

DESA DERİ (DESA) Analist Toplantı Notu

Desa Deri'nin gerçekleştirdiği analist toplantısından elde ettiğimiz notları paylaşıyoruz. Analist toplantısında şirketin finansal performansı ve hedeflerine dair beklentiler ayrıntılı bir şekilde paylaşıldı.

2025 Finansal Performans

2025 yılı zor bir makro ortamda şekillenmiş olmakla birlikte yönetim, operasyonel karlılık ve bilanço sağlamlığı açısından önemli kazanımlar elde edildiğini paylaştı.

Satış ve Brüt Kar - Net satış hasılatı geçen yıla kıyasla yatay seyretti. Ancak kanal miksindeki değişim sayesinde brüt kar marjında kayda değer iyileşme yaşandı. Brüt kar marjı 4Ç genelinde yüzde 58 seviyesinden yüzde 65,7'ye yükselirken toplam brüt kar 596 milyon TL'ye taşındı. Son çeyrek özellikle güçlü geçti; 2024'ün aynı döneminde 150.000 adet olan toplam kanal satışları 172.000 adede çıktı.

FAVÖK ve Net Kar - Son çeyrekte FAVÖK marjı yüzde 21,9'dan yüzde 35'e yükselerek yılın ilk çeyreğinde yaşanan olumsuz başlangıcı telafi etti. Tüm yıl itibarıyla FAVÖK marjı yüzde 28,6'dan yüzde 31,4'e geldi. Net kar marjı da aynı doğrultuda hareket ederek son çeyrekte yüzde 3,2'den yüzde 21'e sıçradı ve yıl toplamında yüzde 11'den yüzde 15,2'ye ulaştı.

Yönetim, net karın operasyonel karlılık ile finansal yatırım gelirlerinin dengeli katkısıyla oluştuğuna özellikle dikkat çekti. Saf operasyonel kar marjı ile finansal gelirlerin net kara oranı birbirine yakın seyrediyor. Dolayısıyla sıklıkla dile getirilen kâr yalnızca finansal gelirlerden geliyor yaklaşımının gerçeği yansıtmadığını ifade etti.

Net Nakit Pozisyonu - DESA, 2025 yılında temettü dağıtımına rağmen net nakit pozisyonunu güçlendirmeyi sürdürdü. 2024 yıl sonunda 39,4 milyon dolar olan net nakit fazlası, 2025 sonunda 42,6 milyon dolara yükseldi. Son dört yılda net nakit pozisyonunda yüzde 137 büyümeye kaydedildi. Ocak-Şubat 2026 itibarıyla bu trendin devam ettiği teyit edildi.

Dirençli İş Modeli

DESA yönetimi tarafından şirket iş modeli 'cari açık vermeyen, çok kanallı, çok markalı ve çok pazarlı' yapısıyla tanımlanıyor. Döviz gelirlerinin döviz giderlerini sürekli aşması, şirkete maliyet artışları ve piyasa oynaklığı dönemlerinde diğer oyunculara kıyasla belirgin bir tampon sağlıyor.

Yönetim, entegre iş yapısının önemine vurgu yaptı. Entegre tabakhaneden başlayıp nihai mamule, perakendeye ve yurt dışı satışa uzanan dikey yapı, Türkiye genelinde sadece iç pazara odaklanan sektör oyuncularından farklı olarak 30'dan fazla ülkede markalı ihracat, hem DESA markası hem de Samsonite distribütörlüğü ile çok markalı yapı, şirketi rakiplerinden ayırtıran başlıca unsurlar olarak öne çıkıyor. Kilogram başına ihracat değeri 116 dolar ile sektör ortalamasının belirgin biçimde üzerinde yer alıyor. Türkiye geneli ihracat ortalaması 1,2 dolar, deri sektörü ortalaması ise 12 dolar seviyesinde bulunuyor.

İtalya Yatırımı ve Lüks Marka Entegrasyonu

Temmuz 2022'de kuruluş kararı alınan İtalya fabrikası, Mayıs 2023'te üretime başladı. İtalya fabrikasının hem marka bilinirliği açısından hem de uluslararası konumlanma açısından güçlü kazanımlar yarattı.

Stratejik Katkıları - İtalya yatırımı, sadece üretim kapasitesi değil, piyasadaki algıyı ve marka konumlanmasını kökten değiştirdi. Fabrika sayesinde lüks markalar için Made in Italy ürün sunumu ya da Türkiye'de üretilip İtalya'da tamamlanan hibrit ürünler üretilebiliyor. Geçici ithalat/geçici ihracat prosedürü çerçevesinde hammadde iki şirket arasında offset ediliyor. Bu yapı ciroyu görünürde düşürse de net kar marjını artırıyor. Yönetim, geçmiş yıllarda 1,0 civarında seyreden ihracat çarpanının bu model sayesinde iki katına yaklaşılabileceğini belirtti.

DESA, bu yapıyı hayata geçiren tek dış kaynaklı üretici konumunda. Fabrikada çalışan sayısı 40-45 kişiden 90 kişiye ulaştı. Şirket, son iki sezondur Milano Moda Haftası'na defile düzenlemek üzere davet edilen tek Türk markası oldu. Belli bir ciro eşiğinin üzerinde çalışılan marka sayısı da dörtten sekize yükseldi.

Lüks Pazarda Yapısal Fırsat - İtalya'da Çin işgücüne yönelik denetim baskısı artıyor. Armani dahil 12 markaya kayyum atanması, akredite tedarikçi açığını gün yüzüne çıkardı. LWG Gold sertifikası, Sedex üyeliği ve çok sayıda denetim kuruluşu tarafından onaylı tedarikçi statüsüyle DESA bu boşluğu doldurmak için güçlü bir konumda. Yönetim, bu yapısal dönüşümün 2026-2027 ihracat büyümesinin en önemli katalizörü olabileceğini vurguladı.

Samsonite Ortaklığı

44 yıllık iş birliğiyle DESA, Samsonite'in dünyadaki en uzun soluklu partnerleri arasında yer alıyor. Türkiye, Ermenistan, Azerbaycan, Gürcistan, Suriye ve Kuzey Kıbrıs'ta Samsonite operasyonları J Retail çatısı altında yürütülüyor. Mevcut yapıda J Retail'e ait 16 Samsonite/TUM mağazası bulunurken DESA'nın franchise olarak açtığı 37 Samsonite mağazası daha var.

Ortaklık modelinin en kritik unsuru, satın alma fiyatının her zaman satış fiyatının üçte biri oranında belirlenmesi. Bu yapı sayesinde indirim dönemlerinde dahi güçlü brüt marj koruması sağlanıyor. Samsonite markalı satışlar, DESA'nın en yüksek marjlı satış kalemi konumunda seyrediyor. J Retail'in 19 mağazasının karlılığı ise yüzde 40 oranında equity pickup yöntemiyle DESA bilançosuna yansıtılıyor.

Türkiye'nin giderek pahalalanmasıyla birlikte turistlerin alışveriş eğilimi zayıfladığı ve bu durumun yıl genelinde Samsonite satışlarında baskı yarattığı ifade edildi. Buna karşın son çeyrekte büyüme yeniden yakalandı. Yönetim, Türkiye Voleybol Federasyonu ile hem kadın hem erkek takımlarının seyahat sponsorluğu anlaşması imzaladıklarını ve Pegasus ile ortak bir kampanya başlatacaklarını paylaştı.

DESA Markalı Perakende – Adetsel Büyüme ve Pazar Payı

Yönetim, ciroasal büyüme yerine enflasyondan arındırılmış adetsel büyümenin pazar payı göstergesi olarak daha sağlıklı bir metrik olduğunu vurguladı. DESA markalı satışlar 2025 genelinde yaklaşık yüzde 9,1 adetsel büyüme kaydetti. Çeyrek bazında bakıldığında birinci çeyrekte mevsimsellik etkisi yüzde 8,5 büyüme yaşanırken ikinci çeyrekte yüzde 7,5 daralma gerçekleşti. Üçüncü çeyrekte ivme geri döndü ve yüzde 13,5'e çıktı. Dördüncü çeyrekte ise yüzde 24,4 ile yılın en güçlü performansı sergilendi. Mart ayı itibarıyla adetsel büyüme yüzde 64 seviyesinde seyrediyor. Yönetim birinci çeyrek itibarıyla yüzde 50'nin üzerinde adetsel büyüme beklentisini paylaştı.

Dijital Kanal ve E-Ticaret - 1 Ekim 2025'te yenilenen dijital altyapı, satışlarda anlık ve belirgin bir ivmelenme sağladı. Yönetim, e-ticaretin DESA markalı satışlar içindeki payının giderek artmakta olduğunu ve bu kanalın karlılık üzerinde olumlu katkı sunduğunu vurguladı. Baz etkisi nedeniyle altyapı yenilemesinin büyüme etkisinin en az 10 ay daha sürmesi bekleniyor.

Crossborder E-ihracat - 1972 DESA markasıyla sürdürülen crossborder e-ihracat kanalı güçlü bir büyüme sergiledi. 2023'te 1,7 milyon euro olan brüt satış, 2024'te euro bazında yaklaşık yüzde 10 büyüdü. 2025'te ise net satış bazında yüzde 46 euro büyümesiyle yaklaşık 2,7 milyon euroya ulaşıldı. Başlangıçta yüzde 75'lere varan iade oranları da sistematik biçimde aşağı çekildi.

Halihazırda Zalando, bol.com, amazon.de ve otto.de üzerinden aktif olan şirket, Nisan 2026'da About You platformunu portföyüne katıyor. Tüm Avrupa ülkelerinde aktif olma hedefi belirlendi. Yönetim, bu kanalın düşük CAPEX gereksinimi ve yüksek karlılık potansiyeliyle önümüzdeki dönemde büyüme hikayesinin kritik bir ayağı olacağını ifade etti.

Sürdürülebilirlik ve Sertifikasyonlar

Yönetim, sürdürülebilirlik konusunda sektörün önünde konumlandıklarını vurguladı. Düzce fabrikası enerji ihtiyacının yaklaşık yüzde 150'sini GES'ten karşılıyor, fazlası şebekeye veriliyor. Çorlu tabakhanesi enerji ihtiyacının yüzde 80'inden fazlasını yenilenebilir enerjiden sağlıyor.

Sertifikasyon cephesinde şirket, Leather Working Group'un (LWG) en üst derecesi olan Gold sertifikasını taşıyor. LVM, Richemont, Kering, Burberry ve Prada grupları tarafından denetlenmiş ve onaylanmış tedarikçi statüsü lüks marka entegrasyonunu destekliyor.

'Responsible' devlet teşvik programında 36 proje tanımlandı. Bu kapsamda yatırımların yüzde 50'sine kadar devlet desteği imkânından yararlanılabiliyor. E-ticaret altyapısı yenileme maliyetinin önemli bir bölümü bu program kapsamında karşılandı. WFTO (World Fair Trade Organization) akreditasyonu için çalışmalar sürüyor. Düzce çevresindeki köylerdeki el emeği çalışanları Celentano Artisans şirketi altında kurumsallaştırıldı.

Büyüme Alanları

Yurt Dışı Franchise - Bağdat'ta açılan ilk franchise mağazanın ardından yatırımcı, 4 yıl içinde toplam 6 mağaza açmayı taahhüt etti. Savaş koşulları süreci yavaşlatmış olsa da yönetim çalışmalarının devam ettiğini ifade etti. Paris ve Milan showroom'ları aktif. 30'dan fazla ülkede markalı toptan satış sürdürülüyor.

Biyoteknoloji Yatırımı - DESA, gerçek deriden ayırt edilmesi güç biyoteknoloji kökenli deri alternatifi üzerine bir firmayla lisans anlaşması görüşüyor. Fermentasyon teknolojisiyle laboratuvar ortamında bir haftada deri üretimi mümkün oluyor. Bu süre geleneksel yöntemde bir inek için üç yıla karşılık geliyor. Malzeme, mevcut makine parkı ve altyapıyla işlenebilir nitelikte.

Geçtiğimiz sezonda Milano podyumunda bu malzeme ilk kez sergilendi. Hayvansal olmayan deri pazarının 2030'a kadar 538 milyar dolara ulaşması bekleniyor; bu pazarın yaklaşık yarısının biyolojik alternatiflere yöneleceği öngörülüyor. Hermès'in tek bir firmaya 187 milyon dolar yatırım yaptığı hatırlatıldı. Yönetim, bu girişimi yüksek risk-yüksek getiri bir startup olarak değerlendiriyor.

Temettü Politikası

Şirket, 13 yıl aradan sonra 2024 karı üzerinden temettü dağıtımına yeniden başladı ve bu politikayı sürdürülebilir kılmayı hedefliyor. 2025 karından 115 milyon TL temettü dağıtılması planlanıyor. Ödeme üç taksitte gerçekleştirilecek. 2024 yıl sonunda 39,4 milyon dolar olan net nakit fazlası, temettü dağıtımına rağmen 2025 sonunda 42,6 milyon dolara yükseldi.

2026 Görünümü

Yönetim, 2026 bütçe projeksiyonlarını kamuoyuyla paylaşmamakla birlikte genel çerçeveyi özetledi. İlk 2,5 aylık pazar payı kazanım eğilimi sürdürülebilir nitelikte, perakende özellikle önemli bir adetsel büyümeyle ilerliyor. İtalya'da yapısal fırsatın somutlaşmasıyla ihracat tarafında belirgin bir ivme bekleniyor. E-ihracat büyümesi ve yeni platformların (About You) devreye girmesiyle crossborder hasılatın daha da artması hedefleniyor.

Öte yandan belirsizlikler de sıralandı. Savaş ortamının seyri ve lüks tüketime olası etkileri, seçim ekonomisine geçiş zamanlaması ve iç piyasanın bundan ne ölçüde faydalanacağı yakından izleniyor. Bu yıl için büyük CAPEX yatırımı planlanmıyor. Buna karşın stratejik bir marka ortaklığı ya da ortak girişim teklifinin gündeme gelmesi halinde değerlendirilebileceği belirtildi.

Görüş

DESA, güçlü net nakit pozisyonu, sektör ortalamasının belirgin biçimde üzerinde seyreden ihracat katma değeri ve sürdürülebilir operasyonel karlılığıyla savunmacı ancak büyüme potansiyeli taşıyan bir profil sergilemektedir. İtalya'daki yapısal konumlanma, lüks segmentte derinleşen tedarikçi ilişkileri ve yeni dijital satış kanalları kısa-orta vadeli katalizörler arasında öne çıkıyor. Biyoteknoloji alanındaki girişim uzun vadede önemli bir değer unsuru olabilecek olmakla birlikte henüz erken aşamada. Şirketin sektörel çevrim dışı büyüme planlarının 2026-2027 döneminde finansalları destekleyici olacağı görüşündeyiz.

Sermaye Piyasası Kurulunun Seri:V, No:55 Yatırım Danışmanlığı Faaliyetine ve Bu Faaliyette Bulunacak Kurumlara İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ'i Uyarınca Yayımlanan Uyarı Notu:

Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti, yetkili kuruluşlar tarafından kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler ise 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. Çekince: Bu bilgiler ve görüşler önceden haber vermeksizin değiştirilebilir. İntegral Yatırım Menkul Değerler A.Ş. bilgilerin ve ifade edilen görüşlerin doğru, eksiksiz ve güncelleştirilmiş olduğuna dair (açıkça ifade edilmiş veya ima edilmiş) hiçbir beyan ve taahhütte bulunmaz. Herhangi bir yatırım konulu karar almadan önce bir uzmandan görüş alınmalıdır.

Sorumluluğun Sınırlandırılması: İntegral Yatırım Menkul Değerler A.Ş. herhangi bir sınırlandırma olmaksızın, dolaylı, direkt veya bir fiilin sonucu olarak ortaya çıkan zararlar da dâhil olmak üzere her türlü kayıp ve hasarla ilgili sorumluluk kabul etmez. Bu rapor tarafımızca doğruluğu ve güvenilirliği kabul edilmiş kaynaklar kullanılarak hazırlanmış olup yatırımcılara kendi oluşturacakları yatırım kararlarında yardımcı olmayı hedeflemekte ve herhangi bir yatırım aracını alma veya satma yönünde yatırımcıların kararlarını etkilemeyi amaçlamamaktadır. Yatırımcıların verecekleri yatırım kararları ile bu raporda bulunan görüş, bilgi ve veriler arasında bir bağlantı kurulamayacağı gibi, söz konusu kararların neticesinde oluşabilecek yanlışlık veya zararlardan kurum çalışanları ile Ulukartal Holding A.Ş. ve İntegral Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin herhangi bir sorumluluğu bulunmamaktadır.