

## KOTON 2Ç26 Finansal Sonuç Değerlendirmesi

2Ç26 finansal sonuçları ve yönetimin yılın geri kalanına ilişkin daha temkinli beklentileri doğrultusunda, araştırma kapsamımızda yer alan KOTON için 12 aylık hedef fiyatımızı 21,00 TL'den 19,00 TL'ye revize ederken, "AL" tavsiyemizi koruyoruz. Hedef fiyat revizyonumuzda, yurt içi talepteki zayıflık, operasyonel taraftaki daralmanın devam etmesi, 2026 satış büyümesi ve mağaza açılış hedeflerindeki aşağı yönlü güncellemeler ile Orta Doğu kaynaklı jeopolitik risklerin enerji ve girdi maliyetleri üzerinden enflasyonist baskıları canlı tutması etkili oldu.

**Hasılat beklentileri aşarken, net kar konjoktürel etkilerle beklentileri karşılayamadı.** Koton, 2Ç26 finansal sonuçlarında kontrol gücü olmayan payların etkisi dahil 29 milyon TL net zarar açıkladı. Piyasa beklentisi 30 milyon TL, Kuveyt Türk Yatırım Araştırma beklentimiz ise 23 milyon TL net kar yönündeydi. Net karın beklentilerin altında kalmasında özellikle operasyonel karlılıktaki zayıflama etkili olurken, şirketin 9.056 milyon TL seviyesindeki net satışları piyasa beklentisinin yaklaşık %10, kurum beklentimizin ise %13 üzerinde gerçekleşti. Böylece yılın ilk yarısında konsolide satışlar yıllık %2,4 düşüşle 17.919 milyon TL oldu.

Satışların coğrafi kırılımında, sıkı para politikası ve zayıflayan tüketici talebinin etkisiyle yurt içi satışlar yılın ilk yarısında %4,5 daralırken, yurt dışı satışlar operasyonel iyileşmelerin desteğiyle reel bazda %3,5 büyüyerek toplam satışların %27'sini oluşturdu. Özellikle yurt dışı mağazacılık satışlarının 2Ç26'da %11,5 büyümesi ve GCC Bölgesi satışlarının yılın ilk yarısında dolar bazında yaklaşık iki katına çıkması, yurt içindeki talep zayıflığını kısmen dengeleyen unsurlar olarak öne çıktı. Operasyonel tarafta toplam mağaza sayısı çeyrekssel bazda 464 seviyesinde sabit kalırken, toplam satış alanı %1 daralarak 391 bin m<sup>2</sup>'ye geriledi. Mağaza sayısının korunmasına karşın satış alanındaki sınırlı daralma, şirketin mağaza portföyünde m<sup>2</sup> verimliliğini önceliklendiren daha seçici bir yaklaşım izlediğine işaret ettiği kanaatindeyiz. Yurt içinde ise satışların %85'ini oluşturan mağazacılık gelirleri yılın ilk yarısında %5,8 daralırken, şirketin giyim perakendesi sektörüyle genel olarak paralel bir performans sergilediği görülüyor.

**Operasyonel karlılık göstergelerinde daralmalar gözlemlendi.** Karlılık tarafında, 2Ç26 brüt kar marjı yıllık 6,5 puan daralarak %58,4'e gerilerken, yılın ilk yarısında SŞ'26 sezonuna yönelik satın alma maliyetlerinin enflasyonun altında tutulmasının desteğiyle konsolide brüt kar marjı 0,5 puan artarak %54,7'ye yükseldi. Buna karşın faaliyet giderleri ve lojistik maliyetlerindeki baskı operasyonel karlılığı sınırladı. Piyasanın hesaplama yöntemine göre 2Ç26 FAVÖK 1.664 milyon TL ve FAVÖK marjı %18,4 seviyesinde gerçekleşerek 1.874 milyon TL'lik medyan beklentinin altında kaldı. Kurum olarak beklentimiz ise 1.887 milyon TL FAVÖK açıklanması yönündeydi. Şirketin hesaplama metodolojisine göre ise FAVÖK 2.121 milyon TL, FAVÖK marjı %23,4 olarak gerçekleşti. Bununla birlikte 6A26'da nakit akışı tarafındaki görünümünü olumlu değerlendiriyoruz. Stok ve işletme sermayesi yönetimiyle şirket 2Ç26'da 834 milyon TL, yılın ilk yarısında ise 1.753 milyon TL serbest nakit akışı oluştururken, stoklar yıllık yaklaşık %15 azaldı ve net işletme sermayesinin satışlara oranı 8,9 puan iyileşerek %12'ye geriledi. Bu gelişmelerin desteğiyle net finansal borç yıllık bazda 10,6 milyar TL'den 9,0 milyar TL'ye gerilerken, IFRS 16 hariç Net Borç/FAVÖK oranı 0,5x seviyesinde korundu.

**Şirket Yönetiminden yeni revizyonlar...** Şirket yönetimi finansal sonuçların ardından 2026 yılı beklentilerinde satış büyümesi ve mağaza açılış hedeflerinde aşağı yönlü revizyona giderken, satış büyümesi beklentisini önceki %5-7 seviyesinden yatay-düşük tek haneli büyümeye, net yeni mağaza hedefini ise 10+ seviyesinden 5+ seviyesine çekti. Her ne kadar hasılat beklentilerin üzerinde gerçekleşmiş olsa da, beklentilerin altında kalan operasyonel karlılık, net zarar ve özellikle büyüme beklentisindeki aşağı yönlü revizyon nedeniyle 2Ç26 sonuçlarını **negatif** değerlendiriyoruz.

**"AL"**  
**Hedef Fiyat: 19.00 TL**  
**Önceki Hedef Fiyat: 21.00 TL**  
**12 Aylık Getiri Potansiyeli : %50**

### Piyasa Bilgileri

|                            |          |
|----------------------------|----------|
| Bloomberg Kodu             | KOTON TI |
| Tavsiye                    | AL       |
| Hedef Fiyat ( TL/hisse)    | 19.00    |
| Kapanış ( TL/hisse)        | 12.69    |
| Yükseliş Potansiyeli (%)   | 50%      |
| Piyasa Değeri (milyon TL)  | 10,528   |
| Piyasa Değeri (milyon USD) | 221      |
| Firma Değeri (milyon TL)   | 19,521   |
| Sermaye (milyon TL)        | 830      |
| Halka Açıklık Oranı (%)    | 16.00    |

| Tahminler, TLmn     | 2025   | 2026T  | 2027T  |
|---------------------|--------|--------|--------|
| Net Satış Gelirleri | 32,873 | 42,753 | 52,718 |
| Büyüme (%)          | 0%     | 30.1%  | 23.3%  |
| FAVÖK*              | 7,789  | 9,893  | 12,486 |
| Büyüme (%)          | 4%     | 27%    | 26%    |
| Net Kar             | -964   | 32     | 1,288  |
| Büyüme (%)          | a.d    | -103%  | 3925%  |

### Karlılık (%)

|               |       |       |       |
|---------------|-------|-------|-------|
| FAVÖK Marjı   | 23.7% | 23.1% | 23.7% |
| Net Kar Marjı | -2.9% | 0.1%  | 2.4%  |

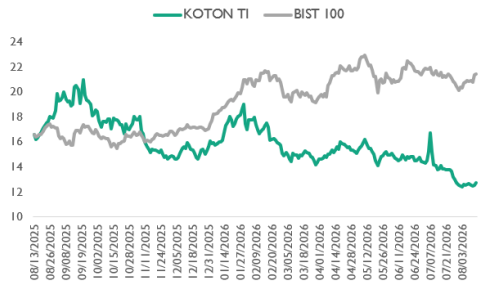
### Borçluluk

|                |       |        |       |
|----------------|-------|--------|-------|
| Net Borç       | 8,557 | 10,051 | 9,882 |
| Net Borç/FAVÖK | 1.10  | 1.02   | 0.79  |

### Değerleme Çarpanları

|          |      |        |      |
|----------|------|--------|------|
| F/K      | a.d  | 329.00 | 8.20 |
| FD/FAVÖK | 2.51 | 1.97   | 1.56 |

\*FAVÖK=(Faaliyet Karı + Amortisman + Ticari Mal Alımlarına İlişkin Vade Farkı Gideri)



### Analist

**Eren Bozdoğan**

[eren.bozdogan@kuveytturkiyatirim.com.tr](mailto:eren.bozdogan@kuveytturkiyatirim.com.tr)



## Özet Finansal Görünüm

| Gelir Tablosu (milyon TL)     | 2Ç26         | 2Ç25         | y/y (%)     | 1Ç26         | ç/ç (%)     | 6A26          | 6A25          | y/y (%)     |
|-------------------------------|--------------|--------------|-------------|--------------|-------------|---------------|---------------|-------------|
| <b>Net Satışlar</b>           | <b>9,056</b> | <b>9,438</b> | <b>-4</b>   | <b>8,863</b> | <b>2</b>    | <b>17,919</b> | <b>18,367</b> | <b>-2</b>   |
| Satışların Maliyeti (-)       | 3,767        | 3,310        | 14          | 4,356        | -14         | 8,123         | 8,409         | -3          |
| <b>Brüt Kar/Zarar</b>         | <b>5,290</b> | <b>6,128</b> | <b>-14</b>  | <b>4,507</b> | <b>17</b>   | <b>9,797</b>  | <b>9,957</b>  | <b>-2</b>   |
| Faaliyet Giderleri (-)        | 4,812        | 4,508        | 7           | 4,055        | 19          | 8,866         | 8,805         | 1           |
| <b>Esas Faaliyet Karı</b>     | <b>478</b>   | <b>1,619</b> | <b>-70</b>  | <b>452</b>   | <b>6</b>    | <b>930</b>    | <b>1,152</b>  | <b>-19</b>  |
| Amortisman                    | 1,186        | 1,385        | -14         | 1,163        | 2           | 2,349         | 2,356         | -0          |
| <b>FAVÖK</b>                  | <b>1,664</b> | <b>3,005</b> | <b>-45</b>  | <b>1,615</b> | <b>3</b>    | <b>3,279</b>  | <b>3,508</b>  | <b>-7</b>   |
| Diğ. Gelir/Gider (net)        | -123         | -153         | a.d.        | -555         | a.d.        | -678          | 6             | a.d.        |
| Yat. Fal. Gel. (net)          | -1           | 2            | a.d.        | 1            | a.d.        | -0            | 3             | a.d.        |
| Finansal Gelir/Gider (net)    | -398         | -840         | a.d.        | -165         | a.d.        | -563          | -1,125        | a.d.        |
| Parasal Kazanç (Kayıp)        | 222          | 199          | 11          | 611          | -64         | 833           | 800           | 4           |
| <b>Vergi Öncesi Kar/Zarar</b> | <b>-44</b>   | <b>628</b>   | <b>a.d.</b> | <b>-267</b>  | <b>a.d.</b> | <b>-311</b>   | <b>36</b>     | <b>a.d.</b> |
| Vergi                         | 15           | -189         | a.d.        | -17          | a.d.        | -3            | -128          | a.d.        |
| Kont. Gücü Olmayan Paylar     | 19           | -12          | a.d.        | 14           | 40          | 33            | 4             | 672         |
| <b>Ana Ortaklık Net Kar</b>   | <b>-49</b>   | <b>451</b>   | <b>a.d.</b> | <b>-298</b>  | <b>a.d.</b> | <b>-347</b>   | <b>-96</b>    | <b>a.d.</b> |

| Karlılık                | 2Ç26          | 2Ç25          | y/y (%)         | 1Ç26         | ç/ç (%)       | 6A26         | 6A25         | y/y (%)        |
|-------------------------|---------------|---------------|-----------------|--------------|---------------|--------------|--------------|----------------|
| Brüt Kar Marjı          | 58.4%         | 64.9%         | -6.5bps         | 50.9%        | 7.6bps        | 54.7%        | 54.2%        | 0.5bps         |
| Esas Faaliyet Kar Marjı | 5.3%          | 17.2%         | -11.9bps        | 5.1%         | 0.2bps        | 5%           | 6%           | -1.1bps        |
| <b>FAVÖK Marjı</b>      | <b>18.37%</b> | <b>31.84%</b> | <b>-13.5bps</b> | <b>18.2%</b> | <b>0.1bps</b> | <b>18.3%</b> | <b>19.1%</b> | <b>-0.8bps</b> |
| Vergi Oranı             | -33.8%        | -30.1%        | a.d.            | 6.5%         | a.d.          | 1%           | -352%        | a.d.           |
| Net Kar Marjı           | -0.5%         | 4.78%         | a.d.            | -3.4%        | a.d.          | -1.9%        | -1%          | a.d.           |
| <b>*Net Borç</b>        | <b>8,993</b>  | <b>8,021</b>  | <b>12</b>       | <b>8,188</b> | <b>10</b>     | <b>8,993</b> | <b>8,021</b> | <b>12</b>      |
| Net Borç (USD)          | 193           | 202           | -4              | 184          | 5             | 193          | 202          | -4             |
| Net Borç/FAVÖK          | 0.96          | 1.20          | -23.8bps        | 1.46         | -49.6bps      | 0.96         | 1.20         | -23.8bps       |

| Nakit Akım Tablosu               | 2Ç26       | 2Ç25        | y/y (%)     | 1Ç26       | ç/ç (%)     | 6A26         | 6A25       | y/y (%)    |
|----------------------------------|------------|-------------|-------------|------------|-------------|--------------|------------|------------|
| İşletme Faaliyetlerinden Nakit   | 1,049      | 1,163       | -10         | 1,093      | -4          | 2,218        | 1,347      | 65         |
| Yatırım Faaliyetlerinden Nakit   | -215       | -323        | a.d.        | -233       | a.d.        | -465         | -601       | a.d.       |
| <b>Serbest Nakit Akımı</b>       | <b>834</b> | <b>840</b>  | <b>-1</b>   | <b>859</b> | <b>-3</b>   | <b>1,753</b> | <b>746</b> | <b>135</b> |
| <i>Gelirlere Oranı (%)</i>       | 9.2%       | 8.9%        | 0.3bps      | 10%        | -0.5bps     | 9.8%         | 4.1%       | 5.7bps     |
| Finansman Faaliyetlerinden Nakit | -900       | -1,102      | a.d.        | -784       | a.d.        | -1,740       | -388       | a.d.       |
| Yabancı Para Çevrim Farkı Etkisi | 0          | 0           | a.d.        | 0          | a.d.        | 0            | 0          | a.d.       |
| <b>Net Nakit Değişimi</b>        | <b>-67</b> | <b>-261</b> | <b>a.d.</b> | <b>75</b>  | <b>a.d.</b> | <b>13</b>    | <b>358</b> | <b>-96</b> |

\* Pozitif rakam net borç, negatif rakam ise net nakit pozisyonunu ifade etmektedir.

\*\* a.d. = Anlamlı Değil



## Kuveyt Türk Yatırım Araştırma Ekibi

Dr. Kutay Gzgr  
ARAşTIRMA DİREKTÖRÜ

Ubeyde Safvan Erbaş  
YÖNETMEN  
Teknik Analist

Muhammet akmak  
YÖNETMEN  
Havacılık, Sağlık, Bilişim, GYO

Eren Bozdoğan  
KIDEMLİ UZMAN  
Perakende, Sanayi, Savunma

Furkan Ataş  
UZMAN YARDIMCISI

Ali Osman Okut  
UZMAN YARDIMCISI  
Çimento

Uğur Kara  
UZMAN YARDIMCISI

### İletişim ve Haberleşme için:

arastirma@kuveytturkyatirim.com.tr

## Yasal Uyarı

Bu raporda yer alan bilgiler Kuveyt Türk Yatırım Menkul Değerler A.ř. ("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 dayanılarak 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.

