

Bilanço Analizi – 4Ç25

4 Mart 2026

TACİRLER

YATIRIM

Koton

Koton'un 4Ç25 sonuçlarını nötr değerlendiriyoruz. Operasyonel tarafta şirket çeyreği güçlü kapatırken, net kar tarafı beklentilerin altında kaldı. Piyasa beklentisi olan 110 mn TL ve bizim 49 mn TL net zarar tahminimize karşılık, 885 mn TL net zarar açıklandı. Sapmanın kaynağı ağırlıklı olarak 472 mn TL parasal kayıp ve net finansal giderlerdeki yıllık artıştan oluşuyor. Bu kalemlerin büyük ölçüde operasyonel olmayan ve geçici nitelikte olması, şirketin 2026 beklentilerinin sağlam kalması nedeniyle orta - uzun vadeli yatırım tezimizde bir değişiklik görmüyoruz. 12 aylık hedef fiyatımızı 27,00 TL'de ve AL tavsiyemizi koruyoruz.

Finansal Özet. 4Ç25'te konsolide ciro 9,0 mlr TL ile yıllık reel %13 büyürken (Tacırlar tahmini: 8,7 mlr TL), brüt kar marjı dinamik ürün planlaması ve enflasyonun altında tutulan satın alma maliyetlerinin etkisiyle %51,6'ya ulaştı. FAVÖK 1,57 mlr TL olarak gerçekleşti (Tacırlar tahmini: 1,76 mlr TL); FAVÖK marjı %17,4'e yükseldi. Ancak faaliyet altı kalemlerde — 1,474 mn TL net finansman gideri ve 472 mn TL parasal kayıp— net zarar 885 mn TL oldu (Tacırlar tahmini: -49 mn TL). 2025 tüm yılda konsolide satışlar zorlu makro koşullara rağmen 32,9 mlr TL ile yatay kaldı ve yıl başı beklentilerini karşıladı. Brüt kar marjı 0,3 puan artışla %54,1; FAVÖK marjı %19,1 olarak gerçekleşti. Tüm yıl net zarar 964 mn TL oldu (2024: 519 mn TL); artışın temel sebebi yüksek faiz ortamının yarattığı finansman gideri baskısı ve düşen stoklar kaynaklı azalan parasal kazançlardır (597 mn TL vs. 2024'te 1.240 mn TL).

Operasyonel Gelişmeler. Yurt içinde sektörde AYD verilerine göre daralma yaşanırken, Koton mağazacılıkta %5,7 reel büyüme ve %11,6 LFL adet artışı ile pozitif ayrıştı. E-ticaret ve toptan kanalları karlılık odağıyla bilinçli olarak daraltılırken, yurt içi e-ticaret brüt kar marjı 6,5 puan arttı ve Koton.com'un B2C payı %55'e ulaştı. Yurt içi m² verimliliği USD bazında yaklaşık %22 büyüdü. Yurt dışında ise satışlar %53 reel büyürken, mağazacılık %37, e-ticaret %136 artış gösterdi. GCC Bölgesi'nde operasyonlar 2025'te USD bazında %28 büyüdü; Umman ve Katar'a giriş yapıldı. CIS Bölgesi'nde e-ticaret satışları %145 arttı. Kur-enflasyon makasının daralması yurt dışı gelirlerin TL karşılığını olumlu etkilemeye başladı. Yılsonunda toplam mağaza sayısı 464'e ulaştı (net +13; yurt dışı +14, yurt içi -1).

2026 Beklentileri. Şirket 2026 için %5-7 reel ciro büyümesi, ~%54 brüt kar marjı, ~%24 FAVÖK marjı, 10+ net mağaza açılışı, ~0,5x net borç/FAVÖK (IFRS 16 hariç) ve ~%3,5 capex/satışlar oranı bekliyor.

Erken sinyaller olumlu. Ocak 2026'da yurt içi mağazacılık LFL satışları nominal %39, yurt dışı LFL %33 arttı. GCC Bölgesi'nde Ocak satışları yeni mağazaların etkisiyle USD bazında %121 büyüdü. 2026 yılının ikinci yarısında ABD pazarına giriş için hazırlıklar devam ediyor.

KOTON

AL

Hedef fiyat 27,00 TL
Getiri potansiyeli %82

Pay bilgileri

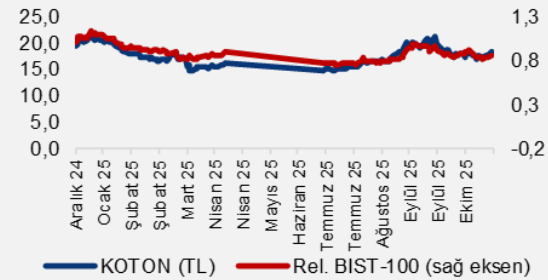
Pay Kodu	KOTON TI
Pay fiyatı (03.03.2026)	14,87
Pay fiyatı aralığı (52 haftalık)	14,5 / 21,8
Piyasa Değeri (TL mn - mn USD)	12.337 - 281
Pay adedi (mn) & halka açıklık oranı	830 - 16%
Yabancı Takas Oranı	0%
Pazar	Yıldız
Sektör	Perakende

Ortalama işlem hacmi	1 Ay	3 Ay	12 Ay
milyon ABD doları	1,8	1,5	1,9

Fiyat performansı	1 Ay	3 Ay	YBB
TL	-16%	0%	-5%
USD	-17%	-3%	-7%
BIST-100'e göre performans	-10%	-14%	-17%

Tahminler (TL mn)	2023	2024	2025
Net satışlar	32.493	32.836	32.873
FAVÖK	7.039	6.007	6.274
Net kâr	3.410	-519	-964

Değerleme	2023	2024	2025
F/K		n.a.	n.a.
F/DD		2,0x	1,9x
FD/FAVÖK		4,0x	3,3x



Oğuzhan Kaymak
+90 212 355 2622

oguzhan.kaymak@tacirler.com.tr

Özgür Tosun

+90 212 355 2637

ozgur.tosun@tacirler.com.tr

Finansallar

Bilanço	2023	2024	2025
Nakit ve benzerleri	679	766	1.443
Ticari alacaklar	2.166	2.330	1.474
Stoklar	9.666	10.442	9.288
Finansal yatırımlar	0	0	0
Maddi duran varlıklar	3.415	3.320	3.580
Diğer duran varlıklar	7.295	8.462	8.376
Toplam varlıklar	23.222	25.322	24.164
Kısa vadeli borçlanmalar	4.230	6.015	6.847
Ticari borçlar	6.302	6.808	6.202
Uzun vadeli borçlanmalar	2.793	2.427	2.372
Diğer uzun vadeli yükümlülükler	2.271	1.989	2.045
Uzun vadeli yükümlülükler	15.595	17.239	17.466
Özkaynaklar	7.626	8.083	6.698
Ödenmiş sermaye	796	830	830
Diğer özkaynaklar	6.831	7.253	5.869
Toplam kaynaklar	23.222	25.322	24.164
Net borç	6.344	7.677	7.776
Net işletme sermayesi	5.530	5.964	4.560
Oranlar			
Karlılık			
Özkaynak kârlılığı	%51,2	-%6,6	-%13,0
Net kâr	%10,5	-%1,6	-%2,9
Aktif devri	1,4x	1,4x	1,3x
Kaldıraç	3,6x	3,1x	3,3x
Aktif kârlılığı	%14,3	-%2,1	-%3,9
Kaldıraç			
Finansal borç/toplam varlıklar	%30	%33	%38
Net borç/özsermaye	0,83	0,95	1,16
Net borç/FAVÖK	0,90	1,28	1,37
Hisse başına (TL)			
Net kâr	4,11	-0,62	-1,16
Özkaynak	9,19	9,74	8,07
Temettü	0,00	0,00	0,00

Gelir tablosu	2023	2024	2025
Net satışlar	32.493	32.836	32.873
Brüt kâr	16.909	17.677	17.798
Faaliyet giderleri	-13.728	-15.134	-15.459
Esas faaliyet kârı	3.182	2.543	2.339
FAVÖK	7.039	6.007	5.656
Net diğer gelir	-183	-2.388	-648
Net finansman geliri	1.247	-869	-2.750
Vergi öncesi kâr	4.233	-721	-1.056
Vergi gideri	-823	204	97
Net kâr	3.410	-517	-960

Nakit akış tablosu	2023	2024	2025
FAVÖK	7.039	6.007	5.656
Vergi gideri	-795	-636	-585
Yatırımlar	-936	-1.059	-1.097
İşletme sermayesi değişimi	2.539	434	-1.404

Büyüme ve marjlar	2023	2024	2025
Net satışlar	%7	%1	%0
FAVÖK	%42	-%15	-%6
Net kâr	%3	-%115	%86
Brüt marj	%52,0	%53,8	%54,1
Esas faaliyet kâr marjı	%9,8	%7,7	%7,1
FAVÖK marjı	%21,7	%18,3	%17,2
Net marj	%10,5	-%1,6	-%2,9
Serbest nakit akışı marjı	%0,0	%0,0	%0,0

Değerleme	2023	2024	2025
F/K		n.a.	n.a.
F/DD		2,0x	1,9x
FD/FAVÖK		4,0x	3,3x

Kaynak: Tacirler Yatırım Araştırma

Künye

Tacirler Yatırım Araştırma ve İçerik Yönetimi

Serhan Yenigün

Müdür

serhan.yenigun@tacirler.com.tr

Ekin Çınar

Başekonomist

ekin.cinar@tacirler.com.tr

Oğuzhan Kaymak

Tüm hisse kapsamı ve içerik yönetimi

oguzhan.kaymak@tacirler.com.tr

Özgür Tosun

Holdingler, enerji (rafineri ve petrokimya),
perakende (gıda, giyim, elektronik)

ozgur.tosun@tacirler.com.tr

Anıl Deniz Altıay

İletişim, sağlık ve ilaç, sigorta &
Küresel piyasalar

deniz.altiay@tacirler.com.tr

Berk Demirpolat

Dayanıklı tüketim, beyaz eşya, gıda

berk.demirpolat@tacirler.com.tr

Ömer Tarman

Veritabanı sorumlusu, çimento, GYO

omer.tarman@tacirler.com.tr

Yatırım Merkezlerimiz

Genel Müdürlük

Nispetiye Cad. B-3 Blok Kat: 9 Akmerkez Etiler - İSTANBUL
0 212 355 46 46

Adana	Cemal Paşa Mah. Gazipaşa Bul. Cemal Uğurlu Apt. Kat: 1 D: 4	(0 322) 457 77 55
Akatlar İrtibat Bürosu	Esentepe Mahallesi Büyükdere Caddesi Levent N199 İç Kapı N16 Şişli - İstanbul	(0 212) 355 46 46
Alsancak	Şehit Nevres Bulvarı Eczacıbaşı Apartmanı No: 7 Kat: 2 Daire: 5 Pasaport Alsancak - Konak	(0 232) 241 24 50
Ankara	Remzi Oğuz Arık Mah. Tunalı Hilmi Cad. Yaprak Apt. No: 94 Kat: 2 D: 9 Kavaklıdere Çankaya	(0 312) 435 18 36
Antalya	Şirinyalı Mah. İsmet Gökşen Cad. Özden Apt. No:82/6 Muratpaşa	(0 242) 248 45 20
Bakırköy	İstanbul Cad. Bakırköy İş Merkezi No: 6 Kat: 4 D: 14 Bakırköy	(0 212) 570 52 59
Bodrum	Konacık Mahallesi, Atatürk Bulvarı, Arbor-Abdullah Ünal Çabuk İş Merkezi No: 285/1-A6 Bodrum	(0 212) 355 46 46
Bursa	Konak Mah. Barış (120) Sokak , Ofis Artı Binası, Dış kapı No:3 Daire:33 Nilüfer-BURSA	(0 224) 225 64 10
Çankaya	Çankaya Mahallesi Cinnah Caddesi Cinnah Apartmanı No: 55 D: 7-8 Çankaya / ANKARA	(0 212) 355 46 46
Çukurambar	Kızılırmak Mah.Ufuk Üniversitesi Cad. Next Level Loft Ofis No: 4/65 Kat: 24 Söğütözü Çankaya	(0 312) 909 87 70
Denizli	Urhan İş Merkezi 2. Ticari Yol Daire 26 Kat: 6 Bayramyeri	(0 258) 265 87 85
Erenköy	Bağdat Cad. Çubukçu Apt. No: 333 Kat: 2 D: 4 Kadıköy	(0 216) 348 82 82
Gaziantep	İncilipinar Mah. Gazimuhtarpaşa Bul. Kepkepzade Park İş Merkezi B Blok No: 18 Kat: 1 D: 5	(0 342) 232 35 35
Girne	Ziya Rızkı Cad. Şehit Necati Gürkaya Sok. Kat: 1 D: 1 Girne - KKTC	(0 392) 815 14 55-0533 889 15 51
İzmir	Kültür Mahallesi, Cumhuriyet Bulvarı No:137 Cumhuriyet Apt. K:5 D:12 Konak – İzmir	(0 232) 445 01 61
İzmit	Hürriyet Cad. Kaya İşhanı No: 39/5 İzmit	(0 262) 323 11 33
Karadeniz Ereğli	Bağlık Mahallesi Karanfil Sokak No:16/A Karadeniz Ereğli – Zonguldak	(0 372) 316 40 50
Karşıyaka	Yalı Mahallesi Ahmet Kemal Baysak Bulvarı No:42 D:11	(0 232) 241 19 24
Kartal	Üsküdar Cad. Cevat Kayacan Apt. No: 26 Kat: 4 D: 8 Kartal	(0 216) 306 22 71-306 22 06
Kayseri	Hunat Mah. Nuh Mehmet Baldöktü Sok. Gürcüoğlu Plaza No: 5 K: 3 D: 11 Melikgazi	(0 352) 221 08 68-222 82 51
Marmaris İrtibat Bürosu	Kemeraltı Mah. Orgeneral Mustafa Muğlalı Cad. Güven Apt. No: 22 D: 2 Marmaris	(0 252) 321 08 00
Merkez Şube	Akat Mahallesi Meydan Caddesi B Blok No: 16 D: 7 (Eski No D: 9) Beşiktaş	(0 212) 355 46 46
Mersin	İnönü Mah. 1401 Sok. No:32 Pozcu Evo Kat:2 No:10-11 Yenişehir Mersin	(0 324) 238 11 89
Trabzon İrtibat Bürosu	Kemerkaya Mahallesi Halkevi Cad. Mandıralı İş Merkezi No: 4 Daire: 4 Ortahisar	(0 462) 432 24 50

Uyarı Notu

Bu raporda yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmakta olup finansal bilgi ve genel yatırım tavsiyesi kapsamında hazırlanmıştır ve hiçbir şekilde 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.

Yatırım Danışmanlığı hizmeti talep edilmesi halinde; yatırımcının Tacirler Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ile Yatırım Danışmanlığı sözleşmesi imzalamış olması, Yerindelik Testi'ni tamamlamış ve risk grubunun belirlemiş olması zorunludur.

Bu raporda yer alan her türlü bilgi, yorum ve tavsiye uygunluk testi ile tespit edilecek risk grubunuz ve getiri beklentiniz ile uyumlu olmayabilir. Dolayısıyla, uygunluk testi neticesinde risk grubunuz tespit edilmeden sadece burada yer alan bilgilere dayanılarak yatırım kararı verilmesi amaç, bilgi ve tecrübenize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

Bu rapor herhangi bir sürede belirli bir getirinin sağlanacağına dair bir taahhüt içermemekte olup, zaman içerisinde piyasa koşullarında meydana gelen değişiklikler nedeniyle yorum ve tavsiyelerde değişiklikler söz konusu olabilir. Bu raporda bahsedilen yatırım araçlarının fiyatları ve değerleri yatırımcıların menfaatlerine aykırı olarak hareket edebilir ve netice itibarıyla yatırımcılar anaparalarını kaybetme riski ile karşı karşıya kalabilirler. Bu raporda yer alan geçmiş performans verileri gelecekte elde edilecek sonuçların bir garantisi olarak kabul edilemez.

Bu raporda yer alan tüm bilgiler ve görüşler yatırımcıları bilgilendirmek amacıyla, Tacirler Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından güncel ve güvenilir kaynaklardan temin edilmiş olmakla beraber, Tacirler Yatırım Menkul Değerler A.Ş. söz konusu bilgilerin doğru ve tam olduğunu taahhüt etmemektedir. Raporlardaki yorumlardan, bilgilerin tam veya doğru olmaması ve/veya güncellenme nedeniyle doğabilecek maddi ve manevi zararlardan Tacirler Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ve çalışanları sorumlu tutulamaz.

Bu rapor, sadece gönderildiği kişilerin kullanımı içindir. Bu raporun tümü veya bir kısmı Tacirler Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin yazılı izni olmadan çoğaltılamaz, yayınlanamaz veya üçüncü kişilere gösterilemez, ticari amaçla kullanılamaz. Aksi halde, Tacirler Yatırım Menkul Değerler A.Ş. uğramış olduğu bütün zarar ve ziyanı talep etme hakkını saklı tutar.