur. Rakipler için pazar payları, rapor edilen toplam perakende satış değerinin (şirket raporlarından) Kadın Giyim, Erkek Giyim ve Çocuk Giyim'in toplam gelirdeki payı (Euromonitor'dan alınmıştır) ile çarpılması sonucu hesaplanmaktadır; 3) Türkiye'deki toplam pazarın dağılımı. Aksesuar ve çorap kategorisi dahil değildir (~5%)

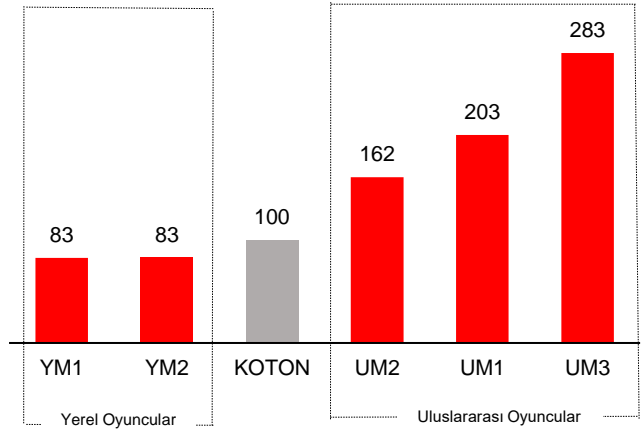
Grafik 8: Oyuncuya Göre Toplam Erkek ve Kadın Ürün Seçenek Sayısı



Kaynak: OC&C analizi

*Eylül 2023 itibarıyla OC&C'nin verisine dayanmaktadır

Grafik 9: Ortalama Fiyat Endeksi – 2022



Kaynak: OC&C analizi

*Eylül 2023 itibarıyla, OC&C'nin kadın giyim (elbiseler, kazaklar, kot pantolonlar, gömlekler ve bluzlar, şortlar ve pantolonlar, erkek giyim (gömlekler, tişörtler, kazaklar, kot pantolonlar), çocuk giyim (kız çocuk elbiseleri, erkek çocuk kazakları) içeren örneğine dayanmaktadır

Etkileyici büyüme hikayesi ile güçlü uluslararası faaliyet ağı

Koton, Türkiye'deki güçlü potansiyelinin yanı sıra uluslararası operasyonlarında da büyük bir pazara sahiptir. Türkiye'deki başarısı kanıtlanmış ürün ve operasyon kabiliyetlerinin uluslararası pazarlara daha büyük ölçekte taşınabileceğini düşünüyoruz. OC&C, Koton'un faaliyet gösterdiği pazarların 2022 yılı itibarıyla toplam 79 milyar USD pazar büyüklüğüne sahip olduğunu tahmin ediyor. Koton'un faaliyet gösterdiği pazarların 2023-2027 yılları arasında %5 ile %10 arasında YBBO göstermesi bekleniyor. Bu, Türkiye'ye kıyasla daha az rekabet olan ve sektöre giriş bariyerleri daha güçlü olan pazarlarda önemli bir büyüme fırsatına işaret ediyor. Şirket, uluslararası büyümesini, orta vadede, düşük sermaye yoğunluklu franchise modeline odaklanarak ve çoklu kanal stratejisini geliştirerek desteklemeyi planlıyor.

Grafik 10: Koton'un Türkiye ve Uluslararası Pazarlardaki Konumu



Yurt Dışı ve Franchise Ağırlıklı Büyüme

- 32 ülkede toplam **447*** mağaza
- Türkiye çapında **244** mağaza (213 kurumsal, 31 franchise)
- Ağırlıklı olarak CEE, CIS, GCC ve Afrika'da olmak üzere **yurt dışında toplam 203 mağaza** (117 kurumsal, 86 franchise)
- 2024 yılında yeni girilen ülkeler: **Macaristan** (kurumsal), Mısır ve Ermenistan (franchise)
- 2025 yılında ağırlıklı olarak yurt dışında 25'in üzerinde mağaza açma planı
- Apparel Group ile 2025 yılında GCC bölgesinde hızlı büyüme

Franchise Model

- Yerel know-how'a ihtiyaç duyulduğunda
- Capex FR ortak tarafından yapılır
- FR ortağı franchise fee ödemez
- Yurt dışı FR için stok iadesi yoktur

Kurumsal Model

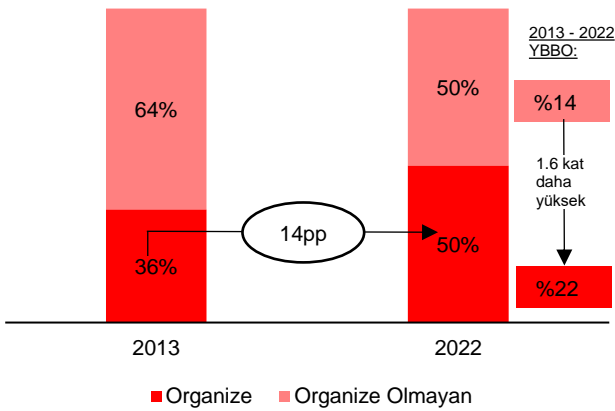
- Kamu veya özel sektör teşviklerinin bulunduğu şehir ve ülkeler
- Güçlü konsolide satış katkısı

Kaynak: Şirket

Organize perakendeye doğru yapısal dönüşüm güçlü büyüme fırsatı sunuyor

OC&C'ye göre, Türkiye'de organize perakende pazarının payı 2013 yılındaki %36 seviyesinden 2022 yılında %50'ye yükselmiştir. Organize perakende, Şirket'in önemli ana pazarlarında ortalama sadece %15 penetrasyona sahiptir. Fransa ve Almanya gibi gelişmiş AB ülkelerinde organize perakendenin payı sırasıyla %54 ve %61 seviyelerindedir. Organize olmayan pazarların organize pazara doğru devam eden yapısal dönüşümü ve operasyonel olduğu ülkelerde nispeten düşük penetrasyon uzun vadede güçlü yapısal büyüme fırsatı sunuyor.

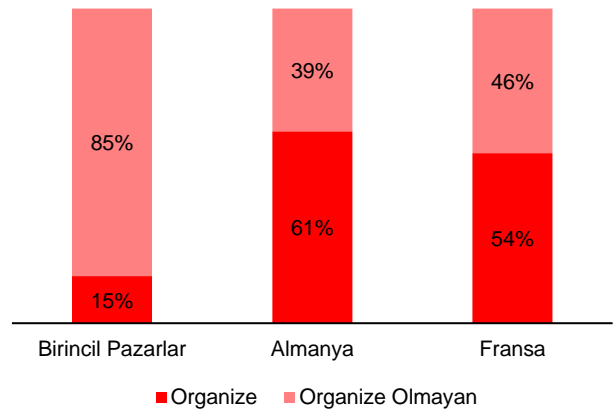
Grafik 11: Türkiye'de Organize ve Organize Olmayan Perakendenin Payı



Kaynak: Euromonitor, Şirket, OC&C analizi

*Euromonitor Perakendecilik 2023 raporu verilerine dayanmaktadır. Organize oyuncular mağaza sayılarına göre tanımlanır: 20 veya daha fazla aktif mağaza

Grafik 12: Batılı Ülkelerde Organize ve Organize Olmayan Perakendenin Payı



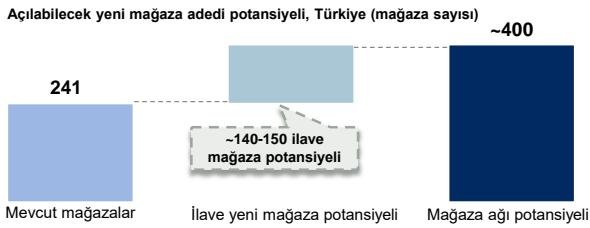
Kaynak: Euromonitor, Şirket, OC&C analizi

*Euromonitor Perakendecilik 2023 raporu verilerine dayanmaktadır. Organize oyuncular mağaza sayılarına göre tanımlanır: 20 veya daha fazla aktif mağaza, Birincil Pazarlar: Fas, Suudi Arabistan ve BAE'yi içerir

Yüksek sayıda yeni mağaza açma potansiyeli

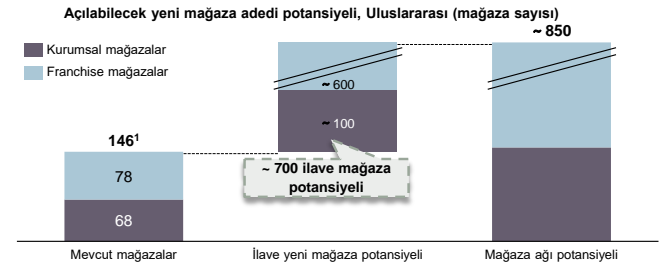
OC&C'ye göre, Şirket için Türkiye'de ~400 mağazaya kadar genişleme potansiyeli bulunuyor ve bu da ~150 yeni mağaza açılışı potansiyeline işaret ediyor. Uluslararası tarafta yeni mağaza açma fırsatı Türkiye'den önemli ölçüde daha fazla olup, ~850 mağazaya kadar (Rusya, Ukrayna ve Belarus hariç) mağaza genişleme potansiyeli bulunuyor ve bu da yaklaşık 700 kadar yeni mağaza açma potansiyeli anlamına geliyor. Toplam mağaza sayısının önümüzdeki üç yıl içinde %5'lik bir YBBO ile artacağını tahmin ediyoruz. Büyümenin daha çok uluslararası operasyonlardan gelmesini ve özellikle de franchise mağazalar ile olmasını öngörüyoruz.

Grafik 13: Yeni Mağaza Potansiyeli, Türkiye



Kaynak: Şirket, OC&C analizi (Kasım '23 itibarıyla)

Grafik 14: Yeni Mağaza Potansiyeli, Uluslararası



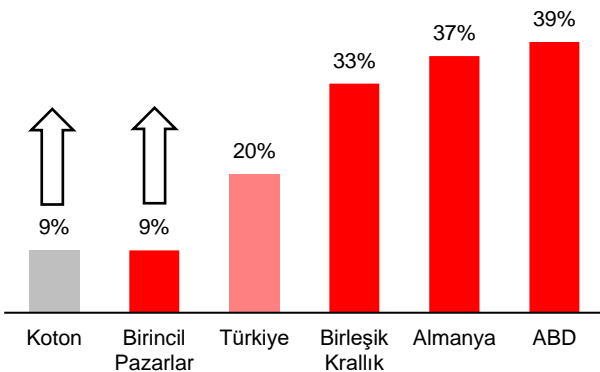
Kaynak: Şirket, OC&C analizi (Kasım '23 itibarıyla)

*Mevcut mağazalar: Eylül '23 itibarıyla; Rusya, Ukrayna ve Belarus hariç

E-ticaret önemli bir büyüme potansiyeli sunuyor

Hazır giyim sektörünün e-ticaret penetrasyonu Türkiye'de yaklaşık %20'ye (2019'da %12'den) ve Şirket'in ana pazarlarında %9'a (İngiltere'de %33, Almanya'da %37, ABD'de %39) ulaşmıştır. Koton'un e-ticaret penetrasyonu ise daha düşük olmakla birlikte, koton.com ve mobil uygulamasında yapılan alışveriş deneyimini ve müşteri etkileşimini iyileştiren önemli güncellemelerle hızlı bir büyüme göstermiş ve 9A24'te %11'e (2019'da %6'dan) yükselmiştir. Nispeten düşük penetrasyon seviyeleri, yeni pazar yerlerine giriş ve koton.com'un uluslararası pazarlarda devam eden genişlemesi büyüme için önemli bir alan sunuyor. Şirket'in orta-uzun vadede e-ticaret payını +%20'ye çıkararak sektörü yakalama potansiyeline sahip olduğunu düşünüyoruz.

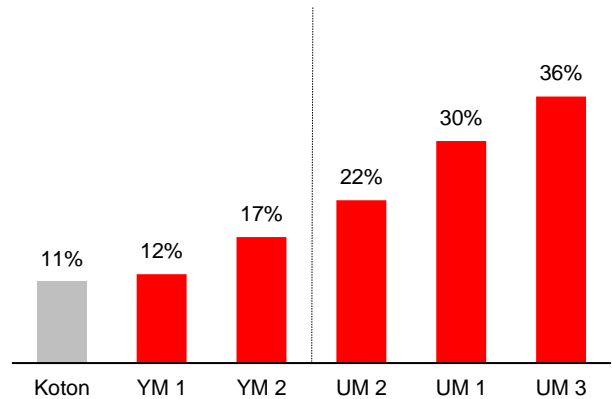
Grafik 15: E-ticaret Penetrasyonu (%) - 2022



Kaynak: Euromonitor, Şirket, OC&C analizi

*Birincil pazarlar; Euromonitor'un e-ticaret ve perakende ayrımlarını sağladığı tüm birincil pazarları içerir, Fas hariçtir

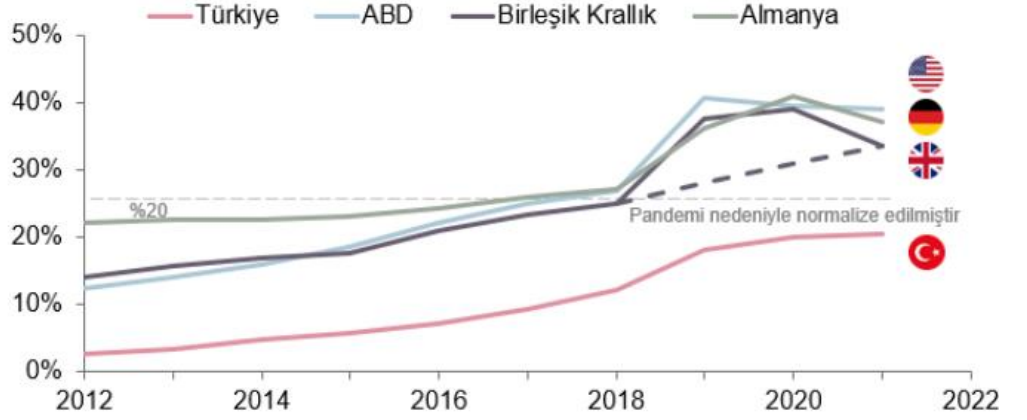
Grafik 16: E-ticaretin Gelirler İçindeki Payı – 2022



Kaynak: Euromonitor, Şirket, OC&C analizi

*Koton: 9A23 S12A

Grafik 17: Hazır Giyim E-ticaretinin Payı, Türkiye ve Gelişmiş Ülkeler

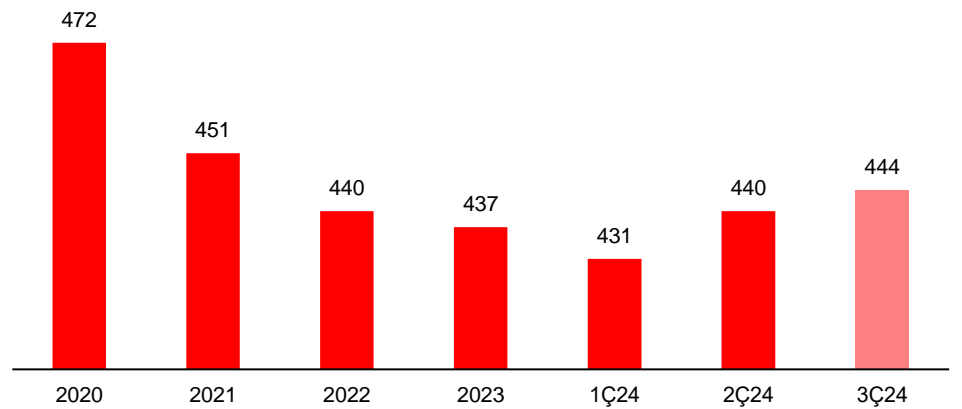


Kaynak: OC&C analizi, Şirket, Euromonitor

Yönetimin satış yoğunluğuna odaklanması marj artışını destekliyor

Koton, hem Türkiye'de hem de yurt dışında önemli bir perakende alanı büyümesi göstermiştir. Türkiye ve uluslararası pazarlardaki perakende alanı, 2020-2021 yıllarındaki Covid-19 etkisine rağmen son yıllarda (2012-9A24 dönemi) sırasıyla 1,9 kat ve 3,5 kat büyümüştür. Covid-19, mağaza ağını optimize etmek ve mağaza verimliliklerini ve kârlılığını iyileştirmek için bir fırsat olarak değerlendirildiğinden Şirket için önemli bir dönüm noktası olmuştur. Şirket, 2021-9A24 döneminde 71 mağazayı kapatırken (çoğunluğu 2021-2022'de) yeni mağazalar açmaya da devam etmiştir (2021-9A24'te 33 yeni mağaza açılmıştır). Şirket, bu dönemde mağaza açılışlarına getirdiği verimlilik kriterleri ile yeni açılan mağazalarda (0-2 yıllık mağazalar) portföyünün geri kalanıyla benzer %28,5 operasyonel kar katkı marjı elde etmiştir. Şirket, ayrıca eski mağazalarının görünümünü iyileştirerek (2021-9A24 döneminde 126 mağaza yenilemesi), yenilemeden sonraki yıl +900 baz puan katkı marjı iyileştirmesi elde etmiştir. Yönetimin satış yoğunluğunu artırmaya yönelik stratejik odağının, önümüzdeki dönemlerde de marjları desteklemeye devam edeceğini öngörüyoruz.

Grafik 18: Mağaza Sayısının Gelişimi



Kaynak: Şirket

Türkiye'nin tedarik zincirindeki konumu önemli bir rekabet avantajı sağlıyor

Türkiye, AB tekstil ithalatının %18'ini oluşturan, Çin ve Hindistan'dan sonra dünyanın en büyük 3. üreticisi olan ve küresel tekstil endüstrisinin önde gelen merkezlerinden biridir. Koton'un ürünlerinin büyük bir kısmı yerel olarak tedarik edilmekte ve Şirket, Türkiye'deki tekstil gücünün tüm potansiyelinden yararlanmaktadır. Bu durum, tasarımdan mağazaya ulaşana kadar geçen sürenin kılmasını ve etkin maliyet avantajı sağlarken özellikle iç pazarda küresel hazır giyim şirketlerine karşı önemli bir rekabet avantajı yaratmaktadır. Ayrıca yerel üreticilerin küresel moda devleriyle uzun yıllara dayanan iş birlikleri sayesinde sektör güçlü bir bilgi birikimine kavuşmuştur.

Başarının temelinde veriye dayalı yaklaşım yatıyor

Veri odaklı bir yaklaşım Şirket'in DNA'sını oluşturuyor. Ürün geliştirmeden pazarlamaya, tedarikten reklama kadar tüm kararlar sistematik olarak veri işlenerek alınıyor. Şirket, müşterilerini, moda trendlerini ve rekabeti anlamak için tüm kilit unsurların performansını sık sık değerlendiren köklü bir analitik sürece sahip. Bu sayede Yönetim, sürekli olarak veriye dayanarak operasyonel iyileştirmeler sağlıyor.

Kârlı büyüme, sağlıklı bilanço ve iyileşen nakit yaratımı

Koton'un önümüzdeki 3 yıl, uluslararası operasyonların daha yüksek katkısıyla yıllık %5 mağaza büyümesi, TL bazında %27 satış YBBO (USD bazında %10), %30 düzeltilmiş FAVÖK YBBO ve %36 net kar YBBO (TMS 29 öncesi) göstereceğini tahmin ediyoruz. İyileşen operasyonel kaldiraç, yönetimin satış yoğunluğunu artırma çabaları, daha karlı uluslararası operasyonların artan payı ve e-ticaret segmentinin artan katkısı sayesinde düzeltilmiş FAVÖK marjının (TMS 29 öncesi, operasyonel nakit akışını daha iyi yansıması nedeniyle TFRS 16&15 öncesi) kademeli olarak iyileşerek üç yıl içinde mevcut %11 seviyesinden +%12'ye, uzun vadede ise +%14'e yükselmesini bekliyoruz. Nakit yaratma kapasitesinin, iyileşen operasyonel kârlılık, yatırım harcamalarını hafifleten franchise ile büyüme stratejisi ve etkin işletme sermayesi yönetimi sayesinde önemli bir gelişim göstereceğini öngörüyoruz. Şirket, son yıllarda bilançosunu önemli ölçüde güçlendirmiş, mevcut net borcun 2024T FAVÖK'e oranı 0,5x (TMS 29 & TFRS 16 öncesi) seviyesine iyileşmiş ve önemli bir döviz açık pozisyonu kalmamıştır (borcun ~%40'ı döviz cinsinden ancak uluslararası gelirler doğal korunma sağlıyor). Güçlü karlılık ve kuvvetli nakit yaratımı sayesinde Şirket'in, 2027 yılı itibarıyla net nakit pozisyona geçmesini ve ilk temettüsünü 2026 yılında (2025 finansallarından) dağıtmasını bekliyoruz.

DEĞERLEME

Koton'u "Endeks Üzeri Getiri" tavsiyesi ve %74 getiri potansiyeli sunan 32 TL 12 aylık hedef fiyat ile takip listemize ekliyoruz. Hisse, 7,9x/5,5x 2025T/26T F/K (TMS 29 öncesi) ile işlem görmekte olup, uluslararası benzerlerine göre +%50 iskontoya işaret ediyor.

Şirket'i, TL bazlı indirgenmiş nakit akışı modelini kullanarak değerlendiriyoruz (TMS 29 öncesi). Ancak, TMS 29 öncesi finansalların tüm detayları ile açıklanmaması, tahminlerin öngörülebilirliğini ve değerlemenin güvenilirliğini azaltırken, bu durumun değerlendirme iskontosuna yol açabileceğini düşünüyoruz.

Tablo 1: İNA Analizi (milyon TL, TMS 29 öncesi)

İNA (milyon TL)	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033
Gelirler	22,365	30,458	38,304	45,460	53,739	62,234	71,654	82,002	93,128	105,682
büyüme	61%	36%	26%	19%	18%	16%	15%	14%	14%	13%
Gelirler (milyon USD)	682	777	848	914	989	1,053	1,120	1,191	1,263	1,341
büyüme	16%	14%	9%	8%	8%	7%	6%	6%	6%	6%
Brüt kar	12,975	16,766	20,943	24,849	29,367	33,941	39,000	44,544	50,486	57,115
Brüt kar marjı	58.0%	55.0%	54.7%	54.7%	54.6%	54.5%	54.4%	54.3%	54.2%	54.0%
Operasyonel giderler	8,623	11,472	14,223	16,713	19,534	22,361	25,270	28,439	31,820	35,506
Operasyonel gider marjı	38.6%	37.7%	37.1%	36.8%	36.3%	35.9%	35.3%	34.7%	34.2%	33.6%
Faaliyet karı	4,353	5,293	6,719	8,136	9,833	11,580	13,730	16,105	18,666	21,609
Faaliyet kar marjı	19.5%	17.4%	17.5%	17.9%	18.3%	18.6%	19.2%	19.6%	20.0%	20.4%
Amortisman	1,512	1,853	2,214	2,517	2,850	3,163	3,491	3,830	4,170	4,539
FAVÖK (TRFS 16 dahil, Ak Yatırım)	5,864	7,146	8,933	10,652	12,683	14,743	17,221	19,934	22,837	26,148
FAVÖK marjı	26.2%	23.5%	23.3%	23.4%	23.6%	23.7%	24.0%	24.3%	24.5%	24.7%
TFRS 16 düzeltmesi (sabit kira giderleri)	1,387	1,936	2,345	2,703	3,100	3,473	3,864	4,284	4,728	5,205
Satışlara oranı	6.2%	6.4%	6.1%	5.9%	5.8%	5.6%	5.4%	5.2%	5.1%	4.9%
FAVÖK (TRFS 16 hariç, Ak Yatırım)	4,478	5,210	6,588	7,949	9,583	11,270	13,356	15,650	18,109	20,943
FAVÖK marjı	20.0%	17.1%	17.2%	17.5%	17.8%	18.1%	18.6%	19.1%	19.4%	19.8%
(+/-) Vadeli alım faiz gideri ve diğer nakit akışları *	-2,010	-1,942	-2,214	-2,411	-2,854	-3,222	-3,569	-3,993	-4,318	-4,658
Satışlara oranı	9.0%	6.4%	5.8%	5.3%	5.3%	5.2%	5.0%	4.9%	4.6%	4.4%
Düzeltilmiş FAVÖK (TFRS 16 & vadeli alım faiz giderleri hariç)	2,468	3,267	4,374	5,538	6,729	8,048	9,787	11,656	13,791	16,285
Düzeltilmiş FAVÖK marjı	11.0%	10.7%	11.4%	12.2%	12.5%	12.9%	13.7%	14.2%	14.8%	15.4%
Düzeltilmiş faaliyet karı üzerinden vergi	-517	-695	-947	-1,215	-1,485	-1,789	-2,195	-2,631	-3,133	-3,721
(+/-) İşletme sermayesindeki değişim	-1,934	-1,318	-1,342	-1,327	-1,519	-1,531	-1,676	-1,919	-2,055	-2,313
Satışlara oranı	-8.6%	-4.3%	-3.5%	-2.9%	-2.8%	-2.5%	-2.3%	-2.3%	-2.2%	-2.2%
(-) Yatırım harcamaları	-619	-909	-1,113	-1,268	-1,475	-1,594	-1,642	-1,714	-1,908	-2,120
Satışlara oranı	-2.8%	-3.0%	-2.9%	-2.8%	-2.7%	-2.6%	-2.3%	-2.1%	-2.0%	-2.0%
Serbest nakit akışı	-602	346	972	1,728	2,250	3,134	4,274	5,392	6,694	8,130
büyüme	n.m.	n.m.	181%	78%	30%	39%	36%	26%	24%	21%
Serbest nakit akışı marjı	-2.7%	1.1%	2.5%	3.8%	4.2%	5.0%	6.0%	6.6%	7.2%	7.7%
İndirgenmiş serbest nakit akışı toplamı	8,201									
Nihai büyüme oranı (reel)	0.0%									
Nihai büyüme oranı (nominal)	9.0%									
Sonsuz değer bugünkü değeri	14,856									
Firma değeri	23,057									
Azınlık payı	0									
Net nakit / (borç) (3Ç24 sonu itibarıyla)	-1,880									
Bugünkü özkaynak değeri	21,177									
12 aylık hedef özkaynak değeri	26,519									
Güncel piyasa değeri	15,282									
Hisse adedi	830									
12 aylık hedef hisse fiyatı	32.0									
Güncel hisse fiyatı	18.4									
Getiri potansiyeli	74%									

* Net vadeli alım faiz gideri ve kredi kartı komisyon giderlerini içerir

Kaynak: Ak Yatırım Araştırma

Tablo 2: Makro Varsayımlar

Makro Varsayımlar	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033
TÜFE (yıl sonu) %	44.5	25.0	14.0	12.0	11.7	10.3	10.0	9.5	9.0	9.0
TÜFE (ortalama) %	58.5	31.7	18.0	12.4	11.9	10.9	10.1	9.8	9.3	9.0
Reel GSYH büyümesi %	3.0	3.2	5.5	5.3	5.0	4.5	4.5	4.5	4.5	4.5
TTRY/USD (ortalama)	32.8	39.2	45.2	49.7	54.3	59.1	64.0	68.9	73.8	78.8
y/y değişim	38.4%	19.6%	15.2%	10.0%	9.3%	8.7%	8.3%	7.6%	7.1%	6.8%
TRY/USD (yıl sonu)	35.0	43.0	47.4	52.1	56.7	61.6	66.4	71.3	76.2	81.4
y/y değişim	19.1%	22.9%	10.2%	10.0%	8.7%	8.7%	7.8%	7.4%	6.9%	6.8%
TRY/EUR (ortalama)	35.6	42.7	50.2	56.2	62.5	68.5	74.2	79.9	85.6	91.4
y/y değişim	39.0%	19.7%	17.6%	12.0%	11.2%	9.7%	8.3%	7.6%	7.1%	6.8%
TRY/EUR (yıl sonu)	37.8	47.3	53.1	59.4	65.7	71.5	77.0	82.7	88.4	94.4
y/y değişim	15.6%	25.1%	12.2%	11.9%	10.6%	8.7%	7.8%	7.4%	6.9%	6.8%
GSYH (\$ milyar)	1,349	1,538	1,679	1,816	1,956	2,080	2,210	2,356	2,511	2,677

Kaynak: Ak Yatırım Araştırma

Duyarlılık analizi

İNA'ya dayalı 12 aylık hedef fiyatımız için farklı nihai büyüme ve risksiz getiri varsayımlarının bir fonksiyonu olarak duyarlılık analizi yaptık.

İNA analizimizde iki aşamalı risksiz getiri varsayımı kullanıyoruz (ilk aşama: 10 yıllık değerlendirme periyodu, ikinci aşama: nihai değer hesaplaması). İlk aşamada %20 risksiz getiri oranı ve nihai değer hesaplamasında %12 risksiz getiri oranı (uzun vadeli enflasyon beklentimiz olan %9 artı 300 baz puan risk primi) kullanıyoruz. Gelirleri ve nakit akışlarını formüle etmek için 10 yıllık tahmin ufkumuzda, makro tahminler tablomuzda verilen enflasyon varsayımlarını kullanıyoruz. Buna göre, yıl sonu enflasyon beklentilerinin kademeli olarak 2025 yılında %25'e, 2026 yılında %14'e, 2027 yılında %12'ye ve uzun vadede %9'a düşeceğini öngörüyoruz. Dolayısıyla, ilk aşamada iskonto oranını hesaplamak için kullanılan risksiz getiri oranları bu açıdan dikkate alınmalı ve enflasyon beklentilerimizin bir fonksiyonu olarak varsayılmalıdır. Bu arada, mevcut 10 yıllık devlet tahvili getirisinin %30 olduğu göz önüne alındığında, piyasanın ileriye dönük olarak daha yüksek enflasyon varsayımına sahip olduğu söylenebilir.

Sonuç olarak, aşağıdaki tabloda 12 aylık hedef fiyatımızın i) nihai büyüme oranı ve ii) ilk aşamada kullanılan risksiz getiri oranı varsayımlarına duyarlılığını görebilirsiniz.

Buna göre, farklı risksiz getiri oranı ve nihai büyüme varsayımlarına dayanan duyarlılık analizimizin orta aralığı, 12 aylık hedef fiyatın 28 TL ile 36 TL arasında olacağını gösteriyor.

Tablo 3: 12 Aylık Hedef Fiyatın Risksiz Getiri ve Nihai Büyüme Oranlarına Duyarlılığı

		Nihai Büyüme				
		7%	8%	9%	10%	11%
Risksiz Getiri	16%	34	37	40	45	50
	18%	31	33	36	40	45
	20%	27	29	32	35	40
	22%	24	26	28	31	35
	24%	22	23	25	28	32

Kaynak: Ak Yatırım Araştırma

Benzer şirket karşılaştırması

Değerlememizde benzer şirket analizi kullanmadık ancak İNA değerlememize referans kontrolü için potansiyel emsal şirket gruplarını; Türkiye'de giyim perakende ve gıda perakende sektörleri ile küresel olarak hazır giyim sektörünü, analiz ettik.

Türk perakendecileri nispeten daha kıyaslanabilir olmakla birlikte, çoğunlukla dayanıklı tüketimden ziyade hızlı tüketim kategorisinde yer alıyor olmaları nedeni ile farklı dinamiklere sahip: Büyüme dinamikleri, jeopolitik riskler, makro-ekonomik riskler ve yasal düzenlemelere maruziyet açısından benzerlikler göz önüne alındığında, Türk perakendeciler en karşılaştırılabilir grup olarak ön plana çıkıyor. Bununla birlikte, Türk perakendecileri ağırlıklı olarak dayanıklı tüketimden ziyade hızlı tüketim (çoğunlukla gıda perakendeciliği) kategorisinde bulunuyor, bu nedenle de ilk bakışta çok uygun olarak değerlendirilmeyebilir. Ancak, hazır giyim ürünlerinin nispeten küçük sepet büyüklüğü (hatta neredeyse gıda perakendecilerinin ortalama sepet büyüklüğü ile karşılaştırılabilir seviyede) ve ayrıca Türkiye'deki genç nüfusun uygun fiyatlı modaaya yönelik güçlü talebi göz önünde bulundurulduğunda, Türkiye'deki giyim perakendeciliği, hızlı tüketim ile dayanıklı tüketim arasında bir yerde yer aldığını ve dolayısıyla karşılaştırılabilir risk/ etiri profili sunduğunu söylemek yanlış olmaz diye düşünüyoruz. Gıda perakendecileri dışında, hazır yemek (QSR) oyuncularını Tab Gıda ve DP Eurasia da karşılaştırmada kullanılabilir, fakat ne yazık ki bu isimler araştırma kapsamımızda değil ve her iki isim için de Bloomberg tahminleri mevcut bulunmuyor.

Mavi en yakın benzer şirket olarak ön plana çıkıyor: Mavi'nin benzer bir yatırım hikayesi (büyüyen uluslararası pozisyona sahip Türk giyim perakendecisi) olduğu göz önüne alındığında, Koton'un değerlemesi için temel ölçüt alınabilir. Bir sonraki sayfada Koton ve Mavi karşılaştırmasını detaylı olarak görebilirsiniz.

Gelişmekte olan piyasa emsalleri, gelişmiş piyasa emsallerine göre daha karşılaştırılabilir: Nispeten yakın risk/getiri profiline sahip gelişmekte olan piyasa emsalleri, gelişmiş piyasa emsallerine kıyasla karşılaştırma yapmak için daha uygundur. Bu nedenle, özellikle Polonya'daki LPP olmak üzere gelişmekte olan emsallere odaklanmayı tercih ediyoruz. Şirketlerin raporlama dönemlerinin birbirinden farklı olabilmesi doğrudan kıyaslamayı bir miktar zorlaştırıyor. Örneğin, Koton'un yıl sonu finansalları için raporlama dönemi Aralık iken, Mavi'nin ve LPP'nin Ocak sonu ve Mr Price'ın Mart sonudur.

Tablo 4: Benzer Şirket Analizi

Şirket	F / K			FD / FAVÖK			FAVÖK YBBO	3 Yıllık Ort. FAVÖK Marjı	Net Borç / FAVÖK	Özkaynak Karlılığı (ROE)	Ülke	Piyasa Değeri (milyon USD)	Beta
	2024	2025	2026	2024	2025	2026	2024-2026	2024-2026	2024	2024		Güncel	
Türkiye Giyim Perakende													
KOTON	10.2	7.9	5.5	3.4	2.8	2.2	23%	24.3%	0.9	57%	Türkiye	459	1.0
MAVI	8.2	6.6	5.6	4.4	3.5	2.9	23%	20.8%	-0.5	56%	Türkiye	963	0.9
Türkiye Gıda Perakende													
BİM	13.6	8.4	8.4	11.4	7.2	4.8	38%	7.2%	0.7	25%	Türkiye	8,537	1.0
MİGROS	15.5	12.6	7.8	4.1	3.1	2.5	28%	7.6%	-0.9	16%	Türkiye	2,559	1.0
SOK MARKETLER	4.9	3.6	8.3	5.2	2.6	2.7	39%	3.5%			Türkiye	673	1.0
Gıda Perakende Ortalaması	11.4	8.2	8.1	6.9	4.3	3.3	35%	6.1%	-0.1	21%		3,923	1.0
Gıda Perakende Medyanı	13.6	8.4	8.3	5.2	3.1	2.7	38%	7.2%	-0.1	21%		2,559	1.0
Gelişmiş Ülke Giyim Sektörü													
HENNES & MAURI-B	20.8	17.3	15.4	7.4	6.8	6.5	7%	17.4%	1.2	26%	İsveç	22,085	1.3
INDITEX	29.1	26.2	23.7	15.3	14.1	12.9	9%	27.5%	-0.6	30%	İspanya	162,713	1.0
OVS SPA	12.5	11.3	10.3	12.3	11.6	11.0	6%	12.2%	3.5	7%	İtalya	1,039	1.0
NEXT PLC	17.3	15.5	14.4	12.0	10.8	10.4	8%	21.2%	1.5	55%	İngiltere	15,371	1.0
BURBERRY GROUP	12.8		53.5	6.4	18.5	11.4	-25%	18.5%	2.6	21%	İngiltere	4,327	1.3
LEVI STRAUSS-A	14.1	12.4	11.1	8.9	8.3	7.4	9%	13.7%	4.3	24%	ABD	6,905	1.1
ABERCROMBIE & FI	25.3	14.5	13.6	11.1	7.9	7.4	23%	17.3%	0.2	35%	ABD	7,786	1.5
AMER EAGLE OUTF	11.8	9.9	9.3	5.1	4.7	4.4	7%	12.0%	2.4	16%	ABD	3,206	1.0
GUESS? INC	5.3	7.5	6.4	4.1	5.0	4.6	-6%	9.5%	2.6	28%	İsviçre	741	1.1
URBAN OUTFITTER	16.7	14.1	13.1	8.4	7.6	6.9	11%	10.4%	0.7	15%	ABD	5,084	1.0
PVH CORP	10.2	9.2	8.5	6.2	6.6	6.2	0%	13.5%	2.5	13%	ABD	5,978	1.4
UNDER ARMOUR-A	16.6	29.5	21.7	8.0	12.5	9.9	-11%	6.9%	3.6	11%	ABD	3,535	1.3
THE BUCKLE INC	12.2	13.9	12.7	8.0	8.9	8.2	-1%	21.7%	0.0	53%	ABD	2,583	0.9
FAST RETAILING	45.0	41.4	37.6	23.2	21.0	19.3	10%	22.4%	-1.4	18%	Japonya	107,596	1.1
Gelişmiş Ülke Ortalaması	17.9	17.1	17.9	9.7	10.3	9.0	3%	16.0%	1.7	25%		24,925	1.2
Gelişmiş Ülke Medyanı	15.4	14.1	13.3	8.2	8.6	7.8	7%	15.5%	1.9	22%		5,531	1.1
Gelişen Ülke Giyim Sektörü													
LPP	18.0	15.2	13.0	8.9	7.6	6.6	16%	20.5%	0.8	36%	Polonya	7,149	1.1
CCC SA		20.0	19.1	20.7	10.2	8.4	57%	13.1%	2.5	6%	Polonya	3,087	0.9
JUMBO SA	10.7	10.2	9.6	7.3	6.9	6.6	5%	36.0%	-0.8	24%	Yunanistan	3,573	0.9
APRANGA PVA	10.0	10.0	10.4	5.3	5.3	5.4	-1%	13.5%	1.3	25%	Litvanya	168	0.6
MR PRICE GROUP	23.7	21.4	18.2	10.8	9.7	8.8	10%	22.2%		23%	Güney Afrika	4,337	1.2
TRUWORTHS INTL	12.6	11.8	11.0	7.6	7.8	7.1	3%	28.5%	1.0	37%	Güney Afrika	2,321	1.3
WOOLWORTHS HLDGS	16.5	16.1	13.7	9.5	9.0	8.1	8%	10.9%		27%	Güney Afrika	3,384	0.8
TFG	19.2	16.4	13.8	6.7	6.1	5.5	10%	20.9%	2.0	13%	Güney Afrika	3,119	1.2
LOJAS RENNER SA	10.7	9.3	8.0	6.0	5.2	4.4	17%	18.8%	0.5	12%	Brezilya	2,336	1.5
ZHEJIANG SEMIR-A	16.6	14.3	12.8	9.3	8.2	7.5	12%	12.4%		10%	Çin	2,666	0.8
NINGBO PEACEBŁA	21.1	16.4	13.8	9.1	8.2	7.3	12%	11.1%		7%	Çin	980	1.1
Gelişen Ülke Ortalaması	15.9	14.6	13.1	9.2	7.7	6.9	14%	18.9%	1.0	20%		3,011	1.0
Gelişen Ülke Medyanı	16.6	15.2	13.0	8.9	7.8	7.1	10%	18.8%	1.0	23%		3,087	1.1

Koton (konsensüs tahminlerinin eksikliği nedeniyle) ve Mavi (farklı takvim yılı nedeniyle tahminler çoğunlukla hatalı) için Ak Yatırım tahminleri kullanılmıştır. Uluslararası hazır giyim oyuncularını ile karşılaştırma yapmak amacıyla, Koton ve Mavi için TMS 29 öncesi tahminleri kullanıyoruz.

Kaynak: Bloomberg, Ak Yatırım Araştırma

Halka açık şirketler arasında en yakın benzeri olan Mavi'yle karşılaştırma

Yatırımcıların ana odağı, büyüyen uluslararası operasyonlara sahip benzer Türk giyim perakendecisi olan Mavi olacaktır. Mavi, Türkiye operasyonlarında daha iyi mağaza verimlilikleri ile öne çıkarken, Koton, daha geniş coğrafi erişime, daha ağırlıklı uluslararası operasyonlara ve daha hızlı geçmiş uluslararası büyümeye sahiptir.

Koton, geniş ürün yelpazesi ile (SKU) tüm aile bireylerinin ihtiyaçlarını tek noktadan karşılama çeşitliliğine sahip bir markadır. Koton, kategori bazında en büyük ve aynı zamanda hızlı büyüyen segmentlerden biri olan kadın giyimde (kadın: %58 pay, erkek: %25, çocuk: %17) daha güçlü konumuyla tüm ana kategorilerde ilk üçte yer alırken, Mavi daha çok kot ürünlerine (%38 pay) ve erkek giyime (erkek: %63 pay, kadın: %37) odaklanmıştır. Her iki isim de Türkiye'de benzer pazar paylarına sahiptir. Mavi'nin yıl sonu finansalları için raporlama döneminin Ocak sonu olduğunu, bu nedenle rakamlarının bu perspektifle değerlendirilmesi gerektiği unutulmamalıdır.

Koton ve Mavi'nin (TMS 29 öncesi) mağaza ağı, mağaza verimlilikleri ve özet finansallarına ilişkin tahminlerimizi aşağıda paylaşıyoruz. TMS 29 öncesi finansalların tüm detayları ile açıklanmaması, karların öngörülebilirliğini azalttığı için değerlendirme çarpanlarında iskontoya neden olabileceğini düşünüyoruz.

Tablo 5: Koton vs Mavi (milyon TL, TMS 29 öncesi)

Koton Özet Finansalları (milyon TL)	2024	2025	2026	2027	2028	Mavi Özet Finansalları (milyon TL)	2024	2025	2026	2027	2028
Toplam mağaza - yıl sonu	451	476	501	526	551	Toplam mağaza - yıl sonu	486	498	510	522	532
Kurumsal mağaza - yıl sonu	331	341	351	361	371	Kurumsal mağaza - yıl sonu	373	383	393	403	410
Franchise mağaza - yıl sonu	120	135	150	165	180	Franchise mağaza - yıl sonu	113	115	117	119	122
Türkiye mağaza - yıl sonu	243	248	253	258	263	Türkiye mağaza - yıl sonu	420	430	440	450	458
Kurumsal mağaza - yıl sonu	213	215	217	219	221	Kurumsal mağaza - yıl sonu	351	361	371	381	388
Franchise mağaza - yıl sonu	30	33	36	39	42	Franchise mağaza - yıl sonu	69	69	69	69	70
Yurt dışı mağaza - yıl sonu	208	228	248	268	288	Yurt dışı mağaza - yıl sonu	66	68	70	72	74
Kurumsal mağaza - yıl sonu	118	126	134	142	150	Kurumsal mağaza - yıl sonu	22	22	22	22	22
Franchise mağaza - yıl sonu	90	102	114	126	138	Franchise mağaza - yıl sonu	44	46	48	50	52
Toplam satış alanı (bin m2) - yıl sonu	409	426	445	464	483	Toplam satış alanı (bin m2) - yıl sonu	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Türkiye kurumsal satış alanı (bin m2, ort.)	209	209	209	210	211	Türkiye kurumsal satış alanı (bin m2, ort.)	180	190	199	205	210
Gelirler	22,365	30,458	38,304	45,460	53,739	Gelirler	32,547	44,356	55,308	65,475	76,975
<i>büyüme</i>	61%	36%	26%	19%	18%	<i>büyüme</i>	61%	36%	25%	18%	18%
Türkiye gelirleri	15,954	21,468	25,947	29,905	34,332	Türkiye gelirleri	29,344	40,372	50,442	59,478	69,632
<i>Türkiye gelirlerinin payı</i>	71%	70%	68%	66%	64%	<i>Türkiye gelirlerinin payı</i>	90%	91%	91%	91%	90%
Uluslararası gelirler	6,411	8,990	12,358	15,556	19,407	Uluslararası gelirler	3,203	3,984	4,866	5,997	7,342
<i>Uluslararası gelirlerin payı</i>	29%	30%	32%	34%	36%	<i>Uluslararası gelirlerin payı</i>	10%	9%	9%	9%	10%
Toplam perakende gelirler	18,290	24,665	30,917	36,568	43,055	Toplam perakende gelirler	22,284	30,629	38,364	44,909	52,357
<i>Perakende gelirlerin payı</i>	82%	81%	81%	80%	80%	<i>Perakende gelirlerin payı</i>	68%	69%	69%	69%	68%
Kurumsal mağazalar	16,863	22,590	28,080	32,983	38,585	Kurumsal mağazalar	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Franchise mağazalar	1,426	2,075	2,836	3,584	4,470	Franchise mağazalar	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
E-Ticaret	2,600	3,849	5,094	6,314	7,798	E-Ticaret	3,468	4,944	6,499	8,530	10,796
<i>Online gelirlerin payı</i>	12%	13%	13%	14%	15%	<i>Online gelirlerin payı</i>	11%	11%	12%	13%	14%
Toptan	1,476	1,944	2,294	2,579	2,886	Toptan	6,796	8,783	10,445	12,037	13,821
<i>Toptan gelirlerin payı</i>	7%	6%	6%	6%	5%	<i>Toptan gelirlerin payı</i>	21%	20%	19%	18%	18%
Koton Özet Finansalları (milyon TL)	2024	2025	2026	2027	2028	Mavi Özet Finansalları (milyon TL)	2024	2025	2026	2027	2028
Satışlar/ toplam mağaza	50.4	65.7	78.4	88.5	99.8	Satışlar/ toplam mağaza	68.2	90.2	109.7	126.9	146.1
Kurumsal mağaza	51.3	67.2	81.2	92.6	105.4	Kurumsal mağaza	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Franchise mağaza	12.4	16.3	19.9	22.8	25.9	Franchise mağaza	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Satışlar / Türkiye mağaza	65.9	87.4	103.6	117.0	131.8	Satışlar / Türkiye mağaza	71.1	95.0	116.0	133.7	153.4
Satışlar / Yurt dışı mağaza	31.7	41.2	51.9	60.3	69.8	Satışlar / Yurt dışı mağaza	49.3	59.5	70.5	84.5	100.6
Satışlar / Toplam satış alanı (bin m2)	55.2	73.0	87.9	100.0	113.5	Satışlar / Toplam satış alanı (bin m2)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Türkiye kurumsal mağaza satışları / satış alan (bin m2)	59.6	79.0	94.1	106.7	120.5	Türkiye kurumsal mağaza satışları / satış alan (bin m2)	121.0	157.7	189.4	214.5	244.3

Mavi'nin franchise operasyonları toptan satış kategorisine dahil edilirken, Koton ayrı olarak raporlanmaktadır

Kaynak: Ak Yatırım Araştırma

Tablo 6: Koton vs Mavi (milyon TL, TMS 29 öncesi)

Koton Özet Finansalları (milyon TL)						Mavi Özet Finansalları (milyon TL)					
	2024	2025	2026	2027	2028		2024	2025	2026	2027	2028
Gelirler	22,365	30,458	38,304	45,460	53,739	Gelirler	32,547	44,356	55,308	65,475	76,975
<i>büyüme</i>	61%	36%	26%	19%	18%	<i>büyüme</i>	61%	36%	25%	18%	18%
Brüt kar marjı	58.0%	55.0%	54.7%	54.7%	54.6%	Brüt kar marjı	54.1%	52.1%	52.0%	51.9%	51.8%
Brüt kar marjı (vadeli alım faiz gideri hariç)	48.4%	48.3%	48.5%	49.0%	49.0%	Brüt kar marjı (vadeli alım faiz gideri hariç)	50.2%	49.1%	49.9%	49.9%	50.0%
Operasyonel gider marjı	39%	38%	37%	37%	36%	Operasyonel gider marjı	36%	36%	36%	36%	36%
FAVÖK	5,864	7,146	8,933	10,652	12,683	FAVÖK	7,216	9,043	10,988	12,972	15,407
<i>büyüme</i>	63%	22%	25%	19%	19%	<i>büyüme</i>	48%	25%	22%	18%	19%
FAVÖK marjı	26.2%	23.5%	23.3%	23.4%	23.6%	FAVÖK marjı	22.2%	20.4%	19.9%	19.8%	20.0%
FAVÖK (TFRS 16 öncesi)	4,478	5,210	6,588	7,949	9,583	FAVÖK (TFRS 16 öncesi)	6,043	7,430	8,940	10,548	12,577
<i>büyüme</i>	67%	16%	26%	21%	21%	<i>büyüme</i>	44%	23%	20%	18%	19%
FAVÖK marjı	20.0%	17.1%	17.2%	17.5%	17.8%	FAVÖK marjı	18.6%	16.8%	16.2%	16.1%	16.3%
FAVÖK (TFRS 16 öncesi & vadeli alım faiz gideri hariç)	2,468	3,267	4,374	5,538	6,729	FAVÖK (TFRS 16 öncesi & vadeli alım faiz gideri hariç)	4,289	5,603	7,283	8,742	10,594
<i>büyüme</i>	29%	32%	34%	27%	22%	<i>büyüme</i>	26%	31%	30%	20%	21%
FAVÖK marjı	11.0%	10.7%	11.4%	12.2%	12.5%	FAVÖK marjı	13.2%	12.6%	13.2%	13.4%	13.8%
Net kar	1,497	1,934	2,769	3,875	4,964	Net kar	4,127	5,123	6,056	6,955	8,437
Net kar marjı	7%	6%	7%	9%	9%	Net kar marjı	13%	12%	11%	11%	11%
Temettü	0	0	580	831	1,356	Temettü	845	1,238	2,562	3,028	3,478
Özkaynak Karlılığı (ROE)	57%	47%	46%	45%	42%	Özkaynak Karlılığı (ROE)	56%	47%	42%	38%	37%
Yatırım sermayesi getirisi (ROIC)	51%	46%	45%	45%	46%	Yatırım sermayesi getirisi (ROIC)	104%	85%	77%	74%	73%
İşletme sermayesi / satışlar	16%	15%	14%	14%	14%	İşletme sermayesi / satışlar	6%	6%	6%	6%	6%
Yatırım harcamaları / satışlar	3%	3%	3%	3%	3%	Yatırım harcamaları / satışlar	4%	4%	3%	3%	2%
Operasyonel nakit akışı marjı	12%	12%	13%	13%	13%	Operasyonel nakit akışı marjı	11%	12%	13%	13%	13%
Serbest nakit akışı marjı	9%	9%	10%	11%	10%	Serbest nakit akışı marjı	14%	12%	12%	12%	12%
Operasyonel nakit akışı / FAVÖK	44%	51%	54%	58%	56%	Operasyonel nakit akışı / FAVÖK	50%	58%	63%	65%	65%
Net Borç (nakit) (TFRS 16 öncesi)	2,153	1,895	1,263	-279	-1,966	Net Borç (nakit) (TFRS 16 öncesi)	-5,247	-7,301	-9,089	-11,255	-14,306
Net Borç / FAVÖK (TFRS 16 öncesi)	0.5	0.4	0.2	0.0	-0.2	Net Borç / FAVÖK (TFRS 16 öncesi)	-0.9	-1.0	-1.0	-1.1	-1.1
F / K	10.2	7.9	5.5	3.9	3.1	F / K	8.2	6.6	5.6	4.9	4.0
FD / FAVÖK	3.4	2.8	2.2	1.9	1.6	FD / FAVÖK	4.4	3.5	2.9	2.5	2.1
FD / FAVÖK (TFRS 16 öncesi)	3.8	3.3	2.6	2.2	1.8	FD / FAVÖK (TFRS 16 öncesi)	5.1	4.1	3.4	2.9	2.4
FD / FAVÖK (TFRS 16 öncesi & vadeli alım faiz gideri hariç)	6.6	5.1	3.8	3.0	2.5	FD / FAVÖK (TFRS 16 öncesi & vadeli alım faiz gideri hariç)	6.4	5.0	3.9	3.3	2.7
FD / Serbest nakit akışı	10.0	7.3	5.3	4.1	3.5	FD / Serbest nakit akışı	7.0	5.8	4.8	4.1	3.4
FD / Satış	0.9	0.7	0.5	0.4	0.4	FD / Satış	1.0	0.7	0.6	0.5	0.4
Temettü verimi	0.0%	0.0%	3.8%	5.4%	8.9%	Temettü verimi	2.5%	3.7%	7.6%	8.9%	10.3%

Kaynak: Ak Yatırım Araştırma

Tablo 7: Koton vs Mavi (milyon TL, TMS 29 sonrası)

Koton Özet Finansalları (milyon TL)	2022	2023	2024	2025	2026	Mavi Özet Finansalları (milyon TL)	2022	2023	2024	2025	2026
Gelirler	16,017	17,194	25,573	32,821	40,432	Gelirler	21,038	26,293	35,916	47,389	58,112
<i>büyüme</i>	<i>n.a.</i>	<i>7%</i>	<i>49%</i>	<i>28%</i>	<i>23%</i>	<i>büyüme</i>	<i>n.a.</i>	<i>25%</i>	<i>37%</i>	<i>32%</i>	<i>23%</i>
Brüt kar marjı	52.5%	52.0%	55.4%	53.4%	53.5%	Brüt kar marjı	49.2%	48.2%	51.3%	50.2%	50.6%
Brüt kar marjı (vadeli alım faiz gideri hariç)	47.5%	46.7%	45.8%	46.7%	47.3%	Brüt kar marjı (vadeli alım faiz gideri hariç)	47.6%	45.8%	47.4%	47.2%	48.4%
Operasyonel gider marjı	42%	42%	42%	41%	41%	Operasyonel gider marjı	37%	36%	36%	36%	36%
FAVÖK	3,507	3,725	6,202	7,454	9,225	FAVÖK	4,181	4,854	7,049	8,853	10,830
<i>büyüme</i>	<i>n.a.</i>	<i>6%</i>	<i>66%</i>	<i>20%</i>	<i>24%</i>	<i>büyüme</i>	<i>n.a.</i>	<i>16%</i>	<i>45%</i>	<i>26%</i>	<i>22%</i>
FAVÖK marjı	21.9%	21.7%	24.3%	22.7%	22.8%	FAVÖK marjı	19.9%	18.5%	19.6%	18.7%	18.6%
Net kar	1,748	1,805	1,365	1,654	2,356	Net kar	1,906	1,784	4,004	4,727	5,475
Net kar marjı	11%	10%	5%	5%	6%	Net kar marjı	9%	7%	11%	10%	9%
Özkaynak Karlılığı (ROE)	58%	45%	23%	20%	22%	Özkaynak Karlılığı (ROE)	37%	25%	38%	34%	28%
Yatırım sermayesi getirisi (ROIC)	17%	16%	25%	23%	24%	Yatırım sermayesi getirisi (ROIC)	57%	49%	49%	56%	53%
Operasyonel nakit akışı marjı	19%	10%	9%	11%	12%	Operasyonel nakit akışı marjı	14%	16%	20%	15%	13%
Serbest nakit akışı marjı	16%	7%	6%	8%	9%	Serbest nakit akışı marjı	13%	18%	16%	11%	10%
Özkaynaklar	3,020	4,035	5,964	8,106	10,923	Özkaynaklar	5,124	7,018	10,415	14,063	19,389
Toplam Varlıklar	12,940	12,288	18,497	24,700	30,942	Toplam Varlıklar	15,163	15,463	21,862	28,130	35,528
Net Borç (nakit)	3,740	3,357	5,570	6,508	6,799	Net Borç (nakit)	-1,850	-2,877	-4,073	-7,049	-10,024
Net Borç / FAVÖK	1.1	0.9	0.9	0.9	0.7	Net Borç / FAVÖK	-0.4	-0.6	-0.6	-0.8	-0.9
F / K	n.a.	n.a.	11.2	9.2	6.5	F / K	12.1	13.0	8.5	7.2	6.2
FD / FAVÖK	n.a.	n.a.	3.2	2.7	2.2	FD / FAVÖK	5.1	4.2	4.2	3.0	2.2
FD / Serbest nakit akışı	n.a.	n.a.	12.7	7.3	5.3	FD / Serbest nakit akışı	7.7	4.3	5.1	5.2	4.2
FD / Satış	n.a.	n.a.	0.8	0.6	0.5	FD / Satış	1.0	0.8	0.8	0.6	0.4

Kaynak: Şirket, Ak Yatırım Araştırma

FİNANSAL TABLOLAR

Aşağıda (TMS 29 enflasyon muhasebesi sonrası) finansal tabloları paylaşıyoruz. Enflasyon muhasebesinin güvenilir tahmin yapmayı zorlaştırması nedeniyle düşük kar öngörülebilirliğine yol açmasının değerlendirilme iskontosuna yol açabileceğini düşünüyoruz.

Aşağıdaki 2022 ve 2023 finansalları 2023 yıl sonu satın alma gücüne göre endekslenmiştir. 2024/25/26 tahminleri ise enflasyon muhasebesi ile birlikte ilgili yılın yıl sonu satın alma gücüne endekslenmiştir (bu nedenle nominal bazdadır).

Tablo 8: Koton UFRS Finansalları (milyon TL, TMS 29 sonrası)

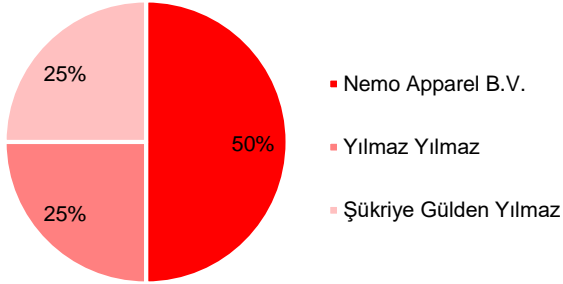
Gelir Tablosu (milyon TL)	2022	2023	2024	2025	2026	Nakit Akım Tablosu (milyon TL)	2022	2023	2024	2025	2026
Satış Gelirleri	16,017	17,194	25,573	32,821	40,432	İşletme Faaliyetlerinden Nakit	2,999	1,681	2,273	3,725	4,905
Brüt Kar	8,413	8,948	14,163	17,535	21,624	Yatırım Faaliyetlerinden Nakit	-372	-497	-708	-979	-1,174
Operasyonel Giderler	6,780	7,264	10,845	13,599	16,515	Sabit Sermaye Yatırımları	-368	-497	-708	-979	-1,174
Faaliyet Karı	1,632	1,684	3,317	3,937	5,109	Serbest Nakit Akımı	2,627	1,184	1,565	2,746	3,731
FAVÖK	3,507	3,725	6,202	7,454	9,225	Finansman Faaliyetlerinden Nakit	-1,728	-1,354	-1,296	-2,421	-3,026
Operasyonel Olmayan Gelir / (Gider)	541	556	-1,624	-1,731	-1,968	Nakit ve Benzerlerindeki Değişim	898	-170	269	324	705
Vergi Öncesi Kar	2,173	2,240	1,694	2,206	3,141						
Vergi Geliri / (Gideri)	-425	-435	-329	-551	-785	Büyüme	2022	2023	2024	2025	2026
Azınlık Payları	0	0	0	0	0	Satış Gelirleri	n.a.	7.3%	48.7%	28.3%	23.2%
Net Kar	1,748	1,805	1,365	1,654	2,356	Brüt Kar	n.a.	6.4%	58.3%	23.8%	23.3%
						Operasyonel Giderler	n.a.	7.1%	49.3%	25.4%	21.4%
Bilanço (milyon TL)	2022	2023	2024	2025	2026	Faaliyet Karı	n.a.	3.1%	97.1%	18.7%	29.8%
Dönen Varlıklar	7,436	7,340	11,141	15,355	19,506	FAVÖK	n.a.	6.2%	66.5%	20.2%	23.8%
Nakit ve Nakit Benzerleri	872	359	530	855	1,560	Net Kar	n.a.	3.2%	-24.4%	21.2%	42.4%
Ticari Alacaklar	817	1,146	1,846	2,514	3,161						
Stoklar	4,973	5,115	7,607	9,763	12,027	Karlılık	2022	2023	2024	2025	2026
Duran Varlıklar	5,504	4,947	7,356	9,345	11,436	Brüt Kar Marjı	52.5%	52.0%	55.4%	53.4%	53.5%
Maddi Duran Varlıklar	1,536	1,423	2,117	2,717	3,347	Operasyonel Gider Marjı	42.3%	42.2%	42.4%	41.4%	40.8%
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	3,517	3,171	4,716	6,052	7,456	Faaliyet Kar Marjı	10.2%	9.8%	13.0%	12.0%	12.6%
Toplam Varlıklar	12,940	12,288	18,497	24,700	30,942	FAVÖK Marjı	21.9%	21.7%	24.3%	22.7%	22.8%
Kısa Vadeli Yükümlülükler	7,940	6,234	10,228	13,517	16,328	Net Kar Marjı	10.9%	10.5%	5.3%	5.0%	5.8%
Finansal Borçlar	3,034	2,238	3,993	4,514	4,928	Özkaynak Karlılığı (ROE)	57.9%	44.7%	22.9%	20.4%	21.6%
Ticari Borçlar	4,207	3,335	5,152	7,438	9,431	Yatırım Sermayesi Getirisi (ROIC)	16.9%	15.7%	25.5%	22.8%	24.0%
Uzun Vadeli Yükümlülükler	1,980	2,018	2,305	3,076	3,692	Operasyonel Nakit Akımı Marjı	18.7%	9.8%	8.9%	11.3%	12.1%
Finansal Borçlar	1,577	1,478	2,108	2,849	3,431	Serbest Nakit Akımı Marjı	16.4%	6.9%	6.1%	8.4%	9.2%
Özkaynaklar	3,020	4,035	5,964	8,106	10,923						
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	3,020	4,035	5,964	8,106	10,923	Rasyo Analizi	2022	2023	2024	2025	2026
Toplam Kaynaklar	12,940	12,288	18,497	24,700	30,942	F / K	n.a.	n.a.	11.2	9.2	6.5
						FD / FAVÖK	n.a.	n.a.	3.2	2.7	2.2
Borçluluk	2022	2023	2024	2025	2026	FD / Satış	n.a.	n.a.	0.8	0.6	0.5
Net Borç (Nakit)	3,740	3,357	5,570	6,508	6,799	Temettü Verimi	n.a.	n.a.	12.7	7.3	5.3
Net Borç / FAVÖK	1.1	0.9	0.9	0.9	0.7	FD / Serbest Nakit Akışı	n.a.	n.a.	0.0%	0.0%	3.8%

Kaynak: Şirket, Ak Yatırım Araştırma

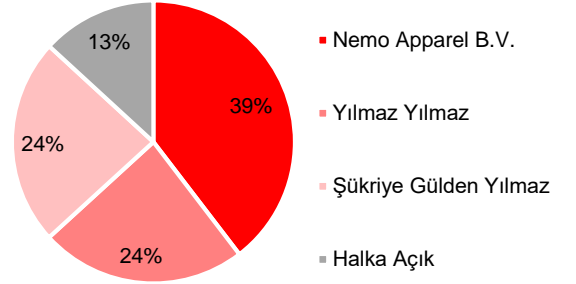
Sermayedar yapısı

30 Eylül 2024 tarihi itibarıyla, Şirket'in 829,65 milyon TL tutarındaki ödenmiş sermayesi 198,875 milyon TL tutarında A Grubu ve 630,775 milyon TL tutarında B Grubu hisseye bölünmüştür. A Grubu hisselerin tamamı kuruculara aittir (her biri %12,0) ve belirli imtiyazlara sahiptir.

Yönetim Kurulu atamaları (bağımsız üyeler hariç), Genel Kurul başkanlığının oluşturulması ve başkanının atanması için A Grubu hisselerin 5 oyuna karşılık B Grubu hisselerin 1 oyu bulunuyor. Ayrıca, aşağıdaki konularda karar alınabilmesi için genel kurulda A Grubu pay sahiplerinin çoğunluğunun olumlu oyu gerekiyor: i) sermaye artırımını (belirli istisnalar dışında), sermaye azaltımı, tasfiye, fesih, sona erdirmeye ve tür değişikliği, ii) iflas, konkordato veya yeniden yapılandırma başvurusu, iii) Şirket'in ticari işletmesinin tamamının veya bir kısmının devri, birleşme, bölünme, iv) Şirket Ana Sözleşmesi'nde A paylarının kapsamına/imtiyazlarına ilişkin değişiklikler, v) YK yapısında ve YK ile komitelerinin toplantı ve karar nisaplarında değişiklikler, vi) faaliyet raporunun, finansalların onaylanması ve YK üyelerinin ibrası. A Grubu hisselerine atfedilen bu haklar, A Grubu hisse sahipleri Şirket sermayesinin en az %20'sine sahip olduğu sürece mevcuttur.

Grafik 19: Sermayedar Yapısı (Halka arz öncesi)

Kaynak: Şirket

Grafik 20 : Sermayedar Yapısı (Halka arz sonrası)

Kaynak: Şirket

RİSKLER

Makro risk: Koton müşterileri çoğunlukla fiyata daha duyarlı olan düşük ve orta gelirli geniş segmentte yer alıyor. Harcanabilir gelir üzerindeki herhangi bir olumsuz etki, satın alma gücü ve tüketici güveninin azalması, dayanıklı tüketim harcamalarını ve Şirket'in satışlarını olumsuz etkileyebilir. Buna ek olarak, Türkiye pazarı son birkaç yıldır benzer ülkelere kıyasla daha güçlü bir büyüme kaydetti. Bu durum, mevcut konjunktürde uygulanan sıkı para politikasının iç talebi soğutmaya odaklanması sebebiyle önümüzdeki birkaç yıl muhtemelen değişecektir. Bundan dolayı, tüketimin daha da yavaşlaması, Türkiye'de halen yüksek seyreden enflasyon nedeniyle ürün ve iş gücü maliyetlerinin beklenenden daha yüksek olması, önümüzdeki çeyreklerde, özellikle de 2025'in ilk yarısında kârlılığı daha da baskılayabilir.

Kur riski: Şirket, 9A24'te gelirlerinin %30'unu uluslararası operasyonlardan elde ederken, maliyetler ağırlıklı olarak TL cinsindedir. Bu nedenle, TL'nin reel olarak değer kazanması, 2024 yılında diğer birçok Türk şirketi gibi Koton'un da uluslararası operasyonlarının büyümesi ve karlılığı üzerinde önemli bir baskı oluşturmuştur. TL'deki reel değerlenmenin 1Y25'te de devam etmesini ve uluslararası operasyonlar üzerinde baskı yaratmayı sürdürmesini bekliyoruz. Bu durum aynı zamanda yerel markaların rekabet gücünü ve yerel oyuncuların uluslararası oyunculara kıyasla rekabet avantajlarını azaltabilir.

Operasyonel riskler: Koton, orta vadede (2028 yıl sonuna kadar) Türkiye ve yurt dışında toplam 130-150 mağaza açmayı planlıyor. Ayrıca büyüme ile birlikte operasyonel kaldıraçın iyileşmesini ve buna ek olarak m2 başına satış yoğunluğunu artırarak operasyonel kar marjlarını iyileştirmeyi planlıyor. Her ne kadar Şirket'in öngörülerinden daha muhafazakâr mağaza genişlemesi öngörülerimiz olmasına rağmen, Mağaza açılışlarının tahminlerimizden daha yavaş olması veya m2 satış verimliliklerinin yeterince iyileştirilememesi tahminlerimizi ve değerlemeyi olumsuz etkileyebilir. Ayrıca jeopolitik riskler de faaliyet gösterilen pazarlarda başka operasyonel riskler yaratabilir.

Rekabet riski: Hazır giyim sektörü, düşük sektör giriş bariyeri, küresel tedarik esnekliği, ürün tedarikinin sürekli olarak daha düşük maliyetli ülkelere kaydırılması ve düzenli promosyon faaliyetleri ile oldukça rekabetçi bir sektördür. Hem yerel hem de uluslararası pazarlarda rekabetin önemli ölçüde artması, büyümeyi sınırlayabilir ve marjlar üzerinde baskı yaratabilir.

Şirket'in Hedefleri (2024-2028)

Şirket, mevcut 447 mağaza ağına ek olarak 2028 yılına kadar 130-150 yeni mağaza açmayı (2025 yılında 25 yeni mağaza açılışı) hedefliyor. Büyümenin 4/5'inin KİK, Orta ve Doğu Avrupa, Orta Doğu, Kuzey Afrika ve Hindistan'a daha fazla odaklanarak uluslararası pazarlardan gelmesi bekleniyor.

Yönetim, orta vadede uluslararası operasyonlarının payını mevcut %30-33'den %40'a ve e-ticaret segmentinin payını mevcut %10-11'den +%15'e çıkarmayı hedefliyor.

Grafik 21: Orta Vadeli Hedefler (2024 - 2028) and 2024 Beklentileri

Orta Vadeli Hedefler

- ❖ Finansal disipline sadık kalınarak **130-150** yeni mağaza açılışı
 - Yeni mağazaların büyük çoğunluğu yurt dışında ve ağırlıklı olarak franchise olacak
 - Bölgesel yoğunlaşma: GCC, CEE, MENA ve Hindistan
- ❖ Yurt dışından elde edilen gelirin toplamdaki oranını mevcut %30-33'den **%40'a** çıkarılması
- ❖ Mevcut mağazalardaki **satış alanı verimliliğinin** artırılması
- ❖ E-ticaretin toplam satıştaki payının %10-11 seviyesinden kademeli olarak **%15'in** üzerine çıkartılması

2024 Beklentileri

- ❖ **Satış Büyümesi**
 - 2024 yılı konsolide satış reel büyümesinin yaklaşık **%5 olarak** gerçekleşmesi beklenmektedir
- ❖ **Brüt Kar**
 - 2024 yılı brüt kar marjının **%50'nin** üzerinde olması beklenmektedir
- ❖ **Mağaza Sayısı**
 - 2024 yılı sonu itibarıyla toplam mağaza sayısının **450'nin** üzerinde olması beklenmektedir.

Kaynak: Şirket

AKYatırım

Bu rapor, Ak Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından, güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan elde edilen bilgi ve veriler kullanılarak hazırlanmıştır. Raporunda 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 bilgiler dayanılarak alınan 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 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 İnternet üzerinden e-posta yoluyla alınması durumunda virüs, hatalı gönderim veya diğer herhangi bir teknik sebepten dolayı alıcının donanımına veya yazılımına gelebilecek herhangi bir zarardan dolayı sorumlu tutulamaz.

© AK Yatırım Menkul Değerler A.Ş. 2024