

DESA Toplantı Notu

Desa'nın 2025 yılını değerlendirdiği ve 2026 yılına ilişkin beklentilerini paylaştığı analist sunumuna katıldık. Söz konusu toplantıdan derlediğimiz önemli notlar aşağıda yer almaktadır.

Şirketin Genel Faaliyeti ve Operasyonel Görünümü

1972 yılında aile şirketi olarak kurulan DESA, Türkiye'de üç ve İtalya'da bir tesis olmak üzere toplamda 4 üretim tesisiyle deri ve deri ürünleri üretiminde faaliyet göstermektedir. Üretim tesislerinde kadın ve erkek giyim ürünleri, çanta ve aksesuar üretimi gerçekleştirmekte; söz konusu ürünlerin dağıtımını toptan ve perakende satış kanalları aracılığıyla yapmaktadır. Fiziki mağazaların yanı sıra 4 sanal mağaza ve 1 dijital showroom üzerinden e-ticaret operasyonlarını sürdürmektedir. DESA, Prada, Miu Miu, Chanel, Emporio Armani ve Furla gibi uluslararası lüks markalara entegre çözüm sağlayıcı olarak hizmet vermektedir. Ayrıca, Samsonite ile 2007 yılında kurulan %40-%60 ortak girişim sayesinde seyahat ürünleri segmentindeki faaliyetlerini güçlendirmiştir. Uluslararası büyüme stratejisi kapsamında şirket, 2022 yılında İtalya'da Ar-Ge ve üretim yatırımı gerçekleştirmiştir. DESA, İtalya'da deri üretim tesisi bulunan tek Türk markası konumundadır.

Şirket'in 3 ana satış kanalı bulunmaktadır:

- 1) Markalar için üretim. Kârlılığı görece düşük olan fason üretimi kapsamaktadır.
- 2) Perakende operasyonu. Desa markasıyla yürütülen perakende operasyonudur.
- 3) Samsonite iş birliği. Kârlılığı en yüksek olan satış kanalıdır.

Şirket, Türkiye genelinde 54 DESA, 37 DESA-Samsonite, 2 DESA franchise, 13 Samsonite JV ve 3 Tumi JV olmak üzere toplam 109 mağaza ve 14.762 m² mağaza alanı ile faaliyet göstermektedir. 2025 yılında 4 mağaza kapatılmış ve 3 yeni mağaza açılmıştır (2024 sonu 110 mağaza).

Şirketin ihracat yapısı ise 3 ana kalemden oluşmaktadır:

- 1) Türkiye'de üretilerek ihraç edilen ürünler (Made in Turkey),
- 2) İtalya'da üretilip satılan ürünler,
- 3) Üretimin bir kısmı Türkiye'de, son işlemleri İtalya'da tamamlanarak "Made in Italy" etiketiyle satılan ürünler.

Desa Deri

Hisse Detayları	DESA Tİ
Bloomberg Kodu	11,94
Hisse Fiyatı (TL)	17,96%
Fiili Dolaşım Oranı	5.851
Piyasa Değeri (mn TL)	133
Piyasa Değeri (mn \$)	0,00%
BIST-100 Endeks Ağırlığı	0,02%
BIST Tüm Endeks Ağırlığı	12,70%
Yabancı Yatırımcı Oranı	0,00%
Emeklilik Fonları Oranı	2,79%
Yatırım Fonları Oranı	

Kaynak: Matriks, Finnet, PhillipCapital Araştırma

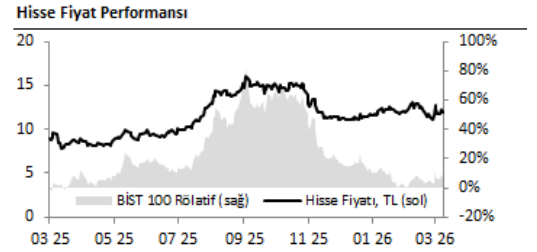
Fiyat ve piyasa değeri 18/03/2026 itibarıyla

Finansal Veriler (mn TL, TMS 29)	4Ç24	4Ç25	12A24	12A25
Gelirler	1.015	907	3.901	3.818
Brüt Kâr	590	596	2.238	2.237
Brüt Kâr Marjı	58,1%	65,7%	57,4%	58,6%
FAVÖK	279	277	1.105	912
FAVÖK Marjı	27,5%	30,5%	28,3%	23,9%
Net Kâr	32	190	429	581
Net Kâr Marjı	3,2%	21,0%	11,0%	15,2%
Net Borç	-1.539	-1.536	-1.539	-1.536
Piyasa Çarpanları	2023	2024	Son	
F/K	4,1	13,5	10,1	
PD/DD	1,2	1,7	1,5	
FD/FAVÖK	1,5	3,9	4,7	

Kaynak: Şirket Verisi, PhillipCapital Araştırma

Ortaklık Yapısı	Hisse Sayısı (milyon)	Oran
Çelet Holding Anonim Şirketi	307	62,7%
Diğer	92	18,8%
Toplam	490	

Kaynak: Şirket Verisi



Kaynak: BIST, Finnet

	1a	3a	6a	1y
Nominal	-8,2%	8,2%	-20,0%	27,5%
Rölatif	-0,2%	-6,5%	-32,6%	5,0%
Ort.İşl.Hacmi (mn\$)	0,5	0,5	0,5	0,6

Kaynak: BIST, Finnet

Nazlı Tuna AKAR

tuna.akar@phillip.com.tr

İtalya Yatırımı

DESA, Temmuz 2022’de aldığı İtalya yatırım kararını takiben yatırımı hayata geçirdi ve Mayıs 2023 itibarıyla üretime başladı. İtalya’daki görece yüksek işgücü ve üretim maliyetleri nedeniyle söz konusu tesiste Türkiye operasyonlarına kıyasla daha sınırlı ve butik bir organizasyon yapısı benimsenmiş olup, Aralık 2025 itibarıyla çalışan sayısı 90’a ulaştı. İtalya pazarında şirket, küçük ve orta ölçekli Çinli üreticilerin piyasadan çekilmesi ve sertifikasyon gerekliliklerine uyum sağlayan üreticilere yönelmesiyle stratejik bir avantaj elde etti. Bu sayede DESA, üretim ve lojistik avantajını kullanarak markalı satışlarını artırarak mevcut müşterilerle ilişkilerini güçlendirmektedir. Söz konusu yatırımın orta-uzun vadede daha önce erişilemeyen müşteri segmentlerine ulaşılmasını, yeni müşteri kazanımlarını ve ürün karmasının yukarı taşınmasını sağlayarak sürdürülebilir büyümeye katkı sunması hedeflenmektedir.

Diğer yandan şirketin hayvansal olmayan deri üretimindeki teknolojik yatırımlar ve sürdürülebilir üretim yöntemleri, global trendlerle uyumlu bir ürün portföyü sunmaktadır. Milano’da DESA markasının podyumda yer alması ve Balenciaga gibi firmalarla gerçekleştirilen biyoteknoloji tabanlı üretim iş birliği, önümüzdeki yıllarda yüksek değer yaratabilecek stratejik adımlar olarak öne çıkıyor.

Operasyonel Görünüm

2025 yılının ilk çeyreğinde DESA markalı adetsel satışlar (perakende + e-ticaret) yıllık bazda %8,5 büyümeye kaydederken ikinci çeyrekte perakende kanalındaki daralmadan dolayı %7,5 azaldı. Ancak yılın ikinci yarısında hızlı bir toparlanma gerçekleşti ve büyüme ivmesi dördüncü çeyrekte %24,4 ile zirveye ulaştı. Sonuç olarak, 2025’te adetsel bazda yıllık büyüme %9,1 seviyesinde gerçekleşti.

Diğer yandan Samsonite’ın yurt içi satış adetleri son çeyrekte yıllık bazda değişim göstermeyerek yatay kalırken (21.072 adet) 2025 yılının tamamında yıllık %8 azalışla 84.878 adete geriledi. Bununla birlikte tüm kanallardan yapılan satış adetleri son çeyrekte yıllık %15 oranında artarken 2025 yılında ise %4 azalış gösterdi. Yılın son çeyreğinde satış büyümesinin ana itici gücü ayakkabı kategorisi olurken, 2025 yılı genelinde de ayakkabı grubu büyümeye katkı sağladı, çanta grubu ise Türkiye’de turist harcamalarının azalması ve Tax-Free nedeniyle negatif ayrıştı.

Yurt içi satış gelirlerinde ana kanal olan perakendenin payı, son üç yılda 4,8 puan azalarak %82,5 seviyesine gerilerken toptan satışlar %8,8’e ve online satışlar %8,7’ye çıkarak büyüme trendini yakaladı. Toplam satış gelirleri içinde yurt içi satışların payı son üç yılda 16,2 puanlık belirgin bir artışla %82,0’ye yükseldi ve şirketin ana odak noktası olmaya devam etti.

İhracat gelirleri yıldan yıla gerilemiş olsa da İtalya’daki stratejik yatırımlar ve olası yeni ortaklıklarla Avrupa pazarındaki konum güçlendirilirken yurt dışı franchise açılışları ve sınır ötesi e-ticaret hacmindeki artış ile “1972 DESA” operasyonunun büyümesi katma değerli markalı ihracatın payını yükseltmektedir. Böylece, ihracat tarihsel olarak düşük seviyelere inmiş olsa da talep koşulları normalleştiğinde şirket hızlı kapasite artışı gerçekleştirebilecek güçlü bir konuma sahiptir.

Finansal Görünüm

DESA, enflasyon muhasebesi uygulanmış finansal sonuçlarına göre, **4Ç25 döneminde** şirketin satış gelirleri yıllık bazda %11 düşüşle 907 mn TL'ye geriledi. Bu dönemde ihracatın dolar bazında azalış göstermesi ve jeopolitik gelişmelerin de etkisiyle Avrupa'da lüks tüketim talebindeki zayıflaması gelir büyümesini baskılayarak artırılan reklam ve pazarlama yatırımları, ünlü iş birlikleri ve influencer çalışmalarıyla güçlenen marka görünürlüğü ile yenilenen e-ticaret altyapısının katkısı sayesinde perakende ve online kanallarda güçlü bir büyüme kaydedildi; böylece ihracat tarafındaki zayıflık önemli ölçüde dengelendi.

Operasyonel giderlerde kısmen iyileşme görülürken FAVÖK (diğer gelir/gider dahil) yıllık bazda %24 oranında artışla 277 mn TL oldu; FAVÖK marjı ise yıllık 8,6 puan artışla %30,5 olarak gerçekleşti. Diğer yandan efektif vergi oranındaki düşüş, net finansman gelirlerindeki iyileşme ve net parasal pozisyon kaybındaki gerilemenin etkisiyle net dönem kârı yıllık bazda yaklaşık 4,9 kat artışla 190 milyon TL'ye yükseldi.

Şirketin net nakit pozisyonu, 2025 yılı itibarıyla 1,83 milyar TL'ye ulaştı. Son dört yılda USD bazında kümülatif %137 artış gerçekleşti (2024: 39,4 mn USD, 2025: 42,6 mn USD).

Şirket, 2025 yılında pay sahiplerine üç taksit halinde toplam 100 milyon TL net temettü ödemesi gerçekleştirdi. 2026 yılı için ise yine üç taksit halinde toplam 115 milyon TL, hisse başına net 0,2347 TL temettü dağıtılması kararı 14.04.2026 tarihli Genel Kurulda ortakların onayına sunulacak. Son kapanış fiyatına göre temettü verimliliği yaklaşık %2 düzeyindedir.

2026 Yılına Yönelik Beklentiler

2026'nın ilk iki ayında, Ramazan takviminin dönemsel etkilerine rağmen büyüme sürdü ve trend devam etti; e-ticaret tarafında ise daha güçlü bir ivme kaydedildi.

Şirket, Ekim 2025'te devreye alınan yeni sistemler, teknolojik geliştirmeler ve online altyapı yatırımlarının etkisiyle 2026'da hem satış adedi hem de ciroda artış bekliyor. Şirket, fiyat etkilerinden arındırılmış gerçek talep ve pazar payı kazanımlarını daha iyi yansıtmaya nedeniyle adetsel artışa önem veriyor. Adetsel bazda 2026'nın yıllık bazda daha olumlu bir performansla başladığı görülüyor.

İhracat tarafında mevcut düşüş trendinin tersine dönmesi ve özellikle İtalya operasyonlarının hızlı bir büyüme ivmesi yakalaması öngörüldürken burada mevcut iş ortakları ve markalarla yeni ortak girişimler (joint venture) kurulması ihtimali de gündemde.

Genel Değerlendirme

Genel olarak değerlendirildiğinde, DESA'nın Türkiye'deki entegre üretim yapısı ve güçlü perakende ağına, İtalya'daki yatırımın kademeli katkısıyla birlikte orta ve uzun vadede büyüme ve kârlılık açısından destekleyici bir görünüm sunacağını düşünüyoruz. Bununla birlikte, şirketin önemli bir yatırım planlamasının olmaması, güçlü net nakit pozisyonu ve yüksek likiditesi ile avantajlı bir durumda olduğuna inanıyoruz. Mevcut kanal karması, perakende ağırlıklı yapı ve yüksek kârlı Samsonite iş birliği ve yeni arz artışı ve e-ticaret kanalında beklenen büyümenin katkısı dikkate alındığında marjların görece desteklenmeye devam etmesini bekliyoruz. Şirket 2026 tahminlerimize göre 3,4x FD/FAVÖK çarpanıyla işlem görmektedir.

DESA'nın faaliyet gösterdiği tüm satış kanallarını ve iş modelini birebir yansıtan karşılaştırılabilir bir benzer şirket seti oluşturmak mümkün olmayabilir. Ancak Batı Avrupa bölgesi için belirlediğimiz benzer şirketlerin ortalama 1 yıl ileri vadeli FD/FAVÖK çarpanı 8,6x civarındadır. Buna göre hissenin benzerlerine kıyasla %60 iskontolu işlem gördüğü söylenebilir.

Şirket	Ülke	PD (mn USD)	FD/FAVÖK 2026T
Van De Velde Nv	Belçika	444	7,1
Smcp Sa	Fransa	482	3,8
Moncler Spa	İtalya	16,673	12,1
Capri Holdings Ltd	B. Britanya	2,208	9,9
Delta Plus Group	Fransa	337	8,6
Medyan			8,6
DESA	Türkiye	136	3,4
Prim/(İskonto)			-60%

Kaynak: Bloomberg, PhillipCapital Araştırma

Yasal Uyarı

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