KOTON 3Ç26 Finansal Sonuç Değerlendirmesi

Araştırma kapsamımızda yer alan KOTON için 12 aylık hedef fiyatımızı 19,00 TL'den 16,00 TL'ye revize ediyoruz. Hedef fiyat revizyonumuzda, yurt içi tüketici talebindeki zayıflık, fiyatlama baskısı, devam eden jeopolitik riskler, kur artışlarının enflasyonun gerisinde kalması ve şirket yönetiminin satış büyümesi ile karlılık hedeflerini ikinci kez aşağı yönlü güncellemesi etkili oldu.

"AL"
Hedef Fiyat: 16,00 TL
12 Aylık Getiri Potansiyeli : %85

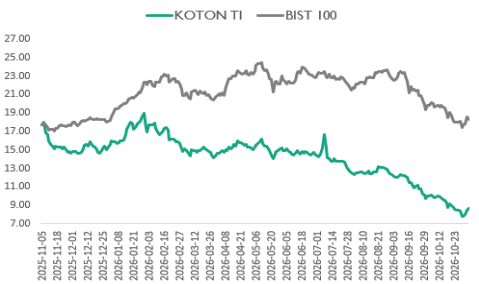
Net zarar piyasa beklentisine paralel gerçekleşirken, satışlarda yıllık daralma devam etti. Koton, 3Ç26 finansal sonuçlarını 604 milyon TL net zarar açıkladı. Kuveyt Türk Yatırım Araştırma beklentimiz 570 milyon TL, piyasa medyan beklentisi ise 609 milyon TL net zarar yönündeydi. Böylece net zarar kurum beklentimizin %5,9 üzerinde gerçekleşirken, piyasa beklentisinin ise yaklaşık %0,1 altında gerçekleşti. Şirketin 9.329 milyon TL seviyesindeki satışları ise 9.392 milyon TL'lik kurum tahminimizin %0,7 altında, 9.290 milyon TL'lik piyasa beklentisinin %0,4 üzerinde kaldı. Satışlar yıllık bazda %9,1 daralırken, 9A26 konsolide hasılatı %4,8 düşüşle 28.246 milyon TL seviyesinde gerçekleşti. Net zarardaki artışta operasyonel karlılıktaki zayıflama ve azalan parasal pozisyon kazançları etkili olurken, net finansman giderlerindeki düşüş zararı kısmen sınırladı.

Piyasa Bilgileri	
Bloomberg Kodu	KOTON TI
Tavsiye	AL
Hedef Fiyat (TL/hisse)	16.00
Kapanış (TL/hisse)	8.63
Yükseliş Potansiyeli (%)	85%
Piyasa Değeri (milyon TL)	7,160
Piyasa Değeri (milyon USD)	143
Firma Değeri (milyon TL)	16,766
Sermaye (milyon TL)	830
Halka Açıklık Oranı (%)	16.00

Tahminler, TLmn	2025	2026T	2027T
Net Satış Gelirleri	40,867	39,765	46,210
Büyüme (%)	0%	-3%	16%
FAVÖK*	7,789	8,251	9,819
Büyüme (%)	4%	6%	19%
Net Kar	-964	-899	98
Büyüme (%)	a.d	a.d	a.d
Karlılık (%)			
FAVÖK Marjı	19.1%	20.7%	21.2%
Net Kar Marjı	-2.4%	-2.3%	0.2%
Borçluluk			
Net Borç	8,557	9,898	9,328
Net Borç/FAVÖK	1.10	1.20	0.95
Değerleme Çarpanları			
F/K	a.d	a.d	73.06
FD/FAVÖK	2.15	2.03	1.71

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

Yurt içindeki talep zayıflığı sürerken, yurt dışı operasyonlar görece dirençli kaldı. Sıkı finansal koşullar, zayıf tüketici talebi ve yüksek baz etkisiyle yurt içi satışlar 3Ç26'da yıllık %11,5, 9A26'da %6,9 daraldı. Yılın ilk dokuz ayında yurt içi mağazacılık gelirleri %7,5, e-ticaret satışları %9,9 gerilerken, toptan satışlar %6,3 büyüdü. Yurt dışı satışlar 3Ç26'da %3,0 daralmasına karşın, 9A26'da reel bazda %1,2 büyüyerek toplam satışların %28'ini oluşturdu. Yurt dışı mağazacılık gelirlerinin %5,9, dolar bazında toplam yurt dışı satışların %7,4 ve GCC Bölgesi gelirlerinin %93 artması, yurt içindeki daralmayı kısmen dengeledi. Mağaza sayısı 2Ç26'daki 464 seviyesinden 3Ç26'da 468'e, ekim sonunda 470'e yükselirken, toplam satış alanı 389 bin m²'ye geriledi. Buna karşın 9A26'da yurt içi ve yurt dışı m² verimliliği dolar bazında yaklaşık %7 arttı.



Operasyonel karlılıkta daralma devam etti. Karlılık tarafında 3Ç26 brüt kar marjı yıllık 1,8 puan daralarak %55,0 seviyesinde gerçekleşirken, 9A26 brüt kar marjı 0,3 puan düşüşle %54,8 oldu. Satın alma maliyetlerinin enflasyonun altında tutulması brüt marjı desteklese de zayıf satış performansı, artan enerji ve lojistik maliyetleri ile azalan kur farkı gelirleri operasyonel kârlılığı baskıladı. Piyasanın hesaplama yöntemine göre 3Ç26 FAVÖK 1.620 milyon TL ile 1.490 milyon TL'lik medyan piyasa beklentisinin %8,7, 1.495 milyon TL'lik kurum beklentimizin ise %8,4 üzerinde gerçekleşti. Şirketin hesaplama metodolojisine göre ise 3Ç26 FAVÖK yıllık %18,2 düşüşle 1.921 milyon TL, FAVÖK marjı 2,3 puan daralmayla %20,6 seviyesinde gerçekleşti. 9A26 FAVÖK de yıllık %19,3 azalarak 5.964 milyon TL'ye gerilerken, FAVÖK marjı %24,9'dan %21,1'e düştü. Böylece FAVÖK piyasa ve kurum beklentilerini aşmasına karşın, yıllık bazda operasyonel kârlılıktaki zayıf görünüm devam etti.

Şirket yönetiminden 2026 hedeflerine ikinci revizyon… Şirket yönetimi, sektörel daralma, jeopolitik kaynaklı maliyet baskıları ve kur dinamikleri nedeniyle 2026 beklentilerini yeniden aşağı yönlü güncelledi. Satış büyümesi beklentisi yatay-düşük tek haneli büyümeden düşük tek haneli daralmaya, brüt kar marjı %54'ten %52'ye, FAVÖK marjı ise %24'ten %21'e çekildi. IFRS 16 hariç Net Borç/FAVÖK hedefi 0,5x'ten 0,6x'e yükseltilirken, yatırım harcamalarının satışlara oranı %3,5'ten %3,0'e indirildi ve 5+ net mağaza hedefi korundu. Yönetim, son çeyreğe satışlarda toparlanmayla başlandığını, ekim ayındaki kur hareketlerinin ve ilerleyen dönemde enflasyondaki düşüş ile güçlü TL politikasının etkilerinin azalmasının finansalları destekleyebileceğini belirtti. Net zarar ve hasılatın beklentilere yakın gerçekleşmesine karşın, operasyonel karlılıktaki daralma ve aşağı yönlü hedef revizyonları nedeniyle **3Ç26 sonuçlarını negatif değerlendiriyoruz**.

Analist
Eren Bozdoğan
eren.bozdogan@kuveytturkyatirim.com.tr

Özet Finansal Görünüm

Gelir Tablosu (milyon TL)	3Ç26	3Ç25	y/y (%)	2Ç26	ç/ç (%)	9A26	9A25	y/y (%)
Net Satışlar	**9,329**	**10,267**	**-9**	**9,056**	**3**	**28,246**	**29,656**	**-5**
Satışların Maliyeti (-)	4,200	4,433	-5	3,767	12	12,775	13,311	-4
Brüt Kar/Zarar	**5,130**	**5,834**	**-12**	**5,290**	**-3**	**15,472**	**16,346**	**-5**
Faaliyet Giderleri (-)	4,538	4,850	-6	4,812	-6	13,898	14,145	-2
Esas Faaliyet Karı	**591**	**984**	**-40**	**478**	**24**	**1,573**	**2,201**	**-29**
Amortisman	1,029	1,159	-11	1,186	-13	3,509	3,646	-4
FAVÖK	**1,620**	**2,143**	**-24**	**1,664**	**-3**	**5,082**	**5,847**	**-13**
Diğ. Gelir/Gider (net)	-569	-537	a.d.	-123	a.d.	-1,284	-530	a.d.
Yat. Fal. Gel. (net)	0	5	-93	-1	a.d.	0	8	-98
Finansal Gelir/Gider (net)	-636	-514	a.d.	-398	a.d.	-1,230	-1,702	a.d.
Parasal Kazanç (Kayıp)	113	484	-77	222	-49	992	1,328	-25
Vergi Öncesi Kar/Zarar	**-613**	**-62**	**a.d.**	**-44**	**a.d.**	**-941**	**-24**	**a.d.**
Vergi	3	65	-95	15	-78	1	-71	a.d.
Kont. Gücü Olmayan Paylar	-6	-1	a.d.	19	a.d.	30	3	787
Ana Ortaklık Net Kar	**-604**	**4**	**a.d.**	**-49**	**a.d.**	**-970**	**-98**	**a.d.**

Karlılık	3Ç26	3Ç25	y/y (%)	2Ç26	ç/ç (%)	9A26	9A25	y/y (%)
Brüt Kar Marjı	55.0%	56.8%	-1.8bps	58.4%	-3.4bps	54.8%	55.1%	-0.3bps
Esas Faaliyet Kar Marjı	6.3%	9.6%	-3.2bps	5.3%	1.1bps	6%	7%	-1.9bps
FAVÖK Marjı	**17.37%**	**20.87%**	**-3.5bps**	**18.4%**	**-1.0bps**	**18.0%**	**19.7%**	**-1.7bps**
Vergi Oranı	-0.5%	-103.9%	a.d.	-33.8%	a.d.	0%	296%	a.d.
Net Kar Marjı	-6.5%	0.04%	a.d.	-0.5%	a.d.	-3.4%	0%	a.d.
***Net Borç**	**9,606**	**7,929**	**21**	**8,993**	**7**	**9,606**	**7,929**	**21**
Net Borç (USD)	196	191	3	193	2	196	191	3
Net Borç/FAVÖK	1.19	1.23	-3.6bps	0.91	27.7bps	1.19	1.23	-3.6bps

Nakit Akım Tablosu	3Ç26	3Ç25	y/y (%)	2Ç26	ç/ç (%)	9A26	9A25	y/y (%)
İşletme Faaliyetlerinden Nakit	357	1,568	-77	1,049	-66	2,699	2,991	-10
Yatırım Faaliyetlerinden Nakit	-256	-247	a.d.	-215	a.d.	-747	-882	a.d.
Serbest Nakit Akımı	**101**	**1,321**	**-92**	**834**	**-88**	**1,952**	**2,109**	**-7**
Gelirlere Oranı (%)	1.1%	12.9%	-11.8bps	9%	-8.1bps	6.9%	7.1%	-0.2bps
Finansman Faaliyetlerinden Nakit	-275	-1,380	a.d.	-900	a.d.	-2,112	-1,790	a.d.
Yabancı Para Çevrim Farkı Etkisi	0	0	a.d.	0	a.d.	0	0	a.d.
Net Nakit Değişimi	**-174**	**-59**	**a.d.**	**-67**	**a.d.**	**-160**	**318**	**a.d.**

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

** a.d. = Anlamlı Değil

Kuveyt Türk Yatırım Araştırma Ekibi

Dr. Kutay Gözgör
ARAŞTIRMA DİREKTÖRÜ

Ubeyde Safvan Erbaş
YÖNETMEN
Teknik Analist

Muhammet Çakmak
YÖNETMEN
Havacılık, Sağlık, Bilişim, GYO

Eren Bozdoğan
YÖNETMEN
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.Ş. ("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 zararla 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.