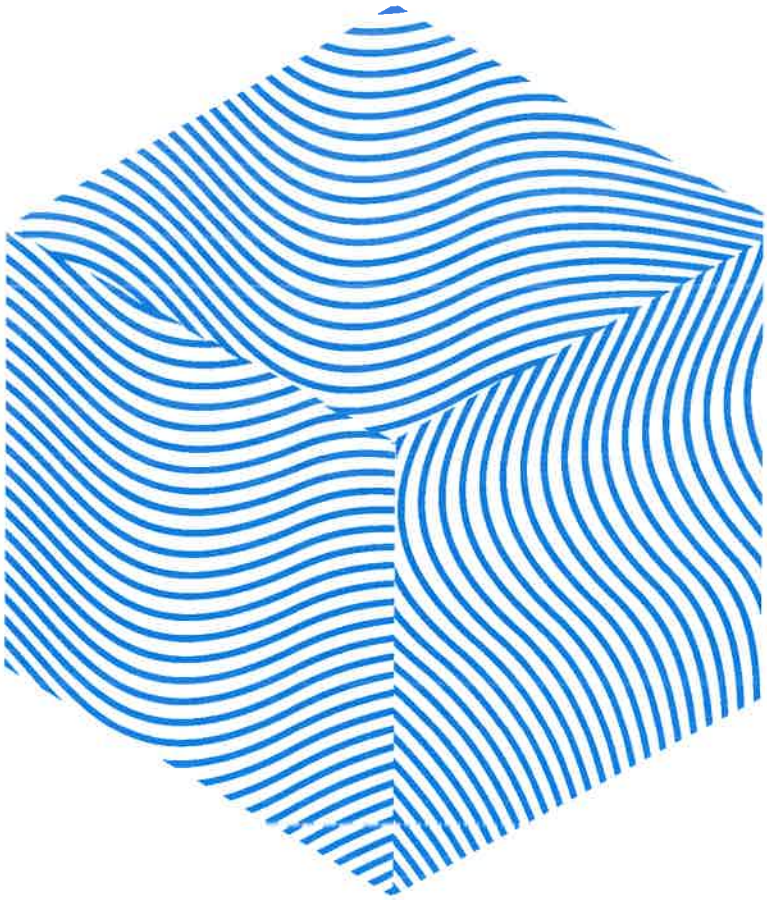
İŞ YATIRIM

Koton Mağazacılık Tekstil Sanayi ve Ticaret A.Ş.

Fiyat Tespit Raporu

19 Mart 2024



İŞ YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş

İçindekiler

Kısaltmalar ve Tanımlar 4
Tablolar 9
Şekiller 11
Rapor Özeti 12
1 Şirket Hakkında Özet Bilgi 14
1.1 Genel Bakış ve Tarihçe 14
1.2 Şirket Faaliyetleri 14
1.2.1 Ürünler 16
1.2.2 Tasarım ve Geliştirme 19
1.2.3 Satış Kanalları 20
1.3 Şirketin Avantajları ve Dezavantajları 29
1.3.1 Şirketin Avantajları 29
1.3.2 Şirketin Dezavantajları 36
2 Finansal Durum 36
3 Sektör Hakkında Bilgiler 54
4 Değerleme Yöntemleri 64
4.1 İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi 64
4.2 Piyasa Çarpanları Analizi 65
5 Değerlemeye İlişkin Önemli Hususlar 65
5.1 Değerlemede Esas Alınan Finansal Veriler 65
5.2 Benzer Şirketler 67
6 Koton Değerlemesi 69
6.1 Piyasa Çarpanları Analizi 69
6.1.1 Yabancı Benzer Şirketler Çarpanı Yöntemi 70
6.1.2 Yerli Benzer Şirketler Çarpanı Yöntemi 71
6.1.3 Piyasa Çarpanları Analizi Sonucu 73
6.2 İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi 73
6.2.1 Makroekonomik Varsayımlar 73
6.2.2 Hasılat Projeksiyonu 74
6.2.3 Kur Farkı Gelirleri Projeksiyonu 77
6.2.4 Brüt Kar Projeksiyonu 77
6.2.5 Faaliyet Giderleri Projeksiyonu 78
6.2.6 FAVÖK Projeksiyonu 81

İŞ YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.

6.2.7 Vadeli Alımlara İlişkin Reeskont Faizi Gideri Projeksiyonu 81
6.2.8 İşletme Sermayesi 82
6.2.9 Yatırım Harcamaları ve Amortisman 83
6.2.10 Ağırlıklandırılmış Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM) 84
6.2.11 İndirgenmiş Nakit Akımları Hesabı 85
6.3 Değerleme Sonucu 87
7 Ekler 88

İŞ YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.

Kısaltmalar ve Tanımlar

KISALTMALAR	TANIMLAR
AB	Avrupa Birliği
ABD	Amerika Birleşik Devletleri
ABD doları, dolar, USD	ABD'nin resmi para birimi
Adobe Creative Cloud	Adobe Inc. tarafından geliştirilen, kullanıcılarına grafik tasarım, video düzenleme, web geliştirme, fotoğrafçılık gibi bazı uygulamalar ile bulut özelliklerinin yer aldığı yazılım koleksiyonuna erişim hakkı veren uygulama
Amazon	ABD menşeli e-ticaret, bulut bilişim, dijital akış, ve yapay zekaya odaklanan ve amazon.com adresinde yer alan e-pazaryeri platformunu işleten çok uluslu teknoloji şirketi
Ar-Ge	Araştırma ve geliştirme
A.Ş.	Anonim Şirketi
Azadea	Azadea.com adresinde yer alan e-pazaryeri platformu
B2B	İşletmeden işletmeye (business-to-business)
B2C	İşletmeden tüketiciye (business-to-consumer)
BAE	Birleşik Arap Emirlikleri
BDT	Bağımsız Devletler Topluluğu
Bire-Bir (Like for Like)	Geçmiş belirli bir dönem ile içinde bulunulan aynı zaman diliminde ve aynı mağazalar arasında karşılaştırma yapmak için kullanılan ölçme yöntemidir. Bu yönteme göre analiz yapılırken dikkat edilmesi gereken en önemli kural eşitliktir. Mağaza sayısındaki değişimler, bir dönemde diğerine eşit koşullarda kıyaslama yapmayı imkânsız kılmaktadır. Bu nedenle belirli bir dönemin diğerine göre analizi yapılırken iki dönemde de faal olan aynı mağazalar karşılaştırılarak değerlendirme yapılır.
Birincil Pazarlar (Primary Markets)	Aksi belirtilmedikçe, Kuzey Makedonya, Kazakistan, Sırbistan, Bosna, Fas, Gürcistan, Suudi Arabistan ve BAE pazarı
BOBİ FRS	Büyük ve Orta Boy İşletmeler İçin Finansal Raporlama Standardı
Bosna	Bosna-Hersek
Boyner	Boyner Büyük Mağazacılık A.Ş.
Centric	ABD menşeli Centric Software GmbH ünvanlı yazılım şirketi
CEO	Genel Müdür (Chief Executive Officer)
CFO	Finans Genel Müdür Yardımcısı (Chief Financial Officer)
CMO	Marka Genel Müdür Yardımcısı (Chief Merchandising Officer)

İŞ YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.

KISALTMALAR	TANIMLAR
CRM, CRM programı	Müşteri ilişkileri yönetimi, müşteri ilişkileri yönetimi için kullanılan yazılımlar ve programlar
Çetinkaya	ÇGS Çetinkaya Giyim Sanayi ve Ticaret A.Ş.
Çok katlı mağaza	Müşterilerine birçok çeşit ve tür ürün sunan, kapasitesi yüksek, çok markalı perakende mağaza çeşidi (department store)
Dante	Dantemen.com adresinde yer alan e-pazaryeri platformu
EIU	Economist Intelligence Unit (The Economist'in araştırma birimi)
E-ticaret	Elektronik ticaret
Eximbank	Türkiye İhracat Kredi Bankası A.Ş.
Fashion Days	Fashiondays.com adresinde yer alan e-pazaryeri platformu
FAVÖK (EBITDA)	Vergi öncesi kâra, net finansman giderlerinin eklenmesi, net parasal pozisyon kazançlarının çıkarılması, ticari mal alımlarına ilişkin vade farkı giderlerinin eklenmesi, net yatırım faaliyetlerinden giderlerin eklenmesi, amortisman ve itfa giderleri ile diğer tek seferlik karşılıkların eklenmesiyle bulunan finansal veri
FAVÖK marjı (EBITDA margin)	FAVÖK'ün hasılata bölünmesiyle bulunan finansal veri
Fitch	Fitch Ratings Inc. unvanlı kredi derecelendirme kuruluşu
Franchise	Bir sistem veya markanın hak sahibinin, belli şartlar dahilinde işin yönetim ve yürütülmesine ilişkin sürekli disiplin ve destek sağlayarak, belirli bir maddi bedel karşılığında, bağımsız yatırımcılara sistem veya markasını kullandırmasına dayanan uzun süreli ticari ilişki
Franchise Alan	Franchise sistemine dâhil olup, sistemin konusu markayı kullanma hakkını devralan kişi
Gencallar	Gencallar Giyim Sanayi ve Ticaret A.Ş.
Gerber Technology	Moda, otomotiv, mobilya ve dünya genelindeki diğer sektörler için yazılım ve otomasyon çözümleri geliştiren bir şirket olan Gerber Technology LLC
GM	Genel merkez
Grup, Koton Grubu	Şirket ve Bağlı Ortaklıkları
GSYİH	Gayri safi yurt içi hasıla
Hepsiburada	Hepsiburada.com adresinde yer alan e-pazaryeri platformu
IHS	IHS Markit Ltd.
IMF	Uluslararası Para Fonu (International Monetary Fund)
Instagram	ABD menşeli Meta Inc. tarafından geliştirilen, instagram.com adresinde yer alan, ücretsiz fotoğraf ve video paylaşım ve sosyal medya platformu

İŞ YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.

KISALTMALAR	TANIMLAR
İş Yatırım, Konsorsiyum Lideri	İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş.
Jumia	Jumia.com adresinde yer alan e-pazaryeri platformu
Katkı marjı (contribution margin)	Brüt kârdan kira giderleri, personel giderleri ve diğer giderlerin düşülmesiyle elde edilen kârın hasılata bölünmesiyle elde edilen finansal veri
KDV	Katma değer vergisi
KGK	Kamu Gözetimi, Muhasebe ve Denetim Standartları Kurumu
Kitle Pazarı Segmenti	Genellikle geniş tüketime yönelik olan ve yaygın şekilde bulunan, münhasır olmayan dağıtım ve tenzilata konu olan markalar (mass market segment)
Koton Club	Koton'un müşteri sadakat programı
Kotonverse	Koton tarafından geliştirilen, dijital dünya ile modayı buluşturan Türkiye'nin ilk metaverse odaklı projesi
Körfez Arap Ülkeleri İşbirliği Konseyi, KİK	Üyeleri Suudi Arabistan, Bahreyn, BAE, Umman, Kuveyt ve Katar olan uluslararası örgüt
Köşe mağaza (corner store)	Çok katlı mağazalar veya diğer mağazalar içinde belli bir marka için (genellikle tanınmış markalar) bölüm (köşe) ayrılarak oluşturulan mağazalar
Kurumsal kanal	Çok katlı mağaza ve diğer kurumsal satışların izlendiği toptan satış alt kanalı
Limango	Limango.com adresinde yer alan e-pazaryeri platformu
Lüks Segment	Daha yüksek fiyat konumlandırması, seçici dağıtım ve ayrıcalık dolayısıyla pazarın geri kalanına nispeten geniş kitlelerce daha ayrıcalıklı olarak görülen, markalı, yüksek kaliteli/seçkin ve tasarım kıyafetler sınıflandırması (high segment, luxury players)
Megatrend sunumu	Bir sonraki sezonda modada etkili olacak önemli büyük trendlerin belirlenerek sezon defileleri başlamadan sezonun ilk öne çıkması öngörülen trendlerini içerir şekilde sunulması
MENA	Orta Doğu ve Kuzey Afrika bölgesi (MENA – Middle East and North Afrika)
Metaverse	Sanal ve artırılmış gerçeklik cihazları aracılığıyla oluşturulan çevrimiçi (online) üç boyutlu sanal ortamlar için kullanılan genel terim
Monobrand mağaza	Sadece aynı markalı (örneğin sadece Koton markalı) ürünlerin satıldığı mağaza (monobrand store)
Myntra	Myntra.com adresinde yer alan e-pazaryeri platformu
Namshi	Namshi.com adresinde yer alan e-pazaryeri platformu

KISALTMALAR	TANIMLAR
Noon	Noon.com adresinde yer alan e-pazaryeri platformu
Net borç (TFRS 16 etkileri dahil) (net debt (including the effects of TFRS 16))	Kısa vadeli borçlanmalar, uzun vadeli borçlanmaların kısa vadeli kısımları, finansal kiralama yükümlülükleri (hem kısa vadeli hem de uzun vadeli) ve uzun vadeli borçlanmaların toplamından nakit ve nakit benzerlerinin düşülmesiyle bulunan finansal veri
Net borç (TFRS 16 etkileri hariç) (net debt (excluding the effects of TFRS 16))	Kısa vadeli borçlanmalar, uzun vadeli borçlanmaların kısa vadeli kısımları ve uzun vadeli borçlanmaların toplamından nakit ve nakit benzerlerinin düşülmesiyle bulunan finansal veri
Net işletme sermayesi (net working capital)	Ticari alacaklar, diğer alacaklar, stoklar, peşin ödenmiş giderler ve diğer dönen varlıkların toplamından ticari borçlar, ertelenmiş gelirler ve diğer kısa vadeli yükümlülüklerin toplamının düşülmesiyle bulunan finansal veri
OC&C	OC&C Strategy Consultants LLP
OC&C Raporu	OC&C'nin perakende hazır giyim sektörüne ilişkin 9 Ocak 2024 tarihli ve *https://kurumsal.koton.com.tr/wp-content/pdfs/market_report* adresinde yer alan raporu
Orta Segment	Lüks Segment gibi ayrıcalıklı veya yüksek fiyatlı olmayan, ancak Kitle Pazarı Segmentine oranla fiyat kalitesi bakımından geniş kitlelerce daha seçkin olarak görülen, markalı, orta fiyatlı kıyafetler sınıflandırması, (mid segment)
Özdilek	Özdilek Ev Tekstil Sanayi ve Ticaret A.Ş.
Satışa dönüşüm oranı (conversion rate)	Şirket'in işlettiği monobrand mağazalara yapılan müşteri ziyaretlerinden ne kadarının satışa dönüştüğünü ölçmek için kullanılan oran – "Fatura Sayısı / Ziyaret Sayısı"
Satış hızı oranı (sell-through rate)	Belli bir zaman periyodunda toplam stokların ne kadarının satıldığını gösteren ve genellikle sezon sonu performansını ölçmek için kullanılan bir birim
Sepet büyüklüğü	Fatura başına ortalama satış tutarı (KDV hariç)
SKU	Ürünlere belirli kodlar verilerek ürünlerin takibinin yapılmasını sağlayan yöntem kapsamında kullanılan birim (Stock Keeping Unit)
Sweatshirt	Geniş ve rahat kalıba sahip olan genellikle uzun kollu üst giyim ürünleri
Şirket, İhraççı, Koton	Koton Mağazacılık Tekstil Sanayi ve Ticaret Anonim Şirketi
T.C.	Türkiye Cumhuriyeti
TFRS	Türkiye Finansal Raporlama Standartları
TikTok	Çin Halk Cumhuriyeti menşeli ByteDance firmasının geliştirdiği video oluşturma, paylaşma

KISALTMALAR	TANIMLAR
	ve canlı yayın yapma imkânı sağlayan sosyal medya uygulaması
TL	Türk Lirası
TMS	Türkiye Muhasebe Standartları
Trendyol	Trendyol.com adresinde yer alan e-pazaryeri platformu
VUK	213 sayılı Vergi Usul Kanunu
Walmart	Walmart.com adresinde yer alan e-pazaryeri platformu
Web 3.0	İnternette veri sahipliği ve kontrolünü merkezî olmaktan çıkaran blok zinciri gibi teknolojiler için kullanılan genel terim
X kuşağı	1965 ila 1980 yılları arasında doğan bireyler
YBBO	Yıllık Birleşik Büyüme Oranı
Yatırım harcaması (capital expenditure, capex)	Nakit akış tablosunda gösterildiği üzere, maddi ve maddi olmayan duran varlıkların alımlarından kaynaklanan nakit çıkışları
Y kuşağı	1980 ve 2000 yılları arasında doğan bireyler
YouTube	Youtube.com adresinde yer alan video paylaşım ve sosyal medya platformunu işleten Youtube LLC.
Zalando	Zalando.com adresinde yer alan e-pazaryeri platformu
Zalora	Zalora.com adresinde yer alan e-pazaryeri platformu
Z kuşağı	2000 yılı ve sonrasında doğan bireyler
7456 sayılı Kanun	6/2/2023 Tarihinde Meydana Gelen Depremlerin Yol Açtığı Ekonomik Kayıpların Telafisi İçin Ek Motorlu Taşıtlar Vergisi İhdası ile Bazı Kanunlarda ve 375 Sayılı Kanun Hükmünde Kararnamede Değişiklik Yapılması Hakkında Kanun

Tablolar

Tablo 1: Doğrudan Pay Sahipliğine İlişkin Bilgi 15
Tablo 2: Çalışan Sayıları 16
Tablo 3: Konsolide Satışlar 16
Tablo 4: Satış Kanallarının Payları 20
Tablo 5: Koton Mağaza Sayısı 20
Tablo 6: Türkiye Mağaza Dağılımı 21
Tablo 7: Bire-bir Gelir ve Bire-bir Brüt Kar 22
Tablo 8: Satış Hızı Oranı 22
Tablo 9: Mağaza Ağı Optimizasyonu 23
Tablo 10: Türkiye Mağaza Sayısı 23
Tablo 11: Yurt Dışı Mağaza Sayısı 24
Tablo 12: Uluslararası Mağazaların Ülke Bazlı Kırılımı 24
Tablo 13: E-Ticaret Gelir Kırılımı 26
Tablo 14: E-Ticaret Ortalama Sepet Büyüklükleri 27
Tablo 15: E-Ticaret Faaliyetlerinin Satışa Dönüşüm Oranı, Yatırım Getirisi ve Sıklığına İlişkin Veriler 27
Tablo 16: Şirket'in Bilançosu 37
Tablo 17: Şirket'in Gelir Tablosu 43
Tablo 18: Satışların Kırılımı 44
Tablo 19: Satışların Maliyeti ve Brüt Kar 45
Tablo 20: Genel Yönetim Giderleri 46
Tablo 21: Pazarlama Giderleri 47
Tablo 22: Araştırma ve Geliştirme Giderleri 49
Tablo 23: Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler 50
Tablo 24: Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler 50
Tablo 25: Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler 51
Tablo 26: Yatırım Faaliyetlerinden Giderler 51
Tablo 27: Finansman Gelirleri 52
Tablo 28: Finansman Giderleri 52
Tablo 29: Şirket'in FAVÖK Hesaplaması 53
Tablo 30: Operasyonel Metrikler 53
Tablo 31: Net Borçluluk Durumu 54
Tablo 32: Çarpan Analizinde Kullanılan FAVÖK Hesaplaması 65
Tablo 33: Net Kar Hesaplaması 66
Tablo 34: Net Finansal Borç Hesabı 67
Tablo 35: Yabancı Benzer Şirketler Açıklamaları 67
Tablo 36: Yerli Benzer Şirketler Açıklamaları 68
Tablo 37: Yabancı Benzer Şirketler FD/FAVÖK ve F/K Çarpanları 70
Tablo 38: TL ve ABD Doları bazında Değerlemede Kullanılan Şirket Verileri ve Döviz Kurları 71
Tablo 39: Yabancı Benzer Şirketler FD/FAVÖK Çarpanına göre Özkaynak Değeri Hesabı 71
Tablo 40: Yabancı Benzer Şirketler F/K Çarpanına göre Özkaynak Değeri Hesabı 71
Tablo 41: Yabancı Benzer Şirketler Ağırlıklandırılmış Çarpanlarına göre Özkaynak Değeri Hesabı 71
Tablo 42: Yerli Benzer Şirketler FD/FAVÖK ve F/K Çarpanları 72
Tablo 43: Yerli Benzer Şirketler FD/FAVÖK Çarpanına göre Özkaynak Değeri Hesabı 72
Tablo 44: Yerli Benzer Şirketler F/K Çarpanına göre Özkaynak Değeri Hesabı 73
Tablo 45: Yerli Benzer Şirketler Ağırlıklandırılmış Çarpanlarına göre Özkaynak Değeri Hesabı 73
Tablo 46: Piyasa Çarpanları Özeti 73

İş YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.

Tablo 47: Hasılat Projeksiyon Kırılımı 74
Tablo 48: Hasılat Büyüme Oranları 74
Tablo 49: Ortalama Net Mağaza Sayısı Projeksiyonu 75
Tablo 50: Metrekare Bazında Perakende Satışları Reel Büyüme Tahminleri 76
Tablo 51: E-Ticaret Satışları Reel Büyüme Tahminleri 76
Tablo 52: Toptan Satış Kanalları Reel Büyüme Tahminleri 77
Tablo 53: Kur Farkı Gelirleri Projeksiyonu 77
Tablo 54: Brüt Kar Marjı Projeksiyonu 78
Tablo 55: Brüt Kar Projeksiyonu 78
Tablo 56: Genel Yönetim Giderlerinin Satışlara Oranı 79
Tablo 57: Genel Yönetim Giderleri Projeksiyonu 79
Tablo 58: Satış ve Pazarlama Giderlerinin Satışlara Oranı 79
Tablo 59: Satış ve Pazarlama Giderleri Projeksiyonu 80
Tablo 60: Araştırma ve Geliştirme Giderlerinin Satışlara Oranı 80
Tablo 61: Araştırma ve Geliştirme Giderleri Projeksiyonu 80
Tablo 62: Kira Giderlerinin Satışlara Oranı 80
Tablo 63: Kira Giderleri Projeksiyonu 81
Tablo 64: FAVÖK Projeksiyonu 81
Tablo 65: Vadeli Alımlara İlişkin Reeskont Faizi Gideri Projeksiyonu 81
Tablo 66: İşletme Sermayesi Projeksiyonu 82
Tablo 67: Yatırım Harcamaları ve Satışlara Oranı 83
Tablo 68: Amortisman Projeksiyonu ve Satışlara Oranı 83
Tablo 69: ABD Enflasyonu 10 Yıl Vade Karşılığı Getiri Hesaplaması 84
Tablo 70: Risksiz Getiri Oranı Hesaplama Yöntemi 84
Tablo 71: AOSM Hesabı 85
Tablo 72: İNA Hesabı 86
Tablo 73: Raporlama Tarihine Taşınmış İNA Özkaynak Değeri 87
Tablo 74: Değerleme Yöntemleri Sonucu 87
Tablo 75: Halka Arz Fiyatı Hesabı 87

İŞ YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.

Şekiller

Şekil 1: Kadın Ürün Kategorisi Gelir Dağılımı 17
Şekil 2: Erkek Ürün Kategorisi Gelir Dağılımı 18
Şekil 3: Çocuk Ürün Kategorisi Gelir Dağılımı 18
Şekil 4: Temel Performans Kriterlerinde Yerli Rakip Analizi 30
Şekil 5: Türkiye Hazır Giyim Pazarının Gelişimi (2022 Fiyatlarıyla Enflasyona Göre Düzeltilmiş)[1] 56
Şekil 6: Covid Dönemi Öncesi ve Sonrası Hazır Giyim Pazarı[1] 57
Şekil 7: Organize ve Organize Olmayan Perakendeciler 57
Şekil 8: Organize ve Organize Olmayan Perakendeciler 59
Şekil 9: Temel Performans Kriterleri 60
Şekil 10: Türkiye'de Kadın Giyim İçin Oyuncu Bazında Fiyat Analizi (Elbiseler) 61
Şekil 11: Türkiye'de Kadın Giyim İçin Oyuncu Bazında Fiyat Analizi (Ceket ve Montlar) 61
Şekil 12: Ortalama Fiyatlama Endeksi[1] 62
Şekil 13: Açılabilecek Yeni Mağaza Adedi Potansiyeli Analizi 63
Şekil 14: Hazır Giyim E-Ticaretin Payı (Türkiye ve Gelişmiş Ülkeler) 64

Rapor Özeti

Raporun Amacı

Bu rapor, İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş. (**"İş Yatırım"**) ile Koton Mağazacılık Tekstil Sanayi ve Ticaret A.Ş. (**"Koton"** veya **"Şirket"**) arasında 27.11.2023 tarihinde imzalanmış olan halka arza aracılık yetki sözleşmesi kapsamında Şirket paylarının halka arzında fiyata esas teşkil edecek değerin Sermaye Piyasası Kurulu'nun III.62-1 sayılı "Sermaye Piyasasında Değerleme Standartları Hakkında Tebliğ"i gereği Uluslararası Değerleme Standartları'na uygun olarak belirlenmesi amacıyla hazırlanmıştır.

Etik İlkeler

Şirket'in işbu Fiyat Tespit Raporu'nda yer alan değerleme çalışmasının Sermaye Piyasası Kurulu'nun III.62-1 sayılı "Sermaye Piyasasında Değerleme Standartları Hakkında Tebliğ"i ve Uluslararası Değerleme Standartları dikkate alınarak aşağıdaki etik ilkeler çerçevesinde hazırlandığını beyan ederiz.

- Yapılan değerleme çalışması sırasında dürüst ve doğru davranılmış ve çalışmalar Şirket ve Şirket hissedarlarına zarar vermeyecek bir biçimde yürütülmüştür.
- Değerleme işini alabilmek için bilerek yanlış, yanıltıcı ve abartılı beyanlarda bulunulmamış ve bu şekilde reklam yapılmamıştır.
- Bilerek aldatıcı, hatalı, önyargılı görüş ve analiz içeren bir rapor hazırlanmamış ve bildirilmemiştir.
- Önceden belirlenmiş fikirleri ve sonuçları içeren bir görevi kabul etmemiştir. Değerleme işi gizlilik içinde ve basiretli bir şekilde yürütülmüştür.
- Müşterinin talimatlarını yerine getirmek için zamanında ve verimli şekilde hareket edilmiştir.
- Görev bağımsızlık ve objektiflik içinde kişisel çıkarları gözetmeksizin yerine getirilmiştir.
- Değerleme ücreti, raporun herhangi bir yönüne bağlı değildir.
- Görevle ilgili ücretler, değerlemenin önceden belirlenmiş sonuçlarına yahut değerleme raporunda yer alan diğer bağımsız, objektif tavsiyelere bağlı değildir.
- Raporda kullanılan bilgiler talebimiz üzerine Şirket tarafından sağlanmış bilgilerden oluşmaktadır.

Sınırlayıcı Şartlar

Değerlendirmemizde kullanılan veriler, Şirket adına PwC Bağımsız Denetim ve Serbest Muhasebeci Mali Müşavirlik A.Ş. tarafından 31.12.2021 ve DRT Bağımsız Denetim ve Serbest Muhasebeci Mali Müşavirlik A.Ş. tarafından 31.12.2022 ve 31.12.2023 dönemleri için hazırlanan bağımsız denetim raporları, kamuya açık olan kaynaklardan edinilen bilgiler, talebimiz üzerine Şirket tarafından sağlanmış bilgiler ve İş Yatırım'ın analizlerine dayanmaktadır.

İş Yatırım değerleme çalışması kapsamında Şirket'in aktiflerinin fiziki mevcudiyeti ve kanuni mülkiyetine ilişkin herhangi bir araştırma yapmadığı gibi bu konularda herhangi bir sorumluluğu bulunmamaktadır.

Değerleme çalışmasına esas teşkil etmek üzere İş Yatırım'a sunulan bilgi ve belgelerin doğru olduğu, ticari ve hukuki olarak gizli ve beklenmedik herhangi bir durum veya engelin olmadığı varsayılmış, bu bilgilerin güvenilirliği ve doğruluğu teyit edilmemiştir.

Şirket ortaklarının basiretli hareket ettiği, Şirket yönetiminin konusunda uzman kişilerden oluştuğu varsayılmıştır.

Kullanılan geçmiş yıllara ait finansal bilgiler (özel bağımsız denetimden geçmiş finansal tablolar ve dipnotları) Şirket yönetiminin onayı ve bağımsız denetim firmasının görüşünden geçmiş olup güvenilir bir kaynak olduğu varsayılmıştır.

İŞ YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.

Farklı tarihlerdeki finansal veriler ile değerleme yöntemleri ve ağırlıklandırmaların kullanılması durumunda farklı değerlere ulaşılabilir.

Sorumluluk Beyanı

Sermaye Piyasası Kurulu'nun 11.04.2019 tarih ve 21/500 sayılı kararı uyarınca Sermaye Piyasası Kurulu'nun 11.04.2019 ve 2019/19 sayılı haftalık bülteninde ilan edilen duyuruya istinaden;

"Gayrimenkul Dışındaki Varlıkların Sermaye Piyasası Mevzuatı Kapsamındaki Değerlemelerinde Uyulacak Esaslar başlığının F maddesinin 9. Maddesi" çerçevesinde verdiğimiz bu beyan ile Sermaye Piyasası Kurulu'nun kararında belirtilen niteliklere sahip olduğumuzu ve bağımsızlık ilkelerine uyduğumuzu, Şirket Değerleme Raporu'nun bir parçası olan bu raporda yer alan bilgilerin, sahip olduğumuz tüm bilgiler çerçevesinde, gerçeğe uygun olduğunu ve bu bilgilerin anlamını değiştirecek nitelikte bir eksiklik bulunmaması için her türlü özenin gösterilmiş olduğunu beyan ederiz.

İŞ YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.

1 Şirket Hakkında Özet Bilgi

1.1 Genel Bakış ve Tarihçe

Koton, merkezi İstanbul'da bulunan ve yurt içi ve yurt dışında yaygın kitlelere erişen önde gelen bir moda şirketidir ve 35 yıllık geçmişiyle, dört kıtada Koton markalı ürünleri tasarlayan ve satan bölgesel bir perakende hazır giyim şirketine dönüşmüştür. Şirket başarısını, 70 ülkeyi kapsayan çok kanallı bir satış ağı üzerinden, uygun fiyatla, kaliteli, stil sahibi ve her yaş ve cinsiyeti kapsayacak şekilde geniş bir ürün yelpazesi sunmak üzerine inşa etmiştir.

Ağırlıklı olarak dünyada önde gelen bir tekstil merkezi olan Türkiye'den yapılan hızlı tedarik ve şirket içi ürün geliştirme kabiliyeti, Şirket'in kendine özgü değerlerini oluşturmakta ve bu değerler, Şirket'in ürünlerini, rekabetçi teslim süreleri içinde satışa hazır hale getirebilmesini sağlamaktadır. Bu durum ayrıca Koton'un, her yaştan ve cinsiyetten bireyler için kaliteli ve uygun fiyatlı moda ürünleri sunabilmesini sağlamaktadır. Tekstil endüstrisindeki uzmanlığı ve köklü geçmişi sayesinde Koton, 2012'den 2023'e kadar geçen on bir yılın onunda "En Beğenilen Kadın Markası" seçilmiş; 2022'de "Anchor Mağaza" (alışveriş merkezlerinde en çok aranan marka) ödülleri dâhil olmak üzere birden fazla ödül kategorisinde birçok kez ödül kazanmış ve uzun süredir bir aşk markası (love brand) olarak değerlendirilmiştir (2021 yılında araştırma yapılmamıştır ve 2024 yılında henüz araştırma yapılmamıştır). (Kaynak: Alışveriş Merkezleri ve Alışveriş Merkezi Yatırımcıları Derneği)

Hem doğrudan hem de Franchise olarak işletilen mağazaları dâhil olmak üzere monobrand mağazaları, e-ticaret, çevrimiçi (online) pazaryerleri ve toptan satış ile çok kanallı yürüttüğü operasyonları sayesinde Koton, 2023'te 300 milyondan fazla ziyaretçiye ulaşmış ve 60 milyon adedin üzerinde ürün satmıştır. 31 Aralık 2023 itibarıyla, Koton Grubu'nun çok kanallı satış ağı (i) dünya çapında toplam alanı 507.351 metrekare olan 437 mağaza (perakende satış), (ii) koton.com ve Koton mobil uygulamasının yanı sıra 57 ülkede 29 çevrimiçi (online) pazaryeri ve (iii) satış kanalları yapısını tamamlayıcı bir kol olarak değerlendirilen toptan satış kanallarını içermektedir.

Koton, Türkiye'deki perakende satış alanını 2012 yılında yaklaşık 117 bin metrekareden 2023 yılında yaklaşık 225 bin metrekareye artırırken, yurt dışındaki perakende alanını aynı dönemde yaklaşık 47 bin metrekareden yaklaşık 166 bin metrekareye artırmıştır.

Şirket'in faaliyet gösterdiği pazarlara dair geliştirdiği yerel bilgi birikimi, Grup'un yurt dışındaki mağaza sayısını 2012'de 96'dan 31 Aralık 2023 itibarıyla 196'ya yükseltmesini sağlamıştır. Ayrıca Şirket'in sergilediği teknoloji ve dijital odaklı yaklaşım ve tesis ettiği sürekli iyileştirmeye dayalı kurum kültürü ile esnek çevrimiçi (online) altyapısı, Grup'un yurt dışı e-ticaret faaliyetlerini büyütmesini ve 31 Aralık 2023 itibarıyla 57 ülkeye ulaştırmasını sağlamıştır.

1.2 Şirket Faaliyetleri

Koton, modaya uygun stiller, kaliteli ve uygun fiyatlı geniş bir ürün yelpazesi sunmaktadır. Koton, kadın, erkek ve çocuk kategorilerinde yılda 30 binden fazla SKU ile giyim ve aksesuar ürünleri tasarlamakta, geliştirmekte ve satmaktadır. Bu kapsamda Koton müşterilerine, üst giyim, alt giyim, elbise, denim, dış giyim ve triko ürünleri sunmaktadır. Şirket'in ürün yelpazesi aynı zamanda iç giyim, plaj giysileri ve mayolar, abiye ve davet giysileri ve spor giyimin yanı sıra tekstil aksesuarları, deri görünümlü ürünler, takılar ve kozmetik gibi aksesuarları da içermektedir. Koton'un tüm yaş ve cinsiyetler için her ihtiyaca yönelik ürün seçenekleri bulunmaktadır. Sunulan ürünler arasında Fahriye Evcen, Bensu Soral, Aslıhan Malbora, Rachel Araz, Ayşegül Afacan Köksal, Tuba Ünsal ve Melis Ağazat gibi önde gelen Türk ünlüler ve sosyal medya fenomenleriyle ortaklaşa geliştirilen özel koleksiyonlar da yer almaktadır.

İŞ YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.

31 Aralık 2023 itibarıyla, Grup'un monobrand mağaza ağı 437 mağazaya ulaşmıştır. Bunlar, 212'si Türkiye'de, 115'i yurt dışında olmak üzere 327 adet doğrudan işletilen mağazayı ve 29'u Türkiye'de, 81'i yurt dışında olmak üzere 110 Franchise mağazasını içermektedir. Monobrand mağazalar, Koton adını taşımakta ve bu mağazalarda sadece Koton ürünleri satılmaktadır. 31 Aralık 2023 tarihi itibarıyla, mağazaların toplam satış alanı (mağaza ve mağazaların depolama alanları dâhil) 507.351 metrekaredir. Doğrudan işletilen mağazalar, 2023 yılında gelirin %78'ini (%51'si Türkiye'deki, %27'si yurt dışındaki doğrudan işletilen mağazalara aittir) oluşturmuştur. Franchise mağazaları 2023 yılında gelirin %7'sini oluşturmuştur (%2'si Türkiye'deki Franchise mağazalarına ve %5'i yurt dışındaki Franchise mağazalara aittir).

Koton'un ürün yelpazesinin yaklaşık %80'i Grup'un ürünlerini sunduğu ülke ve bölgelerde benzerlik göstermektedir. Bununla birlikte, Şirket, yerel kültür ve iklimleri göz önünde bulundurarak belirli yerel demografik özelliklere uygun ürünler de geliştirmektedir. Şirket, ülkeye özgü ürün sunabilmek için tasarımlarını MENA bölgesindeki pazarlara cazip gelecek şekilde değiştirmektedir. Bu kapsamda, bir yandan ilgili pazardaki yerel unsurlara adapte olmak için esnekliği ve uyarlanabilirliği korurken bir yandan da tüm pazarlarda tutarlı ürünler sunmayı hedeflemektedir.

31 Aralık 2023'te sona eren finansal dönemde Şirket'in adet bazında tedariğinin %88'i, maliyet bazında ise %80'i yurt içinden temin edilerek, ağırlıklı olarak Türkiye'de üretilen ürünlerle geniş bir kaynak tabanı oluşturulmuştur. Aynı dönemlerde Çin, kaynak kullanımının %2,2'sini oluştururken, diğer ülkeler %9,9'unu oluşturmuştur. Koton'un yerli kaynak kullanımı, Türkiye sezon koleksiyonları için kıyafet özelinde yaklaşık dört ila sekiz haftalık kısa teslimat sürelerini mümkün kılmaktadır. Grup'un halihazırda Bangladeş'te bir tedarik ofisi mevcuttur. İlerleyen dönemlerde Şirket, Hindistan ve Endonezya bölgelerinden tedarik edilmeye uygun ürün gruplarında, bölgedeki müşterilerine daha verimli hizmet verebilmek amacıyla, Hindistan'da tedarik üssü kurmayı planlamaktadır.

Koton'un 300 civarında faal tedarikçisi (geçen yılda iş birliği yapılan tedarikçiler) bulunmakta ve hiçbir tedarikçi, tek başına, toplam tedarik maliyetinin %4'ten fazlasından sorumlu değildir. 2023 yılında ilk on tedarikçinin toplam tedarik içerisindeki payı yaklaşık %22'dir. 'tir. Tedarikçilerle uzun süreli ilişkiler kurma eğiliminde olan Koton'un tedarikçileri ile ortalama iş birliği süresi 7,5 yılı aşmakta olup her on tedarikçiden sekizi Koton ile en az beş yıldır çalışmaktadır.

Şirket'in iki gerçek kişi ve bir tüzel kişi olmak üzere toplam üç pay sahibi bulunmaktadır. Şirket'in pay sahiplerinden Yılmaz Yılmaz, Şirket'in çıkarılmış sermayesinin %25'ini; Şükriye Gülden Yılmaz, Şirket'in çıkarılmış sermayesinin %25'ini ve Nemo Apparel B.V., Şirket'in çıkarılmış sermayesinin %50'sini temsil eden paylara sahiptir.

Tablo 1: Doğrudan Pay Sahipliğine İlişkin Bilgi

Pay Sahibi	Halka Arz Öncesi			Halka Arz Sonrası		
	Nominal Değer	Oran (%)	Pay Grubu	Nominal Değer	Oran (%)[1]	Pay Grubu
Yılmaz Yılmaz	99.437.500	12,5	A	99.437.500	12,0	A
	99.437.500	12,5	B	95.387.500	11,5	B
Şükriye Gülden Yılmaz	99.437.500	12,5	A	99.437.500	12,0	A
	99.437.500	12,5	B	95.387.500	11,5	B
Nemo Apparel B.V.	397.750.000	50,0	B	303.400.000	36,6	B
Halka Açık Kısım	-	-	-	136.600.000	16,5	B
TOPLAM	795.500.000	100,0	-	829.650.000	100,0	

Kaynak: Şirket

(1) Okuma kolaylığı sağlanması amacıyla pay sahipliğine ilişkin yüzde tutarlarının yuvarlanmış olması sebebiyle toplam sermaye payı %100'e eşit çıkmamakta ve sonuç %100,1 çıkmaktadır. Toplam sermaye payı %100'e yuvarlanmak suretiyle yazılmıştır.

İŞ YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.

31 Aralık 2023 tarihi itibarıyla Grup'un çalışan sayısı 7.933'tür. Aşağıda yer alan tablo, 31 Aralık 2023, 2022 ve 2021 tarihleri itibarıyla çalışan sayılarının, pozisyonlara göre dağılımını yansıtmaktadır.

Tablo 2: Çalışan Sayıları

(#)	31.12.2023	31.12.2022	31.12.2021
Genel Müdürlük	1.380	1.292	1.160
Türkiye'deki mağazalar	4.221	4.586	4.456
Yurt dışındaki mağazalar	1.790	1.910	1.708
Depolar (lojistik)	542	629	512
TOPLAM	7.933	8.417	7.836

Kaynak: Şirket

1.2.1 Ürünler

Tablo 3: Konsolide Satışlar

milyon TL	31 Aralık'ta sona eren yıl mali yıl					
	2023		2022		2021	
	mn TL	*(%)*	*mn TL*	*mn TL*	*mn TL*	*(%)*
Kadın	8.597	50	7.528	47	6.617	46
Erkek	4.299	25	4.485	28	4.171	29
Çocuk	2.751	16	2.723	17	2.301	16
Aksesuar	1.547	9	1.281	8	1.295	9
Toplam	17.194	100	16.017	100	14.384	100

Kaynak: Şirket

Kadın

Şirket ağırlıklı olarak kadın ürünlerine odaklanmakta olup, toplam ürün gamının yarısından fazlasını her ihtiyacı karşılamaya yönelik tasarlanan kadın ürünleri oluşturmaktadır. İlkbahar/yaz 2023 sezonu kadın kategorisinde üst giyim, alt giyim, elbise, aksesuarlar, denim ve plaj giyimi kadın kategorisi toplam gelirlerinin sırasıyla %33, %19, %13, %11, %6 ve %4'ünü oluşturmuştur. Sonbahar/kış 2023 sezonu kadın kategorisinde, dış giyim, üst giyim, triko, alt giyim, aksesuarlar ve iş kıyafetleri kadın kategorisi toplam gelirlerinin %22, %18, %13, %11, %11 ve %9'luk payına sahiptir. İlkbahar/yaz 2023 sezonunda geriye kalan kategoriler arasında dış giyim, iç giyim, triko ve uyku kıyafetleri yer almıştır. Sonbahar/kış 2023 sezonunda ise diğer kategoriler arasında denim, spor giyim, elbise, pijama ve iç çamaşırı yer almaktadır.

OC&C Raporu'na göre Koton'un fiyatları yerli rakipleri ile yaklaşık olarak aynı seviyedeyken global rakiplerinin yaklaşık yarısı kadardır. Örneğin, sonbahar/kış 2023 sezonuna ait kadın kategorisinde elbiselerin yaklaşık ortalama fiyatı 650 ile 700 TL, gömlek ve bluzların yaklaşık ortalama fiyatı 550 ile 600 TL, ceket ve paltoların yaklaşık ortalama fiyatı 1.500 ile 1.700 TL ve sweatshirtlerin yaklaşık ortalama fiyatı 500 ile 550 TL aralığındadır.

Koton'un kadın ürün yelpazesinden örnekler aşağıda yer almaktadır:

Şekil 1: Kadın Ürün Kategorisi Gelir Dağılımı

Kaynak: Şirket

Erkek

OC&C Raporu'na göre, Koton, bulunduğu her kategoride ilk üç firma arasında yer almakta olup, erkek giyiminde de geniş bir ürün yelpazesine sahiptir. İlkbahar/yaz 2023 sezonu erkek kategorisinde üst giyim, denim, alt giyim, aksesuarlar, spor giyim ve plaj giyimi erkek kategorisi toplam gelirlerinin sırasıyla %47, %20, %17, %7, %5 ve %1'ini oluşturmuştur. Sonbahar/kış 2023 sezonu erkek kategorisinde, denim, üst giyim, dış giyim, alt giyim, aksesuarlar ve triko erkek erkek kategorisi toplam gelirlerinin sırasıyla %28, %24, %18, %7, %7 ve%6'lik payına sahiptir. İlkbahar/yaz 2023 sezonu için dış giyim ve pijama diğer kategoriler arasındadır. Sonbahar/kış 2023 sezonunda ise diğer kategoriler arasında iş kıyafetleri, spor kıyafetleri ve iç giyim bulunmaktadır.

Koton'un erkek kategorisi giysilerinin ortalama fiyat aralığı yaklaşık 550 ile 600 TL, çocuk giysilerinin ortalama fiyat aralığı ise yaklaşık 250 ile 300 TL arasında değişmektedir. Aksesuarlar için ise ortalama fiyat aralığı yaklaşık 130 ile 150 TL arasında değişmektedir.

Koton'un erkek ürün yelpazesinden örnekler aşağıda yer almaktadır:

Şekil 2: Erkek Ürün Kategorisi Gelir Dağılımı

Kaynak: Şirket

Çocuk

İlkbahar/yaz 2023 sezonu çocuk kategorisinde üst giyim, alt giyim, elbise, denim, aksesuarlar ve spor giyim toplam çocuk kategorisi toplam gelirlerinin sırasıyla %42, %29, %13, %9, %4 ve %1'ini oluşturmuştur. Sonbahar/kış 2023 sezonu çocuk kategorisinde, üst giyim, alt giyim, dış giyim, aksesuarlar, denim ve triko çocuk kategorisi toplam gelirlerinin sırasıyla %39, %25, %18, %5, %4 ve %4'ünü oluşturmuştur. İlkbahar/yaz 2023 sezonunda kalan kategoriler arasında plaj kıyafetleri ve ceketler yer almıştır. Sonbahar/kış 2023 sezonunda ise elbiseler kalan kategoriyi oluşturmuştur.

Koton'un çocuk ürün yelpazesinden örnekler aşağıda yer almaktadır:

Şekil 3: Çocuk Ürün Kategorisi Gelir Dağılımı

Kaynak: Şirket

1.2.2 Tasarım ve Geliştirme

Şirket'in tasarım ve geliştirme süreci çevik, veriye dayalı ve yapay zeka tabanlı araçlarla desteklenmekte ve bu Şirket'in moda trendlerini etkin bir şekilde takip edebilmesi ile ürünleri pazara hızlı bir şekilde sunabilmesine olanak tanımaktadır. Şirket, kendi ürünleri ve pazardaki diğer ürünlerden elde edilen verileri, aşağıda "Trend Analizi" başlığı altında detaylı bir şekilde açıklandığı üzere, trend belirleme araçları ile analiz etmektedir. Ayrıca ürünlerini, çevrimiçi (online) ve çevrimdışı dâhil olmak üzere müşteri odak gruplarının değerlendirmesine tabi tutmakta ve bu sayede, müşterilerin olumsuz tepki verdiği tasarımların elenmesine olanak sağlanmaktadır. Şirket, bu süreci hızlı numune geliştirmeleriyle desteklemektedir. Bu süreç sayesinde Koton, Türkiye koleksiyonlarını belirli bir tema veya trendin belirlenmesinden itibaren dört ila sekiz hafta içinde pazara sunabilmektedir.

Şirket'in tasarım ekibi, yeni tasarım geliştirme sürecinin yanı sıra mevcut ürünlerde güncellemeler üzerinde çalışan yaklaşık 150 kişiden oluşmaktadır. Tasarım ekibi; kadın, erkek ve çocuk kategorilerine yönelik podyum ve Megatrend sunumlarıyla, haftalık özetler ve periyodik raporlarla desteklenen, takvim yılını baz alan kademeli bir süreç kapsamında faaliyet göstermektedir. Kapsamlı podyum sunumlarının ardından, trendler analiz edilip yapay zekaya dayalı araçlar kullanılarak kategoriler özelinde (örneğin elbiseler, etekler, dış giyim, denim ve triko için) özet raporlar ve rakip analiz raporları hazırlanmaktadır.

Trend Analizi

Koton, tasarım kararlarını desteklemek adına sürekli olarak trend analizleri yapmaktadır. Şirket, trendleri belirlemek ve analiz etmek için yapay zeka tabanlı araçlar kullanmaktadır. Trend analizi, moda trendi analizi konusunda kapsamlı deneyime sahip beş kişiden oluşan tasarım laboratuvarı tarafından gerçekleştirilmektedir. Tasarım laboratuvarı, sezon öncesi analizlerini oluşturmak için global stil takibi platformlarından olan Peclers ve Tagwalk gibi platformları kullanarak uluslararası trend kaynaklarına ulaşmaktadır. Bu kapsamlı analiz, tüm kategorileri kapsamakta ve pazar ihtiyaçları ile zaman çizelgelerine uyum sağlamak üzere hassas bir şekilde yapılandırılmaktadır. Bu süreç sayesinde bugüne kadar, 75.000'in üzerinde trend tespit edilmiştir.

Ürün Geliştirme

Rakiplerine göre Koton'u farklılaştıran en önemli faktörlerden biri deneyimli Kumaş Ar-Ge ekibidir. Kumaş Ar-Ge ekibi yurt içi ve yurt dışındaki gelişmeleri dikkate alarak yeni kumaşlar belirlemeye odaklanmakta ve moda kumaşları proaktif olarak belirleyerek trendleri yakalamayı ve hızlı bir üretim süreci sağlamayı hedeflemektedir. Kumaş Ar-Ge ekibi, koleksiyonlarda kullanılmak üzere özel olarak tasarlanmış desenler sağlayarak, Şirket'in rekabette avantaj sağlamasını hedeflemektedir.

Şirket, çeşitli kategorilerde aylık 2.000 yeni numune oluşturma kapasitesine sahip olup, kendi numune dikimhanesi sayesinde 48 saatlik bir süre içerisinde tasarım aşamasından numunenin oluşturulmasını sağlayabilmektedir.

Şirket'in tasarım merkezi, Sanayi ve Teknoloji Bakanlığı tarafından akredite edilmiş olup, bu alanda öncü pozisyondadır. Ekibin 80 personeli, 76 projesi, 46 patenti ve Süleyman Demirel Üniversitesi, İstanbul Moda Akademisi, Nişantaşı Üniversitesi, İstanbul Teknik Üniversitesi ve Marmara Üniversitesi ile yedi alanda iş birliği bulunmaktadır.

İŞ YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.

1.2.3 Satış Kanalları

Tablo 4: Satış Kanallarının Payları

milyon TL	31.12.2023		31.12.2022		31.12.2021	
	mn TL	*%*	*mn TL*	*%*	*mn TL*	*%*
Türkiye	**11.253**	**65,5**	**9.669**	**60,4**	**9.382**	**65,2**
Perakende	9.093	52,9	7.887	49,2	7.384	51,3
Şirket Mağazası	8.705	50,6	7.550	47,1	6.984	48,6
Franchise	388	2,3	337	2,1	400	2,8
E-ticaret	1.325	7,7	979	6,1	1.332	9,3
Toptan	835	4,9	802	5,0	666	4,6
Yurt Dışı	**5.940**	**34,5**	**6.348**	**39,6**	**5.002**	**34,8**
Perakende	5.411	31,5	5.744	35,9	4.623	32,1
Şirket Mağazası	4.634	27,0	4.969	31,0	4.135	28,8
Franchise	777	4,5	775	4,8	487	3,4
E-ticaret	521	3,0	519	3,2	349	2,4
Toptan	9	0,1	85	0,5	30	0,2
Toplam	17.194	100,0	16.017	100,0	14.384	100,0

Kaynak: Şirket

Koton Grubu, ürünlerini; i) doğrudan işlettiği mağazalar, Franchise mağazaları dâhil olmak üzere, yurt içi ve yurt dışı markalı mağazaları, ii) internet sitesi olan koton.com ile Şirket mobil uygulamasını kapsayan e-ticaret kanalı ve Namshi, Myntra, Amazon, Trendyol, Fashion Days, Hepsiburada, Dante, Zalora, Zalando ile Jumia gibi çevrimiçi (online) pazaryerleri aracılığıyla ve iii) yurt içinde Boyner, Özdilek, Gencallar ve Çetinkaya gibi zincir mağazalara sahip müşterileri dâhil 300'ün üzerinde müşterisine ve yurt dışındaki müşterilerine toptan satış yoluyla satmaktadır.

31 Aralık 2023 tarihinde sona eren yılda, Türkiye'deki mağazalar, yurt dışı mağazaları, e-ticaret (internet sitesi, mobil uygulama ve pazaryerleri dâhil) ve toptan satışlar, gelirlerin sırasıyla %52,9, %31,5, %10,7 ve %4,9'unu; 31 Aralık 2022'de sona eren yılda ise, bu kanallar gelirin sırasıyla %49,2, %35,9, %9,4 ve %5,5'ini oluşturmuştur.

Perakende

Tablo 5: Koton Mağaza Sayısı

	31 Aralık itibarıyla		
	2023	2022	2021
Doğrudan işletilen mağazalar	327	329	346
Türkiye'deki mağazalar	212	218	236
Yurt dışındaki mağazalar	115	111	110
Franchise mağazaları	110	111	105
Türkiye'deki mağazalar	29	30	33
Yurt dışındaki mağazalar	81	81	72
Toplam	437	440	451

Kaynak: Şirket

31 Aralık 2023 itibarıyla, Grup'un monobrand mağaza ağı 437 mağazaya ulaşmıştır. Bunlar, 212'si Türkiye'de, 115'i yurt dışında olmak üzere 327 adet doğrudan işletilen mağazayı ve 29'u Türkiye'de, 81'i yurt dışında olmak üzere 110 Franchise mağazasını içermektedir. Monobrand mağazalar, Koton adını taşımakta ve bu mağazalarda sadece Koton ürünleri satılmaktadır. 31 Aralık 2023 tarihi itibarıyla, mağazaların toplam satış

alanı (mağaza ve mağazaların depolama alanları dâhil) 507.351 metrekaredir. Doğrudan işletilen mağazalar, 2023 yılında gelirin %78'ini (%51'si Türkiye'deki, %27'si yurt dışındaki doğrudan işletilen mağazalara aittir) oluşturmuştur. Franchise mağazaları 2023 yılında gelirin %7'sini oluşturmuştur (%2'si Türkiye'deki Franchise mağazalarına ve %5'i yurt dışındaki Franchise mağazalara aittir).

Mağazaların ortalama net satış alanı yaklaşık 1.000 metrekaredir. Büyüyen ürün portföyü, artan müşteri trafiği ve müşteri trafiğinin satışa dönüşüm oranlarına uyum sağlayabilmek için Şirket; mevcut ve küçük alanlı olmasına rağmen yüksek performanslı mağazalarını genişletmeye veya bu mağazaları daha büyük alanlara taşımaya odaklanmıştır.

Global olarak 31 Aralık 2023 itibarıyla mağazaların yaklaşık %81'i alışveriş merkezlerinde, geri kalanı ise ana caddeler üzerinde lokasyonlarda bulunmaktadır. Şirket yönetimi, alışveriş merkezlerini mağazalar için avantajlı bir konum olarak görmektedir. Bunun sebebi alışveriş merkezlerinin, perakende satış noktaları arasında düzenli olarak en yüksek müşteri trafiğine sahip, genellikle potansiyel müşteriler için uygun ve erişilebilir olan merkezi bölgelerde bulunmasıdır. Bununla birlikte, belirli kültürlerde alışveriş merkezleri popülerken, bazı kültürlerde hala ana caddeler popüler olduğundan, Koton bir ülkede faaliyet göstermeye başladığında, mağaza konumları, yerel olarak önemli kriterler dikkate alınarak belirlenmektedir.

Koton, COVID-19 pandemisi sırasında, düşük performans gösteren mağazaları kapatmak ve yatırımın geri dönüşü kısa süreli olan mağazalar açmak için mağaza ağını yeniden değerlendirmiştir. Bu durum, 31 Aralık 2020 itibarıyla 472 olan mağaza sayısının 31 Aralık 2023 itibarıyla 437'ye düşmesine neden olmuştur.

Yurt İçi Koton Mağazaları

Tablo 6: Türkiye Mağaza Dağılımı

Kaynak: Şirket

31 Aralık 2023 itibarıyla, Türkiye'de, 212'si doğrudan işletilen, 29'u ise Franchise Alanlar tarafından işletilen olmak üzere, 241 tane monobrand mağaza bulunmaktadır. Franchise mağazalarının tamamı yazılı Franchise sözleşmeleri çerçevesinde işletilmektedir. Koton'un Türkiye'deki mağaza ağı 66 ili kapsamaktadır. Türkiye'deki mağaza ağı, hem doğrudan işletilen mağazalar hem de Franchise mağazaları dâhil olmak üzere, 31 Aralık 2023 itibarıyla İstanbul, Ankara ve İzmir'de sırasıyla 58, 20 ve 13 mağazayı içermektedir. Türkiye'deki mağazaların yaklaşık %74'ü alışveriş merkezlerinde bulunmakta olup, geri kalan %26'sı cadde üstü mağazalarından oluşmaktadır.

Şirket Türkiye mağazalarının genelinde satışları ve stokları takip etmek için gelişmiş bir işletme yönetim sistemi kullanmakta ve bu sistem, yönetime oldukça ayrıntılı ve neredeyse gerçek zamanlı geri bildirim sağlamaktadır. Satış hacmi her bir mağaza ve ürün bazında takip edilebilmektedir. Sistem ayrıca, mağazadan mağazaya önemli değişiklikler sergileyebilen müşteri profilleri hakkında da bilgi vermektedir. Bu sistem, Şirket'in hızlı hareket ederek stok kalemlerini yavaş satıldıkları mağazalardan

daha hızlı satıldıkları mağazalara kaydırabilmesine, böylelikle raf ve teşhir alanlarının kullanımını optimize etmesine olanak tanımaktadır. Yönetim sisteminin mağazaların metrekare başına gelirini artırma hedefine ulaşmak için kritik önem taşıdığı düşünülmektedir.

Mağaza Performans Ölçütleri

Tablo 7: Bire-bir Gelir ve Bire-bir Brüt Kar

	31 Aralık'ta sona eren yıl itibarıyla	
	2023	2022
	(%)	
Bire-Bir gelir büyümesi[1]	10,2	0,9
Bire-Bir brüt kâr büyümesi[1]	4,8	15,3

Kaynak: Şirket

(1) Veri yönetiminin takip edemediği yurt dışındaki Franchise mağazaları hariç tutulmuştur.

Koton, satışlarını ve brüt kârını Bire-Bir bazda artırmayı başarmış ve bu da önemli bir marj genişlemesine yol açmıştır. Tüm mağaza ağı için Bire-Bir gelir büyümesi, 31 Aralık 2023 ve 2022'de sona eren yıllar için sırasıyla ilgili yılın enflasyon oranlarına kıyasla %10,2 ve %0,9 olarak gerçekleşmiştir. 31 Aralık 2023 ve 2022'de sona eren yıllarda Bire-Bir brüt kâr büyümesi ise sırasıyla %4,8 ve %15,3 olarak gerçekleşmiş olup Şirket, ilgili yılın gerçekleşen enflasyon oranından daha yüksek Bire-Bir brüt kâr büyümesi gerçekleştirmeyi başarmıştır.

Tablo 8: Satış Hızı Oranı

	Satış hızı oranı
	(%)
İlkbahar/yaz 2021	91
İlkbahar/yaz 2022	89
İlkbahar/yaz 2023	89
Sonbahar/kış 2021	92
Sonbahar/kış 2022	86
Sonbahar/kış 2023	89

Kaynak: Şirket

Şirket'in optimizasyon girişimleri sadece yukarıda bahsedildiği gibi mağaza ağının optimizasyonunu değil, aynı zamanda ürün ve planlama düzeyindeki iyileştirmeleri de içermektedir. Bunlar arasında, sezonlar arasında yüksek ve devamlı satış hızı oranına yol açan daha ayrıntılı ve geliştirilmiş ürün planlaması, ürün kalitesinde sağlanan kalite artışı, daha yüksek fiyatlandırmaya sahip ürünlerin sayısında artış, geliştirilmiş özel koleksiyonların yanı sıra mağaza ve ürün teşhirinde iyileştirmeler, depo kapasitesinde iyileştirmeler ve yüksek gelir sağlayan ürünlerin belirlenmesi yer almaktadır.

Genel olarak, Koton'un satış hızı oranı %90'a yakın düzeydedir.

Şirket, operasyonel verimliliği ve mağazaların performansını aylık mağaza karnesiyle ölçmektedir. Mağaza karneleri, mağaza satış performansını, gider yönetimiyle ilgili finansal temel performans göstergelerini, denetim sonuçlarını, stok açığı sonuçları ile ölçülebilir ve objektif veriler içermektedir. Bu puanlar mağaza personelinin primlerini etkilemekte ve aynı zamanda çalışanların terfi sürecinde de kullanılmaktadır. Mağaza karneleri, mağaza operasyonel verimliliğinin yakından izlenmesini, iyileştirme alanlarının belirlenmesini ve gelişimi teşvik etmek için gerekli aksiyonların alınmasını sağlamaktadır.

Mağaza Ağı Optimizasyonu

Tablo 9: Mağaza Ağı Optimizasyonu

Mağazanın kapandığı yıl	2023	2022	2021
Mali yıl	2022	2021	2020
Türkiye			
Kapanan mağazalar *(sayı)*	8	22	23
Gelir *(milyon TL)*	207,2	174,4	236,9
Katkı *(milyon TL)* (1)	33,9	27,3	(1,1)
Katkı marjı (2)	16,40%	15,60%	(0,50)%
Yurt dışı			
Kapanan mağazalar *(sayı)*	4	5	9
Gelir *(milyon TL)*	288,2	89,1	170,3
Katkı *(milyon TL)*(1)	59,6	8,9	(6,7)
Katkı marjı(2)	20,70%	10,00%	(4,00)%

Kaynak: Şirket

(1) Brüt kardan kira giderleri düşüldükten sonra personel giderleri ve diğer giderler düşülerek hesaplanmıştır.
(2) Brüt kardan kira giderleri düşüldükten sonra personel giderleri düşüldükten sonra diğer giderlerin gelire bölünmesiyle elde edilir

Şirket, COVID-19 pandemisi sırasında Koton'un mağaza ağı ve kârlılığını analiz etme fırsatı bulmuştur. Pandemiyle ilgili kısıtlamalar kaldırıldıktan sonra Şirket, düşük performans gösteren mağazaları yeniden açmamayı tercih etmiş ve yalnızca sağlıklı kârlılık seviyelerine, kısa geri ödeme sürelerine ve yüksek stok devir hızı oranına sahip mağazaları geri açmıştır. Bu durum, ilgili dönemler için Şirket kar marjları üzerinde olumlu bir etki yaratmış ve bu etkinin gelecek dönemlerde de devam etmesi beklenmektedir. Doğrudan işletilen mağazaları kapatma kararları, mağaza düzeyinde kârlılık ve stok devir hızına ilişkin derinlemesine yapılan analizlerin ardından alınmıştır. Hangi mağazaların kapatılacağını belirleme süreci, negatif katkısı olan mağazaların yanı sıra nispeten sınırlı katkısı olan ve/veya olumsuz stok devir hızı olan mağazaların da tespit edilmesi yoluyla gerçekleştirilmiştir. Kârlılığı artırmanın yanı sıra tüm mağaza ağının çevikliğini de artırmak için Şirket bu mağazaları kapatmaya karar vermiştir. Ayrıca, müşteri deneyimini geliştirmek amacıyla Grup'un Türkiye'deki ve yurt dışındaki mağaza portföyünü sürekli renovasyona tabi tutarak metrekare başına satış verimliliği ve kârlılığı arttırılmıştır.

Yukarıdaki tabloda da belirtildiği üzere, mağaza ağı optimizasyon sürecinin ilk aşamalarında, kapatılan mağazaların çoğunluğu daha düşük mağaza katkı marjlarına sahiptir. Ancak sonraki yıllarda, görece olarak daha yüksek katkı marjına sahip olsa da Şirket yönetiminin hedeflediği seviyelerin altında kalan mağazalar da optimizasyon kapsamına dâhil edilmiştir. Sonuç olarak Şirket, mevcut mağazaların sağlıklı bir karlılık seviyesine erişmesi sayesinde mağaza ağı optimizasyon sürecini sürecinin başarıyla tamamlandığını düşünmektedir. COVID-19 pandemisi süresince mağazaların bir kısmının kapanmasına rağmen Şirket, bugün itibarıyla hala geçmişte olduğu gibi Türkiye'deki toplam 81 ilin 66'sında müşterilerine hizmet vermeye devam ettiği için Türkiye'deki perakende kapsamı değişmemiştir.

Tablo 10: Türkiye Mağaza Sayısı

Türkiye Mağaza Sayısı	31 Aralık itibarıyla		
	2023	2022	2021
Dönem başı mağaza sayısı	248	269	286
Yeni açılan mağaza sayısı	3	7	6
Kapanan mağaza sayısı	(10)	(28)	(23)

Türkiye Mağaza Sayısı	31 Aralık itibarıyla		
	2023	2022	2021
Dönem sonu mağaza sayısı	241	248	269

Kaynak: Şirket

Tablo 11: Yurt Dışı Mağaza Sayısı

Yurt Dışı Mağaza Sayısı	31 Aralık itibarıyla		
	2023	2022	2021
Dönem başı mağaza sayısı	192	182	186
Yeni açılan mağaza sayısı	23	24	13
Kapanan mağaza sayısı	(19)	(14)	(17)
Dönem sonu mağaza sayısı	196	192	182

Kaynak: Şirket

Yukarıdaki tablolarda Türkiye ve Yurt dışı yeni açılan ve kapanan mağaza sayıları gösterilmektedir.

Yurt Dışı Koton Mağazaları

Tablo 12: Uluslararası Mağazaların Ülke Bazlı Kırılımı

	31 Aralık 2023 itibarıyla	
	Doğrudan işletilen mağazalar	Franchise mağazaları
Rusya	43	–
Kazakistan	25	–
Sırbistan	12	–
Romanya	6	–
Gürcistan	8	–
Fas	8	3
Bosna	5	–
Makedonya	5	–
Ukrayna	2	–
Belarus	1	–
Suudi Arabistan	–	18
BAE	–	8
Lübnan	–	6
Tunus	–	6
Moldova	–	6
Irak	–	6
Filistin	–	4
Kosova	–	5
Libya	–	3
Arnavutluk	–	3
Azerbaycan	–	3
Ürdün	–	2

	31 Aralık 2023 itibarıyla	
	Doğrudan işletilen mağazalar	Franchise mağazaları
Bahreyn	–	2
Türkmenistan	–	2
Kırgızistan	–	1
Cezayir	–	1
Fildişi Sahilleri	–	1
Demokratik Kongo Cumhuriyeti	–	1
Toplam	115	81

Kaynak: Şirket

Şirket'in ilk yurt dışı mağazası 1996 yılında Almanya'da açılmıştır. Bu tarihten itibaren Şirket Türkiye dışına açılmış ve 31 Aralık 2023 itibarıyla, Türkiye hariç Grup'un 28 ülkede, 115'i doğrudan Grup tarafından işletilen, 81'i ise Franchise Alanlar tarafından işletilen 196 yurt dışı mağazası bulunmaktadır. Yurt dışı mağazaları, çoğunlukla alışveriş merkezleri ile trafiği yoğun caddelerde bulunmaktadır.

Yurt dışı mağazaları aşağıdaki şekilde dört ana bölge bazında yönetilmektedir:

- *Balkanlar ve Avrupa:* Grup'un faaliyet gösterdiği Avrupa ve Balkanlar bölgesi; Sırbistan, Romanya, Makedonya ve Bosna'daki doğrudan işletilen mağazalardan oluşmaktadır. Koton Grubu'nun bu bölgeye girişi 2006 yılında, Makedonya, Üsküp'te yapılan ilk mağaza açılışıyla başlamıştır. Bu tarihten itibaren Sırbistan başta olmak üzere olmak üzere Koton Grubu Balkanlar bölgesindeki büyümesini sürdürmektedir. Sırbistan, Makedonya ve Bosna'da bulunan toplam 22 mağaza, Sırbistan'daki genel merkezden yönetilmektedir.

  Grup'un Balkanlar ve Avrupa'da; Arnavutluk ve Kosova'da Franchise operasyonları bulunmaktadır. Bu ülkelerde sekiz tane Franchise mağazası bulunmakta ve bu mağazalar, ziyaretçi sayısı açısından en cazip alışveriş merkezlerinde stratejik olarak konumlandırılmıştır.

  Balkanlar ve Avrupa'daki mağazalar 31 Aralık 2023'te sona eren yılda ve 31 Aralık 2022'de sona eren yılda gelire sırasıyla %5,4 ve %6,3 oranında katkıda bulunmuştur. Sırbistan, 31 Aralık 2023'te sona eren yılda toplam gelirin %1,8'ine katkıda bulunmuştur. OC&C Raporu'na göre Şirket Sırbistan'da yaklaşık %2'lik bir pazar payına sahiptir.

- *BDT bölgesi:* Grup; Rusya, Kazakistan, Gürcistan, Ukrayna ve Belarus'ta doğrudan işletilen mağazalar ve Moldova'da Franchise mağazalar aracılığıyla faaliyet göstermektedir.

  Rusya'da 43 mağaza, Kazakistan'ın 16 şehrinde 25 mağaza bulunmakta olup Kazakistan'daki merkez ofisi Almatı'dadır. Gürcistan'da ise üç şehirde sekiz mağaza bulunmaktadır. Ukrayna'da iki, Belarus'ta bir mağaza bulunmaktadır. Ayrıca BDT bölgesindeki dört ülkede; Azerbaycan, Kırgızistan, Moldova ve Türkmenistan'da da Franchise operasyonları bulunmaktadır.

  BDT'deki mağazalar 31 Aralık 2023'te sona eren yılda ve 31 Aralık 2022'de sona eren yılda gelire sırasıyla %18,3 ve %21,9 oranında katkıda bulunmuştur. Rusya, Kazakistan ve Gürcistan'daki mağazalar ise 31 Aralık 2023'te sona eren yılda gelirin sırasıyla %9,2, %5,6 ve %2,3'üne katkıda bulunmuştur. OC&C Raporu'na göre Şirket, Rusya ve Gürcistan'da %0,5'in altında, Kazakistan'da ise yaklaşık %2'lik bir pazar payına sahiptir. (Gürcistan için Pazar büyüklüğü, Oxford Economics ve Statista tahminlerine göre kişi başına düşen hazır giyim harcamasına göre hesaplanmıştır).

• *KİK bölgesi:* Grup KİK bölgesinde tamamı Franchise bazlı bir iş modeli uygulamaktadır. İlk mağazanın 2004 yılında açıldığı bu bölgede, Suudi Arabistan, BAE ve Bahreyn'de toplam 28 mağaza bulunmaktadır.

KİK bölgesindeki müşteri demografisinin özel tercihleri ve talepleri doğrultusunda, koleksiyonların %40'ı özellikle bu pazar için tasarlanmış olan özel ürünlere ayrılmaktadır. Şirket, KİK bölgesi dâhilindeki genişleme stratejisini sürdürürken Kuveyt, Katar ve Umman gibi potansiyel yeni pazarlar da dâhil olmak üzere tüm bölgeyi kapsayan kapsamlı bir büyüme planı hazırlamıştır.

KİK bölgesindeki mağazaları 31 Aralık 2023'te sona eren yılda ve 31 Aralık 2022'de sona eren yılda sırasıyla gelirin %1,1'ine ve %1,7'sine katkıda bulunmuştur.

• *MENA bölgesi:* Grup'un MENA bölgesinde tek bir ülkede, Fas'ta, beş ayrı şehirde olmak üzere doğrudan işletilen mağazası bulunmaktadır. Doğrudan işletilen mağazaların yanı sıra Fas'ta üç adet Franchise Alanlar tarafından işletilen mağaza bulunmaktadır. 2023 yılının ilk yarısında, Fas'ın en büyük şehri olan Kazablanka'da ilk Franchise Koton mağazası açılmıştır. OC&C Raporu'na göre Şirket, Fas'ta yaklaşık %1'lik bir pazar payına sahiptir. Fas'taki mağazalardan elde edilen gelir, 31 Aralık 2023 tarihinde sona eren finansal dönemde toplam gelirin %1,7'sini oluşturmuştur.

Bölgedeki diğer ülkelerdeki mağazalar Franchise modeliyle işletilmektedir. Bu ülkeler arasında Lübnan, Irak, Ürdün, Filistin, Tunus, Libya, Demokratik Kongo Cumhuriyeti, Fildişi Sahilleri ve Cezayir yer almaktadır. 31 Aralık 2023'te sona eren yılda, Fas'taki üç Franchise mağazasıyla birlikte MENA bölgesinde toplam 33 Franchise mağazası bulunmaktadır. Ek olarak, Kongo Demokratik Cumhuriyeti ve Fildişi Sahilleri'nde, ülkedeki özel iklim koşullarını yönetmek için sezona özel planlama yöntemi kullanılmaktadır.

Grup, MENA bölgesinde halihazırda faaliyet gösterdiği ülkelerde genişlemeye devam ederken yeni bir ülke olarak Fildişi Sahilleri'nde Temmuz 2023 itibarıyla Franchise yoluyla faaliyetine başlamıştır. Bunun yanı sıra, yeni pazarlara yönelik stratejik büyüme planları çerçevesinde, Aralık 2023'te Cezayir'de Ocak 2024'te ise Mısır'da Franchise mağaza açılışları yapılmıştır.

MENA bölgesindeki mağazaları 31 Aralık 2023 ve 31 Aralık 2022'de sona eren yıllarda sırasıyla gelirin %4,1'ine ve %4,8'ine katkıda bulunmuştur.

Yurt dışı mağazalarını yöneten ülke ve bölge yönetim ekipleri bulunmaktadır. Dijitalleşme, yurt dışı mağazaları ile Türkiye'deki genel merkez arasındaki iletişimi kolaylaştırmış olup iletişim olanakları zamanla daha da ilerlemiştir.

E-Ticaret

Tablo 13: E-Ticaret Gelir Kırılımı

milyon TL	31 Aralık'ta sona eren yıl itibarıyla				
	2023	2022	2021	2020	2019
Toplam e-ticaret geliri	1.846	1.499	1.681	1.696	1.115
Yurt içi e-ticaret geliri	1.325	979	1.332	1.556	1.027
koton.com geliri[1]	*371*	*227*	*387*	*566*	*388*
Çevrimiçi (online) pazaryerleri geliri	*954*	*752*	*945*	*990*	*639*
Uluslararası e-ticaret geliri[2]	521	519	349	139	88

Kaynak: Şirket

(1) Mobil uygulama dâhil edilmiştir.
(2) koton.com henüz Türkiye dışındaki ülkelerde mevcut olmadığından, yalnızca uluslararası pazaryeri faaliyetlerini kapsamaktadır.

Şirket, koton.com adresli internet sitesini Türkiye'de kullanıma açtığı 2015 yılı itibarıyla e-ticaret alanında faaliyet göstermektedir. Koton'un kendi internet sitesinin yanı sıra Grup yurt içi ve yurt dışında 29 çevrimiçi (online) pazaryerinde de faaliyet göstermektedir. Grup'un e-ticaret faaliyetleri 57 ülkeyi kapsamaktadır. 31 Aralık 2023'te sona eren finansal dönemde ve 31 Aralık 2022'de sona eren yılda, e-ticaretten elde edilen gelirlerin sırasıyla %71,8'i ve %65,4'ü Türkiye'den kaynaklanmakta olup, kalan %28,2'si ve %34,6'sı ise yurt dışındaki operasyonlardan elde edilmiştir. E-ticaret, 2022 yılında toplam gelirin %9,4'ünü; 2023 yılında ise %10,7'sini oluşturmuştur (2023 ve 2022 yılı e-ticaret geliri oranının sırasıyla %7,7'si ve %6,1'ü Türkiye'deki e-ticaretten, %3,0'ı ve %3,3'ü ise çevrimiçi (online) pazaryerleri aracılığıyla yapılan uluslararası e-ticaretten kaynaklanmaktadır).

E-ticaret, Koton'un büyüme stratejisinde kritik bir noktada konumlanmıştır. Pazaryerleri de dâhil olmak üzere e-ticaretten elde edilen gelir, 31 Aralık 2023'te sona eren finansal dönemde, 31 Aralık 2022'de sona eren finansal döneme kıyasla %23,2 artış göstermiştir. Türkiye'de, koton.com üzerinden gerçekleştirilen satışlar da aynı dönemde %63,3 artmıştır. Şirket'in hedefi, beş yıl içinde e-ticaretin toplam gelir içerisindeki payının %20'yi geçmesidir.

Tablo 14: E-Ticaret Ortalama Sepet Büyüklükleri

	31 Aralık'ta sona eren yıl		
	2023	2022	2021
Ortalama sepet büyüklüğü – koton.com *(TL)* (1)	877	575	466
Ortalama sepet büyüklüğü – Türkiye Pazar yerleri *(TL)*	358	234	214
Ortalama sepet büyüklüğü – yurt dışı Pazar yerleri *(TL)*	525	442	398

Kaynak: Şirket

(1) *Mobil uygulama dâhildir.*

Tablo 15: E-Ticaret Faaliyetlerinin Satışa Dönüşüm Oranı, Yatırım Getirisi ve Sıklığına İlişkin Veriler

	31 Aralık'ta sona eren finansal dönem	
	2023	2022
Toplam dönüşüm oranı *(%)*	1,14	0,61
Dönüşüm oranı – mobil uygulama *(%)*	1,74	0,69
Yatırım Getirisi (ROI)(1)*(%)*	23,43	16,31
Ödenen Yatırım Getirisi (ROI)(1) *(%)*	11,06	6,04
Gelir payı – mobil uygulama(2) *(%)*	58	45

Kaynak: Şirket

(1) Yatırım getirisi, Arama Motoru Optimizasyonu (SEO) etkinliğinin bir ölçüsüdür ve net kârın arama motoru optimizasyonuna yapılan toplam yatırıma bölünmesi olarak tanımlanır..

(2) koton.com'dan elde edilen gelirin mobil uygulamadan elde edilen payıdır.

Şirket'in internet sitesi 2022 yılında yaklaşık 9 milyon kullanıcı tarafından yaklaşık 77 milyon kez ziyaret edilmiştir. 2023 yılında, Koton, satışa dönüşüm oranını ve yatırım getirisini artırmaya odaklanarak, dijital pazarlama faaliyetlerini önemli ölçüde genişletmiştir. Bu çerçevede Koton, satın alma eğilimleri yüksek bir müşteri kitlesini hedef almakta ve bu müşterileri cezbetmek için ürün odaklı iletişimler tasarlamaktadır. 31 Aralık 2023'te sona eren finansal dönemde satışa dönüşüm oranı %1,14 olarak gerçekleşmiş olup 31 Aralık 2022'de sona eren finansal dönemde bu oran %0,61 idi. Ayrıca 31 Aralık 2023 tarihinde sona eren finansal dönemde mobil uygulama satışa dönüşüm oranı %1,74 iken, satışların yoğun olduğu süper cuma (*black friday*) gibi kampanya dönemlerinde bu oran %3'e yükselmiştir. Şirket'in internet sitesi ve mobil uygulaması aracılığıyla gerçekleştirdiği satışlarda mobil uygulamanın payı, 31 Aralık 2023 tarihinde sona eren finansal dönemde %58'e yükselirken, 31 Aralık 2022 tarihinde sona eren finansal dönemde ise bu oran %45 olmuştur.

Satışların yoğun olduğu dönemlerde ise söz konusu oran %80'e ulaşmıştır. Şirket, sosyal medya fenomenleri aracılığıyla yürütülen pazarlama faaliyetleri ve potansiyel yeni sosyal kanallar aracılığıyla bu rakamları artırmayı planlamaktadır.

Pazaryerleri

Grup; Namshi, Myntra, Amazon, Trendyol, Fashion Days, Hepsiburada, Dante, Zalora, Zalando ve Jumia dâhil, dünya çapında 29 farklı pazaryerinde faaliyet göstermektedir. Grup ayrıca ilerleyen dönemlerde Walmart, Amazon (Fransa, Birleşik Krallık, İspanya ve Polonya), AboutYou, Limango, VanGraff, Azadea ve Noon ile ilişkileri ve entegrasyonları daha da geliştirmeyi amaçlamaktadır. Ülkeler genelinde stoksuz satış *(drop shipping)*, çapraz sevkiyat *(cross-dock)*, konsinye modeli *(consignee)* ve hibrit model dâhil olmak üzere birden fazla model kullanılmakta olup Koton'un pazaryerlerine ilişkin yaklaşımı hem B2B hem de B2C modellerini kapsamaktadır. Bu kapsamda 31 Aralık 2023 tarihinde sona eren finansal dönemde pazaryeri satışlarının yaklaşık %64'ü B2C modeli çerçevesindeki satışlardan gerçekleşmiş olup geri kalan %36'si ise B2B modeli çerçevesindeki satışlarından oluşmuştur. Şirket, ilerleyen dönemlerde B2C modeli çerçevesinde gerçekleşen satış oranının artması beklemektedir. Grup'un Trendyol'da yaklaşık 2,7 milyon mağaza takipçisi olup kadın kategorisinde bu alanda öncü konumdadır. Ayrıca Grup iş ortaklarıyla birlikte CRM programı ve reklam faaliyetleri yürütmektedir. Segmentasyon ve hedef kitle çalışmalarıyla yeni müşteri kazanımı, aktif müşteri sayısının yüksek tutulması ve satın alma sıklığının artırılması amaçlarına yönelik adımlar atılmaktadır. Bu operasyonlarda hızlı kargo ve aynı gün kargo gönderimi seçeneklerinin yanı sıra ürün ve müşteri yönetimi de önemli rol oynamaktadır.

Toptan Satış

Grup, toptan satış operasyonları aracılığıyla ürünlerin; köşe mağazaları, kurumsal kanal, B2B ve uluslararası toptan satış gibi, çok markalı satış noktaları dâhil satış noktalarına ulaştırmaktadır. Türkiye'deki toptan satış geliri 2021'den 2023'e kadar %12,0'lık bir YBBO ile büyümüş ve aynı dönemde toptan satış için katkı marjı %33,3'lük bir YBBO ile büyüyerek 2021'deki %22,2'lik katkı marjına kıyasla 2023'de %31,5'lik bir katkı marjına ulaşmıştır. 31 Aralık 2023'te sona eren yılda ve 31 Aralık 2022'de sona eren yılda, toptan satış, gelirin sırasıyla %4,9 ve %5,5'ini oluşturmuştur. 2023 yılında toplam gelirin %4,8'i Türkiye'deki toptan satış faaliyetlerinden, kalan %0,1'i ise uluslararası toptan satış faaliyetlerinden kaynaklanmıştır. Toptan satışların tamamı kesin satış niteliği taşımakta olup, konsinye satış yöntemi uygulanmamaktadır.

- *Köşe mağazası kanalı:* Köşe mağazası kanalı, yurt içi çok markalı satış noktası operasyonunu temsil etmektedir. 31 Aralık 2023 tarihi itibarıyla Şirket'in Türkiye'de 59 ilde toplam 193 müşterisi bulunmaktadır. Bu kanal, 31 Aralık 2023'te sona eren yılda ve 31 Aralık 2022'de sona eren yılda, toplam toptan satış gelirinin sırasıyla %37,3'sini ve %33,7'sini oluşturmuştur.
- *Kurumsal kanal:* 31 Aralık 2023 tarihi itibarıyla Şirket, Türkiye genelinde 40'tan fazla şehirde faaliyet gösteren Boyner, Özdilek, Gencallar ve Çetinkaya dâhil olmak üzere büyük zincir mağazalarla çalışmaktadır.
- *B2B satış kanalı:* İşletmeden işletmeye satış kanalında 31 Aralık 2023 itibarıyla Şirket'in aktif olarak çalıştığı 38 müşteri bulunmaktadır. B2B satış kanalı, son dönemlerde en hızlı büyüyen toptan satış kanalıdır. Şirket'in bu kapsamdaki operasyonları arasında ürün satışı, fiziksel hediye kartı ve dijital hediye sertifikası uygulamaları yer almaktadır.
- *Uluslararası toptan satışlar:* Şirket, uluslararası toptan satış yoluyla yurt dışına toptan satış ürünleri göndermektedir. İstanbul Merter'de, Şirket'in bu kanala hizmet veren bir mağazası bulunmaktadır. 31 Aralık 2023 tarihi itibarıyla bu kanal üzerinden, Avrupa, BDT bölgesi ve MENA bölgesi de dâhil olmak üzere, 30 civarında ülkede 200'den fazla satış noktasında tüketicilere ürün teslimi yapılmaktadır.

1.3 Şirketin Avantajları ve Dezavantajları

1.3.1 Şirketin Avantajları

Cazip ve büyümekte olan pazarlarda faaliyet gösteren ve bölgesel olarak yaygın kitlelere ulaşan sektöründe önde gelen moda şirketi

OC&C Raporu'na göre Grup, 2022 yılında 90 milyar ABD dolarının üzerinde büyüklüğe sahip erişilebilir bir pazar ile 70 ülkede (44'ü Avrupa ve BDT bölgesinde, 17'sı MENA bölgesinde ve dokuzu diğer bölgelerde olmak üzere) bölgesel olarak faaliyet göstermektedir. 31 Aralık 2023 itibarıyla Grup, 437 mağaza ve 29 pazaryeri aracılığıyla Koton ürünlerini satmaktadır. 31 Aralık 2023 itibarıyla Türkiye'de 241, (Balkanlar ve Doğu Avrupa dâhil) Avrupa ve BDT bölgesinde 127 ve MENA bölgesinde 69 mağaza bulunmaktadır. 31 Aralık 2023'te sona eren finansal dönemde cironun %65,5'ini, 31 Aralık 2022'de sona eren yılda ise %60,4'ünü oluşturan Türkiye'de Şirket, mevcut lokasyonlardaki satış verimliliği artırmaya, kârlılığı sürdürmeye ve yeni mağaza açılışlarına odaklanmaktadır. 31 Aralık 2023'te ve 31 Aralık 2022'de sona eren yıllık dönemlerde cironun % 23,6 ve % 28,2'sini oluşturan Avrupa ve BDT bölgesinde ise Şirket hem doğrudan işletilen mağazalar hem de Franchise mağazalar açmaya devam etmeyi hedeflemektedir. 31 Aralık 2023'te ve 31 Aralık 2022'de sona eren yıllık dönemde cironun %4,1'ini ve %4,8'ini oluşturan MENA bölgesinde Şirket'in, Franchise ortaklıkları yoluyla kapsamlı bir büyüme planı bulunmaktadır.

OC&C Raporu'na göre, 2022 yılında Koton'un faaliyet gösterdiği toplam pazar büyüklüğü; Türkiye pazarı için 11,3 milyar ABD doları, Birincil Pazarlar için 34 milyar ABD doları ve İlave Pazarlar için 45 milyar ABD doları olmak üzere toplam 90 milyar ABD dolarıdır. Gelişmiş AB pazarlarının (Almanya, Fransa ve İtalya) 2023-2027 arasında %1,6'lık bir YBBO ile büyümesi beklenirken, Koton'un faaliyet gösterdiği pazarların orta vadede %5'in üzerinde bir YBBO ile büyümesi beklenmektedir. Bu da gelişmiş AB pazarlarına kıyasla daha fazla büyüyeceği anlamına gelmektedir. OC&C Raporu, büyümenin, kadınların iş gücüne katılımının artması da dâhil olmak üzere olumlu makroekonomik ve demografik eğilimler; güçlü hazır giyim pazarı büyümesi; organize perakendeye doğru geçiş ve Koton'un faaliyet gösterdiği bölgelerde internet kullanımının artışlardan kaynaklanacağını öngörmektedir.

Koton, Türkiye'de faaliyet gösterilen tüm kategorilerde pazar payı bakımından ilk üçte yer almaktadır. (Yerli Marka 3 ve Yerli Marka 6 gibi belirli alt kategori oyuncuları hariçtir.) OC&C Raporu'na göre Şirket, 2022 yılında %5,0 pazar payı ile kadın giyim pazarında en büyük ikinci oyuncusu, 2022 yılında sırasıyla %2,9 ve %2,1 pazar payına sahip olunan erkek giyim ve çocuk giyim pazarlarında ise en büyük üçüncü oyuncusudur (Yerli Marka 3 ve Yerli Marka 6 gibi alt kategorilere özgü oyuncular hariçtir). Ayrıca Koton; Kazakistan, Suudi Arabistan, Gürcistan ve BAE gibi pazarlarda da güçlü bir şekilde faaliyet göstermektedir. Bunlar, artan nüfus, yüksek GSYİH büyümeleri, kadınların işgücü piyasasına artan katılımı ve hazır giyim pazarlarındaki hızlı büyümeleri ile cazip pazarlardır.

OC&C Raporu'na göre Koton, (Yerli Marka 1 ve Yerli Marka 2 gibi) Türkiye'deki benzer işletmelere göre daha moda ve trend odaklı olan, ancak Uluslararası Marka 1, Uluslararası Marka 2 ve Uluslararası Marka 3 gibi global arenadaki benzer işletmelere göre ise daha rekabetçi fiyat düzeylerine sahip olan koleksiyonlarıyla, rakiplerinden farklılaşmaktadır. Şirket'in bu kapsamdaki farklılaşması temel olarak, Türkiye tedarikçi tabanı sayesinde elde ettiği tedarik avantajlarından kaynaklanmaktadır.

Her yaştan ve cinsiyetten tüketiciler için uygun fiyatlı moda ürünleri sunan bir aşk markası (love brand)

Koton, Türkiye pazarında güçlü marka bilinirliğine sahip olan ve uygun fiyatlı moda ürünleri sunan bir aşk markasıdır. Koton, 2012'den 2023'e kadar geçen on bir yılın onunda (2021 yılında araştırma yapılmamıştır. 2024 yılında henüz araştırma yapılmamıştır.) "En Çok Beğenilen ve Tercih Edilen Kadın Markası" seçilmiş ve

2022 yılında da Türkiye'deki alışveriş merkezlerinin "Anchor Store"u (alışveriş merkezlerinde en çok aranan marka) ödülüne layık görülmüştür (Kaynak: Alışveriş Merkezleri ve Yatırımcıları Derneği). Koton markası aynı zamanda Brand Finance'nin Türkiye'deki ilk üç perakende giyim markası arasında yer almış ve en iyi müşteri deneyimini sunan marka olarak takdir edilmiştir (CXA Müşteri Deneyimi Ödülleri, 2022.)

OC&C Raporu'na göre Koton; anımsatma yardımıyla Türkiye'de %100 marka bilinirliğine sahiptir ve bunun %47'sini, herhangi bir anımsatma yardımı olmaksızın markanın kendiliğinden bilinirliği oluşturmakta olup bu oran, güncel kadın giyim segmentinde tüm rakipleri arasındaki en yüksek orandır. OC&C Raporu'na göre, Yerli Marka 1, Uluslararası Marka 1, Yerli Marka 2, Yerli Marka 2, Yerli Marka 3 ve Uluslararası Marka 2'nin yardımsız marka bilinirliği sırasıyla %46, %40, %38, %31 ve %26'dır. Koton markası, Türkiye'de genç, sadık ve modaya önem veren bireylerden oluşan bir müşteri kitlesine hitap etmektedir. Koton'un yurt dışı pazarlarda da benzer bir müşteri kitlesi bulunmaktadır. Koton müşterilerinin yaklaşık %48'i, önceki yıl içerisinde Koton'dan üç ya da daha fazla kez alışveriş yapmış olan devamlı müşterilerdir.

OC&C Raporu'na göre, %18'lik net tavsiye skoruna sahip Yerli Marka 1 ve %29'luk net tavsiye skoruna sahip Yerli Marka 2 gibi Türkiye'deki benzer işletmeler arasında Koton, %32'lik bir oran ile en yüksek net tavsiye skoruna sahiptir. Koton'un net tavsiye skoru, aşağıdaki tabloda da gösterildiği üzere, temel tüketici satın alma kriterleri çerçevesindeki değerlendirilmelerden kaynaklanmaktadır. (Net tavsiye skoru verisi, giyim tarzını güncel olarak nitelendiren kadınlar ile yaplıan değerlendirmelere istinaden belirlenmiştir.) OC&C Raporu'na göre, Koton, tüketiciler tarafından her okazyonda giyim seçeneği sunan tek marka olarak görülmektedir. Şirket, temel ihtiyaçlardan özel etkinliklere kadar geniş bir ürün yelpazesine sahiptir. OC&C'ye göre, kadın giyiminde tüketiciler, özel gün kıyafetleri, iş kıyafetleri, günlük kıyafetler için Koton'a yönelmektedir.

OC&C Raporu'na göre Koton, aşağıdaki grafikte de gösterildiği üzere, kalite, verilen paranın karşılığını alma, seçenek fazlalığı, uygun kalıplar ve yeni ürünler/yenilikçilik dâhil olmak üzere tüm temel performans kriterlerinde yerli rakiplerinin üzerinde derecelendirilmiştir:

Şekil 4: Temel Performans Kriterlerinde Yerli Rakip Analizi

Kaynak: OC&C Raporu

(1) Sonuçlar bu soruya dayanmaktadır: İlgili markayı 1'in çok kötü ve 5'in çok iyi olduğu aşağıdaki kriterlere göre nasıl değerlendirirsiniz?
(2) Sonuçlar bu soruya dayanmaktadır: Genel olarak, kendiniz için kıyafet satın alırken ve hangi markaları satın alacağınıza karar verirken aşağıdaki kriterler ne kadar önemlidir?

Koton markası; (i) reklam yönetimi; (ii) çok sayıda Türk ve yabancı ünlü ve sosyal medya fenomeni ile yapılan etkili iş birlikleri ve (iii) veriye dayalı müşteri içgörüleri ile desteklenmektedir.

Reklam yönetimi

Şirket, pazarlama faaliyetlerini ilgili departmanlar arasında stratejik iş birliği sağlayarak entegre bir şekilde yürütmektedir. Koton markasının iletişiminde üçüncü kişi iş ortaklarıyla da iş birliği yürütülmektedir. En güncel trendlere uyum sağlamak ve marka stratejisi doğrultusunda doğru projeleri hayata geçirmek, mesajları doğru kitleye ulaştırmak Koton için çok önemlidir.

Koton, markasının görünürlüğünü ve tanınırlığını artıran reklam kampanyalarıyla, birçok ödül almıştır. Koton, 2012'den 2023'e kadar geçen on bir yılın onunda (2021 yılında araştırma yapılmamıştır. 2024 yılında henüz araştırma yapılmamıştır.) "En Çok Tercih Edilen Kadın Markası" seçilmiş ve 2022'de Alışveriş Merkezleri ve Alışveriş Merkezi Yatırımcıları Derneği tarafından "Anchor Store" (alışveriş merkezlerinde en çok aranan marka) olarak kabul edilmiştir. Ayrıca Koton, sekiz yıldır Brand Finance'ın "Türkiye'nin En Değerli 100 Markası" arasında yer almaktadır. Ayrıca, 2016 ve 2020 yıllarında Platin Global 100 Ödülleri tarafından "Hızlı Moda Endüstrisi Lideri" olarak gösterilmiştir.

Şirket; Instagram, Facebook, TikTok, YouTube ve X (eski adıyla Twitter) dâhil olmak üzere beş dijital kanal üzerinden aktif iletişim kurarak kampanyaları aracılığıyla geniş bir kitleye ulaşmaktadır. 31 Ekim 2023 itibariyle Şirket, bu kanallarda 500 milyondan fazla görüntülenme elde etmiştir. Koton markası, geniş bir sosyal medya topluluğu ile güçlü müşteri etkileşiminden faydalanmaktadır. Koton'un 31 Aralık 2023 itibarıyla yaklaşık 1,5 milyon Facebook takipçisi ve yaklaşık 2,8 milyon Instagram takipçisi bulunmaktadır. 2023 yılında Koton, Instagram'da yaklaşık 656 milyon, Facebook'ta yaklaşık 39 milyon, TikTok'ta yaklaşık 43 milyon, YouTube'da yaklaşık 32 milyon ve X'te (eski adıyla Twitter) 1 milyon olmak üzere 771 milyonun üzerinde sosyal medya gösterimi elde etmiştir.

Etkili iş birlikleri

Şirket, ünlüler ve sosyal medya fenomenleri ile yaptığı etkili iş birlikleri ile marka değerini artırmayı hedeflemektedir. Koton; Arzu Sabancı, Özgür Cellat, Rachel Araz ve Merve Özkaynak gibi birçok sosyal medya platformunda tanınmış kişilerle iş birliği yapmıştır. Ayrıca Şirket, Alessandra Ambrosio, Fahriye Evcen, Burak Deniz, Ebru Şallı, Aslıhan Malbora, Teoman, Jean-Pierre Braganza, Hakan Yıldırım, Bora Aksu, Zeynep Tosun ve Dilek Hanif gibi sanatçılar, mankenler ve modacılarla iş birliği yapmıştır.

Rachel Araz X Koton koleksiyonu ve Kotonverse projesi, aşağıdakiler de dâhil olmak üzere çeşitli dijital pazarlama ödüllerine layık görülmüştür:

- 2022 Muse Yaratıcılık Ödülleri / üç ödül (Markalı İçerik, Sosyal Medya – Influencer, Video ve Animasyon)
- 2022 Felis Ödülleri / bir ödül (En İyi Influencer Kullanımı)
- 2022 Smarties EMEA Ödülleri / bir ödül (Web 3.0 – Metaverse)
- 2023 Brandverse Ödülleri / üç ödül (Yenilikçi Teknoloji Kullanımı, Deneyim Tasarımı Grand Prix ve 360 Entegre Marka Deneyimi)
- 2023 Smarties / bir ödül (Deneysel/İnovasyon Teknolojisi Kategorisi)
- 2023 Kristal Elma Ödülleri / bir ödül (Medya Ana Kategorisinde Teknoloji Kullanımı)
- 2023 TEGEP Eğitim ve Gelişim Platformu Derneği (Eğitimde En iyi Dijital Çözüm Bronz Ödül)

Ayrıca Türkiye'nin ilk TikTok koleksiyonu olan "Pelin & Berk" TikTok koleksiyonunun da 2021 yılında lansmanını yapılmıştır. Bu öncü dijital kampanyalar, özellikle Koton'un müşteri tabanının Z kuşağı bölümüyle etkileşimini artırmaktadır.

Veriye dayalı müşteri içgörüleri

Şirket, analitik veri yönetimi sayesinde müşterileri hakkında kapsamlı bilgiler edinebilmekte ve böylece onları Koton markasına sadakat ve bağlılığa teşvik edebilmektedir. Şirket, bugüne dek yaklaşık 12 milyon müşteri verisi toplamıştır. Şirket müşterilerini beş segment ve 11 alt segmente ayırarak daha sonra bu segmentasyonu hedefe yönelik kampanyalar tasarlamak için kullanmaktadır. Örneğin, segment bazlı kampanyalar, kaybedilen müşterilerin yeniden kazandırılmasında başarılı olmuştur. Şirket'in yakın zamanda başlattığı sadakat programı Koton Club da müşteri tabanında sadakati ve alışveriş sıklığını artırmada önemli bir rol oynamaktadır. Nisan 2023 itibarıyla, Koton Club'ın ön lansmanından bu yana 3,2 milyon yeni üye kazanılmıştır. Şirket yönetimi, 2024 sonuna kadar altı milyon Koton Club üyesi olmasını hedeflemektedir. Koton Club üyelerinin ortalama sepet büyüklüğü ve alışveriş sıklığı, üye olmayan müşterilere kıyasla sırasıyla %6 ve %26 oranında daha fazla olup lansmandan bu yana geçen altı aylık verilere göre, Koton Club üyelerinin fatura başına ürün sayısı da yaklaşık %10 daha fazladır.

Tüm kanallarda güçlü kârlılıkla birlikte, çok kanallı platform aracılığıyla geniş müşteri kesimine erişim imkanı

Grup, 29 ülkede çok kanallı bir satış ağına sahiptir ve bu iş modeli Şirket'in tüm kanallarında tutarlı ve yüksek kârlılığa sahip olmasını sağlamaktadır. Koton markasının konumu; iyi tasarlanmış bir perakende stratejisinin takip edilmesinden, yatırım harcaması gerektirmeyen Franchise modelinin büyümesinden, Şirket'in kendi internet sitesi koton.com aracılığıyla güçlü bir çevrimiçi (online) satış kanalına sahip olmasından, pazaryerleri ile sürdürülen etkin ilişkileri ve toptan satış ağından kaynaklanmaktadır.

31 Aralık 2012 itibarıyla 291 olan mağaza sayısının, 31 Aralık 2023 itibarıyla 437 mağazadan oluşan mağaza ağı genişlemesi sayesinde Grup, geniş bir uluslararası erişime sahip olmuştur. Özellikle, 2012'de 11 iş ortağı aracılığıyla 13 ülkeye, 31 Aralık 2023 itibarıyla 15 ortak aracılığıyla 19 ülkeye ulaşarak büyüyen uluslararası Franchise operasyonu sayesinde Koton, uluslararası alanda genişlemeyi başarmıştır. Franchise modeli, Koton'un MENA bölgesindeki genişlemesi açısından özellikle önem arz etmiştir. Mağaza alanı büyüdükçe mağazaların ortalama büyüklüğü de artarak, ortalama perakende mağaza büyüklüğü 2012'de yaklaşık 590 metrekareyken günümüz itibarıyla yaklaşık 1.000 metrekareye ulaşmış; mağaza başına ortalama personel 20 kişi, aylık ortalama ziyaretçi sayısı ise 50.000'i aşmıştır. Mağaza açılış süreleri ortalama beş ile on hafta arasında olup, yeni mağazalarda yatırım geri dönüş süresi, iki yıllık hedef süresinin de altındadır. Çoklu kanal yapısının disiplinli bir şekilde yönetilmesi sayesinde Şirket, metrekare başına gelirini artırmayı başarmıştır. Bu yönetim şekli, düşük kâr getirisine sahip mağazaların kapatılmasının yanı sıra mağazaların yenileme süreçlerini de içermektedir. 31 Aralık 2023, 2022 ve 2021'de sona eren yıllar boyunca Grup, 109 mağazayı yenilemiştir. Söz konusu renovasyonların tamamlanmasından önceki yıla kıyasla renovasyon çalışmalarını takip eden yılda katkı marjında %6 oranında bir iyileşme kaydedilmiştir. Şirket'in Türkiye'deki mağazalarında metrekare başına elde edilen gelir, 31 Aralık 2023, 2022 ve 2021'de sona eren yıllarda sırasıyla 1.344, 1.078 ABD doları ve 940 ABD dolarıolarak gerçekleşmiştir. (ABD dolarına çevirmede, 31 Aralık 2023, 2022 ve 2021 tarihlerinde sonra eren yıllar için sırasıyla 23,64; 16,53 ve 8,84 ortalama kurları kullanılmıştır.)

Koton, optimize edilmiş mağaza ağını, çevrimiçi (online) platformlarla tamamlamaktadır. E-ticaretin gelirlerdeki payı 2019'da %6,1 iken 2021'de %11,7, 2022'de %9,4 ve 2023'de ise %10,7'ye yükselmiştir. Hem Türkiye'de hem de Birincil Pazarlarda, e-ticaret penetrasyonu, ABD, Almanya ve Birleşik Krallık'a kıyasla nispeten düşük kalmaktadır ve bu da gelecekte genişleme için önemli bir alan olduğunu göstermektedir. OC&C Raporu'na göre çevrimiçi (online) giyim alışverişi 2022 yılında Almanya, Birleşik Krallık ve Amerika Birleşik Devletleri'nde sırasıyla %37, %33 ve %39 iken, bu oran İç Pazar ve Birincil Pazarlar için sırasıyla %20 ve %9'dur.

2015 yılında Şirket'in Türkiye'de devreye aldığı internet sitesi koton.com, 2022 yılında 77 milyon ziyaretçiye ulaşmıştır. 2022 yılında da Koton mobil uygulamasını yenilemiştir. Aynı zamanda, 31 Aralık 2023 itibarıyla 29

İŞ YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.

adet olmak üzere, önemli çevrimiçi (online) pazaryerleriyle ortaklıklar kuran Koton, e-ticaret erişimini genişletmektedir. Avrupa'da Zalando, Amazon, AllExpress, AboutYou, Trendyol, Factcool ve Fashion Days ile, MENA bölgesinde ise Zalora, Wildberries, Iamoda, VogaCloset, Namshi, 6thStreet.com, Myntra ve DressInn ile iş birlikleri yapılmaktadır. Bu iş birlikleri Koton'un belirli pazarlara etkin bir şekilde ulaşmasını sağlamıştır. Örneğin Namshi ile Nisan 2021'de başlayan iş birliği, Körfez İşbirliği Konseyi Ülkeleri bölgesine giriş yapılmasına yardımcı olmuştur. Benzer şekilde Almanya, Hollanda, İtalya, Belçika, Fransa, İspanya, İsveç, Avusturya, Danimarka, Polonya ve Finlandiya'daki müşterilere ulaşma hedefini içeren Avrupa'daki büyüme stratejisi kapsamında Koton, Nisan 2022'de Almanya merkezli Zalando üzerinden satışlara başlamıştır. Grup'un uluslararası pazardaki faaliyetleri 57 ülkeye yayılmış olup son beş yılda ABD doları bazında altı kat büyüme kaydetmiştir.

Doğrudan işletilen mağazalar, Franchise ve toptan satış ortaklıkları ve e-ticaret faaliyetleri Koton'un büyüme stratejisi için birçok avantaj sağlamaktadır. 31 Aralık 2023'te sona eren yıl için, doğrudan işletilen mağazaların katkı marjı %28,8 (Türkiye'de %32,7 ve yurt dışında %21,6 olup, bu oran Franchise mağazaları için %26,8 (Türkiye'de %38,0 ve yurt dışında %21,3), e-ticaret için %21,6 (Türkiye'de %21,3 ve yurt dışında %22,6) ve toptan satış için ise %29,6 olarak gerçekleşmiştir.

Uygun maliyetli tedarik zinciri, hızlı ürün geliştirme kabiliyeti ve moda riskinin en aza indirilmesiyle hızlı teslim süreleri

Koton'un başarısının temelinde verimli operasyonel modeli bulunmaktadır. Veriye dayalı trend ve rekabet analizi, hızlı tasarım döngüsü ve analitik geri bildirim mekanizmalarıyla desteklenen bu çevik model, hızlı teslim sürelerine olanak sağlamaktadır. Sezon öncesi ve sezon içi sipariş yönetimi ve satın alınacak azami envantere dayalı ürün satın alma sistemleriyle maksimum verim elde eden Şirket'in tüm siparişlerinin yaklaşık %45'ini sezon öncesi siparişleri oluşturmakta, geri kalan %55'i ise sezon içi siparişlerden oluşmaktadır. Sezon öncesi verilen siparişlerin %45'inin yaklaşık %15'i öngörülen trendlere dayanmaktadır ve öngörülen trendler de podyum sunumlarını analiz eden yapay zeka odaklı araçlara, çok satanlar analizi ile çevrimiçi (online) ve çevrimdışı (fiziki) odak gruplarıyla yürütülen analitik müşteri ürün değerlendirmelerine dayanmaktadır. Sezon öncesi siparişlerin diğer yaklaşık %30'u ise, geçmiş veri analizine ve trend raporlarına dayanan önceki sezonun çok satan ürünlerini esas almaktadır. Bu sayede siparişlerin yaklaşık %85'inde moda riski en aza indirgenmiştir.

Şirket'in moda trendlerini verimli bir şekilde takip etmesi ve ürünlerini rakiplerinden daha hızlı bir şekilde pazara sunmasını sağlayan tasarım ve geliştirme süreci, yüksek oranda veri odaklı ve tasarıma dayalıdır. Kendi ürünlerinden ve pazardaki ürünlerden elde ettiği verileri hem trend belirleme araçları hem de tedarikçilere ve pazardaki mağazalara yaptığı ziyaretler aracılığıyla analiz eden Şirket, her yıl 75.000'in üzerinde trend tespit etmektedir. Şirket'in tasarım ekibi hızlı numune geliştirme becerisine sahip olup Ps, Adobe Illustrator, Adobe Creative Cloud, Centric Software ve Gerber Technology gibi araçlar kullanmaktadır. Ekip, şirket içinde, her yıl 24.000'in üzerinde numune geliştirmektedir. Şirket ayrıca ürünlerin müşteri odak gruplarının değerlendirmesine tabi tutarak odak grupların olumsuz tepki verdiği tasarımları elimine etmektedir.

Güçlü bilgi teknolojileri ve dijital altyapısı, çevik karar alma süreçlerine, hızlı ürün geliştirme süreçlerine ve sağlam bir tedarik zincirine ilave destek sağlamaktadır. Şirket, planlama, sipariş, tahsis ve sezon içi yönetim için özel araçlar kullanmaktadır. Bu sistemler otomatik ve verimli karar verme olanağı sağlamaktadır. Planlama araçları arasında satın alma planlama sistemi ile satış planlama ve bütçeleme sistemi; sipariş araçları arasında ürün planlama sipariş sistemi, beden optimizasyon sistemi ve tekrar öneri sistemi; tahsis araçları arasında otomatik ilk tahsis sistemi ve otomatik stok yenileme sistemi ve sezon içi yönetim araçları arasında mağaza performans analiz sistemi, kapasite analiz sistemi ve fiyat artırımı/fiyat indirimi yönetim sistemi bulunmaktadır. Bu araçlar Koton'un yaklaşık %93 oranında otomatik stok yenileme ve %90'a yaklaşan satış hızı oranı elde etmesini sağlamaktadır.

İŞ YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.

Koton; 2022 yılında toplam 15 milyar ABD dolarına ulaşan tekstil ihracatıyla, Çin'in (148 milyar ABD doları) ve Hindistan'ın (19 milyar ABD doları) hemen arkasında yer alan Türkiye'nin, global tekstil endüstrisindeki lider merkez konumundan da yararlanabilmektedir. (TÜİK; Dünya Bankası; DTÖ; Türkiye Ticaret Bakanlığı. Sektörel Rapor (Tekstil ve Hammaddeleri)). 31 Aralık 2023 itibari ile Koton'un giyim ürünlerinin %88'i (31 Aralık 2023 itibarıyla adet bazında kıyafet için hesaplanmıştır.) Türk tedarikçilerden (yaklaşık %6'sı Kuzey Afrika, %2'si Çin, %4'ü ise Orta Asya'dan) temin edilmektedir. Şirket'in Türkiye'de ve yurt dışında 300 civarında faal tedarikçisi (önceki yıl iş birliği yapılan tedarikçiler) bulunmaktadır ve ilk on tedarikçis/i toplam tedariğin yaklaşık %22'sini oluşturmaktadır. Şirket, tedarikçileriyle uzun süreli ilişkiler kurma eğilimindedir; ortalama ilişki 7,5 yılı aşmakta olup her on tedarikçiden sekizi Koton ile en az beş yıldır çalışmaktadır.

Şirket'in uzun soluklu ve köklü tedarikçi ilişkileri ile desteklediği çevik ürün geliştirme süreci, Şirket'in Türkiye sezon koleksiyonları için dört ila sekiz hafta gibi en uygun teslim sürelerini sağlamasını mümkün kılmaktadır.

Güçlü nakit akışı ve yüksek kârlılık

Şirket'in iş modeli kârlı nakit akışı olan bir yapıya sahiptir. Grup, 31 Aralık 2023, 2022 ve 2021 tarihlerinde sona eren yıllarda sırasıyla, 17.194 milyon TL, 16.017 milyon TL ve 14.384 milyon TL gelir elde etmiştir. Bu, 2021'den 2023'e kadar %9,3'lük bir YBBO'yu temsil etmektedir. Aynı zamanda Grup, mağaza ağının etkin yönetimi sayesinde, önemli miktarda kâr artışı elde etmiştir. COVID-19 pandemisi sırasında kâr etmeyen mağazaları kalıcı olarak kapatma fırsatını değerlendirilmiş ve bunun sonucunda FAVÖK marjı, 2021'de %22,8'e, 2022'de %25,6'ya, 31 Aralık 2023'de sona eren finansal dönemde ise %26,6'ya yükselmiştir. Bu kârlılık, düşük bir yatırım harcaması modeli uygulaması ve verimli bir işletme sermayesi yönetimi ile birleştiğinde, Şirket'in nakit akışı yaratmasına olanak tanımaktadır. 2021'den bu yana her yıl, geçmişe benzer şekilde, gelirin ortalama %2,4'ü düzeyinde yatırım harcaması yapılmış ve 2022'de gelirin yaklaşık %13'ü düzeyinde net işletme sermayesi kaydedilmiştir. Ayrıca Şirket'in, 31 Aralık 2023 itibarıyla 0,7x oranıyla düşük bir net borç/FAVÖK oranı bulunmaktadır.

Şirket, döviz pozisyonu açısından da avantajlı bir iş modelinden faydalandığı düşünülmektedir. 31 Aralık 2023 tarihinde sona eren finansal dönemde ve 31 Aralık 2022 tarihinde sona eren yılda, gelirlerin %34,5'i ve %39,6'sı döviz cinsinden olup, 31 Aralık 2023 sonu itibarı ile tedariğin %88'i (31 Aralık 2023 itibarıyla adet bazında kıyafet için hesaplanmıştır.) yurt içinden ve Türk lirası cinsinden sağlanmaktadır.

Şirket'in konsolide geliri 2021 yılında 489 milyon ABD dolarından (Türkiye için 319 milyon ABD doları ve uluslararası operasyonlar için 170 milyon ABD doları), 2022 yılında 544 milyon ABD dolarına (Türkiye için 328 milyon ABD doları ve uluslararası operasyonlar için 216 milyon ABD doları) yükselmiştir. Aynı zamanda, satışların maliyeti 2021'de 253 milyon ABD dolarıyken 2022'de 250 milyon ABD dolarına yükselmiştir. (ABD Dolarına çevrimde, 31 Aralık 2023, 31 Aralık 2022 ve 2021 tarihlerinde sonra eren yıllar için 31 Aralık 2023 TCMB ay sonu kapanış kuru kullanılmıştır (29,44 TL).) 31 Aralık 2023 tarihinde sona eren finansal dönem için Şirket'in ABD doları cinsinden konsolide geliri 584 milyon ABD dolarıdır (Türkiye için 382 milyon ABD doları ve uluslararası operasyonlar için 202 milyon ABD doları); ki bu da 2022'den 2023'e %7in üzerinde bir büyüme anlamına gelmektedir. Satışların maliyeti ise 280 milyon ABD doları olarak gerçekleşmiştir.

Güçlü bir çevre, sosyal ve yönetişim odağı ile deneyimli, kararlı ve çeşitlilik gösteren bir yönetim ekibi

Koton, güçlü bir yönetim ekibi tarafından yönetilmektedir. Bu yönetim ekibinde, Şirket'te dört yıldır görev yapan ve Flo, Balnak Lojistik Grubu ve Oyak Grubu dâhil çeşitli kuruluşlarda toplam 31 yıllık çalışma deneyimine sahip olan Şirket CEO'su Dr. A. Bülent Sabuncu; Şirket'te 15 yıldır görev yapan ve toplam 22 yıllık çalışma deneyimine sahip olan Şirket CMO'su İlkay Keskin ve Şirket'te dört yıldır görev yapan ve Pricewaterhouse Coopers dâhil olmak üzere çeşitli kuruluşlarda toplam 23 yıllık çalışma deneyimine sahip olan Şirket CFO'su Mert Güneş Sönmezsoy bulunmaktadır. Ayrıca Yurt İçi Perakende ve Toptan Satış Direktörü Merter Demir 27 yıllık sektör tecrübesine, Uluslararası Satış Direktörü Erhan Tunçer 24 yıllık sektör

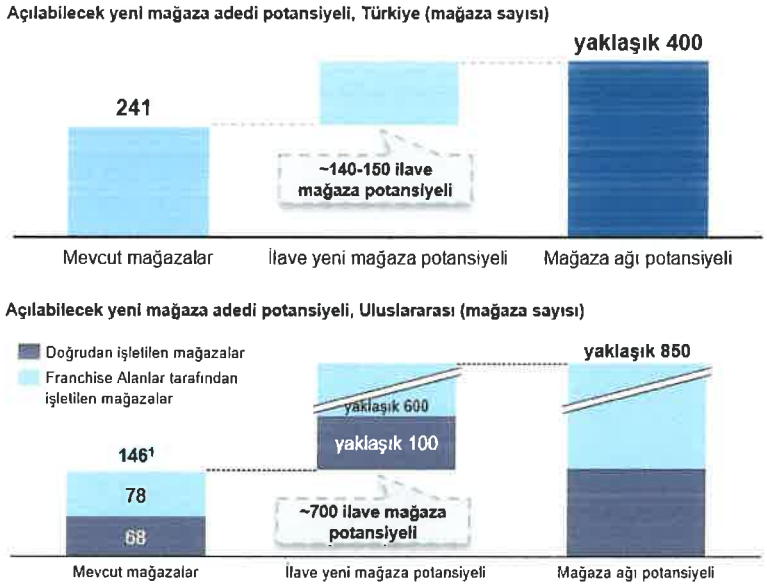
tecrübesine, Planlama Direktörü Metin Pekanlar 21 yıllık sektör tecrübesine, Tedarik Direktörü Betül Dündar 34 yıllık sektör tecrübesine, Lojistik Direktörü Canan Mutlu 27 yıllık sektör tecrübesine ve Çevre, Sosyal ve Yönetişim Uygulamaları Direktörü Gülşah Belirgen ise 25 yıllık sektör tecrübesine sahiptir. Yönetim ekibinin faaliyetleri ise yönetim kurulunda görev yapan kurucu ortaklar Yılmaz Yılmaz ve Gülden Yılmaz gözetiminde yürütülmektedir.

Yönetim ekibi, COVID-19 pandemisine karşı hızla önlem almış ve pandemiyi fırsata dönüştürme konusundaki öngörüleri sayesinde, OC&C Raporu'na göre Koton, pandemiyi Türkiye perakende hazır giyim pazarından daha iyi performans göstererek atlatmıştır.

Ayrıca 31 Aralık 2023 itibarıyla %71'i kadın olan iş gücü ile birlikte aynı tarih itibarıyla Şirket yöneticilerinin %53'ü de kadınlardan oluşmaktadır. Ek olarak, yine aynı dönem itibarıyla, iş gücü genelinde önemli bir nesil çeşitliliğine de sahip olan Şirket'in iş gücünün %10'u X kuşağından, %36'sı Y kuşağından ve %54'ü Z kuşağından oluşmaktadır.

Sahip olunan iş modeli sayesinde gelecekte büyüme potansiyeli

Grup'un hem Türkiye'de hem de bulunduğu uluslararası pazarlarda sahip olduğu genişleme alanı sayesinde Grup gelecekte büyüme potansiyeline sahiptir. OC&C Raporu'na göre Türkiye'de 150, uluslararası alanda ise 700 mağazaya kadar büyüme potansiyeli bulunmaktadır. Aşağıdaki grafikler bu potansiyeli göstermektedir (Rusya, Ukrayna ve Belarus hariç tutulmuştur):



Kaynak: Şirket

Dipnot: 30 Eylül 2023 itibarıyla, Rusya, Ukrayna ve Belarus hariçtir.

Şirket, özellikle Körfez Arap Ülkeleri İşbirliği Konseyi bölgesi ve Asya'daki Franchise kanalı dâhil olmak üzere, bu büyümeden faydalanmak için Koton'un iyi bir konumda olduğunu düşünmektedir. Şirket, bu sayede düşük yatırım harcaması gerektiren bir iş modeliyle (*capex light*) büyüme fırsatından yararlanarak hızlı bir şekilde genişleyebilecektir. Ayrıca Koton, Türkiye'de daha seçici bir yaklaşımla yeni mağaza açmayı hedeflemektedir.

1.3.2 Şirketin Dezavantajları

Uluslararası Faaliyetler

Şirket, kapsamlı ve büyümekte olan uluslararası faaliyetlerini sürdürürken köklü rakipler ile rekabet etmek, farklı moda trendlerini takip etmek, doğru yatırımları yapabilmek, farklı ülke mevzuatlarına ve vergi yükümlülüklerine uyum sağlamak, tedarik ağını başarılı bir şekilde yönetmek, kur ve döviz riski ile mücadele etmek ve fikri haklarını korumak gibi zorluklar ile karşılaşmaktadır.

Söz konusu zorluklar, Şirket'in yurt dışındaki faaliyetlerini etkileyebilir ve yurt dışındaki faaliyetlerden elde edilen geliri ve kârlılığı düşürebilir.

Döviz Kuru Dalgalanmaları

Şirket, yabancı para cinsinden yapılan satışlar ve yurt dışındaki üçüncü kişilerden yapılan malzeme alımları nedeniyle döviz kuru dalgalanmaları riskine maruz kalmaktadır. Şirket ayrıca yurt dışı satışlarından döviz cinsinde gelir elde etmektedir. Şirket, ürünlerini ağırlıklı olarak yurt içi tedarikçilerden temin etmekte ve bu maliyetler Türk lirası cinsinden olmakla birlikte, yurt dışı alımlarda ABD doları ve Euro cinsinden de tedarikçilerden alım yapmaktadır. Şirket, net satışlarının önemli bir bölümünü diğer para birimlerinde kaydederken tedarik maliyetlerinin ağırlıklı olarak TL cinsinden olması nedeniyle TL açık pozisyonundan etkin bir şekilde yararlanması neticesinde TL'deki değer kaybının faaliyetleri üzerindeki olumsuz etkisi hafifletilmiş olsa da, bu dinamiklerin değişmesi durumunda faaliyetlerin olumsuz yönde etkilenmesi mümkündür.

Üretim Maliyetlerinde Muhtemel Artışlar

Koton'un tedarikçilerinin üretim faaliyetlerinde kullanılan hammadde, yarı mamul ve enerji fiyatları, Şirket'in kontrolü dışındaki çeşitli faktörlere bağlı olarak önemli ölçüde artabilir. Piyasanın döngüsel yapısı, arz-talep dengesindeki bozulmalar, ithalat ve gümrük vergilerindeki artışlar, doğal afetlerin ya da mücbir sebeplerin olumsuz etkileri, piyasa koşullarındaki kötüleşme, hammadde üreticilerinin fabrikalarındaki geçici veya kalıcı durmalar, navlun ve diğer nakliye maliyetlerindeki artışlar, sıkıntılar ve öngörülmesi zor diğer gelişmeler bu tür faktörler arasındadır.

Asgari Ücret Artışı

Türkiye'de, asgari ücret, alım gücünün değerlendirilmesine bağlı olarak artırılmaktadır. Türkiye'de veya yurt dışında asgari ücrete gelecekte önemli ölçüde zam yapılması, Koton'un istihdam maliyetinde artışa neden olabilir. Koton, artan istihdam maliyetini ürün fiyatlarına yansıtamayabilir. Artan maliyetin ürün fiyatlarına yansıtılabilmesi halinde bile bu durum müşterilerin Koton ürünlerine olan taleplerini olumsuz yönde etkileyebilir.

Ülke Genelinde Satın Alma Gücündeki Değişimler

Özellikle Koton'un faaliyet gösterdiği ülkelerin para birimlerine karşı TL'nin değer kaybetmesi, yüksek enflasyon ortamı ve diğer olumsuz makroekonomik durumlar; tüketicilerin satın alma gücünün ve/veya Koton ürünlerine olan talebin azalmasına ve üretim, tedarik ve sevkiyat maliyetlerinin artmasına neden olabilir.

2 Finansal Durum

Şirket'in 31.12.2021, 31.12.2022 ve 31.12.2023 dönemlerine ilişkin özel bağımsız denetimden geçmiş mali tabloları aşağıda yer almaktadır.

KGK, 23 Kasım 2023 tarihli duyurusu ile TFRS ile Büyük ve Orta Boy İşletmeler için Finansal Raporlama Standardı ("BOBİ FRS") uygulayan işletmelerin 31 Aralık 2023 tarihinde veya sonrasında sona eren yıllık

İŞ YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.

raporlama dönemine ait finansal tablolarının "Türkiye Muhasebe Standardı 29 Yüksek Enflasyonlu Ekonomilerde Finansal Raporlama" ile "BOBİ FRS Bölüm 25 Yüksek Enflasyonlu Ekonomilerde Finansal Raporlama"da yer alan ilgili muhasebe ilkelerine uygun olarak enflasyon etkisine göre düzeltilerek sunulması gerektiğini açıklamıştır. Bu çerçevede, İzahname'nin ekinde yer alan finansal tablolar ve iş bu raporda geçmiş dönemlere ait bağımsız denetim raporundan alınan mali bilgiler TMS 29'un enflasyon düzeltmelerini içermektedir.

Tablo 16: Şirket'in Bilançosu

Finansal Durum Tablosu (TL)	31.12.2023	31.12.2022	31.12.2021
VARLIKLAR			
Dönen varlıklar:	7.340.366.470	7.435.824.000	5.887.465.694
Nakit ve nakit benzerleri	359.081.065	871.812.936	678.476.632
Ticari alacaklar	1.146.324.902	816.971.206	606.855.041
- İlişkili olmayan taraflardan ticari alacaklar	*1.146.324.902*	*816.971.206*	*606.855.041*
Diğer alacaklar	3.512.782	17.801.140	33.686.032
- İlişkili olmayan taraflardan diğer alacaklar	*3.512.782*	*17.801.140*	*33.686.032*
Stoklar	5.114.545.833	4.972.577.438	3.801.667.677
Cari Dönem Vergisiyle İlgili Varlıklar	15.765.159	-	-
Peşin ödenmiş giderler	429.743.794	410.165.771	533.370.067
Diğer dönen varlıklar	271.392.935	346.495.509	233.410.245
Duran varlıklar:	4.947.468.773	5.504.314.875	7.099.518.153
Finansal yatırımlar	2.825.000	3.954.550	-
Diğer alacaklar	90.440.976	107.612.069	112.681.939
- İlişkili olmayan taraflardan diğer alacaklar	*90.440.976*	*107.612.069*	*112.681.939*
Maddi duran varlıklar	1.423.477.852	1.535.863.527	1.937.132.204
Maddi olmayan duran varlıklar	383.776.305	368.186.607	361.722.429
Kullanım hakkı varlıkları	2.786.828.367	3.148.416.211	4.346.028.294
Ertelenmiş vergi varlığı	239.280.294	317.318.784	312.155.731
Peşin ödenmiş giderler	3.658.934	6.170.131	6.879.768
Diğer Duran Varlıklar	17.181.045	16.792.996	22.917.788
TOPLAM VARLIKLAR	12.287.835.243	12.940.138.875	12.986.983.847
KAYNAKLAR			
Kısa vadeli yükümlülükler:	6.234.067.050	7.940.414.706	6.892.557.404
Kısa vadeli borçlanmalar	1.091.519.875	930.303.415	1.197.404.799
Uzun vadeli borçlanmaların kısa vadeli kısımları	305.361.037	1.125.625.870	933.847.495
Kiralama işlemlerinden borçlar	841.323.824	978.193.037	1.145.815.296
Ticari borçlar	3.334.568.685	4.206.852.656	3.225.674.944
- İlişkili olan taraflara ticari borçlar	-	*1.245.225*	*896.768*
- İlişkili olmayan taraflara ticari borçlar	*3.334.568.685*	*4.205.607.431*	*3.224.778.176*
Çalışanlara sağlanan faydalar kapsamında borçlar	206.353.883	178.752.011	120.305.207
Diğer borçlar	17.971.688	307.035	522.887
- İlişkili olmayan taraflara diğer borçlar	*17.971.688*	*307.035*	*522.887*
Ertelenmiş gelirler	80.442.567	130.914.437	103.345.507
Dönem karı vergi yükümlülüğü	26.764.282	23.589.174	-
Kısa vadeli karşılıklar	221.195.324	302.254.330	92.242.417
- Çalışanlara sağlanan faydalara ilişkin kısa vadeli karşılıklar	*190.122.961*	*232.493.464*	*70.730.623*
- Diğer kısa vadeli karşılıklar	*31.072.363*	*69.760.866*	*21.511.794*

Finansal Durum Tablosu (TL)	31.12.2023	31.12.2022	31.12.2021
Diğer kısa vadeli yükümlülükler	108.565.885	63.622.741	73.398.852
Uzun vadeli yükümlülükler:	**2.018.316.452**	**1.979.735.036**	**3.907.409.156**
Uzun vadeli borçlanmalar	107.889.096	52.878.498	1.436.795.853
Kiralama işlemlerinden borçlar	1.370.160.419	1.524.441.936	2.383.743.254
Diğer borçlar	24.383.344	9.288.857	7.566.603
-İlişkili olmayan taraflara diğer borçlar	*24.383.344*	*9.288.857*	*7.566.603*
Ertelenmiş gelirler	6.645.972	8.819.866	12.000.787
Uzun vadeli karşılıklar	88.891.550	91.218.233	67.302.659
Çalışanlara sağlanan faydalara ilişkin karşılıklar	88.891.550	91.218.233	67.302.659
Ertelenmiş vergi yükümlülüğü	420.346.071	293.087.646	-
Toplam yükümlülükler	**8.252.383.502**	**9.920.149.742**	**10.799.966.560**
ÖZKAYNAKLAR			
Toplam özkaynaklar	**4.035.451.741**	**3.019.989.133**	**2.187.017.287**
Ödenmiş sermaye	795.500.000	795.500.000	795.500.000
Sermaye düzeltmesi farkları	3.221.705.883	3.221.705.883	3.221.705.883
Kâr veya zararda yeniden sınıflandırılmayacak birikmiş diğer kapsamlı giderler	(93.017.731)	(69.901.464)	(24.060.672)
- Tanımlanmış fayda planları yeniden ölçüm kayıpları	*(93.017.731)*	*(69.901.464)*	*(24.060.672)*
Kâr veya zararda yeniden sınıflandırılacak birikmiş diğer kapsamlı gelirler	(1.428.511.592)	(662.515.671)	206.509.512
- Yabancı para çevrim farkları	*(1.360.777.487)*	*(563.177.039)*	*384.298.897*
- Nakit akış riskinden korunma kayıpları	*(67.734.105)*	*(99.338.632)*	*(177.789.385)*
Kardan ayrılan kısıtlanmış yedekler	121.054.676	121.054.676	121.054.676
Geçmiş yıllar zararı/karı	(385.854.291)	(2.133.692.112)	(2.941.691.677)
Net dönem zararı/karı	1.804.574.796	1.747.837.821	807.999.565

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporları

Dönen Varlıklar

Şirket'in dönen varlıkları nakit ve nakit benzerleri, ticari alacaklar, diğer alacaklar, stoklar, peşin ödenmiş giderler ve diğer dönen varlıklar kalemlerinden oluşmaktadır.

Nakit ve nakit benzerleri, 31 Aralık 2021, 31 Aralık 2022 ve 31 Aralık 2023 tarihli finansal tablolarda sırasıyla 678.476.632 TL, 871.812.936 TL ve 359.081.065 TL tutarındadır. 31 Aralık 2021'e kıyasla, 31 Aralık 2022'de sona eren finansal dönemde nakit ve nakit benzerlerinde 193.336.304 TL (%28,5) gerçekleşen artışın nedeni 2021 yılında yapılan kısıtlamalar sebebiyle mağazaların yılın ilk yarısında tam performans gerçekleştirememiş olması ve ancak 31 Aralık 2022 tarihinde sona eren finansal dönemde Şirket'in sene boyunca faaliyetlerini aktif olarak gerçekleştirmesidir. 31 Aralık 2023'te sona eren yıldaki 512.731.871 TL (%58,8) azalış ise ağırlıklı olarak Şirket'in 2023 senesinde yaptığı yatırımlar ve enflasyon seyri nedeniyle artan işletme sermayesi ihtiyacının (ağırlıklı olarak ürün alımlarından kaynaklanan) karşılanmasından kaynaklanmıştır.

Ticari alacaklar, 31 Aralık 2021, 31 Aralık 2022 ve 31 Aralık 2023 tarihli finansal tablolarda sırasıyla 606.855.041 TL, 816.971.206 TL ve 1.146.324.902 TL tutarındadır. Ticari alacaklar, satışlardan cari hesap alacakları ve senetlerden oluşmaktadır. 2022 yılında, 2021 yılına göre ticari alacaklarda 210.116.165 TL (%34,6) artış görülmektedir. Bu kalemdeki artışın sebebi, 2021 yılında devam eden kısıtlamalardan dolayı sektörün tüm kanallarında faaliyetlerin yılın ilk yarısında tam performans gerçekleştirememiş olmasıdır. Buna karşılık, kısıtlamaların kalkması ile birlikte e-ticaret, Franchise ve toptan satış kanallarında 31 Aralık 2021 sonrasındaki dönemlerde, bu satış kanallarının cirolarında artışlar yaşanmış ve bu kapsamda ciro artışları ile

paralel şekilde ticari alacak bakiyeleri de artmıştır. Bu gelişmeye paralel olarak, söz konusu dönemler içinde artan enflasyon oranları ve fiyatlardaki yükseliş de ilgili bakiyelerin yükselmesine etki etmiştir. Pandemi sonrası ertelenmiş olan talebin de etkisiyle 2022 yılında faaliyetlerde önemli bir ivme yaşanmıştır. Ticari alacakların 31 Aralık 2021, 31 Aralık 2022 ve 31 Aralık 2023 tarihleri itibarıyla ortalama vadeleri sırasıyla 67, 64 ve 61 gündür.

Diğer alacaklar, 31 Aralık 2021, 31 Aralık 2022 ve 31 Aralık 2023 tarihli finansal tablolarda sırasıyla 33.686.032 TL, 17.801.140 TL ve 3.512.782 TL tutarındadır. Diğer alacaklar, personel avansları, verilen depozito ve teminat diğer alacaklardan oluşmaktadır. 31 Aralık 2021'e kıyasla, 31 Aralık 2022 tarihinde sona eren dönemde kısa vadeli diğer alacaklarda 15.884.892 TL (%47,2) azalış gözlemlenmiştir. Diğer alacaklardaki değişim temel olarak depozito ve teminatlardaki azalış ve KDV alacağının artışının net etkisinden kaynaklanmıştır. 31 Aralık 2023'te sona eren finansal dönemde diğer alacaklarda görülen 14.288.358 TL (%80,3) azalış ise 31 Aralık 2022 tarihinde sona eren dönemde diğer alacaklarda bulunan ve 2023 senesinde iade alınan KDV tutarından kaynaklanmaktadır.

Stoklar, 31 Aralık 2021, 31 Aralık 2022 ve 31 Aralık 2023 tarihli finansal tablolarda sırasıyla 3.801.667.677 TL, 4.972.577.438 TL ve 5.114.545.833 TL tutarındadır. 2021 yılının ilk yarısında pandemi kaynaklı yapılan kısıtlamalardan dolayı mağazaların tam performanslı olarak çalışamaması nedeniyle satış adetlerinin azalacağı göz önüne alınarak ürün alımları azaltılmıştır. 2021 yılının ikinci yarısından sonra kalkan kısıtlamalar ile beraber, sezona yönelik ticari mal ve kumaş alımları normal seviyelerde gerçekleşmiştir. 2022 yılında pandeminin etkisini yitirmiş olması ve enflasyon etkisi ile maliyetlerdeki artış, stokların 2021 yılına göre 1.170.909.761 TL (%30,8) artışına sebep olmuştur. 31 Aralık 2023'te sona eren finansal dönemde 31 Aralık 2022 tarihli finansal tabloya göre görülen 141.968.395 TL (%2,9) artış ise 2023 senesinde devam eden talep nedeniyle ürün adedi bazlı artıştan kaynaklanmıştır. 2023 yılında enflasyon kaynaklı fiyat artışları etkisini göstermeye devam etmiş ve hem ürün maliyetleri hem de genel giderlerde artışa sebebiyet vermiştir. Satışı desteklemek amacıyla mağazaların doluluk oranlarının artırılması da stok bakiyelerindeki artışın sebeplerindendir.

Peşin ödenmiş giderler, 31 Aralık 2021, 31 Aralık 2022 ve 31 Aralık 2023 tarihli finansal tablolarda sırasıyla 533.370.067 TL, 410.165.771 TL ve 429.743.794 TL tutarındadır. Peşin ödenmiş giderler, verilen stok avansları ve gelecek aylara ait giderlerden oluşmaktadır. 31 Aralık 2021'e kıyasla, 31 Aralık 2022'de sona eren finansal dönemde ilişkili olmayan taraflardan peşin ödenmiş giderler kalemi 123.204.296 TL (%23,1) azalış göstermiştir. Azalışın en büyük sebebi, kira giderleri ve mağaza dekorasyonları için verilen avanslardan kaynaklanmaktadır. 31 Aralık 2023'te sona eren finansal dönemdeki 19.578.023 TL (%4,8) artış ise kış sezonu ürünleri için Şirket'in tedarikçilerine verdiği stok avanslarındaki artıştan kaynaklanmıştır.

Diğer dönen varlıklar, 31 Aralık 2021, 31 Aralık 2022 ve 31 Aralık 2023 tarihli finansal tablolarda sırasıyla 233.410.245 TL, 346.495.509 TL ve 271.392.935 TL tutarındadır. Diğer dönen varlıklar, devreden KDV, Turquality® gelir tahakkukları ve diğer kalemlerinden oluşmaktadır. 31 Aralık 2021'e kıyasla, 31 Aralık 2022'de sona eren finansal dönemde diğer dönen varlıklarda görülen 113.085.264 TL (%48,4) artış, devreden KDV bakiyesinin yükselmesinden kaynaklanmaktadır. 2022 yılında pandemi etkisinin ortadan kalkmasından dolayı yapılan stok alımları ile beraber devreden KDV bakiyesi de artış göstermiştir. 31 Aralık 2023'te sona eren finansal dönemde ise 75.102.574 TL (%21,7) azalış gerçekleşmiştir.

Duran Varlıklar

Şirket'in duran varlıkları maddi duran varlıklar, finansal yatırımlar, uzun vadeli diğer alacaklar, maddi olmayan duran varlıklar, kullanım hakkı varlıkları, peşin ödenmiş giderler ve ertelenmiş vergi varlıklarından oluşmaktadır.

Finansal yatırımlar, 31 Aralık 2023'te sona eren finansal dönemde, 31 Aralık 2022'de sona eren finansal döneme göre 1.129.550 TL (%28,6) azalış göstermiştir.

Diğer uzun vadeli alacaklar, 31 Aralık 2021, 31 Aralık 2022 ve 31 Aralık 2023 tarihli finansal tablolarda sırasıyla 112.681.939 TL, 107.612.069 TL ve 90.440.976 TL tutarındadır. Diğer uzun vadeli alacaklar, verilen depozito ve teminatlardan oluşmaktadır. 31 Aralık 2022'de sona eren finansal dönemde 31 Aralık 2021'de sona eren finansal döneme göre 5.069.868 TL (%4,5) azalış gerçekleşmiştir. 31 Aralık 2023'te sona eren finansal dönemde ise 31 Aralık 2022'de sona eren finansal döneme göre 17.171.095 TL (%16,0) azalış gerçekleşmiştir. Bu kalemdeki yıllar içindeki azalışların sebebi, verimsiz mağazaların kapatılması sebebiyle, mağaza sahiplerine depozito olarak verilen nakit teminatların azalmasıdır.

Maddi duran varlıklar, 31 Aralık 2021, 31 Aralık 2022 ve 31 Aralık 2023 tarihli finansal tablolarda sırasıyla 1.937.132.204 TL, 1.535.863.527 TL ve 1.423.477.852 TL tutarındadır. Maddi duran varlıklar tesis, makine ve cihazlar, taşıtlar, demirbaşlar, özel maliyetler ve yapılmakta olan yatırımlardan oluşmaktadır. 31 Aralık 2022'de sona eren finansal dönemde 2021 yılına göre 401.268.677 TL (%20,7) azalış gerçekleşmiştir. 31 Aralık 2023'te sona eren finansal dönemde 31 Aralık 2022'de sona eren finansal döneme göre ise 112.385.675 TL (%7,3) azalış gerçekleşmiştir. Yıllar itibarıyla bu harcama kalemindeki azalış, verimsiz mağazaların kapatılmasından ve amortisman nedeniyle azalan net defter tutarından kaynaklanmaktadır.

Maddi olmayan duran varlıklar, 31 Aralık 2021, 31 Aralık 2022 ve 31 Aralık 2023 tarihli finansal tablolarda sırasıyla 361.722.429 TL, 368.186.607 TL ve 383.776.305 TL tutarındadır. Maddi olmayan duran varlıklar, haklar, lisanslar ve geliştirme maliyetlerinden oluşmaktadır. Maddi olmayan duran varlıklar 31 Aralık 2022'de sona eren finansal dönemde 2021 yılına göre 6.464.178 TL (%1,8) artış gerçekleşmiştir. 31 Aralık 2023'te sona eren finansal dönemde ise 31 Aralık 2022'de sona eren finansal döneme göre 15.589.698 TL (%4,2) artış gerçekleşmiştir. Bu kalemdeki yıllar içindeki artış, büyük ölçüde lisans alımları ve tasarım merkezi faaliyetlerden oluşan proje çıktılarının geliştirme maliyetlerinden kaynaklanmaktadır. Lisans alımları büyük ölçüde bilgi güvenliği yazılım lisansları ve departmanların kullandığı iş çözümleri için alınan yazılım lisanslarından oluşmaktadır. Geliştirme maliyetlerindeki artış ise, dönemler içinde kabul edilen ve olumlu sonuçlanan projelerin aktifleştirilmesi ile alakalıdır.

Kullanım hakkı varlıklarının, 31 Aralık 2021, 31 Aralık 2022 ve 31 Aralık 2023 tarihli finansal tablolarda net defter değerleri sırasıyla 4.346.028.294 TL, 3.148.416.211 TL ve 2.786.828.367 TL tutarındadır. Kullanım hakkı varlıkları, TFRS 16 kapsamında muhasebeleştirilen sabit kiralı mağaza, genel merkez, depolar ve araç kiralamalarından oluşmaktadır.

Bu kalemdeki değişiklikler genel olarak, kira türünün değişmesi sonucunda bazı mağazaların TFRS 16 kapsamından çıkmasından, mağaza kiralarındaki sözleşmeye bağlı artışlardan, mağaza optimizasyonu sebebiyle 2021'den sonra mağaza sayılarının azalmasından ve yıllık amortisman giderinin etkisinden kaynaklanmaktadır. 31 Aralık 2022'de sona eren finansal dönemde bu kalemde 2021 yılına göre 1.197.612.083 TL (%27,6) azalış gerçekleşmiştir. 2022 yılında 2021 yılına göre kullanım hakkı varlıklarında görülen düşüşün temel sebepleri; TFRS 16 kapsamından çıkan 12 tane mağaza (toplam etki 348 milyon TL) ve 2022 yılı amortisman giderinin 1.317 milyon TL olarak gerçekleşmesidir.

31 Aralık 2023'te sona eren finansal dönemde 31 Aralık 2022'de sona eren finansal döneme göre ise 361.587.844 TL (%11,5) azalış gerçekleşmiştir. 2023 yılında, TFRS 16 kapsamına dahil olan mağaza setinde önemli bir değişiklik olmamıştır. Bir önceki seneye göre net kullanım hakkı varlıklarının azalmasının ana sebebi 1.553 milyon TL olarak gerçekleşmiş olan yıllık amortisman gideridir.

Ertelenmiş vergi varlığı ve yükümlülüğü; VUK'a göre düzenlenen konsolide finansal tablolar ile TMS/TFRS'ye göre düzenlenen konsolide finansal tablolar arasındaki farklılıklardan kaynaklanan geçici zamanlama farkları, VUK'a göre oluşan geçmiş yıl zararlarından doğan vergi varlıkları ve sermaye artırımına istinaden oluşan vergi

indirimi için hesaplanmıştır. 31 Aralık 2021, 31 Aralık 2022 ve 31 Aralık 2023 tarihli finansal tablolarda sırasıyla 312.155.731 TL, 317.318.784 TL ve 239.280.294 TL tutarındadır. 31 Aralık 2022'de sona eren finansal dönemde 2021 yılına göre 5.163.053 TL (%1,7) azalış gerçekleşmiştir. 31 Aralık 2023'te sona eren finansal dönemde 31 Aralık 2022'de sona eren finansal döneme göre ise 78.038.490 TL (%24,6) azalış gerçekleşmiştir.

Kısa ve Uzun Vadeli Yükümlülükler

Şirket'in kısa vadeli yükümlülükleri esas olarak kısa vadeli borçlanmalar, uzun vadeli borçlanmaların kısa vadeli kısımları, kiralama işlemlerinden kaynaklanan yükümlülükler, ticari borçlar, çalışanlara sağlanan faydalar kapsamında borçlar, diğer borçlar, ertelenmiş gelirler, dönem karı vergi yükümlülüğü, kısa vadeli karşılıklar ve diğer kısa vadeli yükümlülüklerden oluşmaktadır. Şirket'in uzun vadeli yükümlülükleri esas olarak uzun vadeli borçlanmalar, kiralama işlemlerinden kaynaklanan yükümlülükler, diğer borçlar, ertelenmiş gelirler ve çalışanlara sağlanan faydalara ilişkin karşılık gelirleridir.

Kısa vadeli borçlanmalar, 31 Aralık 2021, 31 Aralık 2022 ve 31 Aralık 2023 tarihli finansal tablolarda sırasıyla 1.197.404.799 TL, 930.303.415 TL ve 1.091.519.875 TL tutarındadır. 31 Aralık 2021'e kıyasla, 31 Aralık 2022'de sona eren finansal dönemde kısa vadeli borçlanmalarda görülen 267.101.384 TL (%22,3) azalış, kredi ödemelerinden kaynaklanmaktadır. 31 Aralık 2023'te sona eren finansal dönemdeki 161.216.460 TL (%17,3) artış ise kredi kapamaları 2023 yılında da devam etmesine rağmen, ağırlıklı olarak yabancı para cinsinden kredilerin döviz kuru artışı nedeniyle yeniden değerlenmesi nedeniyle TL bazında artışından kaynaklanmıştır.

Uzun vadeli borçlanmaların kısa vadeli kısımları, 31 Aralık 2021, 31 Aralık 2022 ve 31 Aralık 2023 tarihli finansal tablolarda sırasıyla 933.847.495 TL, 1.125.625.870 TL ve 305.361.037 TL tutarındadır. Uzun vadeli borçlanmaların kısa vadeli kısımları banka kredileri ve finansal kiralama yükümlülüklerinden oluşmaktadır. 31 Aralık 2021'e kıyasla, 31 Aralık 2022'de sona eren finansal dönemde uzun vadeli borçlanmaların kısa vadeli kısımlarında görülen 191.778.375 TL (%20,5) artış, uzun vadeli kredilerin vade sürelerinin azalması ile kısa vadeli kısımlarının sınıflanmasından kaynaklanmaktadır. 31 Aralık 2023'te sona eren finansal dönemdeki 820.264.833 TL (%72,9) azalış ise ağırlıklı olarak ödenen kredilerden kaynaklanmıştır.

Uzun vadeli borçlanmalar, 31 Aralık 2021, 31 Aralık 2022 ve 31 Aralık 2023 tarihli finansal tablolarda sırasıyla 1.436.795.853 TL, 52.878.498 TL ve 107.889.096 TL tutarındadır. Uzun vadeli borçlanmalar banka kredilerinden ve finansal kiralama yükümlülüklerinden oluşmaktadır. 31 Aralık 2022'de sona eren finansal dönemde 31 Aralık 2021'e göre 1.383.917.355 TL (%96,3) azalış gerçekleşmiştir. Pandemi sonrasındaki dönemde, artan operasyonel başarı paralelinde artan gelirlerden elde edilen nakit ile krediler kapatılmaya başlanmıştır ve net borçluluk seviyesi azaltılmıştır. Bu kapsamda, uzun vadeli kredilerin azalmasının ana sebebi, bu kredilerin geri ödenmesi ve uzun vadeli kredilerin vade sürelerinin azalması ile uzun vadeli kredilerin kısa vadeli olarak sınıflanmasından kaynaklanmaktadır. 31 Aralık 2022'ye kıyasla, 31 Aralık 2023'te sona eren finansal dönemde uzun vadeli kredilerde görülen 55.010.598 TL (%104,0) artış ise ağırlıklı olarak kullanılmış olan döviz cinsinden kredilerin döviz kurlarına bağlı olarak yeniden değerlenmesinden kaynaklanmıştır. Nitekim, 2020 yılının ortasından itibaren döviz cinsinden kredilerin TL kredilere dönüştürülme süreci takip eden yıllarda devam etmiş olup, faaliyetlerden elde edilen nakit fazlası da bu üç yıllık dönem içinde kredi kapamalarında kullanılmıştır.

Kiralama işlemlerinden kaynaklanan kısa vadeli yükümlülükler, 31 Aralık 2021, 31 Aralık 2022 ve 31 Aralık 2023 tarihli finansal tablolarda sırasıyla 1.145.815.296 TL, 978.193.037 TL ve 841.323.824 TL tutarındadır. Kiralama işlemlerinden kaynaklanan yükümlülükler, TFRS 16 kapsamında muhasebeleştirilen mağazalar, genel merkez, depolar ve araç kiralamaları yükümlülüklerinden oluşmaktadır. 31 Aralık 2022'de sona eren dönemde 31 Aralık 2021'de sona eren finansal döneme göre 167.622.259 TL (%14,6) azalış gerçekleşmiştir. 31 Aralık 2023'te sona eren finansal dönemde 31 Aralık 2022'ye göre 136.869.213 TL (%14,0) azalış ise ağırlıklı olarak verimsiz mağazaların kapatılması ve yeni açılan mağazaların önemli kısmının kira sözleşmelerinin ciro bazlı kira esasına dayalı olarak yapılmasından kaynaklanmaktadır.

Kiralama işlemlerinden kaynaklanan uzun vadeli yükümlülükler, 31 Aralık 2021, 31 Aralık 2022 ve 31 Aralık 2023 tarihli finansal tablolarda sırasıyla 2.383.743.254 TL, 1.524.441.936 TL ve 1.370.160.419 TL tutarındadır. 31 Aralık 2022'de sona eren dönemde 31 Aralık 2021'de sona eren finansal döneme göre 859.301.318 TL (%36,0) azalış gerçekleşmiştir. 31 Aralık 2023'te sona eren finansal dönemde 31 Aralık 2022'ye göre 154.281.517 TL (%10,1) azalış ise ağırlıklı olarak verimsiz mağazaların kapatılması ve yeni açılan mağazaların kira sözleşmelerinin ciro bazlı kira esasına dayalı olarak yapılmasından kaynaklanmaktadır.

Ticari borçlar, 31 Aralık 2021, 31 Aralık 2022 ve 31 Aralık 2023 tarihli finansal tablolarda sırasıyla 3.225.674.944 TL, 4.206.852.656 TL ve 3.334.568.685 TL tutarındadır. Ticari borçlara borç senetleri ve ticari borç altına sınıflandırılan gider tahakkukları da dâhildir. 31 Aralık 2021'e kıyasla, 31 Aralık 2022'de sona eren finansal dönemde ticari borçlarda görülen 981.177.712 TL (%30,4) artış, 2022 yılında pandemi etkisinin ortadan kalkması, mağazaların tam performans çalışmaları ile stok alımlarının artmasından kaynaklanmıştır. Ayrıca emtia birim fiyatındaki artış sebebiyle artan enflasyon oranları ile temin edilen stok maliyetlerindeki artışın da etkisi büyüktür. 31 Aralık 2023'te sona eren finansal dönemde ise 31 Aralık 2022'de sona eren finansal döneme göre 872.283.971 TL (%20,7) azalış gözlemlenmiştir. Enflasyonist artışlar, TL bazında bir sonraki dönemin satın alma maliyetini doğrudan etkilemiştir. 2022'den 2023'e geçerken alımlar yıl içine yayıldığı için ticari borçlara etkisi bir önceki yıl kadar yüksek olmamış; bununla beraber, deprem felaketinden etkilenen bazı tedarikçilere Şirket erken ödemelerle destek olmaya devam etmiştirpandemi sonrası dönemdekine benzer ani talep artışı yaşanmamış, buna bağlı olarak ürün alımlarıyla yaygın şekilde dağılmıştır. Ayrıca fiyat avantajı sağlamak amacıyla uygulamaya alınan yurt dışı transit ürün gönderimlerindeki kısmi artış sebebiyle ticari borçlar önceki senelerdeki seviyelerine geri dönmüştür. Ticari borçların 31 Aralık 2021, 31 Aralık 2022 ve 31 Aralık 2023 tarihleri itibarıyla ortalama vadeleri sırasıyla 191, 185 ve 178 gündür.

Çalışanlara sağlanan faydalar kapsamında borçlar, 31 Aralık 2021, 31 Aralık 2022 ve 31 Aralık 2023 tarihli finansal tablolarda sırasıyla 120.305.207 TL, 178.752.011 TL ve 206.353.883 TL tutarındadır. Çalışanlara sağlanan faydalar kapsamında borçlar, personele ödenecek ücretler ve ödenecek sosyal güvenlik primlerinden oluşmaktadır. 31 Aralık 2021'e kıyasla, 31 Aralık 2022'de sona eren finansal dönemde çalışanlara sağlanan faydalar kapsamında borçlarda 58.446.804 TL'lik (%48,6) artış, asgari ücret ve çalışanların maaşlarının artırılmasından kaynaklanmaktadır. Bu artış aynı şekilde Sosyal Güvenlik Kurumu primlerinde de artışa sebebiyet vermiştir. 31 Aralık 2023'te sona eren finansal dönemde 31 Aralık 2022'de sona eren finansal döneme göre 27.601.872 TL (%15,4) artış ise ağırlıklı olarak asgari ücret ve buna bağlı olarak personel ücretlerinin yükselişinden kaynaklanmıştır.

Kısa vadeli karşılıklar, kullanılmamış izin karşılığı, dava karşılığı, ikramiye karşılığı, ücret gider karşılığı ve diğer karşılıklardan oluşmaktadır. 31 Aralık 2021'e kıyasla, 31 Aralık 2022'de sona eren finansal dönemde kısa vadeli karşılıklarda görülen 210.011.913 TL (%228) artış, artan maaşlar ile birlikte kullanılmamış izin yükümlülüklerindeki artış ve 2022 yılındaki şirket performansı sebebiyle hak edilen ikramiye ve ücret gider karşılıklarının muhasebeleştirilmesinden kaynaklanmaktadır. 31 Aralık 2023'te sona eren finansal dönemde 31 Aralık 2022'de sona eren finansal döneme göre 81.059.006 TL (%27) azalış gerçekleşmiştir.

Kullanılmamış izin karşılığında yıllar içerisinde gerçekleşen artışlar, söz konusu yıllar içinde yapılan maaş zamlarının etkisi ile kıdem kazandıkça artan izin bakiyesinin yükselmesinden kaynaklanmaktadır. Şirket, 2022 ve 2023 senelerinde, o dönemin performansı ile alakalı olarak bir sonraki dönem dağıtılacak olan ikramiye için karşılık ayırmıştır. Ücret gider karşılıkları ise, maaş artış dönemine kadar 2023 Ocak itibarıyla, çalışanlarını desteklemek için vereceği ek ücret tutarı ile alakalıdır. Diğer karşılıklar, Türkiye'de bulunan Franchise Alanlar'a verilen indirimlere istinaden ayrılan karşılıklardan oluşmaktadır.

Diğer kısa vadeli yükümlülükler, 31 Aralık 2021, 31 Aralık 2022 ve 31 Aralık 2023 tarihli finansal tablolarda sırasıyla 73.398.852 TL, 63.622.741 TL ve 108.565.885 TL tutarındadır. Diğer kısa vadeli yükümlülükler, ödenecek vergi ve fonlardan oluşmaktadır. 31 Aralık 2022'de sona eren finansal dönemde ise 2021 yılına göre

9.776.111 TL (%13,3) azalış gerçekleşmiştir. 31 Aralık 2023'te sona eren finansal dönemde 31 Aralık 2022'de sona eren finansal döneme göre 44.943.144 TL (%70,6) artış gerçekleşmiştir. Artışın sebebi ise mahsup edilecek KDV iadelerindeki artıştan kaynaklanmaktadır.

Çalışanlara sağlanan faydalara ilişkin uzun vadeli karşılıklar, 31 Aralık 2021, 31 Aralık 2022 ve 31 Aralık 2023 tarihli finansal tablolarda sırasıyla 67.302.659 TL, 91.218.233 TL ve 88.891.550 TL tutarındadır. Çalışanlara sağlanan faydalara ilişkin karşılıklar, kıdem tazminat karşılığından oluşmaktadır. 31 Aralık 2022'de sona eren finansal dönemde 2021 yılına göre 23.915.574 TL (%35,5) artış gerçekleşmiştir. Artış, kıdem tazminatı tavanındaki artış ile birlikte çalışanların kıdem senelerindeki artış ve hesaplamada kullanılan parametrelerdeki değişikliklerin etkisi kaynaklıdır. 31 Aralık 2023'te sona eren finansal dönemde 31 Aralık 2022'de sona eren finansal döneme göre 2.326.683 TL (%2,6) azalış gerçekleşmiştir. 2023 senesinde açıklanan kıdem tazminatı tavanı artmış olsa da, "emeklilikte yaşa takılanlar" uygulaması kapsamında yapılan ödemeler nedeniyle kıdem tazminatı karşılığı 31 Aralık 2022 tarihine göre azalmıştır.

Özkaynaklar

Özkaynaklar temelde ödenmiş sermaye, kâr veya zararda yeniden sınıflandırılmayacak birikmiş diğer kapsamlı gelirler/giderler, kâr veya zararda yeniden sınıflandırılacak birikmiş diğer kapsamlı gelirler/giderler, kardan ayrılmış kısıtlanmış yedekler, geçmiş yıl kârları/zararları ve net dönem karından/zararından oluşmaktadır.

Şirket'in özkaynakları; 31 Aralık 2021, 31 Aralık 2022 ve 31 Aralık 2023 tarihli finansal tablolarda sırasıyla 2.187.017.287 TL, 3.019.989.133 TL ve 4.035.451.741 TL tutarındadır.

31 Aralık 2022'de sona eren finansal dönemde 2021 yılına göre artan net dönem kârı 832.971.847 TL (%38,1) artış göstermiştir. 31 Aralık 2023'te sona eren finansal dönemde 31 Aralık 2022'de sona eren finansal döneme göre Şirket'in net kârındaki artışı ile özsermayesi 1.015.462.608 TL (%33,6) artış göstermiştir.

Şirket, ayrıca döviz riskini minimize edebilmek amacıyla riskten korunma muhasebesi uygulamaktadır.

Şirket, yapmış olduğu anlaşmalar ve kurumsal bütçe kapsamında ileriki tarihlerde gerçekleştirmesi yüksek olasılıklı yabancı para satış tutarlarından kaynaklanan kur risklerine karşı aynı para biriminde borçlanarak bilanço üzerinde kur riskinden korunma sağlamaktadır.

Şirket, belirlemiş olduğu kur riski yönetim stratejisi kapsamında, riskten korunma muhasebesi uygulamakta ve riskten korunma aracı üzerinde oluşmuş, etkinliği matematiksel olarak TFRS 9'a uygun şekilde kanıtlanmış ve henüz realize edilmemiş döviz kuru dalgalanmalarını gelir tablosundan çekerek kapsamlı gelir tablosunda sınıflandırmaktadır.

Şirket'in nakit akış riskinden korunma işlemlerine ilişkin uygulama ve muhasebe politikalarının detayları konsolide finansal tablo dipnotlarında sunulmuştur.

Tablo 17: Şirket'in Gelir Tablosu

(TL)	31.12.2023	31.12.2022	31.12.2021
Hasılat	17.193.804.801	16.017.173.874	14.383.701.922
Satışların Maliyeti (-)	(8.246.145.978)	(7.604.560.678)	(8.153.024.200)
Brüt Kâr	8.947.658.823	8.412.613.196	6.230.677.722
Genel Yönetim Giderleri (-)	(1.404.421.820)	(1.252.230.651)	(977.853.185)
Satış ve pazarlama Giderleri (-)	(5.644.027.823)	(5.326.410.393)	(4.932.101.013)
Araştırma ve geliştirme giderleri	(215.688.848)	(201.749.967)	(137.266.247)
Esas faaliyetlerden diğer gelirler	1.281.281.131	1.162.747.302	1.483.670.432
Esas faaliyetlerden diğer giderler (-)	(1.377.998.662)	(1.376.224.409)	(868.360.044)
Esas faaliyet zararı/karı	1.586.802.801	1.418.745.078	798.767.665

(TL)	31.12.2023	31.12.2022	31.12.2021
Yatırım faaliyetlerinden gelirler	3.441.134	4.128.570	18.153.828
Yatırım faaliyetlerinden giderler (-)	(10.252.904)	(27.461.659)	(40.558.950)
Finansman giderleri öncesi zararı/karı	**1.579.991.031**	**1.395.411.989**	**776.362.543**
Finansman gelirleri	90.004.427	113.661.884	236.892.799
Finansman giderleri (-)	(1.257.083.692)	(1.188.567.890)	(1.797.737.941)
Parasal kayıp kazanç	1.826.942.804	1.852.290.154	1.414.701.584
Sürdürülen faaliyetler vergi öncesi zararı/karı	**2.239.854.570**	**2.172.796.137**	**630.218.985**
Sürdürülen faaliyetler vergi gideri	**(435.279.774)**	**(424.958.316)**	**177.780.580**
- Dönem vergi gideri	*(282.175.908)*	*(61.268.195)*	*(14.713.121)*
- Ertelenmiş vergi gideri	*(153.103.866)*	*(363.690.121)*	*192.493.701*
Dönem zararı/karı	1.804.574.796	1.747.837.821	807.999.565
Diğer kapsamlı gelir (gider)			
-Tanımlanmış fayda planları yeniden ölçüm kayıpları	*(30.821.690)*	*(57.300.991)*	*(30.075.840)*
-Ertelenmiş vergi geliri	*7.705.423*	*11.460.199*	*6.015.168*
Kar veya zarar olarak yeniden sınıflandırılamayacaklar	**(23.116.267)**	**(45.840.792)**	**(24.060.672)**
-Nakit akış riskinden korunma kayıpları	*42.139.369*	*98.063.441*	*(68.548.116)*
-Yabancı para çevrim farkları	*(797.600.448)*	*(947.475.936)*	*608.041.351*
-Ertelenmiş vergi geliri	*(10.534.842)*	*(19.612.688)*	*22.388.287*
Kar veya zararda yeniden sınıflandırılacaklar	**(765.995.921)**	**(869.025.183)**	**561.881.522**
Toplam diğer kapsamlı gelir (gider)	1.015.462.608	832.971.846	1.345.820.415

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporları

Hasılat

Aşağıdaki tabloda 31 Aralık 2021, 2022 ve 2023 tarihlerinde sona eren mali dönemlerdeki hasılat, gelir türüne göre gösterilmektedir.

Tablo 18: Satışların Kırılımı

(TL)	Değişim (%)	31.12.2023	Değişim (%)	31.12.2022	31.12.2021
Yurt içi Satışlar	27	13.749.726.717	(5)	10.854.864.693	11.378.378.401
Yurt dışı Satışlar	(6)	5.940.441.872	27	6.348.055.401	5.001.644.052
Satıştan İadeler	118	(1.078.340.596)	(38)	(495.030.730)	(796.650.732)
Satış İskontoları	105	(1.418.023.192)	(42)	(690.715.490)	(1.199.669.799)
Hasılat, net	7	17.193.804.801	11	16.017.173.874	14.383.701.922

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporları

Şirket'in 31 Aralık 2021 tarihinde biten sene sonu dönemine göre 31 Aralık 2022 tarihinde sona eren dönemde yurt içi satışlar %5 oranında ve 523.513.709 TL azalarak 11.378.378.401 TL'den 10.854.864.693 TL'ye düşmüştür. Şirket'in 31 Aralık 2022 tarihinde sona eren finansal döneme göre 31 Aralık 2023 tarihinde sona eren finansal dönemde yurt içi satışlar %27 oranında ve 2.894.862.024 TL artarak 10.854.864.693 TL'den 13.749.726.717 TL'ye yükselmiştir.

Şirket'in 31 Aralık 2021 tarihinde biten sene sonu dönemine göre 31 Aralık 2022 tarihinde sona eren dönemde yurt dışı satışları %27 oranında ve 1.346.411.350 TL artarak 5.001.644.052 TL'den 6.348.055.401 TL'ye yükselmiştir. Şirket'in 31 Aralık 2022 tarihinde sona eren finansal döneme göre 31 Aralık 2023 tarihinde sona

eren finansal dönemde yurt dışı satışları ise %6 oranında ve 407.613.529 TL azalarak 6.348.055.401 TL'den 5.940.441.872 TL'ye düşmüştür.

Söz konusu yurt içi ve yurt dışı satışların seyrini etkileyen faktörlere bakıldığında, 2022 yılında yurt dışında faaliyette bulunulan pazarlarda, 2023 yılında ise Türkiye pazarında talebin göreceli olarak daha yüksek seyretmesinin bu sonuçlara sebebiyet verdiği söylenebilir. Nitekim, 2022 yılı Şubat ayında başlayan Rusya ve Ukrayna arasındaki çatışma, yurt dışındaki rakip firmaların anılan ülkelerdeki faaliyetlerini askıya alması sonucunu doğururken, Şirket bu dönemde söz konusu ülkelerdeki faaliyetlerinde bir değişiklik yapmadan ilerlemiştir. Bunun sonucu olarak, bu bölgelerde artan talebin desteğiyle 2022 yılı mali sonuçlarına yurt dışı satışlar, pozitif olarak yansımıştır. İlerleyen dönemde seferberlik durumları gibi sebeplerle Rusya'daki talebin düşmesi ve 2023 yılında enflasyon ile TL ve döviz kuru arasındaki dengenin bir önceki yılda olduğu gibi olmaması nedeniyle, 2023 yılında yurt dışında yapılan satışlar sonrası yurda getirilen dövizin, TL bazında enflasyona kıyasla yeteri kadar değerlenmemesi 2023 yılı yurt dışı satış sonuçlarında bir önceki yılda görülen sonuçların görülmemesine yol açmıştır. Ayrıca, Şirket'in yurt dışındaki en büyük pazarlarından biri olan Rusya'dan elde edilen hasılat, Rusya-Ukrayna arasındaki çatışmanın başladığı Şubat 2022'den Aralık 2023'e kadar Rus para birimi Ruble'nin ABD doları karşısında sürekli değer kaybetmesi nedeniyle de 2023 yılında göreceli olarak düşük kalmıştır.

Şirket'in 31 Aralık 2021 tarihinde biten sene sonu dönemine göre 31 Aralık 2022 tarihinde sona eren dönemde satıştan iadeleri %38 oranında ve 301.620.002 TL azalarak 796.650.732 TL'den 495.030.730 TL'ye düşmüştür. Şirket'in 31 Aralık 2022 tarihinde sona eren finansal döneme göre 31 Aralık 2023 tarihinde sona eren finansal dönemde satıştan iadeleri %118 oranında ve 583.309.866 TL artarak 495.030.730 TL'den 1.078.340.596 TL'ye yükselmiştir. 2023 yılı sonu itibariyle iadelerdeki artışın başlıca sebebi iade oranı diğer kanallara göre göreceli olarak daha yüksek olan e-ticaret satışlarının toplam satışlar içerisindeki payının artmış olmasıdır. Satışlardan iadelerin 31 Aralık 2021, 31 Aralık 2022 ve 31 Aralık 2023 tarihleri ile biten dönemler için konsolide brüt satışlara oranı sırasıyla %5 %3 ve %5'tir.

Şirket'in 31 Aralık 2021 tarihinde biten sene sonu dönemine göre 31 Aralık 2022 tarihinde sona eren dönemde satıştan iskontoları %42 oranında ve 508.954.309 TL azalarak 1.199.669.799 TL'den 690.715.490 TL'ye düşmüştür. Şirket'in 31 Aralık 2022 tarihinde sona eren finansal döneme göre 31 Aralık 2023 tarihinde sona eren finansal dönemde satıştan iskontoları %105 oranında ve 727.307.702 TL artarak 690.715.490 TL'den 1.418.023.192 TL'ye yükselmiştir. Satış iskontolarının, 31 Aralık 2021, 31 Aralık 2022, ve 31 Aralık 2023 tarihleri ile biten dönemler için konsolide brüt satışlara oranı sırasıyla %7, %4 ve %7'dir. Satış iskontolarının konsolide brüt satışlara oranının seneler içinde önemli ölçüde değişmediği gözlemlenmektedir. Bununla birlikte, 2023 yılındaki artışın temel sebebi yaşanan deprem sebebiyle satışları destekleyebilmek için verilen ilave iskontolardır.

Satışların Maliyeti ve Brüt Kar

Aşağıdaki tabloda 31 Aralık 2023, 2022 ve 2021 tarihlerinde sona eren mali dönemlerde Şirket'in yapmış olduğu satışların maliyetini oluşturan kalemler gösterilmektedir.

Tablo 19: Satışların Maliyeti ve Brüt Kar

(TL)	Değişim (%)	31.12.2023	Değişim (%)	31.12.2022	31.12.2021
Satılan ticari mallar maliyeti	9	7.853.403.137	(9)	7.225.040.908	7.972.468.531
Satılan ticari mamüller maliyeti	4	392.742.841	110	379.519.770	180.555.669
Satışların Maliyeti Toplamı	8	8.246.145.978	(7)	7.604.560.678	8.153.024.200
Brüt Kâr	6	8.947.658.823	35	8.412.613.196	6.230.677.722
Brüt Kâr Marjı		52,0%		52,5%	43,3%

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporları

Satışların maliyeti toplamı, 31 Aralık 2021'de sona eren yılda 8.153.024.200 TL iken, 31 Aralık 2022'de sona eren yılda, 548.463.522 TL ve %6,7 azalış ile 7.604.560.678 TL seviyesine inmiştir. Bu tutarlar, 31 Aralık 2022 ve 2021'de sona eren yıllar için sırasıyla %52,5 ve %43,3 oranında bir brüt kâr marjını yansıtmaktadır. Brüt kâr marjındaki 2022 yılındaki artışın en önemli kaynağı uygun fiyatlı ürün tedariğidir. İş modeli çerçevesinde markanın uygun ürün projeleri, kumaş konsolidasyon uygulamaları ve satış bölümünde açıklanmış olan indirim uygulamaları satışların maliyetini düşürmüş olup, artan brüt kâr marjının arkasındaki en temel faktörleri oluşturmuştur.

Satış maliyeti toplamı, 31 Aralık 2022'de sona eren finansal dönemde 7.604.560.678 TL iken, 31 Aralık 2023'te sona eren finansal dönemde 641.585.300 TL ve %8,4 artarak 8.246.145.978 TL'ye yükselmiştir. Bu kapsamda, brüt kâr marjı 31 Aralık 2023 ve 2022'de sona eren finansal dönemler için sırasıyla %52,0 ve %52,5 olarak gerçekleşmiştir. Brüt kâr marjındaki hafif daralma, 2023'ün ilk çeyreğinde meydana gelen deprem sebebiyle nakit akışlarını dengelemek için indirimlerin geçici olarak artırılması ve yine aynı dönem içinde TL'nin diğer yabancı para birimlerine göre değerlenmesinden dolayı, uluslararası faaliyetlerden sağlanan brüt kâr marjının azalması kaynaklıdır. Türkiye'de talep ve pazar dinamiklerinde pandemi sonrasında yaşanan gelişmeler doğrultusunda indirimler sınırlı tutularak deprem öncesi döneme ilişkin brüt kar marjına ulaşılmıştır.

Genel Yönetim Giderleri

Tablo 20: Genel Yönetim Giderleri

(TL)	Değişim (%)	31.12.2023	Değişim (%)	31.12.2022	31.12.2021
Personel giderleri	8	869.425.035	37	807.657.085	591.574.889
Amortisman ve itfa payı giderleri	5	132.761.244	6	126.450.704	119.800.632
Kira giderleri	0	51.077.076	(8)	50.963.078	55.557.484
Danışmanlık giderleri	63	85.858.464	(4)	52.816.150	55.294.269
Seyahat giderleri	20	39.465.662	(35)	32.903.735	50.743.207
Bakım ve onarım giderleri	36	34.123.836	(20)	25.176.174	31.546.188
Genel ofis giderleri	8	27.685.065	13	25.669.324	22.804.449
Vergi, resim ve harç giderleri	(60)	5.316.764	129	13.202.926	5.763.201
Enerji ve elektrik giderleri	48	7.301.957	45	4.949.772	3.403.330
Diğer	35	151.406.717	172	112.441.706	41.365.536
Genel Yönetim Giderleri Toplamı	12	1.404.421.820	28	1.252.230.651	977.853.185

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporları

Şirket'in genel yönetim giderleri 31 Aralık 2021, 31 Aralık 2022 ve 31 Aralık 2023 tarihli finansal tablolarda sırasıyla 977.853.185 TL, 1.252.230.651 TL ve 1.404.421.820 TL tutarındadır. Şirket'in genel yönetim giderleri ağırlıklı olarak, personel, amortisman, danışmanlık, kira, seyahat ve bakım ve onarım giderlerinden oluşmaktadır.

31 Aralık 2021'e kıyasla, 31 Aralık 2022'de sona eren finansal dönemde Şirket'in genel yönetim giderlerinde görülen %28'lik değişime ilişkin açıklamalara aşağıda yer verilmiştir. Genel yönetim giderlerindeki 274.377.466 TL'lik artışın 216.082.196 TL'si personel giderlerindeki artıştan, 6.650.070 TL'si amortisman ve itfa payı giderlerindeki artıştan, 7.439.725 TL'si vergi, resim ve harç giderlerindeki artıştan ve 17.839.472 TL'si seyahat giderlerindeki azalıştan kaynaklanmaktadır.

- Personel giderleri: Pandemi nedeniyle Şirket, 2021 yılında kısa çalışma ödeneğinden yararlanmıştır. Sözü geçen ödenekler 2022 yılında sonlandırılmıştır. 2022 yılında asgari ücret, aynı sene içinde gerçekleşen enflasyon oranından daha fazla artmıştır ve aradaki fark personel ücret zamlarında önemli bir faktör olmuştur. 2022 yılında, personel maaş artışları GM çalışanları için Nisan ve Ağustos aylarında, mağaza ve depo çalışanları için ise Ocak ve Temmuz aylarında gerçekleşmiştir.

• Seyahat giderleri: Pandemi nedeniyle ortaya çıkan seyahat kısıtlamaları 2021 senesinde sona erdiğinden, 2020 senesinde ve 2021 senesinin ilk altı ayında yapılamayan seyahatler 2021 senesinin son yarısında gerçekleştirilmiştir. 2022 senesinde ise seyahatler planlandığı gibi gerçekleştiğinden seyahat giderleri normal seviyesine gelmiştir.

31 Aralık 2022'ye kıyasla, 31 Aralık 2023'te sona eren finansal dönemde Şirket'in genel yönetim giderlerinde görülen %12'lik değişme ilişkin açıklamalara aşağıda yer verilmiştir. Genel yönetim giderlerindeki değişim ağırlıklı olarak personel giderleri, danışmanlık giderleri, seyahat giderleri ve bakım ve onarım giderlerindeki artıştan ve bunlarla beraber vergi, resim ve harç giderlerindeki azalıştan kaynaklanmaktadır.

• Personel giderleri: Personel giderleri, 31 Aralık 2023 tarihinde sona eren finansal dönemde 31 Aralık 2022 tarihinde sona eren döneme göre %8 oranında artmıştır. Bu artış, enflasyonun üzerinde gerçekleşen asgari ücret artışından ve büyümeye bağlı olarak ek kadroların devreye girmesinden kaynaklanmıştır.

• Danışmanlık giderleri: Danışmanlık giderleri 31 Aralık 2023 tarihinde sona eren finansal dönemde, 31 Aralık 2022 tarihinde sona eren finansal döneme göre %63 oranında yükselmiştir. Bu artış, Halka Arz ile bağlantılı olarak ortaya çıkan bir defaya mahsus denetim ve hukuki danışmanlık ücretleri ve yasal giderlerin yanı sıra enflasyondan kaynaklanmıştır.

Pazarlama Giderleri

Tablo 21: Pazarlama Giderleri

(TL)	Değişim (%)	31.12.2023	Değişim (%)	31.12.2022	31.12.2021
Personel giderleri	26	2.039.929.461	8	1.619.360.357	1.498.437.926
Amortisman ve itfa payı giderleri	10	1.873.228.048	6	1.710.356.442	1.616.340.610
Kira giderleri	(5)	236.023.879	(25)	249.246.702	332.352.654
Bina yönetim giderleri	1	288.475.616	(1)	284.606.455	287.956.157
Enerji ve elektrik giderleri	(18)	333.690.174	64	404.910.284	246.446.634
Nakliye ve nakil vasıta giderleri	(15)	148.163.974	(5)	173.819.442	183.378.498
Reklam giderleri	1	197.485.335	0	119.129.226	159.671.301
Genel mağaza giderleri	30	145.113.466	(11)	111.891.107	125.442.336
Paket ve ambalaj giderleri	(20)	40.550.217	(29)	50.846.673	71.911.096
Bakım ve onarım giderleri	(1)	48.672.634	26	48.942.266	38.949.682
Vergi, resim ve harç giderleri	1	10.228.975	(32)	10.091.906	14.941.474
Sigorta giderleri	35	15.568.841	(22)	11.511.955	14.827.578
Dekorasyon giderleri	22	13.826.555	6	11.351.606	10.734.920
İhracat giderleri	69	17.647.254	91	10.470.243	5.474.080
Seyahat giderleri	23	12.592.932	106	10.258.230	4.973.121
Danışmanlık giderleri	(55)	1.258.362	(36)	2.790.435	4.338.899
Diğer	(55)	221.572.100	57	496.827.064	315.924.047
Pazarlama Giderleri Toplamı	6	5.644.027.823	8	5.326.410.393	4.932.101.013

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporları

Şirket'in satış ve pazarlama giderleri 31 Aralık 2021, 31 Aralık 2022 ve 31 Aralık 2023 tarihli finansal tablolarda sırasıyla 4.932.101.013 TL, 5.326.410.393 TL ve 5.644.027.823 TL tutarındadır. Şirket'in satış ve pazarlama giderleri ağırlıklı olarak personel, amortisman, enerji ve elektrik, kira, bina yönetim, nakliye, reklam ve genel mağaza giderlerinden oluşmaktadır.

31 Aralık 2021'e kıyasla, 31 Aralık 2022'de sona eren finansal dönemde Şirket'in satış ve pazarlama giderlerinde görülen %8'lik değişime ilişkin açıklamalara aşağıda yer verilmiştir. Pazarlama, satış ve dağıtım giderlerindeki değişim ağırlıklı olarak personel giderleri, amortisman ve itfa giderleri, enerji ve elektrik giderlerindeki artıştan ve bunlarla beraber kira giderleri ve reklam giderlerindeki azalışlardan kaynaklanmıştır.

- Personel giderleri: Pandemi nedeniyle Şirket, 2021 yılında Şirket kısa çalışma ödeneğinden yararlanmıştır. Söz konusu ödenek 2022 yılında kaldırılmıştır. 2022 yılında yaşanan artış, kısa çalışma ödeneğinin sona ermesi ve asgari ücretin enflasyonun üzerinde gerçekleşmesinden kaynaklanmıştır.

- Kira giderleri: 31 Aralık 2021"de sona eren yıla göre 31 Aralık 2022"de sona eren yılda %25 azalmıştır. Finansal tablolarda satış ve pazarlama giderleri olarak kaydedilen kira giderlerinin tamamı TFRS 16"ya tabi olmayan ciro bazlı kiralarla (net satışlar üzerinden hesaplanan) ilgilidir. Kira giderlerindeki azalış, COVID-19 pandemisi sırasında kâr etmeyen mağazaların kalıcı olarak kapatılmasından, mevcut mağazalardaki kira koşullarının yapılan görüşmeler neticesinde iyileştirilmesinden ve önceki yılların kira giderleri üzerindeki endeks etkisinden kaynaklanmaktadır.

- Enerji ve elektrik giderleri: 2021 yılının ilk yarısında pandemi sebebiyle Şirket mağazalarının faaliyetleri kısıtlandığından ilk altı aylık dönem içerisinde enerji ve elektrik kullanımı kısıtlı olarak gerçekleşmiştir. 2021 Temmuz ayından sonra kısıtlamaların kalkmasıyla beraber enerji giderleri artmaya başlamıştır. 2022 yılında mağazaların tam zamanlı çalışmaya geri dönmesi, enerji birim maliyetlerindeki artış, döviz kurlarındaki artışlar; enerji ve elektrik giderlerinin yükselmesine sebep olmuştur.

- Reklam giderleri: Pandemi sebebiyle Şirket'in faaliyetlerinin kısıtlanmasından dolayı, reklam ve kampanyalara daha fazla yer verilmiş olmakla beraber, 2022 yılında mağazaların tam zamanlı çalışmaya geri dönmesi ile reklam faaliyetleri pandemi dönemindeki kadar yapılmamıştır. Bu dönemin koşulları çerçevesinde daha az televizyon kampanyası yapılmış, buna karşılık daha fazla sosyal medya fenomeni (influencer) ile tanıtım çalışmaları yürütülmüş ve iş birlikleri devreye alınmıştır.

31 Aralık 2023'e kıyasla, 31 Aralık 2022'de sona eren finansal dönemde Şirket'in satış ve pazarlama giderlerinde görülen %6'lık değişime ilişkin açıklamalara aşağıda yer verilmiştir. Pazarlama, satış ve dağıtım giderlerindeki değişim ağırlıklı olarak personel giderleri, amortisman ve itfa payı giderleri, reklam giderleri ve genel mağaza giderlerindeki artıştan ve bunlarla beraber nakliye giderleri ve enerji ve elektrik giderlerindeki azalışlardan kaynaklanmaktadır.

- Personel giderleri: Personel giderleri, 31 Aralık 2022 tarihinde sona eren finansal döneme göre, 31 Aralık 2023 tarihinde sona eren finansal dönemde %26 oranında yükselmiştir. Bu artış, enflasyonun üzerinde gerçekleşen asgari ücret artışlarından ve buna bağlı diğer ücret artışları ile büyüme kaynaklı ek kadroların devreye alınmasından kaynaklanmaktadır. Mağaza çalışanlarının çoğunun maaşları doğrudan asgari ücrete bağlı olduğundan, pazarlama ve satış giderlerindeki personel giderlerindeki artış, esas olarak genel merkezdeki çalışanları içeren genel yönetim giderlerindeki personel giderlerindeki artıştan daha yüksektir.

- Enerji ve elektrik giderleri: 31 Aralık 2022 tarihinde sona eren finansal döneme göre 31 Aralık 2023 tarihinde sona eren finansal dönemde %18 oranında azalmıştır. 2023 yılında enerji birim fiyatlarında bir önceki seneye göre azalış ile birlikte yürürlüğe konulan tasarruf önlemleri ve sürdürülebilirlik çalışmaları kapsamında LED (light-emitting diode, ışık yayan diyot) dönüşüm projeleri başlamış ve elektrik tüketimleri azaltılmıştır.

İŞ YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.

• Nakliye ve nakil vasıta giderleri: 31 Aralık 2022 tarihinde sona eren finansal döneme göre 31 Aralık 2023 tarihinde sona eren finansal dönemde %15 oranında azalmıştır. 2023 yılında yeniden yapılandırılan efektif lojistik düzenlemeleri ile nakliye ve nakil vasıta giderleri azalmıştır.

• Reklam giderleri: 31 Aralık 2022 tarihinde sona eren finansal döneme göre 31 Aralık 2023 tarihinde sona eren finansal dönemde yapılan reklamlar ve kampanyalar sebebiyle %66 oranında artmıştır.

• Genel mağaza giderleri: 31 Aralık 2022 tarihinde sona eren finansal döneme göre 31 Aralık 2023 tarihinde sona eren dönemde %30 oranında artmıştır. Bu artışın en önemli sebepleri, enflasyon ve asgari ücrete bağlı alınan hizmet fiyatlarındaki artıştır.

Araştırma ve Geliştirme Giderleri

Tablo 22: Araştırma ve Geliştirme Giderleri

(TL)	Değişim (%)	31.12.2023	Değişim (%)	31.12.2022	31.12.2021
Personel giderleri	18	148.232.387	50	125.539.019	83.582.784
Amortisman ve itfa payı giderleri	(6)	35.411.226	45	37.658.714	26.059.846
Numune giderleri	(28)	12.253.321	25	17.044.327	13.680.392
Seyahat giderleri	34	2.919.709	3.022	2.181.000	69.852
Diğer	(13)	16.872.205	39	19.326.907	13.873.373
Araştırma ve Geliştirme Giderleri Toplamı	7	215.688.848	47	201.749.967	137.266.247

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporu

Şirket'in araştırma ve geliştirme giderleri 31 Aralık 2021, 31 Aralık 2022 ve 31 Aralık 2023 tarihli finansal tablolarda sırasıyla 137.266.247 TL, 201.749.967 TL ve 215.688.848 TL tutarındadır. Şirket'in araştırma ve geliştirme giderleri ağırlıklı olarak personel, amortisman ve itfa payı, numune ve seyahat giderlerinden oluşmaktadır. COVID-19 pandemisi sonrası daha fazla araştırma ve geliştirme çalışması yapılmıştır.

31 Aralık 2021'e kıyasla, 31 Aralık 2022'de sona eren finansal dönemde Şirket'in araştırma ve geliştirme giderlerinde görülen %47 ve 64.483.720 TL'lik artış, tasarım merkezinde çalışan personellerin maaş giderlerinin artmasından kaynaklanmaktadır. 2022 yılında asgari ücretteki artışlar ve 2022 senesinde kısa çalışma ödeneğinden faydalanılamamasından dolayı 2022 yılında personel giderleri 2021 yılına göre fazla artış göstermiştir.

31 Aralık 2022'ye kıyasla, 31 Aralık 2023'te sona eren finansal dönemde Şirket'in araştırma ve geliştirme giderlerinde görülen %7 ve 13.938.882 TL'lik artış, ağırlıklı olarak personel giderlerindeki artıştan kaynaklanmaktadır. Bu artış, asgari ücretteki zorunlu artışın sebep olduğu personel giderlerindeki artıştan kaynaklanmıştır.

İŞ YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.

Esas Faaliyetlerden Diğer Gelir ve Giderler

Tablo 23: Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler

(TL)	Değişim (%)	31.12.2023	Değişim (%)	31.12.2022	31.12.2021
Faaliyetlerden kaynaklanan kur farkı geliri	1	1.018.292.504	(24)	1.010.634.478	1.335.209.804
Ticari borçlardan kaynaklanan ertelenmiş finansman geliri	129	182.183.378	72	79.501.368	46.306.132
Turquality gelirleri	(79)	3.124.616	(40)	14.826.267	24.801.657
Diğer gelirler	34	77.680.633	(25)	57.785.189	77.352.839
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler Toplamı	10	1.281.281.131	(22)	1.162.747.302	1.483.670.432

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporları

Şirket'in esas faaliyetlerden diğer gelirleri 31 Aralık 2021, 31 Aralık 2022 ve 31 Aralık 2023 tarihli finansal tablolarda sırasıyla 1.483.670.432 TL, 1.162.747.302 TL ve 1.281.281.131 TL tutarındadır. Şirket'in esas faaliyetlerden diğer gelirleri ticari işlemlere ilişkin kur farkı gelirleri, ticari borçlardan kaynaklanan ertelenmiş finansman geliri, Turquality® gelirleri ve diğer gelirlerden oluşmaktadır.

31 Aralık 2021'e kıyasla, 31 Aralık 2022'de sona eren finansal dönemde Şirket'in esas faaliyetlerden diğer gelirlerinde görülen %22 ve 320.923.130 TL'lik azalış gerçekleşmiştir. Bu azalışın en büyük sebebi TL'nin değerindeki dalgalanmalardan kaynaklanan döviz cinsinden alacak ve borçlara ilişkin kur farkı gelirlerindeki azalıştır.

31 Aralık 2022'ye kıyasla, 31 Aralık 2023'te sona eren finansal dönemde Şirket'in esas faaliyetlerden diğer gelirlerde %10 ve 118.533.830 TL'lik artış gerçekleşmiştir. Bu artışın en büyük sebebi, ticari borçlardan kaynaklanan ertelenmiş finansman gelirindeki artıştan kaynaklanmakta olup, bu artışı yükseliş trendindeki faiz oranları da desteklemiştir.

Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler

Tablo 24: Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler

(TL)	Değişim (%)	31.12.2023	Değişim (%)	31.12.2022	31.12.2021
Ticari mal alımlarına ilişkin vade farklı giderleri	14	923.904.544	14	809.408.900	712.699.610
Faaliyetlerden kaynaklanan kur farkı giderleri	25	376.507.587	225	300.447.920	92.433.460
Dava karşılık giderleri	(60)	10.844.169	9	27.045.152	24.801.658
Şüpheli ticari alacak karşılığı	52	15.789.662	3.398	10.417.180	297.833
Diğer karşılıklar	(58)	7.400.365	-	17.638.500	-
Görsel malzeme ve dekorasyon gideri	4	18.106.801	187	17.446.970	6.080.295
Alışveriş Poşeti Gideri	(38)	15.455.015	56	25.102.194	16.129.440
Diğer	(94)	9.990.519	960	168.717.593	15.917.748
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler Toplamı	0	1.377.998.662	58	1.376.224.409	868.360.044

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporları

Şirket'in esas faaliyetlerden diğer giderleri 31 Aralık 2021, 31 Aralık 2022 ve 31 Aralık 2023 tarihli finansal tablolarda sırasıyla 868.360.044 TL, 1.376.224.409 TL ve 1.377.998.662 TL tutarındadır. Şirket'in esas

faaliyetlerden diğer giderleri ağırlıklı olarak ticari mal alımlarına ilişkin vade farkı giderleri, faaliyetlerden kaynaklanan kur farkı giderleri, dava karşılıkları ve şüpheli ticari alacak karşılığı giderleri ise 208.014.460 TL artış göstermiştir.

31 Aralık 2021'e kıyasla, 31 Aralık 2022'de sona eren finansal dönemde Şirket'in esas faaliyetlerden diğer giderlerinde %58 ve 507.864.365 TL tutarında artış görülmüştür. 2022 senesindeki etkin faiz oranlarındaki ve ticari mal alımlarındaki artış sebebiyle, ticari mal alımlarına ilişkin vade farkı giderleri 96.709.290 TL artmıştır. Bununla beraber, 2022 senesi içerisinde TL'nin değer kaybetmesi sonucu faaliyetlerden kaynaklanan kur farkı giderlerinden kaynaklanmaktadır.

31 Aralık 2022'ye kıyasla, 31 Aralık 2023'te sona eren finansal dönemde Şirket'in esas faaliyetlerden diğer giderleri yalnızca 1.774.253 TL tutarında artmış olup, bir önceki yılla neredeyse aynı tutarda gerçekleşmiştir.

Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler

Tablo 25: Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler

(TL)	Değişim (%)	31.12.2023	Değişim (%)	31.12.2022	31.12.2021
Sabit kıymet satış geliri	(17)	3.441.134	(77)	4.128.570	18.153.828
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler Toplamı	(17)	3.441.134	(77)	4.128.570	18.153.828

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporları

Şirket'in yatırım faaliyetlerden diğer gelirler 31 Aralık 2021, 31 Aralık 2022 ve 31 Aralık 2023 tarihli finansal tablolarda sırasıyla 18.153.828 TL, 4.128.570 TL ve 3.441.134 TL tutarındadır. Şirket'in yatırım faaliyetlerinden gelirleri sabit kıymet satış gelirlerinden oluşmaktadır.

31 Aralık 2021'e kıyasla, 31 Aralık 2022'de sona eren finansal dönemde Şirket'in yatırım faaliyetlerden diğer gelirlerinde %77 ve 14.025.258 TL'lik azalış görülmüştür. 31 Aralık 2022'ye kıyasla, 31 Aralık 2023'te sona eren finansal dönemde ise Şirket'in yatırım faaliyetlerden diğer gelirlerinde %17 ve 687.436 TL'lik azalış görülmüştür

Yatırım Faaliyetlerinden Giderler

Tablo 26: Yatırım Faaliyetlerinden Giderler

(TL)	Değişim (%)	31.12.2023	Değişim (%)	31.12.2022	31.12.2021
Yatırım faaliyetlerinden giderler	(63)	10.252.904	(32)	27.461.659	40.558.950
Yatırım Faaliyetlerinden Giderler Toplamı	(63)	10.252.904	(32)	27.461.659	40.558.950

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporları

31 Aralık 2021 tarihinde sona eren finansal yılda yatırım faaliyetlerinden giderler 40.558.950 TL olarak gerçekleşmiştir. 31 Aralık 2022 döneminde yatırım faaliyetlerinden giderler bir önceki senenin aynı dönemine göre %32 ve 13.097.291 TL azalmıştır.

31 Aralık 2023 döneminde yatırım faaliyetlerinden giderler bir önceki senenin aynı dönemine göre %63 ve 17.208.755 TL azalmıştır.

İŞ YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.

Finansman Gelirleri

Tablo 27: Finansman Gelirleri

(TL)	Değişim (%)	31.12.2023	Değişim (%)	31.12.2022	31.12.2021
Kira imtiyazları	(47)	46.875.561	(56)	88.289.913	200.316.103
Faiz gelirleri	70	43.128.866	(31)	25.371.971	36.576.696
Finansman Gelirleri Toplamı	(21)	90.004.427	(52)	113.661.884	236.892.799

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporları

31 Aralık 2021 tarihinde sona eren finansal yılda 236.892.799 TL olan finansman gelirleri, 31 Aralık 2022 tarihinde sona eren finansal yılda %52'lik bir düşüşle 113.661.884 TL olarak gerçekleşmiştir. 31 Aralık 2023 döneminde finansman gelirleri bir önceki senenin aynı dönemine göre %21 azalarak 90.004.427 TL olarak gerçekleşmiştir. 31 Aralık 2021, 31 Aralık 2022 ve 31 Aralık 2023 dönemleri boyunca her sene finansman gelirlerinde azalış görülmektedir. Bunun ana sebebi, COVID-19 pandemisi kapsamında yürütülen mağaza verimlilik projeleri ve bu çerçevede sağlanan kira indirimlerinin, TFRS 16 kapsamında muhasebeleştirilmiş olan kira yükümlülüklerinden borçlar tutarlarını azaltıcı etki yapmış olmasıdır. Söz konusu etki, kira imtiyazları olarak finansal tablolarda muhasebeleştirilmiştir. Özellikle COVID-19 pandemisinin de bitmesi ile giderek azalan indirimler, alınan kira imtiyazları kapsamında oluşan finansman gelirlerinin azalmasına sebep olmuştur.

Finansman Giderleri

Tablo 28: Finansman Giderleri

(TL)	Değişim (%)	31.12.2023	Değişim (%)	31.12.2022	31.12.2021
Kur farkı giderleri, net	(9)	339.618.915	(40)	371.267.022	623.462.208
Faiz giderleri	(10)	315.538.350	(42)	349.427.353	599.560.219
Kiralama yükümlülüklerine ilişkin faiz giderleri	18	353.919.511	(31)	301.126.894	434.615.525
Kredi kartı komisyonları	59	218.994.275	8	137.617.948	127.443.489
Banka ve teminat masrafları	(2)	22.899.425	84	23.324.127	12.656.500
Diğer	5	6.113.215	0	5.804.547	-
Finansman Giderleri Toplamı	6	1.257.083.692	(34)	1.188.567.890	1.797.737.941

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporları

Şirket'in net finansman giderleri 31 Aralık 2021, 31 Aralık 2022 ve 31 Aralık 2023 tarihli finansal tablolarda sırasıyla 1.797.737.941 TL, 1.188.567.890 TL ve 1.257.083.692 TL tutarındadır. Şirket'in finansman giderleri ağırlıklı olarak kredi faiz giderleri, kiralama yükümlülüklerine ilişkin faiz giderleri, kredi kartı komisyonları ve kur farkı giderlerinden oluşmaktadır.

31 Aralık 2022'de, 31 Aralık 2021'de sona eren yıla göre %34 düşmüştür. Finansman giderlerindeki düşüşün en önemli sebeplerinden biri, kur farkı giderlerinde yaşanan düşüşten oluşmaktadır. 31 Aralık 2021'den önce başlayan döviz cinsinden kredilerin TL kredilere dönüşümü devam etmiş, sonucunda kur farkı giderleri kaleminde düşüş yaşanmıştır. Bununla beraber, 2023 senesinde kredi geri ödemesi yapılmış, etkin faiz oranlarının enflasyon oranları altında kalması sebebiyle faiz giderleri ile ilgili kalemlerde azalış gözlenmiştir. Bankacılık işlemlerinden kaynaklanan masraflar ise faizlerdeki seyir ile ters ilişki içinde bir seyir izlemiştir.

31 Aralık 2022 tarihinde sona eren finansal dönemde göre 31 Aralık 2023 tarihinde sona eren finansal dönemde %6'lık bir artış gerçekleşmiştir. 2023 yılı içerisinde döviz cinsinden kredilerin TL kredilere dönüşümü devam etmiş ve bunun sonucunda kurlarda bir önceki yıla göre artış yaşanmış olmasına rağmen, kur farkı giderleri 31 Aralık 2023 tarihinde sona eren yılda da %9'luk düşüş göstermiştir. Faiz giderlerindeki düşüş de

seyrini korumuş, özellikle Koton'un kullandığı avantajlı Eximbank kredileri söz konusu düşük faiz giderlerinin oluşmasında önemli rol oynamıştır. Diğer taraftan 2023 yılı içinde hem satışlardaki artış, hem de kredi kartı ile yapılan satışların toplam satışlar içindeki payının artışı sebebiyle kredi kartı komisyon giderlerinde %59 oranında artış yaşanmıştır.

Operasyonel Metrikler

Tablo 29: Şirket'in FAVÖK Hesaplaması

	31.12.2023	31.12.2022	31.12.2021
Vergi Öncesi Kar	**2.239.854.570**	**2.172.796.137**	**630.218.985**
Finansman Gelirleri	(90.004.427)	(113.661.884)	(236.892.799)
Finansman Giderleri	1.257.083.692	1.188.567.890	1.797.737.941
Net Parasal Pozisyon Kazançları	(1.826.942.804)	(1.852.290.154)	(1.414.701.584)
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	(3.441.134)	(4.128.570)	(18.153.828)
Yatırım Faaliyetlerinden Giderler	10.252.904	27.461.659	40.558.950
Esas Faaliyet Karı	**1.586.802.801**	**1.418.745.078**	**798.767.665**
Amortisman ve İtfa Giderleri	2.041.400.518	1.874.465.860	1.762.201.087
Amortisman ve İfta Giderleri –TFRS 16	*1.553.338.182*	*1.317.488.892*	*1.061.980.836*
*Amortisman ve İfta Giderleri –Diğer**	*488.062.336*	*556.976.968*	*700.220.251*
Diğer Tek Seferlik karşılıklar	19.668.971	-	-
Ticari Mal Alımlarına İlişkin Vade Farkı Giderleri	923.904.544	809.408.900	712.699.610
FAVÖK	4.571.776.834	4.102.619.838	3.273.668.362

Kaynak: Şirket

**Diğer kırılımı maddi duran varlık ve maddi olmayan duran varlıkların amortisman ve itfa paylarını kapsamaktadır.*

FAVÖK rakamı 31 Aralık 2023 tarihinde sona eren yılda %26,6 oranı ile 4.571.776.834 TL olarak gerçekleşmiştir.

31 Aralık 2022 ve 31 Aralık 2021 tarihlerinde sona eren yıllarda ise sırasıyla %25,6 ve 4.102.619.838 TL ile %22,8 ve 3.273.668.362 TL olarak gerçekleşmiştir.

2023 yılının ilk çeyreğinde yaşanan deprem felaketine rağmen Türkiye'deki pazarın ilerleyen dönemlerde canlanması ve etkin indirim yönetiminin uygulanması neticesinde bu faaliyet yılı 2022 faaliyet yılına göre 469.156.996 TL daha fazla FAVÖK elde edilerek kapatılmıştır. Ayrıca etkili gider yönetimi de bu artan FAVÖK marjını desteklemiştir.

2022 yılında ise, Şirket'in faaliyette bulunduğu hem yurt dışı hem de yurt içi piyasalarda pandemi sonrasında ötelenmiş talebin de etkisiyle, bir önceki faaliyet yılına göre 828.951.476 TL daha fazla FAVÖK elde edilmiştir.

Tablo 30: Operasyonel Metrikler

milyon TL	31 Aralık tarihinde sona eren yıl itibarıyla		
	2023	2022	2021
Gelir	17.194	16.017	14.384
Brüt kâr marjı (%)	*52,00%*	*52,50%*	*43,30%*
FAVÖK	4.572	4.103	3.274
FAVÖK marjı (%)	26,60%	25,60%	22,80%
Net borç (TFRS 16'nın etkileri hariç)	1.146	1.237	2.890
Net borç (TFRS 16'nın etkileri dahil)	3.357	3.740	6.419
Net borç/FAVÖK (TFRS 16'nın etkileri dahil)	0,7x	0,9x	2,0x
Net borç/FAVÖK (TFRS 16'nın etkileri hariç)	0,3x	0,3x	0,9x

Kaynak: Şirket

İŞ YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.

Şirket'in iş modeli kârlı nakit akışı olan bir yapıya sahiptir. Grup, 31 Aralık 2023, 2022 ve 2021 tarihlerinde sona eren yıllarda sırasıyla, 17.194 milyon TL, 16.017 milyon TL ve 14.384 milyon TL gelir elde etmiştir. Bu, 2021'den 2023'e kadar %9,3'lük bir YBBO'yu temsil etmektedir. Aynı zamanda Grup, mağaza ağının etkin yönetimi sayesinde, önemli miktarda kâr artışı elde etmiştir. COVID-19 pandemisi sırasında kâr etmeyen mağazaları kalıcı olarak kapatma fırsatını değerlendirilmiş ve bunun sonucunda FAVÖK marjı, 2021'de %22,8'e, 2022'de %25,6'ya, 31 Aralık 2023'de sona eren finansal dönemde ise %26,6'ya yükselmiştir. Bu kârlılık, düşük bir yatırım harcaması modeli uygulaması ve verimli bir işletme sermayesi yönetimi ile birleştiğinde, Şirket'in nakit akışı yaratmasına olanak tanımaktadır. 2021'den bu yana her yıl, geçmişe benzer şekilde, gelirin ortalama %2,4'ü düzeyinde yatırım harcaması yapılmış ve 2022'de gelirin yaklaşık %13'ü düzeyinde net işletme sermayesi kaydedilmiştir. Ayrıca Şirket'in, 31 Aralık 2023 itibarıyla 0,7x oranıyla düşük bir net borç/FAVÖK oranı bulunmaktadır.

Net Nakit ve Finansal Yükümlülüklerinin Dökümü

Şirket'in TFRS 16 etkisi hariç Net Borçluluk Durumu 31 Aralık 2023 itibarıyla aşağıdaki tabloda verilmiştir.

Tablo 31: Net Borçluluk Durumu

Net Borçluluk Durumu	Tutar (TL)
A. Nakit	30.314.194
B. Nakit Benzerleri	328.766.871
C. Alım Satım Amaçlı Finansal Varlıklar	-
D. Likidite (A+B+C)	**359.081.065**
E. Kısa Vadeli Finansal Alacaklar	-
F. Kısa Vadeli Banka Kredileri	1.091.519.875
G. Uzun Vadeli Banka Kredilerinin Kısa Vadeli Kısmı	305.361.037
H. Diğer Kısa Vadeli Finansal Borçlar	-
I. Kısa Vadeli Finansal Borçlar (F+G+H)	**1.396.880.912**
J. Kısa Vadeli Net Finansal Borçluluk (I-E-D)	**1.037.799.847**
K. Uzun Vadeli Banka Kredileri	107.889.096
L. Tahviller	-
M. Diğer Uzun Vadeli Krediler	-
N. Uzun Vadeli Finansal Borçluluk (K+L+M)	**107.889.096**
O. Net Borçluluk (J+N)	1.145.688.943

Kaynak: Şirket

İlgili mali yıl sonunda net borç pozisyonu Şirket'in, yeni mağaza açılışları için ihtiyacı olan stok ve özel maliyet yatırımlarına bağlı olarak işletme sermayesi ihtiyacını karşılamaktadır.

Son durum itibarıyla İhraççı'nın borçluluk durumunda önemli bir değişiklik yoktur. Şirket'in dolaylı ve şarta bağlı finansal bir yükümlülüğü bulunmamaktadır.

3 Sektör Hakkında Bilgiler

Koton; ağırlıklı olarak Türkiye ve Birincil Pazarlarda faaliyet gösteren bölgesel bir hazır giyim şirketidir. OC&C Raporu'na göre Koton'un geniş mağaza ağı, 2022 yılında 90 milyar ABD dolarından fazla erişilebilir pazar büyüklüğüne sahip 28 ülkeyi kapsamaktadır. (Kaynak: OC&C Raporu) Bu kapsama, Türkiye pazarı için 11,3 milyar ABD doları, Birincil Pazarlar için 34 milyar ABD doları ve İlave Pazarlar için 45 milyar ABD doları dâhildir.

34 milyar ABD Doları büyüklüğüne sahip Birincil Pazarların dahil olduğu ülkeler ve bu ülkelerdeki 2022 yılındaki toplam pazar büyükleri şu şekildedir: Suudi Arabistan (16,5 milyar ABD doları), BAE (11,9 milyar ABD

doları), Kazakistan (2,5 milyar ABD doları), Fas (1,5 milyar ABD doları), Sırbistan (0,7 milyar ABD doları), Gürcistan (0,4 milyar ABD doları), Bosna (0,4 milyar ABD doları) ve Kuzey Makedonya (0,2 milyar ABD doları). (Kaynak: OC&C Raporu)

OC&C Raporu'na göre Grup'un faaliyet gösterdiği pazarlar hazır giyim sektöründe önemli bir büyüme göstermiş ve bu pazarların büyüme göstermeye devam etmesi beklenmektedir. 2013 ila 2019 yıllarında hazır giyim pazarı, gelişmiş Avrupa pazarlarındaki (Almanya, Fransa ve İtalya dâhil) %1,6'lık düşüşe kıyasla Türkiye ve Birincil Pazarlar'da sırasıyla %4,8 ve %2,6'lık bir YBBO ile büyümüştür. OC&C Raporu benzer eğilimlerin gelecekte de devam edeceği ve hazır giyim pazarının 2023 ile 2027 yılları arasında Grup'un faaliyet gösterdiği pazarların genelinde %5 ila %10 YBBO artışı göstereceğini öngörmektedir. 2013-2019 döneminde Türkiye perakende hazır giyim pazarı, gelişmiş AB pazarlarına (Almanya, Fransa ve İtalya dâhil) kıyasla %6 puan daha fazla büyüme göstermiştir. (Almanya, Fransa ve İtalya'nın dönem ortalamasına kıyasla Türkiye hazır giyim pazarı yerel para birimi cinsinden reel büyüme YBBO'ya dayanmaktadır.)

OC&C Raporu'na göre, Grup'un faaliyet gösterdiği pazarlar olumlu makroekonomik ve demografik eğilimlerle desteklenmektedir. Türkiye ve Birincil Pazarlar, aşağıda yer alan konularda gelişmiş Avrupa pazarlarından daha iyi performans göstermiştir:

- Daha hızlı nüfus artışı: Türkiye'nin ve Birincil Pazarların nüfusları 2013'ten 2022'ye kadar geçen dönem boyunca sırasıyla %1,2 ve %1,1'lik bir YBBO ile artarken, bu oran gelişmiş Avrupa pazarları için %0,2'dir. (2013'ten 2022'ye kadar olan dönem için.)

- İstikrarlı reel GSYİH büyümesi: Türkiye ve Birincil Pazarlarda, gelişmiş Avrupa pazarlarındaki %1,1'lik daralmaya kıyasla, 2013'ten 2022'ye kadar sırasıyla %9,4 ve %3,3'lük bir YBBO ile reel GSYİH büyümesi kaydedilmiştir.

- Kadınların işgücüne katılım oranında, gelişmiş Avrupa pazarlarındaki yüzde 1,3 puanlık artışa kıyasla, 2013'ten 2022'ye kadar olan dönemde Türkiye ve Birincil Pazarlarda sırasıyla %4 ve %2,5 puanlık artışlarla daha hızlı bir yükseliş kaydedilmiştir.

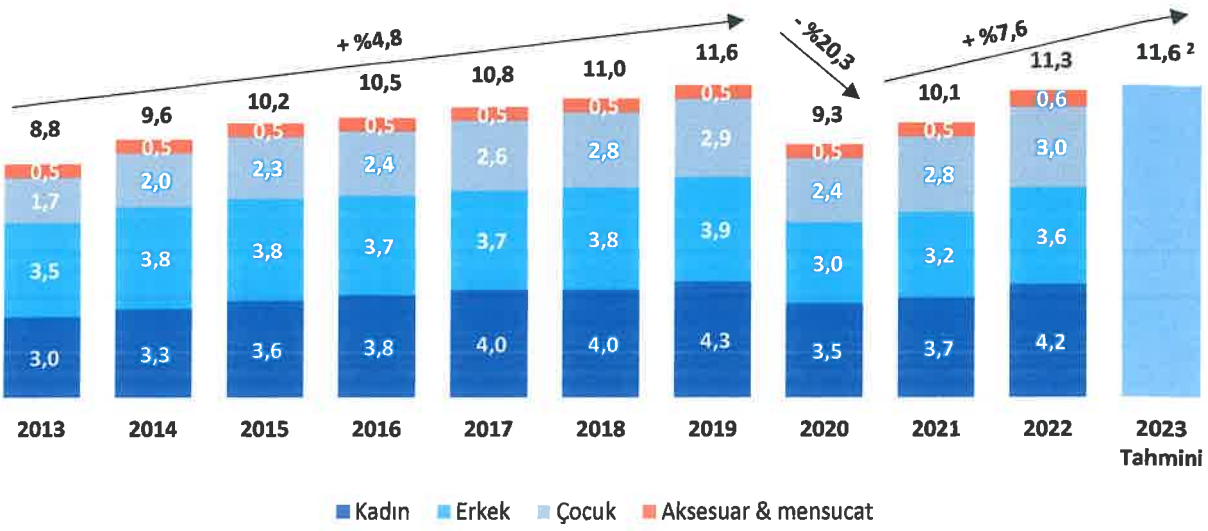
- Hazır giyim birim fiyatları 2013-2022 döneminde Birincil Pazarlarda %0,5 ve gelişmiş Avrupa pazarlarında %1,7'lik bir daralma göstermiş, Türkiye'de ise reel olarak %3,5'lik bir YBBO ile artmıştır.

- Hazır giyim ve ayakkabı harcamalarının GSYİH içindeki payı, Türkiye ve Birincil Pazarlar için 2021 yılında sırasıyla %4,1 ve %2,6 olarak gerçekleşmiş olup gelişmiş Avrupa pazarları için %2,2 olarak gerçekleşmiştir.

2013'ten 2019'a kadar olan dönemde Türkiye'de ve Birincil Pazarlar'da hazır giyim pazarı sırasıyla %4,8 ve %2,6'lık oran ile büyümüş olup gelişmiş AB pazarları (Almanya, Fransa ve İtalya dâhil) %1,6 oranında daralmıştır.

Türkiye

Şekil 5: Türkiye Hazır Giyim Pazarının Gelişimi (2022 Fiyatlarıyla Enflasyona Göre Düzeltilmiş)[1]



Kaynak: OC&C Raporu

(1) OC&C Raporu'nda yerel para birimi piyasa değerlerine zımnen uygulanan ve sabit 2022 ABD Doları/Türk Lirası döviz kuruna dayanmaktadır (2022 baz yıl olarak alınmıştır). Yerel para birimi hazır giyim pazarı kategorisi alt-kırılımı, ABD doları cinsinden kategori alt-kırılımını elde etmek amacıyla ABD dolarına dönüştürülmüş hazır giyim pazar değerine uygulanmıştır.

(2) OC&C Raporu'na göre 280 ila 290 milyar TL'lik pazar tahminine dayanmaktadır.

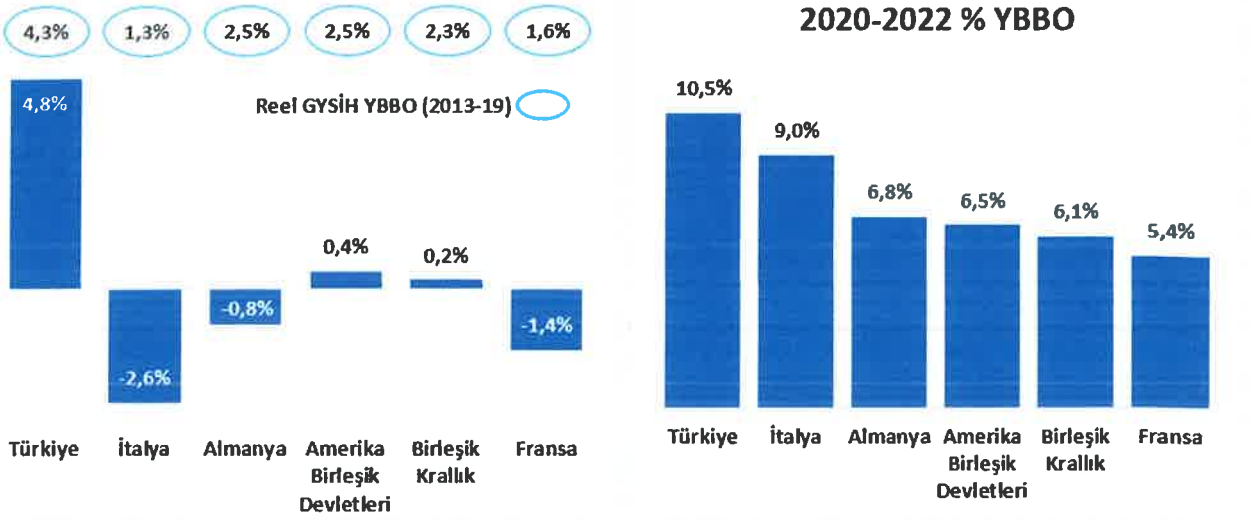
Şirket, Türkiye'de, öncelikli olarak kadın, erkek ve çocuk giyime odaklanan ve çevrimiçi (online) kanalda güçlü bir potansiyeli bulunan hazır giyim pazarında yaygın müşteri kitlesinin bulunduğu Kitle Pazarı Segmentinde faaliyet göstermektedir. 2022 yılında 11,3 milyar ABD doları tutarındaki pazar, %9 Lüks Segment, %8 Orta Segment ve %82 ise yaygın müşteri kitlesinin bulunduğu Kitle Pazarı Segmenti olarak ayrılmaktadır. Bu çerçevede, Lüks Segment Beymen ve Vakko gibi markaları; Orta Segment, H&M, Mango ve Zara gibi markaları ve yaygın müşteri kitlesinin bulunduğu Kitle Pazarı Segmenti ise Koton, DeFacto ve LC Waikiki gibi markaları içermektedir. Koton, pazarın en geniş segmenti olan yaygın müşteri kitlesinin bulunduğu Kitle Pazarı Segmentinde faaliyet göstermektedir.

Kategorik olarak; kadın giyim, erkek giyim, çocuk giyim, aksesuar ve çorap kategorileri, 2022 yılında Türkiye pazarının, sırasıyla, yaklaşık olarak %37, %31, %26 ve %5'ini oluşturmuştur. Bu kategoriler, 2022 yılındaki Şirket gelirlerinin, sırasıyla, yaklaşık %47, %28, %17 ve %8'ini oluşturmaktadır.

Satış kanalı bakımından ise, fiziki (mağaza (perakende satış) ve toptan satış faaliyetleri) ve çevrimiçi (online) kanallar, 2022 yılında Türkiye'de pazarın, sırasıyla, yaklaşık %80 ve %20'sini oluşturmaktadır. Bu kanallar, Şirket'in 2022 yılındaki gelirlerinin, sırasıyla, %90,6 ve %9,4'ünü oluşturmaktadır.

Türkiye hazır giyim pazarı, tarihsel olarak sağlıklı bir büyüme göstermiştir ve 2023 yılında COVID-19 pandemisi etkisinin neredeyse tamamıyla ortadan kalktığı görülmektedir. 2013 ile 2019 yılları arasında, Türkiye hazır giyim pazarı %4,8 oranında YBBO artışı göstermiş olup, akabinde, COVID-19 pandemisi sebebiyle 2020 yılında %20,3 oranında düşüş göstermiştir. Bununla birlikte 2020 ile 2022 yılları arasında pazarda %10,5 oranında bir büyüme görülerek pazar, 11,3 milyar ABD doları tutarına ulaşmış ve pandeminin etkisi neredeyse tamamen ortadan kalkmıştır. OC&C Raporu, 2023 yılında pazarın COVID-19 pandemisi öncesindeki seviyelere döneceğini öngörmektedir.

Şekil 6: Covid Dönemi Öncesi ve Sonrası Hazır Giyim Pazarı[1]



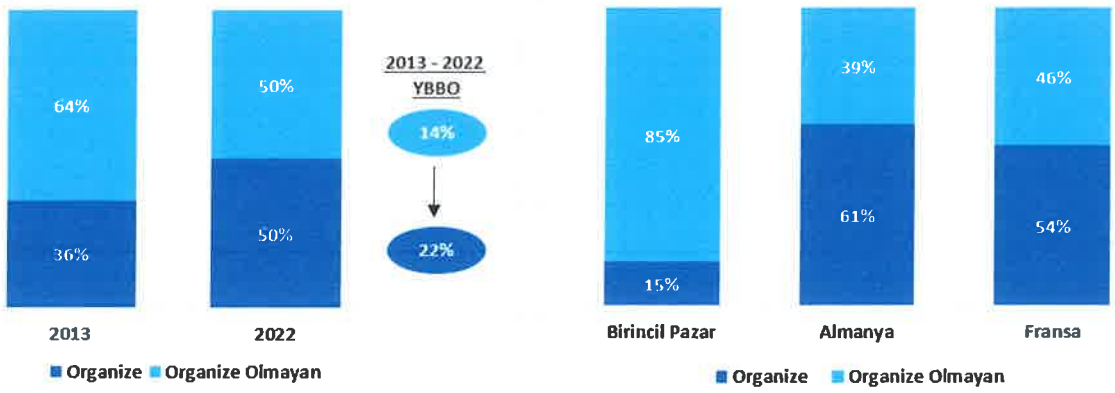
Kaynak: OC&C Raporu

(1) Pazar büyüklükleri, her bir pazar için yerel para birimindeki yıllık reel büyüme oranları (yerel para birimi cinsideki nominal enflasyon artışı) kullanılarak ve bu oranlara dayalı olarak 2013 yılı ile 2019 yılı arasındaki döneme ait YBBO ile yeniden hesaplanmıştır.

OC&C Raporu'na göre, Türkiye hazır giyim pazarı, gelişmiş pazarlara kıyasen daha yüksek bir büyüme fırsatı sunmaktadır. Türkiye hazır giyim pazarı, 2013 yılı ile 2019 yılı arasında %4,8 oranında bir YBBO büyümesi göstermiştir (aynı dönemde reel GSYİH büyüme oranı %4,3'tür). Buna karşılık, aynı süre zarfında, ABD hazır giyim pazarı, %0,4 oranında YBBO büyümesi göstermiştir (aynı dönemde reel GSYİH büyüme oranı %2,5'tir). Birleşik Krallık hazır giyim pazarı, %0,2 oranında YBBO büyümesi göstermiştir (aynı dönemde reel GSYİH büyüme oranı %2,3'tür). Almanya hazır giyim pazarı, %0,8 oranında YBBO daralması göstermiştir (aynı dönemde reel GSYİH büyüme oranı %2,5'tir). Fransa hazır giyim pazarı, %1,4 oranında YBBO daralması göstermiştir (aynı dönemde reel GSYİH büyüme oranı %1,6'dır) ve İtalya hazır giyim pazarı ise %2,6 oranında YBBO daralması göstermiştir (aynı dönemde reel GSYİH büyüme oranı %1,3'tür).

OC&C Raporu'na göre, COVID-19 sonrası (2020 yılı ile 2022 yılı arası) döneme ilişkin olarak, gelişmiş batı ülkelerine kıyasla en güçlü toparlanmayı gösteren pazar olan Türkiye hazır giyim pazarı %10,5 oranında YBBO büyümesi göstermiştir. Aynı dönemde pazar İtalya'da %9,0, Almanya'da %6,8, ABD'de %6,5, Birleşik Krallık'ta %6,1 ve Fransa'ta %5,4 oranında YBBO büyümesi göstermiştir.

Şekil 7: Organize ve Organize Olmayan Perakendeciler



Kaynak: OC&C Raporu

Türkiye pazarında diğer pazarlara kıyasla daha yüksek bir büyüme görülmesi, kısmen organize perakendeye yönelimden kaynaklanmakta olup, bunun neticesinde Koton gibi büyük oyuncular daha yüksek büyüme fırsatından istifade edebilmiştir. OC&C Raporu'na göre 2013 yılında, organize perakende pazarı, toplam pazarın %36'sını ve organize olmayan perakende pazarı ise %64'ünü oluşturmaktadır. (Türkiye, Almanya ve Fransa'daki organize ve organize olmayan perakende verileri OC&C Raporu'na dayanmaktadır ve organize perakende 20 veya daha fazla aktif mağaza olarak tanımlanmaktadır.) 2022 yılına gelindiğinde ise, organize perakende pazarı ile organize olmayan perakende pazarının, toplam pazardaki payları yarı yarıya (%50-%50) olacak şekilde bir değişim görülmektedir. 2013 yılı ile 2022 yılı arasındaki dönem zarfında, organize perakende pazarı, %22 oranında ve organize olmayan perakende pazarı ise %14 oranında bir YBBO büyümesi göstermiştir.

Söz konusu büyümeye rağmen, başlıca Batı pazarlarında organize ve organize olmayan perakende arasındaki ayırım, aşağıdaki tablodan da görülebildiği üzere, halen daha fazla bir büyüme için kapasite mevcuttur. 2022 yılında, Almanya'daki toplam pazarın %61'ini organize perakende ve geri kalan %39'unu ise organize olmayan perakende oluşturmuştur. OC&C Raporu'na göre, 2022 yılında, Fransa'daki toplam pazarın %54'ünü organize perakende ve geri kalan %46'sını ise organize olmayan perakende oluşturmuştur. Bu çerçevede, Birincil Pazarlar için toplam pazarın %15'ini organize perakende ve %85'ini organize olmayan perakende oluşturmaktadır. Türkiye, Almanya ve Fransa'daki organize ve organize olmayan perakende pazarına dair veriler, OC&C Raporu'na dayanmaktadır ve organize pazar 20 veya daha fazla faal mağazası bulunanları ifade etmektedir.

Organize perakendeye yönelim neticesinde, Koton gibi büyük oyuncular daha iyi bir performans sergilemiştir. OC&C Raporu'na göre, 2020 yılı ile 2022 yılı arasındaki dönem zarfında, Şirket'in kadın giyim alt kategorisinde Türk lirası cinsindeki perakende satış değeri, toplam kadın giyim pazarında görülen %53'lük YBBO büyümesine kıyasla %88'lık bir YBBO büyümesi göstermiştir. (Yerli Marka 6 ve Yerli Marka 5 gibi alt kategorilere özgü oyuncular hariçtir.) Ayrıca, Şirket'in tüm giyim kategorilerindeki toplam Türk lirası cinsindeki perakende satışları, toplam giyim pazarında görülen %54'lük YBBO büyümesine kıyasla, %69'luk bir YBBO büyümesi göstermiştir. (Yerli Marka 6 ve Yerli Marka 5 gibi alt kategorilere özgü oyuncular hariçtir.)

Makroekonomik ve Demografik Büyüme Faktörleri

Şirket'in faaliyet gösterdiği Türkiye pazarı ve Birincil Pazarlar; artan nüfus, reel GSYİH artışı ve kadın işgücüne katılım oranında görülen artış dâhil olmak üzere, olumlu makroekonomik ve demografik trendler ile desteklenmektedir. Aşağıda belirtildiği üzere, Türkiye pazarı ve Birincil Pazarlar, gelişmiş Avrupa pazarlarına (Almanya, Fransa ve İtalya dâhil) kıyasla belirtilen tüm ölçütlerde daha güçlü bir performans sergilemektedir. 2013 yılı ile 2022 yılı arasındaki dönemde, Türkiye Pazar ve Birincil Pazarlarda görülen nüfus artışı, gelişmiş AB pazarlarında (Almanya, Fransa ve İtalya dâhil) görülen %0,2'lik artışa kıyasla, sırasıyla, %1,2 ve %0,8 oranında seyretmiştir. Benzer şekilde, 2013 yılı ile 2022 yılı arasındaki dönem zarfında, İç Pazarda ve Birincil Pazarlarda görülen GSYİH sırasıyla, %9,4 ve %3,3 oranında bir YBBO büyüme göstermiş, gelişmiş AB pazarlarında ise (Almanya, Fransa ve İtalya dahil) bu oran %1,1 olarak gerçekleşmiştir. 2013 yılı ile 2022 yılı arasındaki dönem zarfında, kadın işgücüne katılım oranı, gelişmiş AB pazarlarındaki (Almanya, Fransa ve İtalya dahil) %1,3 puan artışına kıyasla, Türkiye pazarında %4,0 ve Birincil Pazarlarda ise %2,5 puan artışı göstermiştir. (OC&C Raporunda yer alan analizlere dayanmaktadır.)

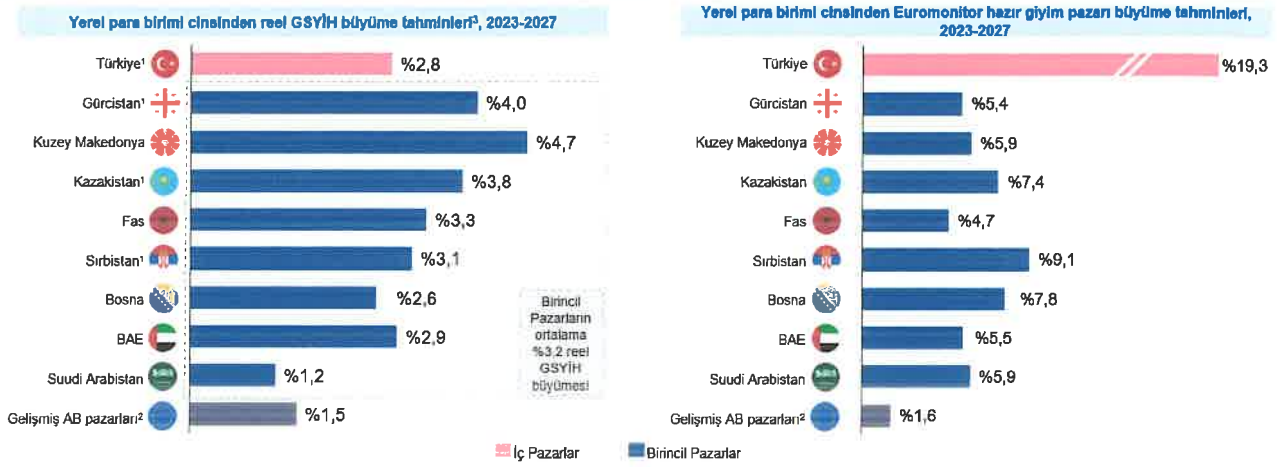
OC&C Raporu'na göre, İç Pazar ve Birincil Pazarlardaki hazır giyim fiyatlarında daha yüksek bir reel büyüme gözlemlenmiştir. 2013 yılı ile 2022 yılı arasındaki dönem zarfında, Birincil Pazarlar (Kazakistan ve Gürcistan hariçtir.) ve gelişmiş AB pazarlarında (Almanya, Fransa ve İtalya dâhil) görülen sırasıyla %0,5 ve %1,7'lik daralmaya kıyasla, Türkiye pazarındaki reel hazır giyim birim fiyatlarında %3,5 oranında bir YBBO artışı görülmüştür. (Söz konusu YBBO'lar, yıllık enflasyon oranının yerel para birimindeki birim fiyat değişimi tespit edilirken göz ardı edilmesi suretiyle hesaplanmıştır. OC&C Raporu'nda ABD doları cinsinde modellenen ve

raporlanan Gürcistan, Beyaz Rusya, Kazakistan, Bosna ve Sırbistan bakımından, reel oranlar, ilgili dönem kurları kullanılarak yerel para birimine çevrildikten sonra hesaplanmıştır.)

OC&C Raporu'nda yer alan analizden elde edilen verilere istinaden, 2021 yılında, hazır giyim ve ayakkabı ile ilgili tüketici harcamalarının GSYİH'deki payı, İç Pazar ve Birincil Pazarlarda, (Almanya, Fransa ve İtalya dâhil) gelişmiş AB pazarlarında görülen %2,2'lik orana kıyasla, sırasıyla, %4,1 ve %2,6 olmak üzere, daha yüksektir.

Son olarak 2013 yılı ile 2019 yılı arasındaki dönemde, (Almanya, Fransa ve İtalya dâhil) gelişmiş AB pazarlarında görülen %1,6'lık daralmaya kıyasla, Türkiye pazarı ve Birincil Pazarlardaki genel hazır giyim pazarında, sırasıyla, %4,8 ve %2,6 oranında daha yüksek bir YBBO büyüme gözlemlenmiştir.

Şekil 8: Organize ve Organize Olmayan Perakendeciler



Kaynak: OC&C Raporu
(1) EIU, Fitch ve IHS'nin medyanına, diğer ülkeler IMF projeksiyonlarına dayanmaktadır.
(2) Almanya, Fransa ve İtalya ortalaması.
(3) Yerel para birimi

Yukarıdaki tabloda gösterildiği gibi, OC&C Raporu, 2023 ve 2027 yılları arasında Koton'un faaliyet gösterdiği pazarların %5 ila %10 oranında büyüyeceğini öngörmektedir.

Şirket, faaliyet gösterdiği bölgelerde, ileriye yönelik olarak büyümeyi tetiklemesi beklenen yapısal trendlerden istifade etmek için çok iyi bir pozisyonda bulunduğunu değerlendirmektedir. Söz konusu trendler, aşağıda sayılanları içermektedir:

- Dijital penetrasyondaki artış ve ekonomiyi, etkileşimi ve müşteri deneyimini yönlendiren çoklu kanalın artan önemi dâhil olmak üzere, çoklu kanalda gözlemlenen performans

  Aşağıda listelenen faktörler sebebiyle bu trendden istifade edebilmek için Şirket'in uygun bir konumda bulunduğu düşünülmektedir:

  - "Tıkla ve Al" opsiyonu ile ve aynı gün teslimat, stok optimizasyonu, mağazada değişim ve iade ile Koton Club uygulaması dâhil olmak üzere, entegre ve çok kanallı hizmet sunumu
  - 2022 yılında 75 milyondan fazla çevrimiçi (online) ziyaret ile artan çevrimiçi (online) faaliyet
  - 2023 yılının Nisan ayında ön lansmanının yapılmasından itibaren 3,2 milyon üye kazanmış ve müşteriler ile etkileşimi artırmış/desteklemiş olan sadakat programı

- Gerek iş kıyafetleri gerekse spor kıyafetlerde günlük giyime eğilim, resmi giyim modasının daha rahat ve modern bir yaklaşımla yeniden şekillenmesi ve tüketicilerin günlük yaşam tarzında konforun artan önemi de dâhil olmak üzere, çeşitli sebeplerle rahatlık ve konforun giyim alışkanlıklarını değiştirmesi

Aşağıda yer alan faktörler sebebiyle bu trendden istifade edebilmek için Şirket'in uygun bir konumda olduğu düşünülmektedir:

- Farklı ortam (okazyon) ve etkinlikler için geniş yelpazedeki ürünler ile müşterilerin gerek günlük gerekse iş kıyafeti için ihtiyaçların karşılanabilmesi
- Veriye dayalı beceri sayesinde yeni trendleri tahmin edebilme
- Pazar trendlerine uygun bir şekilde günlük giyim ürün oranının %90'ın üzerine çıkarılması

- Her yaştan ve her cinsiyetten tüketiciler arasında sürdürülebilirlik trendlerinin yaygınlaşması ve alıcı davranışlarını etkilemesi sebebiyle, sürdürülebilirlik trendi

Aşağıda yer alan faktörler sebebiyle bu trendden istifade edebilmek için Şirket'in uygun bir konumda olduğu düşünülmektedir:

- Koton, Türkiye'de "Daha İyi Pamuk Girişimi"ni (Better Cotton Inititative) ilk imzalayan perakende şirketidir.
- 2023 yılında, Şirket cirosunun %30'u sürdürülebilir ürünlerden elde edilmiş olup %37 yenilenebilir enerji kullanmıştır.
- Koton 2040 yılına kadar, karbon nötr olmayı hedeflemektedir.

- Kadınların işgücüne katılımının faaliyet gösterilen coğrafi bölgelerde artış göstermesi ve Batı ülkeleri ve aradaki açığın gittikçe kapanması ile birlikte kadınların satın alma gücündeki artış

Aşağıda yer alan faktörler sebebiyle bu trendden istifade edebilmek için Şirket'in uygun bir konumda olduğu düşünülmektedir:

- OC&C Raporu'na göre 2022 yılında Şirket'in müşterilerinin %57'si kadınlardan oluşmaktadır.
- Koton, 2012'den 2023 yılına kadar geçen on bir yılın onunda (2021 yılında araştırma yapılmamıştır. 2024 yılında henüz araştırma yapılmamıştır.) "En Tercih Edilen Kadın Markası" olarak seçilmiştir.

Pazar Konumlandırması

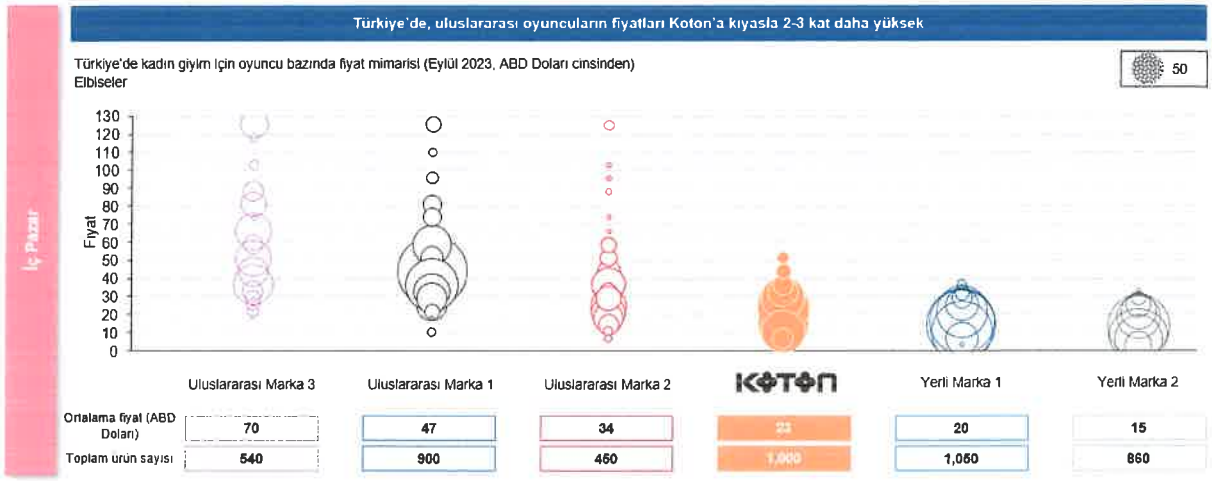
Şekil 9: Temel Performans Kriterleri

Kaynak: OC&C Raporu
(1) Sonuçlar bu soruya dayanmaktadır: İlgili markayı 1'in çok kötü ve 5'in çok iyi olduğu aşağıdaki kriterlere göre nasıl değerlendirirsiniz?
(2)Sonuçlar bu soruya dayanmaktadır: Genel olarak, kendiniz için kıyafet satın alırken ve hangi markaları satın alacağınıza karar verirken aşağıdaki kriterler ne kadar önemlidir?

Şirket, Koton'un, moda trendlerini yansıtan ürünler arayan müşterileri açısından uygun fiyatlarıyla rakiplerinden ayrışan bir aşk markası (love brand) olduğunu düşünmektedir. OC&C Raporu'na göre, Koton, esas itibarıyla, (Yerli Marka 1 ve Yerli Marka 2 gibi) Türkiye'deki yerli rakiplerinin koleksiyonlarından daha moda ve trendleri yansıtan koleksiyonlara sahip olması ve (Uluslararası Marka 1, Uluslararası Marka 2 ve Uluslararası Marka 3 gibi) uluslararası rakiplerine kıyasla daha uygun fiyatlı ürünler sunabilmesi ile farklılaşmaktadır.

Şirket, Koton markasının müşteri açısından cazip bir marka olduğunu düşünmektedir. OC&C Raporu'na göre, aşağıdaki grafikte gösterildiği üzere, kalite, verilen paranın karşılığını alma, seçenek fazlalığı, uygun kalıplar ve yeni ürünler/yenilikçilik dâhil olmak üzere tüm temel satın alma kriterlerinde Koton, yerli rakiplerinin üzerinde değerlendirilmektedir.

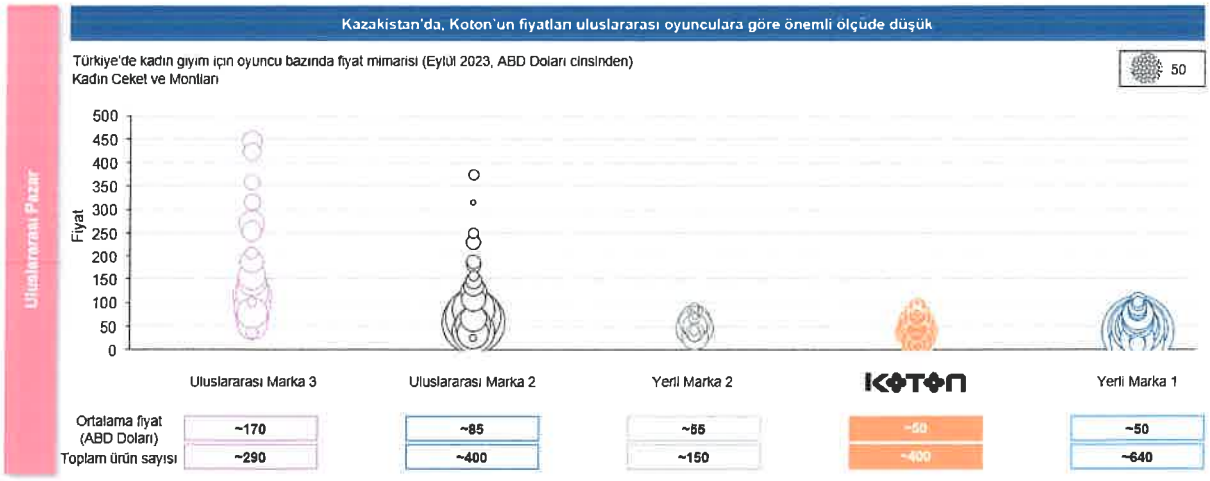
Şekil 10: Türkiye'de Kadın Giyim İçin Oyuncu Bazında Fiyat Analizi (Elbiseler)



Kaynak: OC&C Raporu

(1) 0 ile 1.000 arasındaki fiyat aralığı, 100 birimlik adımlara bölünmüştür, 1.000 ile 3.400 arasındaki fiyat aralığı ise, 200 birimlik adımlara bölünmüştür. Grafik işaretlemeleri, en yakın sayıya denk gelecek şekilde yapılmıştır.

Şekil 11: Türkiye'de Kadın Giyim İçin Oyuncu Bazında Fiyat Analizi (Ceket ve Montlar)



Kaynak: OC&C Raporu
(1) Fiyat aralıkları, 27 Ekim 2023 tarihindeki KZT/ABD doları dönüşüm rakamı kullanılarak beş birimlik aralıklara bölünmüştür.
(2) 450 ABD dolarının üzerindeki dokuz adet Uluslararası Marka 3 ceket ve montu, ortalamaları veya sıralamayı etkilemeden, gösterim amacıyla grafikte 450 ABD dolarına yuvarlanmıştır.
(3) Şirket'in internet sitesindeki ceket kategorisi.

Koton müşterilerine geniş ürün yelpazesini rekabet gücü yüksek fiyatlarla sunabilmektedir. Hem Türkiye hem de Kazakistan'daki rakiplerin ürünleri ile karşılaştırıldığında Koton ürünlerinin fiyatlamasına ilişkin detaylı bilgilere yukarıdaki tablolarda yer verilmektedir.

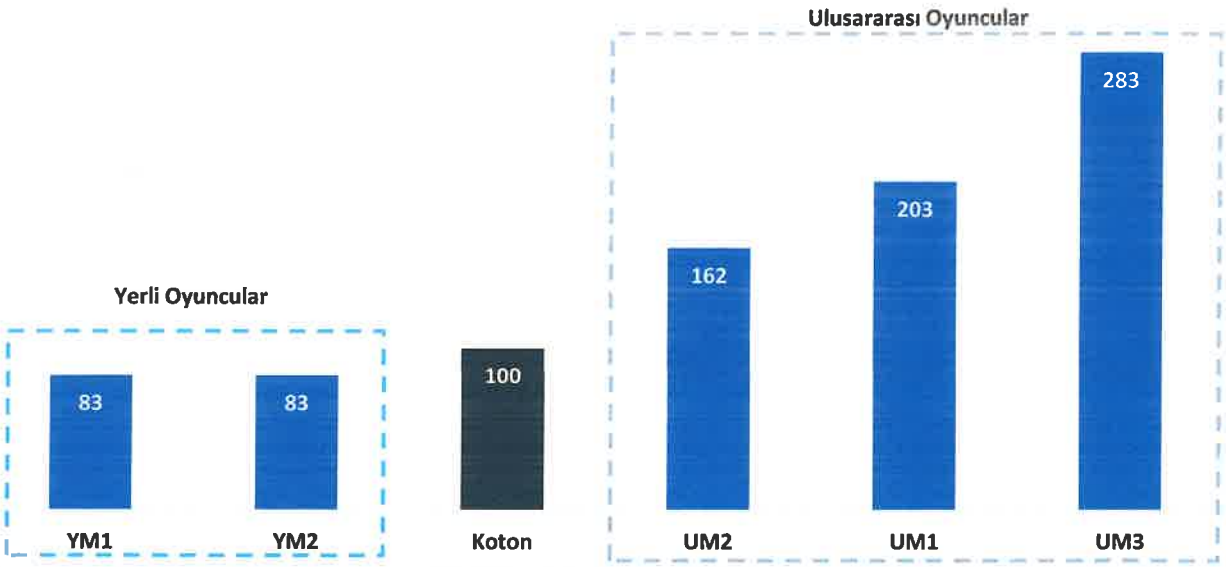
Pazar Payı

Şirket, yer aldığı her kategoride önde gelen pazar payına sahiptir ve bütün başlıca kategorilerde istikrarlı bir şekilde ilk üçte yer almaktadır. (Yerli Marka 3 ve Yerli Marka 6 gibi belirli alt kategori oyuncuları hariçtir.) Bu durum, Koton'un pazar payını daha da sağlamlaştırmasına imkan sağlamaktadır. OC&C Raporu'na göre Koton, 2022 yılında Türkiye'deki hazır giyim pazarında %3,3'lük bir paya sahiptir. Aynı kaynağa göre, yine 2022 yılında, Türkiye'de kadın kategorisinde ikinci, erkek kategorisinde üçüncü ve çocuk kategorisinde ise üçüncü sıradaki oyuncu olarak konumlanmış olan Koton'un pazar payı, perakende satışlara göre kadın kategorisinde %5,0, erkek kategorisinde %2,9 ve çocuk kategorisinde ise %2,1 oranında gerçekleşmiştir. (Yerli Marka 3 ve Yerli Marka 6 gibi belirli alt kategori oyuncuları hariçtir.) Şirket, pandemi sonrasında kadın ve çocuk kategorilerinde pazar payında artış trendi sergilemiştir.

Nitekim, OC&C Raporu'na göre, 2020 yılında %3,8 olan kadın kategorisinde pazar payı, 2021 yılında %4,8'e ve 2022 yılında %5,0'e yükselmiştir. (Yerli Marka 3 ve Yerli Marka 6 gibi belirli alt kategori oyuncuları hariçtir.) Erkek kategorisinde perakende satışlara göre pazar payı 2020'den 2022'ye kadar geçen üç yıllık dönemde sırasıyla %2,9, %3,1 ve %2,9 olarak gerçekleşmiştir. (Yerli Marka 3 ve Yerli Marka 6 gibi belirli alt kategori oyuncuları hariçtir.) 2020 yılında %1,5 olan perakende satışlara göre çocuk giyim pazar payı, 2021 yılında %1,8'e ve 2022 yılında %2,1'e yükselmiştir. (Yerli Marka 3 ve Yerli Marka 6 gibi belirli alt kategori oyuncuları hariçtir.)

Ürün Yelpazesi

Şekil 12: Ortalama Fiyatlama Endeksi[1]



Kaynak: OC&C Raporu

(1) Kadın giyim, erkek giyim ve çocuk kategorileri dahil olmak üzere, OC&C Raporu.

Koton, her yaş ve cinsiyetten müşteriler için tüm ihtiyaçlara yönelik olarak giyim ve aksesuar yelpazesine sahiptir. Koton; kadın, erkek ve çocuk kategorilerinde 30 binden fazla SKU ile giyim ve aksesuar tasarlamakta, geliştirmekte ve satmaktadır. Üst giyim ve alt giyim parçaları, elbiseler, denimler, dış giyim ve trikolar sunan

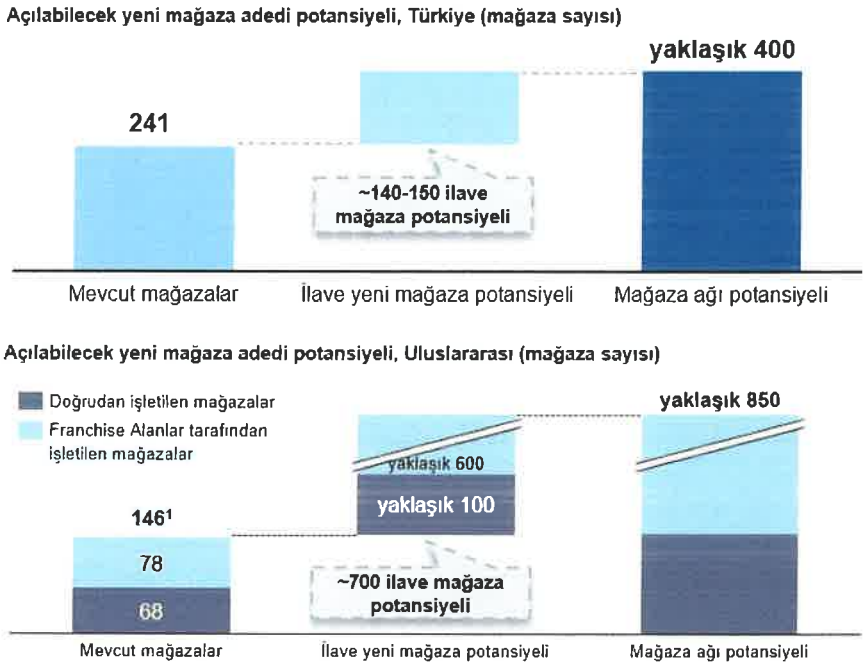
Koton'un ürün yelpazesinde ayrıca iç çamaşırı, plaj kıyafeti ve mayo, parti kıyafeti ve spor kıyafetlerinin yanı sıra tekstil aksesuarları, deri görünümlü ürünler, mücevherat ve kozmetik gibi aksesuarlar yer almaktadır.

Koton, uluslararası oyunculara kıyasla, daha uygun fiyatlarla, geniş erkek ve kadın ürün yelpazesi sunmaktadır. OC&C Raporu'na göre, Yerli Marka 1, Yerli Marka 2, Uluslararası Marka 1, Uluslararası Marka 3 ve Uluslararası Marka 2 için sırasıyla yaklaşık 15.000, 6.000, 6.000, 3.000 ve 2.000 olan kadın ve erkek ürün sayılarına kıyasla yaklaşık 13.000 kadın ve erkek ürün seçeneği sunmaktadır.

2023 yılı Eylül ayı itibarıyla, rakipleri ile karşılaştırıldığında Şirket'in, ortalama fiyatlaması hakkındaki bilgilere yukarıdaki tabloda yer verilmektedir.

Mağaza Ağı Kapsama Alanı

Şekil 13: Açılabilecek Yeni Mağaza Adedi Potansiyeli Analizi



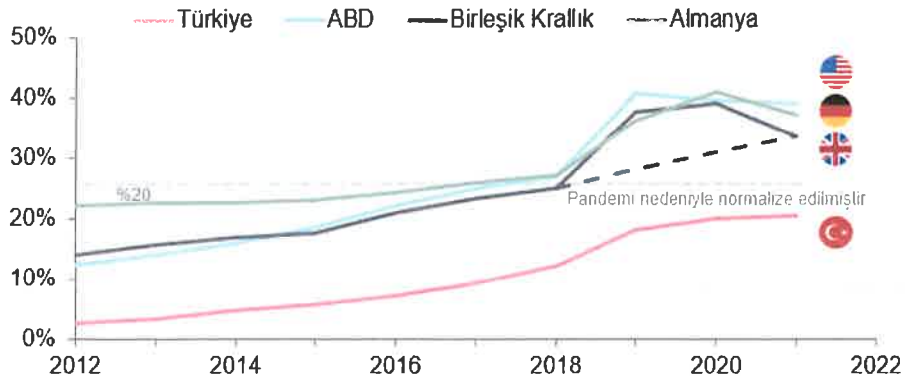
Kaynak: OC&C Raporu
Dipnot: 30 Eylül 2023 itibarıyla, Rusya, Ukrayna ve Belarus hariçtir.

Şirket, mağaza ağı sayesinde, Türkiye'de yaygın bir kapsama alanına sahiptir. 2023 yılının Eylül ayı itibarıyla, Koton'un Türkiye'de 81 ilin 66'sında mağazası bulunmaktadır. Bununla birlikte Koton, toptan satış faaliyetlerinin de desteği ile 81 ilde ülkenin tamamına ulaşmaktadır. Uluslararası oyuncular bakımından, 2023 yılının Eylül ayı itibarıyla, Türkiye'de Uluslararası Marka 3'ün 18 ilde, Uluslararası Marka 2'nin 16 ilde ve Uluslararası Marka 1'in ise dokuz ilde mağazası bulunmaktadır.

OC&C Raporu'na göre yaygın kapsama alanıyla birlikte, büyüme potansiyeli hala mevcuttur. Bu potansiyele ilişkin verilere, yukarıdaki tabloda yer verilmektedir (tabloda Rusya, Ukrayna ve Belarus hariç tutulmuştur).

Çevrimiçi (Online) Alışveriş

Şekil 14: Hazır Giyim E-Ticaretin Payı (Türkiye ve Gelişmiş Ülkeler)



Kaynak:OC&C Raporu

Türkiye pazarı ve Birincil Pazarlarda, çevrimiçi (online) alışveriş artmaya devam etmekte olup, çevrimiçi (online) kanallar, müşterilerin alışveriş alışkanlıklarının ayrılmaz bir parçası haline gelmektedir. OC&C Raporu'na göre, Türkiye'de hazır giyim çevrimiçi (online) alışveriş oranı 2019 yılında %12 ve 2022 yılında %20 seviyelerine artış göstermiştir. Aynı dönem zarfında, Şirket'in çevrimiçi (online) alışveriş oranı, %6'dan %9'a yükselerek büyümenin devam etmesi için güçlü bir fırsat olduğu düşünülmektedir.

Türkiye'de, COVID-19 sonrası dönemde herhangi bir köklü değişiklik göstergesi olmamakla birlikte, çevrimiçi (online) alışverişte güçlü bir artış görülmektedir. Yukarıdaki tabloda sunulduğu üzere bu durum, gelişmiş ülkelerde gerçekleşen grafiklere kıyasla farklılık göstermektedir.

Uluslararası pazarlara ait geçmiş bilgiler, Türkiye'de çevrimiçi (online) alışverişte daha fazla artış görülebileceğine dair potansiyeli desteklemektedir. Türkiye pazarında ve Birincil Pazarlarda hazır giyim çevrimiçi (online) alışverişi, sırasıyla %20 ve %9 olmakla birlikte; 2022 yılında söz konusu penetrasyon, Almanya'da %37, Birleşik Krallık'ta %33 ve ABD'de ise %39 oranında seyretmektedir. (Eurmonitor'un e-ticaret ve perakende çevrimdışı dağılımlarını paylaştığı tüm Birincil Pazarları kapsamakta olup Fas hariçtir.)

Kaynak Detayları:

- *OC&C'nin perakende hazır giyim sektörüne ilişkin 9 Ocak 2024 tarihli ve https://kurumsal.koton.com.tr/wp-content/pdfs/market_report adresinde yer alan raporu*

4 Değerleme Yöntemleri

Koton'un pay başına değerinin belirlenebilmesi amacıyla aşağıda belirtilen değerleme yöntemleri kullanılmıştır.

- **Gelir Yaklaşımı:** İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi
- **Pazar Yaklaşımı:** Piyasa Çarpanları Analizi
  - *Yurtiçi Benzer Şirketler (FD/FAVÖK ve F/K)*
  - *Yurtdışı Benzer Şirketler (FD/FAVÖK ve F/K)*

4.1 İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi

İndirgenmiş Nakit Akımları ("İNA") analizi, şirketlerin gelecekte yaratması muhtemel nakit akımlarının bugüne indirgenmesi temeline dayanan bir değerleme yöntemidir. İNA yöntemi çeşitli varsayımlara dayanarak

şirketlerin faaliyetlerinin içsel değerini bulmaya odaklanır. Bu yöntem şirketlerin uzun vadeli potansiyelini değerlemeye yansıtırken; şirket ve sektör özelindeki bazı riskleri de belirli bir çerçevede hesaplamaya dâhil eder. Bu yöntemin varsayımlara çok duyarlı olması en önemli dezavantajıdır.

4.2 Piyasa Çarpanları Analizi

Piyasa çarpanları analizi, borsalarda işlem gören benzer şirketlerin işlem gördükleri güncel fiyat seviyeleri ile kamuya açıkladıkları en güncel finansal tablolardaki belirli verilerin oranlarını karşılaştırmaya dayanan bir değerleme yöntemidir. Kolay uygulanır ve görece nesnel bir yöntem olması itibarıyla değerlemelerde en sık kullanılan yöntemlerdendir. Değerlemeye konu şirkete benzer şirketlerin her zaman bulunamaması ve bu şirketlerin yalnızca belirli bir dönemdeki finansal verilerinin karşılaştırmaya temel teşkil etmesi en önemli dezavantajlarındandır. Ayrıca güncel piyasa fiyatlamalarına çok duyarlı olduğundan, farklı dönemlerdeki değişen piyasa risk iştahına bağlı olarak değerlemeler farklılık gösterir.

Piyasa çarpanları analizi, borsalarda işlem gören şirketlerin işlem gördükleri fiyat seviyeleri ile kamuya açıkladıkları finansal tablolardan seçilen finansal göstergelerin birbirine oranlanması ile hesaplanan çeşitli çarpanlara dayanmaktadır. Bu çarpanlar şirketin içinde bulunduğu sektöre göre değişkenlik gösterebilmektedir.

Bu değerleme çalışmasında karşılaştırma bazında kullanılacak benzer şirketlerin Firma Değeri/FAVÖK (FD/FAVÖK) çarpanları ile Fiyat/Kazanç (F/K) çarpanları kullanılmıştır. Firma Değeri/Satışlar çarpanları yöntemi benzer şirketlerin operasyonlarındaki ve sektörel farklılıkları da göz önünde bulundurularak bu değerleme çalışmasında kullanılmamıştır.

- Şirket'in 31.12.2023 tarihinde sona eren son 12 aylık döneme ait kazanç ("Net Dönem Karı") tutarı, benzer şirketler baz alınarak tespit edilen F/K çarpanı ile çarpılarak özkaynak değeri hesaplanmıştır.
- Şirket'in 31.12.2023 tarihinde sona eren son 12 aylık döneme ait faiz, amortisman ve vergi öncesi kar ("FAVÖK") tutarı, benzer şirketler baz alınarak tespit edilen FD/FAVÖK çarpanı ile çarpılarak firma değeri hesaplanmıştır. Sonraki adımda 31.12.2023 tarihli net finansal borç, hesaplanan firma değerinden düşülerek Şirket'in FD/FAVÖK çarpanına göre özkaynak değeri hesaplanmıştır.

5 Değerlemeye İlişkin Önemli Hususlar

5.1 Değerlemede Esas Alınan Finansal Veriler

Piyasa Çarpanları analizinde izahnamede bulunan 31 Aralık 2023 itibariyle hazırlanmış olan Bağımsız Denetim Raporları kullanılmıştır.

Çarpan analizinde kullanılan 31 Aralık 2023 tarihli FAVÖK ve Net Dönem Karı hesaplaması aşağıda yer almaktadır.

Tablo 32: Çarpan Analizinde Kullanılan FAVÖK Hesaplaması

(mn TL)	01.01.2023-31.12.2023	01.01.2022-31.12.2022	01.01.2021-31.12.2021
Hasılat	**17.194**	**16.017**	**14.384**
Artış	*7,30%*	*11,40%*	*m.d.*
Satışların maliyeti	(8.246)	(7.605)	(8.153)
Brüt kâr	**8.948**	**8.413**	**6.231**
Brüt Kâr marjı	*52,00%*	*52,50%*	*43,30%*

(mn TL)	01.01.2023-31.12.2023	01.01.2022-31.12.2022	01.01.2021-31.12.2021
Faaliyet giderleri	(7.264)	(6.780)	(6.047)
FVÖK	**1.684**	**1.632**	**183**
FVÖK marjı	*9,80%*	*10,20%*	*1,30%*
Amortisman ve itfa payı giderleri	2.041	1.874	1.762
Faaliyetlerden kaynaklanan kur farkı geliri	1.018	1.011	1.335
Faaliyetlerden kaynaklanan kur farkı giderleri	(377)	(300)	(92)
FAVÖK (Çarpan Analizinde Kullanılan)	4.367	4.217	3.188
FAVÖK marjı (Çarpan Analizinde Kullanılan)	*25,40%*	*26,30%*	*22,20%*
FAVÖK (Şirket)*	4.572	4.103	3.274
FAVÖK (Şirket) marjı	*26,60%*	*25,60%*	*22,80%*

Kaynak: Şirket ve Bağımsız Denetim Raporları
** İzahnamede belirtilen Şirket'in FAVÖK hesaplamasıdır. Hesaplama şu şekilde yapılmaktadır: Brüt Kar – Faaliyet Giderleri + Esas Faaliyetlerden Diğer Gelir ve Giderler (Net) + Amortisman ve İtfa Payları + Tek Seferlik Karşılıklar (Halka Arz)*

FD/FAVÖK çarpan analizinde Şirket'in 31.12.2023 tarihli FAVÖK'ü kullanılmıştır. Şirket'in 31.12.2023 tarihi itibariyle FAVÖK'ü 4.367 milyon TL'dir.

Tablo 33: Net Kar Hesaplaması

(mn TL)	01.01.2023-31.12.2023	01.01.2022-31.12.2022	01.01.2021-31.12.2021
Hasılat	**17.194**	**16.017**	**14.384**
Satışların maliyeti	(8.246)	(7.605)	(8.153)
Brüt kâr	**8.948**	**8.413**	**6.231**
Genel yönetim giderleri	(1.404)	(1.252)	(978)
Satış ve pazarlama giderleri	(5.644)	(5.326)	(4.932)
Araştırma ve geliştirme giderleri	(216)	(202)	(137)
Esas faaliyetlerden diğer gelirler	1.281	1.163	1.484
Esas faaliyetlerden diğer giderler	(1.378)	(1.376)	(868)
Esas faaliyet zararı/karı	**1.587**	**1.419**	**799**
Yatırım faaliyetlerinden gelirler	3	4	18
Yatırım faaliyetlerinden giderler	(10)	(27)	(41)
Finansman giderleri öncesi karı/(zararı)	**1.580**	**1.395**	**776**
Finansman gelirleri	90	114	237
Finansman giderleri	(1.257)	(1.189)	(1.798)
Net parasal poziyon kazançları	1.827	1.852	1.415
Sürdürülen faaliyetler vergi öncesi karı/(zararı)	**2.240**	**2.173**	**630**
Sürdürülen faaliyetler vergi gideri	(435)	(425)	178
Net dönem karı/(zararı)	1.805	1.748	808

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporları

F/K çarpan analizinde Şirket'in 31.12.2023 tarihli Net Dönem Karı kullanılmıştır. Şirket'in 31.12.2023 tarihi itibariyle Net Dönem Karı 1.805 milyon TL'dir.

Tablo 34: Net Finansal Borç Hesabı

(mn TL)	31.12.2023
Nakit ve nakit benzerleri	**(359,1)**
Kısa vadeli finansal borçlanmalar	1.091,5
Uzun vadeli finansal borçlanmaların kısa vadeli kısımları	305,4
Uzun vadeli finansal borçlanmalar	107,9
Toplam finansal borç	**1.504,8**
Kiralama işlemlerinden kaynaklanan kısa vadeli yükümlülükler (TFRS 16)	841,3
Kiralama işlemlerinden kaynaklanan uzun vadeli yükümlülükler (TFRS 16)	1.370,2
Kiralama işlemlerinden kaynaklanan yükümlülükler (TFRS 16)	**2.211,5**
Net Finansal Borç (TFRS16 Dahil)	3.357,2
Net Finansal Borç (TFRS 16 Hariç)	1.145,7

Kaynak: Şirket ve Bağımsız Denetim Raporları

Net Finansal Borç, Şirket'in Kısa ve Uzun Vadeli Borçları'ndan Nakit ve Nakit Benzerleri çıkartılarak hesaplanmaktadır. Şirket'in 31.12.2023 tarihi itibarıyla Net Finansal Borç hesabına yukarıdaki tabloda yer verilmektedir.

Şirket'in Çarpan Analizi'nde kullanılan Net Finansal Borç, halka açık şirketler ile uyumlu olması ve FD/FAVÖK'te kullanılan FAVÖK'ün TFRS kapsamında hazırlanan bağımsız denetim raporları baz alınarak hesaplanması sebebiyle, TFRS 16 etkisi dahil olacak şekilde kullanılmıştır. TFRS 16'ya göre uzun vadeli sözleşmelere konu olan sabit kira giderleri amortisman olarak kaydedildiği için FAVÖK hesaplamasında dikkate alınan faaliyet giderlerinin içinde bu kiralara ait giderler bulunmamaktadır. Bu sebeple hesaplanan Firma Değeri üstünden Özkaynak Değeri hesaplaması için kullanılan TFRS 16 dahil Net Finansal Borç hesabında, kısa ve uzun vadeli kiralama yükümlülükleri dahil edilmektedir ve bu tutar dikkate alınarak özkaynak değeri hesaplanmaktadır.

İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi'ne göre yapılan değerlemede TFRS 16 etkisi hariç nakit akımlar dikkate alınmaktadır. Bu amaçla, sabit veya değişken farketmeksizin tüm kira giderleri toplamının nakit akımlarda gider olarak dikkate alınması sebebiyle, TFRS 16 etkisi hariç olacak şekilde kısa ve uzun vadeli kiralama yükümlülüklerinden arındırılmış Net Finansal Borç hesabı kullanılarak özkaynak değeri hesaplanmıştır.

5.2 Benzer Şirketler

Şirket, yabancı benzer şirketler arasında giyim perakendeciliği sektöründe faaliyet gösteren şirketler ile; yerli şirketler arasında ise giyim, gıda ve tüketici elektroniği perakendeciliği sektörlerinde faaliyet gösteren şirketler ile karşılaştırılmıştır.

Tablo 35: Yabancı Benzer Şirketler Açıklamaları

Şirket İsmi	Ülke	Piyasa Değeri (mn ABD Doları)	Açıklama
Industria de Diseno Textil SA	İspanya	154.180	Industria de Diseno Textil SA Zara, Pull&Bear, Massimo Dutti gibi çeşitli perakende markaları olan bir moda şirketi olarak faaliyet göstermektedir. Şirket, geniş bir kadın giyim, erkek ve çocuk yelpazesi sunmaktadır. Industria de Diseno Textil dünya çapında müşterilere hizmet vermektedir.
Fast Retailing Co Ltd.	Japonya	96.388	Fast Retailing Co., Ltd. kendi giyim ürünlerini tasarlamakta, üretmekte ve Uniqlo markası altında perakende satışını yapmaktadır. Şirket, günlük giyim kategorisinde geniş ölçüde kadın, erkek ve çocuk ürünleri sunmaktadır. Dünyada çok sayıda ülkede müşterilere hizmet vermektedir.Fast Retailing ayrıca gayrimenkul kiralama hizmeti de vermektedir.

Şirket İsmi	Ülke	Piyasa Değeri (mn ABD Doları)	Açıklama
H & M Hennes & Mauritz AB	İsveç	22.868	H & M Hennes & Mauritz AB, H&M markası altında kadın, erkek, genç ve çocuk kategorilerinde moda ürünleri tasarlamakta ve perakende satışını yapmaktadır. Şirket, mücevher, çanta, eşarp ve kozmetik gibi aksesuarların yanı sıra çeşitli modaya uygun, sportif ve klasik giysiler satmaktadır. H&M Hennes & Mauritz dünya çapında müşterilere hizmet vermektedir.
Next PLC	İngiltere	13.542	Next Plc perakendecilik, ev alışverişi ve müşteri hizmetleri yönetimi faaliyetlerini yürütmektedir. Şirket'in perakende mağazalarında bayan, erkek ve çocuk giysilerinin yanı sıra ev eşyaları da satılmaktadır.
The Gap, Inc.	ABD	9.190	The Gap, Inc. dünya çapında bir hazır giyim perakende şirketi olarak faaliyet göstermektedir. Şirket, Old Navy, Gap, Banana Republic ve Athleta gibi yaşam tarzı markaları altında kadın, erkek ve çocuk giyim ve aksesuarları sunmaktadır.
Abercrombie & Fitch Co.	ABD	6.594	Abercrombie & Fitch Co., şirkete ait mağazaları ve dijital kanallarının yanı sıra çeşitli üçüncü taraf anlaşmaları aracılığıyla erkek, kadın ve çocuklar için geniş bir giyim, kişisel bakım ürünleri ve aksesuar yelpazesi sunmaktadır. Şirketin Abercrombie & Fitch, Hollister, Gilly Hicks ve Social Tourist markalarıyla ağırlıklı olarak Kuzey Amerika, Avrupa, Orta Doğu ve Asya'da faaliyet göstermektedir.
LPP S.A.	Polonya	6.262	LPP S.A. Orta ve Doğu Avrupa'da giysi tasarımı ve satışı yapmaktadır. LPP, üretimini Çin'de yerleşik giyim üreticilerine yaptırmaktadır.
American Eagle Outfitters, Inc.	ABD	4.639	American Eagle Outfitters, Inc. erkek ve kadın gündelik giyim, ayakkabı, dış giyim ve aksesuar perakendeciliği yapmaktadır. American Eagle, Amerika Birleşik Devletleri'ndeki müşterilere hizmet vermektedir.
Woolworths Holdings Limited	Güney Afrika	3.116	Woolworths, Güney Afrika genelinde Woolworths markası adı altında ve Güney Afrika ve belirli Afrika ülkelerinin yanı sıra Orta Doğu'da franchise operasyonları aracılığıyla faaliyet gösteren bir perakende mağaza zinciridir.
Mr Price Group Ltd.	Güney Afrika	2.454	Mr Price Group Limited, Güney Afrika genelinde perakende mağaza zincirleri işletmekte olup giyim, aksesuar, ev eşyaları ve mücevherat kategorilerinde satış yapmaktadır.
Foschini Group Ltd.	Güney Afrika	1.783	Foschini Group Ltd. Güney Afrika'da giyim, kozmetik, mücevher, aksesuar ve spor malzemeleri satan zincir mağazalar işleten bir şirketler grubunun yatırım holding şirketidir.
Oxford Industries, Inc.	ABD	1.618	Oxford Industries, Inc. uluslararası bir hazır giyim tasarım, tedarik ve pazarlama şirketi olarak faaliyet göstermektedir. Şirket, markalı ürünlerini çeşitli lüks departman ve özel mağazaların yanı sıra kendisine ait perakende mağazaları ve e-ticaret web siteleri aracılığıyla dağıtmaktadır. Oxford Industries dünya çapında müşterilere hizmet vermektedir.
OVS SpA	İtalya	713	OVS SpA bir İtalyan moda perakendecisidir. Şirket, erkek, kadın ve çocuk kategorilerinde giyim tasarımı yapmakta ve mağazaları aracılığıyla satışını gerçekleştirmektedir.
Codes Combine Co., Ltd.	Güney Kore	47	Codes Combine Co., Ltd. işlettiği mağazalar aracılığıyla moda giyim ürünleri üreten ve satan bir giyim perakendecisidir.
Superdry PLC	İngiltere	33	Superdry PLC, giyim ve aksesuar perakende mağazaları işletmektedir. Şirket çeşitli kategorilerde dünya çapında müşterilerine ürünler sunmaktadır.

Kaynak: Bloomberg, 19 Mart 2024

Tablo 36: Yerli Benzer Şirketler Açıklamaları

Şirket İsmi	Piyasa Değeri (mn ABD Doları)	Açıklama
Bim Birleşik Mağazalar A.Ş	7.257	Bim Birleşik Mağazalar A.Ş gıda ve temel tüketici ürünleri indirim mağazaları işletmektedir. 1995 yılında İstanbul merkezli olarak kurulmuş olan Şirket, çeşitli özel markalı ürünler sunmaktadır. İştirakleri ile birlikte Türkiye, Fas ve Mısır'da perakende mağazalar işletmektedir.

Şirket İsmi	Piyasa Değeri (mn ABD Doları)	Açıklama
Migros Ticaret A.Ş.	2.646	Migros Ticaret A.Ş. bir süpermarketler ve alışveriş merkezleri sahibi ve işletmecisidir, yan kuruluşları ile birlikte gıda ve içecek ile tüketici ve dayanıklı malların perakende ve internet üzerinden satışı ile uğraşmaktadır. 1954 yılında İstanbul'da kurulmuştur.
Şok Marketler Ticaret A.Ş.	1.168	Şok Marketler Ticaret A.Ş., perakende indirim mağazaları zinciri işleten bir şirketin sahibi ve işletmecisidir. Şirket meyve, sebze, gıda ve içecekler, kişisel bakım ve temizlik ürünleri gibi ürünler sunmaktadır.
Tab Gıda Sanayi ve Ticaret A.Ş.	1.101	Tab Gıda Sanayi ve Ticaret A.Ş. Türkiye'de Burger King, Sbarro, Popeyes, Arby's, Subway ve My BK Cafe markalarının isim haklarına sahiptir. Usta Dönerci ve Usta Pideci markalarının kurucusudur. 1994 yılında kurulan Şirket, hızlı tüketim sektöründe yer almaktadır.
Mavi Giyim Sanayi ve Ticaret A.Ş.	921	Mavi Giyim Sanayi ve Ticaret A.Ş., giyim mağazaları zinciri işletmektedir. 1991 yılında İstanbul merkezli olarak kurulmuş olup hazır giyim denim ürünlerinin ve ayrıca kadın, erkek ve çocuk kategorilerinde tişörtler, ceketler, kazaklar, gömlekler ve aksesuarlarının kendi mağazaları ve diğer çeşitli satış kanalları aracılığıyla satışını yapmaktadır.
Vakko Tekstil ve Hazır Giyim Sanayi İşletmeleri A.Ş.	405	Vakko Tekstil ve Hazır Giyim Sanayi İşletmeleri A.Ş., 1934 yılında İstanbul merkezli olarak kurulmuştur. Hazır giyim ürünlerinin üretimini ve satışını yapan Şirket; hem kendi markalarının hem de global lüks markaların ayakkabı, çanta ve aksesuar ürünleri sunmaktadır.
Ebebek Mağazacılık A.Ş.	310	Ebebek Mağazacılık A.Ş., anne ve bebek için hızlı tüketim ürünleri, tamamlayıcı ürünler, tekstil ürünleri, bebek araçları ve cihazları satan bir perakende şirketidir. 2000 yılında İstanbul'da kurulan şirket, satışlarını kendi mağazaları ve e-ticaret kanalından yapmaktadır.
Teknosa İç ve Dış Ticaret A.Ş.	283	Teknosa İç ve Dış Tic. A.Ş. tüketici elektroniği, bilişim teknolojisi, telekom ürünleri ve beyaz eşya perakendeciliği alanında faaliyet göstermektedir. Şirket 2000 yılında İstanbul'da kurulmuştur.
Desa Deri Sanayi Sanayi ve Ticaret A.Ş.	179	Desa Deri Sanayi ve Ticaret A.Ş., deri giyim ürünlerinin üretimini ve satışını yapmaktadır. 1972 yılında İstanbul merkezli olarak kurulan Şirket; erkek, kadın ve çocuk kategorilerinde giysi, ayakkabı, çanta ve aksesuarları kendi mağazaları ve diğer çeşitli satış kanalları aracılığıyla sunmaktadır.
Suwen Tekstil Sanayi Pazarlama A.Ş.	148	Suwen Tekstil Sanayi Pazarlama A.Ş., 2003 yılında İstanbul merkezli olarak kurulmuştur. İç giyim, plaj giyim, çorap ve ev giyim alanlarında ürünler sunmaktadır. Azerbaycan, Kıbrıs, İsrail, Irak ve Filistin'de üçüncü taraflarca işletilen satış noktaları üzerinden de kendi mağazaları ve diğer çeşitli satış kanalları aracılığıyla sunmaktadır.
Derimod Konfeksiyon Ayakkabı Deri Sanayii ve Ticaret A.Ş.	50	Derimod Konfeksiyon Ayakkabı Deri Sanayii ve Ticaret A.Ş., 1974 yılında İstanbul merkezli olarak kurulmuştur. Şirket, kendi mağazaları ve diğer çeşitli satış kanalları aracılığı ile ağırlıklı olarak deri ve deriden giysi,ayakkabı ve aksesuar satışı yapmaktadır.
Dagi Giyim Sanayi ve Ticaret A.Ş.	32	Dagi Giyim Sanayi ve Ticaret A.Ş., iç giyim ürünlerinin üretimini ve satışını yapmaktadır. 1984 yılında İstanbul merkezli olarak kurulmuştur. Erkek, kadın ve çocuk kategorilerinde plaj giyimi, iç giyim, ev giyimi ve spor giyimine yönelik ürünleri kendi mağazaları ve diğer çeşitli satış kanalları aracılığıyla sunmaktadır.

Kaynak: İş Yatırım, 19 Mart 2024

6 Koton Değerlemesi

6.1 Piyasa Çarpanları Analizi

Şirket'in özkaynak değeri yerli ve yabancı şirketlerin FD/FAVÖK ve F/K analizleri sonucu hesaplanmış ve analiz sonucu hesaplanan değerlere eşit ağırlık verilerek Piyasa Çarpanları Analiz sonucu özkaynak değeri hesaplanmıştır.

6.1.1 *Yabancı Benzer Şirketler Çarpanı Yöntemi*

Şirket'in özkaynak değeri, yabancı benzer şirketlerin medyan FD/FAVÖK ve F/K çarpanları kullanılarak ayrı ayrı hesaplanmıştır.

a. Şirket'in 31.12.2023 tarihli FAVÖK'ü kullanılarak FD/FAVÖK çarpanı ile hesaplanan firma değerinden 31.12.2023 tarihli net finansal borç çıkartılarak nihai özkaynak değeri tespit edilmiştir.
b. Şirket'in 31.12.2023 tarihli Net Dönem Karı kullanılarak F/K çarpanı ile özkaynak değeri hesaplanmıştır.

Hesaplanan iki ayrı özkaynak değerlerinden FD/FAVÖK sonucuna %50, F/K sonucuna %50 ağırlık verilerek Şirket'in Yabancı Benzer Şirketler analizine göre özkaynak değeri hesaplanmıştır. Benzer şirketlerin çarpanları 19.03.2024 kapanış itibarıyla "Bloomberg" platformundan temin edilmiştir.

FD/FAVÖK çarpanı halka açık benzer şirketlerin güncel firma değerlerinin (özkaynak değeri + net finansal borç) ilgili şirketlerin yıl sonu dönemi itibariyle elde ettikleri FAVÖK'e bölünmesi ile; F/K çarpanı ise halka açık benzer şirketlerin güncel özkaynak değerlerinin yıl sonu dönemi itibarıyla elde ettikleri Net Dönem Karı'na bölünmesiyle hesaplanmaktadır.

Bloomberg'den elde edilen çarpanlar, yabancı benzer şirketlerin sonuçlarının ABD Doları üstünden hesaplanması sebebiyle ve Koton'un 31.12.2023 sonuçları ile daha doğru karşılaştırılabilmesi amacıyla; Koton'un 31.12.2023 tarihli FAVÖK ve Net Dönem Karı'nın, TMS 29 Yüksek Enflasyonlu Ekonomilerde Finansal Raporlama standardına uygun olarak 31.12.2023 tarihine endekslenmiş olmasından dolayı, 31.12.2023 itibariyle geçerli olan 29.12.2023 tarihli TCMB ABD Doları/Türk Lirası döviz alış kuru ile; Net Finansal Borcu da yine aynı tarihli ABD Doları kuru ile ABD Dolarına çevrilerek hesaplanmış ve ilgili çarpanlar uygulanarak ABD Doları bazında özkaynak değeri hesaplanmıştır.

Şirket'in ABD Doları bazında hesaplanan özkaynak değeri, 19.03.2024 tarihli ABD Doları kuru ile çarpılarak Türk Lirasına çevrilmiş ve nihai özkaynak değeri hesaplanmıştır.

Tablo 37: Yabancı Benzer Şirketler FD/FAVÖK ve F/K Çarpanları

Yabancı Şirketler	FD/FAVÖK (2023)	F/K (2023)
Industria de Diseno Textil SA	16,7x	~~35,6x~~
Fast Retailing Co Ltd.	~~50,6x~~	~~63,8x~~
H & M Hennes & Mauritz AB	8,1x	27,7x
Next PLC	12,7x	15,5x
LPP S.A.	12,3x	25,6x
The Gap, Inc.	9,9x	~~(45,5x)~~
Abercrombie & Fitch Co.	14,2x	~~2.341,6x~~
American Eagle Outfitters, Inc.	6,5x	~~37,1x~~
Woolworths Holdings Limited	6,8x	10,9x
Mr Price Group Ltd.	9,1x	13,4x
Foschini Group Ltd.	5,4x	10,0x
Oxford Industries, Inc.	6,0x	9,8x
OVS SpA	6,2x	17,3x
Codes Combine Co., Ltd.	10,3x	16,0x
Superdry PLC	~~(17,2x)~~	~~(0,2x)~~
Medyan	9,1x	15,5x
Ortalama	9,5x	16,2x

Kaynak: Bloomberg ve Capital IQ, 19 Mart 2024

Yabancı benzer şirketlerin FD/FAVÖK çarpan medyanı 9,1x ve F/K çarpan medyanı 15,5x olarak hesaplanmaktadır.

Bu çarpan değerlerine göre Koton'un firma değeri ve özkaynak değeri aşağıdaki tabloda hesaplanmıştır.

Tablo 38: TL ve ABD Doları bazında Değerlemede Kullanılan Şirket Verileri ve Döviz Kurları

	mn TL	TL/ABD Doları	mn ABD Doları
FAVÖK (31.12.2023)	4.366,7	29,44	148,3
Net Dönem Karı (31.12.2023)	1.804,6	29,44	61,3
Net Finansal Borç (31.12.2023)	3.357,2	29,44	114,0

Tablo 39: Yabancı Benzer Şirketler FD/FAVÖK Çarpanına göre Özkaynak Değeri Hesabı

(mn ABD Doları)	FD/FAVÖK
Medyan Çarpan	9,1x
FAVÖK (31.12.2023)	148,3
Firma Değeri	1.355,5
Net Finansal Borç (31.12.2023) (-)	(114,0)
Özkaynak Değeri	1.241,5

Tablo 40: Yabancı Benzer Şirketler F/K Çarpanına göre Özkaynak Değeri Hesabı

(mn ABD Doları)	F/K
Medyan Çarpan	15,5x
Net Dönem Karı (31.12.2023)	61,3
Özkaynak Değeri	951,4

Tablo 41: Yabancı Benzer Şirketler Ağırlıklandırılmış Çarpanlarına göre Özkaynak Değeri Hesabı

	Ağırlık	Değer
Yabancı FD/FAVÖK Çarpanına göre Özkaynak Değeri (mn ABD Doları)	50,0%	1.241,5
Yabancı F/K Çarpanına göre Özkaynak Değeri (mn ABD doları)	50,0%	951,4
Ağırlıklandırılmış Özkaynak Değeri (mn ABD Doları)	100,0%	1.096,4
Çeviride Kullanılan TL/ABD Doları Döviz Kuru (19.03.2024)	32,28	
Yabancı FD/FAVÖK Çarpanına göre Özkaynak Değeri (mn TL)	50,0%	40.073,7
Yabancı F/K Çarpanına göre Özkaynak Değeri (mn TL)	50,0%	30.709,9
Ağırlıklandırılmış Özkaynak Değeri (mn TL)	100,0%	35.391,8

Yabancı Şirketlerin FD/FAVÖK ve F/K çarpanları kullanılarak hesaplanan özkaynak değerlerine, FD/FAVÖK çarpanına %50, F/K çarpanına %50 ağırlık verilmiş ve analiz sonucunda **35.391.805.725 TL** özkaynak değerine ulaşılmıştır.

6.1.2 Yerli Benzer Şirketler Çarpanı Yöntemi

Şirket'in özkaynak değeri, yerli benzer şirketlerin medyan FD/FAVÖK ve F/K çarpanları kullanılarak ayrı ayrı hesaplanmıştır.

a. Şirket'in 31.12.2023 tarihli FAVÖK'ü kullanılarak FD/FAVÖK çarpanı ile hesaplanan firma değerinden 31.12.2023 tarihli net finansal borç çıkartılarak nihai özkaynak değeri tespit edilmiştir. Çarpan analizinde Tablo 32'de verilen FAVÖK hesaplamasında faaliyetlerden kaynaklanan ve ağırlıklı olarak Şirket'in yurt dışındaki iştirakleriyle olan ticaretle ilgili oluşan kur farkı geliri ve gideri yer almaktadır. Şirket'in FAVÖK'ü ile çarpan yönteminde kullanılan FD/FAVÖK çarpanlarının uyumlu olması adına, yerli benzer şirketlerin FD/FAVÖK çarpanları, bu şirketlere ait yıl sonu dönemi için açıklanan faaliyetlerden kaynaklanan kur farkı gelir ve giderleri dikkate alınarak hesaplanmıştır.

b. Şirket'in 31.12.2023 tarihli Net Dönem Karı kullanılarak F/K çarpanı ile özkaynak değeri hesaplanmıştır.

Hesaplanan iki ayrı özkaynak değerlerinden FD/FAVÖK sonucuna %50, F/K sonucuna %50 ağırlık verilerek Şirket'in Yerli Benzer Şirketler analizine göre özkaynak değeri hesaplanmıştır. Benzer şirketlerin çarpanları 19.03.2024 kapanış itibariyle İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("İş Yatırım") platformundan elde edilmiştir.

FD/FAVÖK çarpanı halka açık benzer şirketlerin güncel firma değerlerinin (özkaynak değeri + net finansal borç) ilgili şirketlerin yıl sonu dönemi itibarıyla elde ettikleri FAVÖK'e bölünmesi ile; F/K çarpanı ise halka açık benzer şirketlerin güncel özkaynak değerlerinin yıl sonu dönemi itibarıyla elde ettikleri Net Dönem Karı'na bölünmesiyle hesaplanmaktadır.

Tablo 42: Yerli Benzer Şirketler FD/FAVÖK ve F/K Çarpanları

Yerli Şirketler	FD/FAVÖK (2023)*	F/K (2023)
Bim Birleşik Mağazalar A.Ş	u.d.	u.d.
Migros Ticaret A.Ş.	~~25,8x~~	9,6x
Şok Marketler Ticaret A.Ş.	u.d.	u.d.
Tab Gıda Sanayi ve Ticaret A.Ş.	7,8x	14,5x
Mavi Giyim Sanayi ve Ticaret A.Ş.	5,7x	16,9x
Vakko Tekstil ve Hazır Giyim Sanayi İşletmeleri A.Ş.	u.d.	u.d.
Ebebek Mağazacılık A.Ş.	14,3x	~~33,2x~~
Teknosa İç ve Dış Ticaret A.Ş.	u.d.	u.d.
Desa Deri Sanayi Sanayi ve Ticaret A.Ş.	u.d.	u.d.
Suwen Tekstil Sanayi Pazarlama A.Ş.	u.d.	u.d.
Dagi Giyim Sanayi ve Ticaret A.Ş.	u.d.	u.d.
Derimod Konfeksiyon Ayakkabı Deri Sanayii ve Ticaret A.Ş.	u.d.	u.d.
Medyan	7,8x	14,5x
Ortalama	9,2x	13,7x

Kaynak: İş Yatırım, 19 Mart 2024
u.d.: Bu şekilde işaretlenmiş olan şirketler TMS 29 Yüksek Enflasyonlu Ekonomilerde Finansal Raporlama standardı kapsamında hazırlanacak olan yıl sonu bağımsız denetim raporlarını iş bu rapor tarihi itibarıyla açıklamamaları sebebi ile piyasa çarpanları analizine uygun değildir.
** Yıl sonu denetim raporunda mali tablolardaki faaliyetlerden kaynaklanan kur farkı gelir ve giderlerinin dikkate alınarak hesaplandığı çarpanları temsil etmektedir.*

Yerli benzer şirketlerin FD/FAVÖK çarpan medyanı 7,8x ve F/K çarpan medyanı 14,5x olarak hesaplanmaktadır.

Bu çarpan değerlerine göre Koton'un firma değeri ve özkaynak değeri aşağıdaki tabloda hesaplanmıştır.

Tablo 43: Yerli Benzer Şirketler FD/FAVÖK Çarpanına göre Özkaynak Değeri Hesabı

(mn TL)	FD/FAVÖK
Medyan Çarpan	7,8x
FAVÖK (31.12.2023)	4.366,7
Firma Değeri	33.872,1
Net Finansal Borç (31.12.2023) (-)	(3.357,2)
Özkaynak Değeri	30.515,0

Tablo 44: Yerli Benzer Şirketler F/K Çarpanına göre Özkaynak Değeri Hesabı

(mn TL)	F/K
Medyan Çarpan	14,5x
Net Dönem Karı (31.12.2023)	1.804,6
Özkaynak Değeri	26.129,7

Tablo 45: Yerli Benzer Şirketler Ağırlıklandırılmış Çarpanlarına göre Özkaynak Değeri Hesabı

(mn TL)	Ağırlık	Değer
Yerli FD/FAVÖK Çarpanına göre Özkaynak Değeri	50,0%	30.515,0
Yerli F/K Çarpanına göre Özkaynak Değeri	50,0%	26.129,7
Ağırlıklandırılmış Özkaynak Değeri	100,0%	28.322,3

Yerli Şirketlerin FD/FAVÖK ve F/K çarpanları kullanılarak hesaplanan özkaynak değerlerine, FD/FAVÖK çarpanına %50, F/K çarpanına %50 ağırlık verilmiş ve analiz sonucunda **28.322.323.420 TL** özkaynak değerine ulaşılmıştır.

6.1.3 Piyasa Çarpanları Analizi Sonucu

Tablo 46: Piyasa Çarpanları Özeti

(mn TL)	Ağırlık	Değer
Yabancı FD/FAVÖK ve F/K Ağırlıklandırılmış Özkaynak Değeri	50,0%	35.391,8
Yerli FD/FAVÖK ve F/K Ağırlıklandırılmış Özkaynak Değeri	50,0%	28.322,3
Ağırlıklandırılmış Özkaynak Değeri	100,0%	31.857,1

Yerli ve yabancı benzer şirketlerin çarpanları kullanılarak hesaplanan özkaynak değerleri üstünden nihai özkaynak değeri hesaplamak için Yabancı Benzer Şirketlere %50, Yerli Benzer Şirketlere %50 eşit ağırlık verilmiştir. Çarpan analizi sonucu özkaynak değeri **31.857.064.572 TL** olarak hesaplanmıştır.

6.2 İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi

İndirgenmiş Nakit Akımları ("İNA") Analizi'nde kullanılan varsayımlar, Şirket yönetiminin gelecek yıllara ilişkin beklentilerini yansıtacak şekilde oluşturulmuştur. Söz konusu varsayımlar birçok tahmini parametreye bağlı olması sebebiyle, geleceğe yönelik herhangi bir taahhüt anlamına gelmemektedir. Bu analiz kapsamında yer alan projeksiyonların değişmesi halinde farklı bir Şirket özkaynak değeri ve pay başına değere ulaşılabilir.

İNA'ya baz teşkil eden projeksiyonlar, TMS 29 Yüksek Enflasyonlu Ekonomilerde Finansal Raporlama standardına uygun şekilde hazırlanan bağımsız denetim raporlarındaki geçmiş mali veriler ve bu verilerle uyumlu operasyonel parametreler gözetilerek hazırlanmıştır.

6.2.1 Makroekonomik Varsayımlar

Projeksiyonlar, 31.12.2023 tarihine endekslenmiş geçmiş veriler dikkate alınarak hazırlandığından, projeksiyon dönemi boyunca yurtiçi operasyonlar için TL bazında reel değişim oranları tahmin edilmiştir. Bu sebeple projeksiyon döneminde geçerli olacak TL bazında enflasyon dikkate alınmamıştır.

Yurt dışındaki operasyonlar reel değişim oranları tahminleri çerçevesinde ABD Doları bazında hesaplanmış ve tüm projeksiyon dönemi boyunca 31.12.2023 itibariyle geçerli olan 29.12.2023 tarihli TCMB ABD Doları/Türk Lirası döviz alış kuru ile (29,44) TL'ye çevrilerek projeksiyona dahil edilmiştir.

6.2.2 Hasılat Projeksiyonu

Şirket'in gelirleri, Türkiye'deki doğrudan işletilen mağazalar, Türkiye'deki Franchise mağazalar, yurt dışındaki doğrudan işletilen mağazalar, yurt dışındaki Franchise mağazalar, e-ticaret kanalları ve toptan satış kanalları üzerinden yapılan satışları kapsamaktadır.

Hasılat projeksiyonu ve hasılat büyüme oranlarına ilişkin detaylara aşağıda yer verilmiştir.

Tablo 47: Hasılat Projeksiyon Kırılımı

mn TL	2021	2022	2023	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	2032T
Kurumsal Mağazalar	*6.984*	*7.550*	*8.705*	*9.388*	*10.191*	*10.901*	*11.513*	*12.060*	*12.500*	*12.948*	*13.404*	*13.868*
Franchise Mağazalar	*400*	*337*	*388*	*451*	*521*	*595*	*679*	*765*	*841*	*921*	*1.004*	*1.090*
Perakende Mağazalar	7.384	7.887	9.093	9.840	10.712	11.496	12.191	12.825	13.342	13.869	14.408	14.957
Koton.com	*387*	*227*	*371*	*631*	*852*	*1.108*	*1.385*	*1.662*	*1.911*	*2.102*	*2.312*	*2.543*
Diğer Pazaryerleri	*945*	*752*	*954*	*1.193*	*1.395*	*1.561*	*1.678*	*1.803*	*1.937*	*2.034*	*2.136*	*2.242*
E-Ticaret	1.332	979	1.325	1.824	2.247	2.669	3.062	3.464	3.848	4.136	4.448	4.786
Toptan & Diğer	666	802	835	1.085	1.357	1.560	1.716	1.802	1.892	1.987	2.086	2.190
Türkiye	**9.382**	**9.669**	**11.253**	**12.749**	**14.316**	**15.725**	**16.970**	**18.091**	**19.081**	**19.991**	**20.941**	**21.933**
*Kurumsal Mağazalar**	*5.378*	*5.679*	*5.276*	*5.565*	*6.426*	*7.149*	*7.809*	*8.453*	*9.088*	*9.697*	*10.286*	*10.850*
Franchise Mağazalar	*487*	*775*	*777*	*867*	*1.093*	*1.433*	*1.780*	*2.134*	*2.496*	*2.866*	*3.251*	*3.651*
Perakende Mağazalar	5.865	6.454	6.052	6.432	7.519	8.582	9.589	10.587	11.585	12.563	13.536	14.500
E-Ticaret	349	519	521	989	1.336	1.770	2.301	2.933	3.667	4.583	5.729	7.162
Toptan & Diğer	30	85	9	12	15	17	19	19	20	21	23	24
Uluslararası	**6.244**	**7.058**	**6.582**	**7.433**	**8.869**	**10.369**	**11.908**	**13.540**	**15.272**	**17.168**	**19.288**	**21.686**
Toplam*	15.626	16.727	17.836	20.182	23.185	26.094	28.878	31.631	34.353	37.160	40.229	43.619

Kaynak: Şirket

**Uluslararası kurumsal mağazaların hasılatına bu hasılat sebebiyle oluşan Esas Faaliyetlerden Diğer Gelir ve Giderler/Net içindeki kur farkı gelir/giderleri (net) sınıflanarak gösterilmiştir. Kur farkı gelir/giderler (net) hesaplaması 6.2.3. bölümünde detaylı olarak açıklanmıştır.*

Tablo 48: Hasılat Büyüme Oranları

	2021**	2022	2023	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	2032T
Kurumsal Mağazalar	*u.d.*	*8,1%*	*15,3%*	*7,8%*	*8,5%*	*7,0%*	*5,6%*	*4,8%*	*3,7%*	*3,6%*	*3,5%*	*3,5%*
Franchise Mağazalar	*u.d.*	*-15,8%*	*15,1%*	*16,4%*	*15,4%*	*14,2%*	*14,0%*	*12,7%*	*10,0%*	*9,4%*	*9,0%*	*8,6%*
Perakende Mağazalar	*u.d.*	6,8%	15,3%	8,2%	8,9%	7,3%	6,0%	5,2%	4,0%	4,0%	3,9%	3,8%
Koton.com	*u.d.*	*-41,2%*	*63,3%*	*70,0%*	*35,0%*	*30,0%*	*25,0%*	*20,0%*	*15,0%*	*10,0%*	*10,0%*	*10,0%*
Diğer Pazaryerleri	*u.d.*	*-20,4%*	*26,9%*	*25,0%*	*17,0%*	*11,9%*	*7,5%*	*7,5%*	*7,5%*	*5,0%*	*5,0%*	*5,0%*
E-Ticaret	*u.d.*	-26,5%	35,3%	37,6%	23,2%	18,8%	14,7%	13,1%	11,1%	7,5%	7,5%	7,6%
Toptan & Diğer	*u.d.*	20,5%	4,0%	30,0%	25,0%	15,0%	10,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Türkiye	*u.d.*	**3,1%**	**16,4%**	**13,3%**	**12,3%**	**9,8%**	**7,9%**	**6,6%**	**5,5%**	**4,8%**	**4,8%**	**4,7%**
*Kurumsal Mağazalar**	*u.d.*	*5,6%*	*-7,1%*	*5,5%*	*15,5%*	*11,3%*	*9,2%*	*8,2%*	*7,5%*	*6,7%*	*6,1%*	*5,5%*
Franchise Mağazalar	*u.d.*	*59,1%*	*0,2%*	*11,6%*	*26,1%*	*31,1%*	*24,2%*	*19,9%*	*17,0%*	*14,8%*	*13,4%*	*12,3%*
Perakende Mağazalar	*u.d.*	10,0%	-6,2%	6,3%	16,9%	14,1%	11,7%	10,4%	9,4%	8,4%	7,7%	7,1%
E-Ticaret	*u.d.*	48,6%	0,3%	90,0%	35,0%	32,5%	30,0%	27,5%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%
Toptan & Diğer	*u.d.*	186,0%	-89,3%	30,0%	25,0%	15,0%	10,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Uluslararası	*u.d.*	**13,0%**	**-6,7%**	**12,9%**	**19,3%**	**16,9%**	**14,8%**	**13,7%**	**12,8%**	**12,4%**	**12,3%**	**12,4%**
Toplam*	*u.d.*	7,0%	6,6%	13,2%	14,9%	12,5%	10,7%	9,5%	8,6%	8,2%	8,3%	8,4%

Kaynak: Şirket

**Uluslararası kurumsal mağazaların hasılatına bu hasılat sebebiyle oluşan Esas Faaliyetlerden Diğer Gelir ve Giderler/Net içindeki kur farkı gelir/giderleri (net) sınıflanarak gösterilmiştir. Kur farkı gelir/giderler (net) hesaplaması 6.2.3. bölümünde detaylı olarak açıklanmıştır.*

***2020 yılı TMS 29 Yüksek Enflasyonlu Ekonomilerde Finansal Raporlama düzeltmesine göre denetlenmediğinden bu veri 2021 yılı için hesaplanamamaktadır.*

1. **Perakende Mağazalar:**

Şirket'in kendi işlettiği kurumsal mağazalarından ve franchise mağazalarından elde ettiği satışlar, Türkiye ve yurt dışı için ayrı ayrı hesaplanmıştır. Mağaza satışları, toplam metrekare ve metrekare başına satış rakamlarının çarpılması ile hesaplanmaktadır.

Mağaza sayıları tahmini: Açılması ve kapatılması planlanan mağaza sayıları Şirket'in mevcut stratejisi doğrultusunda tahmin edilmiştir. Şirket yönetimi pandemi ile birlikte mağaza optimizasyonu süreci kapsamında yeterli seviyede karlılık yaratmadığını değerlendirdiği mağazalarını kapatmaya başlamış ve her çeyrek sonunda yapılan periyodik değerlendirmelerin sonuncusunda bu optimizasyonun 2023 yılında tamamlandığı görüşüne ulaşmış olup, geçmiş dönemlerin aksine performansları nedeniyle kapatılması gereken yeni mağaza tespit etmemiştir. Ayrıca, Projeksiyon döneminde ise Şirket, uluslararası kurumsal ve franchise mağaza açılışlarına ağırlık vermeyi planlamaktadır. Bu plana paralel olarak Şirket yönetimi pazar araştırma raporunun da desteklediği üzere, hem hali hazırda operasyonların devam ettiği ülkelerde, hem de yeni ülkelerde hem kurumsal olarak hem de franchise olarak yönetilecek mağaza açılışlarına yönelik girişimlerde bulunmaktadır. Bu kapsamda 2024 yılında açılması hedeflenen mağazaların bir kısmının sözleşmesi imzalanmış olup, ticari şartların görüşüldüğü ve lokasyon arayışlarının devam edildiği mağazalar da bulunmaktadır.

Tablo 49: Ortalama Net Mağaza Sayısı Projeksiyonu

	2021	2022	2023	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	2032T
TR Kurumsal Mağazalar	252	231	213	214	218	223	228	234	240	246	252	258
Değişim	*u.d.*	*(20)*	*(18)*	*0*	*4*	*5*	*6*	*6*	*6*	*6*	*6*	*6*
TR Franchise Mağazalar	32	32	29	30	31	32	35	37	39	41	43	45
Değişim	*u.d.*	*(0)*	*(2)*	*0*	*1*	*2*	*3*	*3*	*2*	*2*	*2*	*2*
Toplam TR Mağazalar	**283**	**263**	**243**	**243**	**248**	**255**	**263**	**271**	**279**	**287**	**295**	**303**
Değişim	*u.d.*	*(20)*	*(20)*	*0*	*5*	*7*	*8*	*9*	*8*	*8*	*8*	*8*
Uluslararası Kurumsal Mağazalar	114	109	113	126	145	161	175	189	203	217	230	242
Değişim	*u.d.*	*(5)*	*4*	*12*	*19*	*16*	*15*	*14*	*14*	*14*	*13*	*13*
Uluslararası Franchise Mağazalar	72	76	80	85	100	123	146	169	193	218	243	270
Değişim	*u.d.*	*4*	*4*	*6*	*15*	*23*	*23*	*24*	*24*	*25*	*26*	*27*
Toplam Uluslararası Mağazalar	**186**	**185**	**193**	**211**	**245**	**283**	**321**	**358**	**396**	**434**	**473**	**512**
Değişim	*u.d.*	*(1)*	*7*	*18*	*34*	*39*	*38*	*38*	*38*	*38*	*39*	*39*
Toplam Perakende Mağazalar	**470**	**449**	**436**	**454**	**493**	**538**	**583**	**629**	**675**	**721**	**768**	**815**
Değişim	*u.d.*	*(21)*	*(13)*	*18*	*39*	*45*	*46*	*46*	*46*	*46*	*47*	*47*

Kaynak: Şirket

Metrekare başına satış tahmini: Mağazaların geçmişte gerçekleşen performanslarına paralel olarak, projeksiyon dönemi boyunca belirlenmiş olan stratejiler ve mevcut ve olası rekabet koşulları dikkate alınarak hesaplanmıştır. Türkiye'de yer alan mağazalar için metrekare başı satış tutarları, önceki yıl gerçekleşmelerinden hareketle Türk Lirası üzerinden projeksiyon dönemi boyunca reel büyüme oranları dikkate alınarak hesaplanmıştır. Uluslararası mağazaların metrekare başına satışlarında, 2023 yılında gerçekleşen kurlar ile ilişkilendirilen negatif etkinin projeksiyon döneminde görülmemesi amacıyla Şirket yönetimi, metrekare bazında satışları artırmak üzere indirim yönetimlerinde değişikliğe gidilmesinin yanısıra rekabet avantajı sağlamak amacıyla bu ülkelerde satılacak ürünlerin daha uygun maliyetler ile tedarik edilmesi adına yurtdışı üretimleri bağlantılı transit yükleme sayılarını artırma kararı almıştır. Satışları desteklemek amacıyla ürünlerin satış hızını artırmak için mağazalara daha hızlı sevkiyat yapılması adına daha sık uçak yüklemesi yapılması gibi bazı

uygulamaları devreye almıştır. Bununla birlikte, muhafazakâr bir yaklaşım izlemek adına 2023 yılı gerçekleşmeleri de dikkate alınarak uluslararası mağazaların reel büyümeleri 2024 yılı için, hem kurumsal mağazalar hem de franchise mağazalar için sırasıyla ortalama %5 ve %3 negatif olacak şekilde öngörülmüştür. 2024'ü takiben projeksiyon döneminin devamında reel büyüme öngörülmemiştir.

Tablo 50: Metrekare Bazında Perakende Satışları Reel Büyüme Tahminleri

	2021*	2022	2023	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	2032T
TR Kurumsal Mağazalar (TL)	*u.d.*	17%	25%	8%	7%	5%	3%	2%	1%	1%	1%	1%
Uluslararası Kurumsal Mağazalar (ABD Doları)	*u.d.*	26%	-9%	-5%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
TR Franchise Mağazalar (TL)	*u.d.*	-16%	25%	15%	11%	7%	4%	3%	3%	3%	3%	3%
Uluslararası Franchise Mağazalar (ABD Doları)	*u.d.*	52%	-7%	-3%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%

Kaynak: Şirket
**2020 yılı TMS 29 Yüksek Enflasyonlu Ekonomllerde Finansal Raporlama düzeltmesine göre denetlenmediğinden bu veri 2021 yılı için hesaplanamamaktadır.*

2. E-Ticaret:

E-ticaret gelirleri, koton.com web sitesi ve mobil uygulama üzerinden tüketicilere yapılan doğrudan satışları ve Türkiye'deki ve yurt dışındaki müşterilere yapılan pazar yeri satışlarını temsil etmektedir. Şirket, e-ticaret faaliyetlerini hem koton.com'daki büyüme, hem de uluslararası pazarlarla olan ilişkileri ve uluslararası pazarlarda faaliyete geçirmeyi planladığı kendi websitesi yoluyla genişletmeyi planlamaktadır. Şirket, Türkiye'de koton.com'u büyütmeye devam etmeyi planlamaktadır ve OC&C Raporu'na göre, Şirket, gelişmiş pazarlardaki çevrimiçi (online) alışverişle karşılaştırıldığında Türkiye'deki nispeten düşük çevrimiçi (online) alışveriş oranı nedeniyle bunun başarılabilir olduğunu düşünmektedir.

Koton.com ve yurt içi pazaryerleri satış tutarlarının, Türk Lirası üzerinden; yurt dışı pazaryerleri satış tutarlarının ise ABD Doları üzerinden stratejik planlama doğrultusunda belirli bir reel büyüme oranı ile artacağı öngörülmüştür. 2024 yılı özelinde Şirket'in Türkiye ve uluslararası ülkeler bazında bütçelediği i) koton.com ve mobil uygulaması üstünden hedeflenen satışlar, ii) mevcut pazaryerleri ile ticaret derinleştirme planları ve iii) yeni pazaryerleri ile işbirliği girişimleri ile yeni bölgelere penetrasyon hedefleri dikkate alınmıştır.

Özellikle 2024 yılında uluslararası e-ticaret kanalında öngörülen reel büyüme i) 2024 yılı içerisinde sırasıyla Romanya (Nisan), Kazakistan (Haziran) , BAE (Temmuz) ve Sırbistan' da (Ağustos) devreye girme planından ve ii) 2024 yılında anlaşmaları tamamlanmış pazaryerlerinde entegrasyonun tamamlanması ve tamamlanan lojistik yatırımlarının yılın ikinci çeyreği itibarıyla devreye girmesi ile birlikte gerçekleştirilecek ciro beklentisinden kaynaklanmaktadır.

İlgili reel büyüme tahminleri aşağıdaki tabloda verilmiştir.

Tablo 51: E-Ticaret Satışları Reel Büyüme Tahminleri

	2021*	2022	2023	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	2032T
TR E-Ticaret - Koton.com (TL)	*u.d.*	-41%	63%	70%	35%	30%	25%	20%	15%	10%	10%	10%
TR E-Ticaret - Diğer (TL)	*u.d.*	-20%	27%	25%	17%	12%	7%	7%	7%	5%	5%	5%
Uluslararası E-Ticaret (ABD Doları)	*u.d.*	49%	0%	90%	35%	33%	30%	28%	25%	25%	25%	25%

Kaynak: Şirket
**2020 yılı TMS 29 Yüksek Enflasyonlu Ekonomilerde Finansal Raporlama düzeltmesine göre denetlenmediğinden bu veri 2021 yılı için hesaplanamamaktadır.*

3. Toptan Satış Kanalları:

Toptan satışlar, nihai tüketicilere satış yapan üçüncü taraf perakendecilere yapılan satışlardan oluşmaktadır. Toptan satış kanalı, çok katlı mağazalar, köşe mağazalar ve diğer bireysel mağazaların yanı sıra üçüncü taraflar için çevrimiçi (online) kanalları içerir.

Şirket hem mevcut müşterileriyle operasyonunu geliştirmeyi hem de Türkiye'deki ve yurt dışındaki toptancılarla yeni ortaklık anlaşmaları gerçekleştirmeyi amaçlamaktadır.

Türkiye toptan satış tutarlarının, Türk Lirası üzerinden, yurt dışı toptan satış tutarlarının, ABD Doları üzerinden belirli bir reel büyüme oranı ile artacağı öngörülmüştür. Şirket'in, toptan kanalda hem yurtiçinde hem de yurtdışında önemli işbirliği hedefleri bulunmaktadır. Koton'un bu hedefler doğrultusunda yeni toptan satış müşterileri edinme girişimleri bulunmaktadır. İlgili reel büyüme tahminleri aşağıdaki tabloda verilmiştir.

Tablo 52: Toptan Satış Kanalları Reel Büyüme Tahminleri

	2021*	2022	2023	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	2032T
TR Toptan Satışlar (TL)	*u.d.*	20%	4%	30%	25%	15%	10%	5%	5%	5%	5%	5%
Uluslararası Toptan Satışlar (ABD Doları)	*u.d.*	186%	-89%	30%	25%	15%	10%	5%	5%	5%	5%	5%

Kaynak: Şirket
**2020 yılı TMS 29 Yüksek Enflasyonlu Ekonomilerde Finansal Raporlama düzeltmesine göre denetlenmediğinden bu veri 2021 yılı için hesaplanamamaktadır.*

6.2.3 Kur Farkı Gelirleri Projeksiyonu

Şirket yurt dışında faaliyet gösteren kurumsal mağazalarının sahibi olan bağlı ortaklıklarına yaptığı satışları ABD Doları cinsinden fatura etmektedir. Bu sebepten yurt dışında bulunan iştiraklerde, ürün alımı ile ödeme yaptıkları süre zarfında ABD Doları ve yerel para birimi arasındaki değişimden bir kur farkı geliri/gideri oluşmaktadır. İştirakin Türkiye'deki ana ortaklığa yaptığı ödeme sırasında ise ana ortaklık satışı ile ödemenin yapıldığı sürede ABD Doları ve Türk Lirası arasındaki değişimden ötürü ana ortaklıkta kur farkı geliri/gideri oluşmaktadır. Neticede, satışın yapıldığı süre ile ödemenin yapıldığı süre içerisinde değişen kur pozisyonlarından ötürü, ağırlıklı olarak ana ortaklık kur farkı geliri/gideri yazmaktadır. Bu durumun Şirket'in süregelen uluslararası satışlarının devam edeceğinden hareketle, projeksiyon döneminde de geçmişte gerçekleşen tutarlar ile uyumlu bir yaklaşım ile projeksiyon döneminde kur farkı geliri/gideri tahmin edilmiştir.

Geçmiş dönemlerde oluşan net kur farkı geliri/gideri tutarları incelendiğinde, bu gelir ve giderlerin doğrudan uluslararası kurumsal mağazalardan yapılan tahsilatla ilişkili olduğu görülmüştür. Bu sebeple, tahmin edilen kur farkı gelir/giderinin net tutarı uluslarası kurumsal mağazaların hasılatına eklenmiş ve eklenmesi sonucu uluslararası mağazaların brüt karda oluşan marjı etkisi (%6,2) sabit tutularak projeksiyon dönemi için kur farkı gelir/gideri hesaplanmıştır.

Tablo 53: Kur Farkı Gelirleri Projeksiyonu

mn TL	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	2032T
Brüt Kar Marjı Farkı	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%
Kur Farkı Gelir/(Gideri), net	**681**	**798**	**897**	**990**	**1.084**	**1.169**	**1.250**	**1.330**	**1.405**

Kaynak: Şirket ve İş Yatırım

6.2.4 Brüt Kar Projeksiyonu

Brüt kar Türkiye ve uluslararası satış kanalları kırılımında ayrı ayrı hesaplanmıştır. Brüt kar marjları, satış kanalları bazında geçmiş yıllarda gerçekleşen maliyetler dikkate alınarak projeksiyon döneminde hesaplanmıştır ve projeksiyon dönemi brüt kar marjlarında önemli bir değişim öngörülmemiştir. Şirket, son 3

yılda doğrudan işletilen mağaza ağında kapsamlı bir optimizasyon gerçekleştirirken, mevcut mağazaların performansını da Bire-Bir bazda iyileştirmiştir. Belirtilen iyileşmelerin limitli oranlarda projeksiyon döneminde de devam etmesi öngörülmektedir.

Tablo 54: Brüt Kar Marjı Projeksiyonu

	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	2032T
Kurumsal Mağazalar	*61,0%*	*60,9%*	*60,9%*	*61,0%*	*61,1%*	*61,2%*	*61,3%*	*61,4%*	*61,5%*
Franchise Mağazalar	*37,6%*	*37,6%*	*37,6%*	*37,8%*	*37,8%*	*37,9%*	*37,9%*	*38,0%*	*38,0%*
Perakende Mağazalar	59,9%	59,8%	59,7%	59,7%	59,7%	59,7%	59,8%	59,8%	59,8%
Koton.com	*55,0%*	*55,5%*	*56,0%*	*56,5%*	*57,0%*	*57,1%*	*57,2%*	*57,3%*	*57,4%*
Diğer Pazaryerleri	*46,0%*	*45,7%*	*45,6%*	*45,4%*	*45,9%*	*46,0%*	*46,1%*	*46,2%*	*46,3%*
E-Ticaret	49,1%	49,4%	49,9%	50,4%	51,2%	51,5%	51,7%	51,9%	52,2%
Toptan & Diğer	37,5%	38,2%	38,7%	39,0%	39,2%	39,5%	39,8%	40,0%	40,3%
Türkiye	**56,4%**	**56,1%**	**56,0%**	**55,9%**	**56,0%**	**56,1%**	**56,1%**	**56,1%**	**56,2%**
*Kurumsal Mağazalar**	*55,4%*	*56,1%*	*56,6%*	*57,1%*	*57,7%*	*57,8%*	*57,9%*	*58,0%*	*58,2%*
Franchise Mağazalar	*22,0%*	*22,2%*	*22,4%*	*22,6%*	*22,8%*	*22,9%*	*23,0%*	*23,1%*	*23,2%*
Perakende Mağazalar	50,9%	51,2%	50,9%	50,7%	50,6%	50,3%	50,0%	49,6%	49,4%
E-Ticaret	56,0%	56,2%	56,4%	56,6%	56,8%	56,9%	57,0%	57,1%	57,2%
Toptan & Diğer	11,1%	11,4%	11,7%	12,0%	12,4%	12,5%	12,6%	12,7%	12,8%
Uluslararası	**51,5%**	**51,8%**	**51,8%**	**51,8%**	**51,9%**	**51,8%**	**51,8%**	**51,8%**	**51,9%**
Toplam*	54,6%	54,5%	54,3%	54,2%	54,3%	54,2%	54,1%	54,1%	54,1%

Kaynak: Şirket

**Uluslararası kurumsal mağazaların hasılatına bu hasılat sebebiyle oluşan Esas Faaliyetlerden Diğer Gelir ve Giderler/Net içindeki kur farkı gelir/giderleri (net) sınıflanarak gösterilmiştir. Kur farkı gelir/giderler (net) hesaplaması 6.2.3. bölümünde detaylı olarak açıklanmıştır.*

Tablo 55: Brüt Kar Projeksiyonu

mn TL	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	2032T
Kurumsal Mağazalar	*5.725*	*6.211*	*6.641*	*7.022*	*7.368*	*7.651*	*7.938*	*8.232*	*8.531*
Franchise Mağazalar	*170*	*196*	*224*	*256*	*289*	*319*	*349*	*381*	*414*
Perakende Mağazalar	5.894	6.407	6.865	7.279	7.658	7.969	8.288	8.613	8.946
Koton.com	*347*	*473*	*620*	*782*	*947*	*1.090*	*1.202*	*1.324*	*1.459*
Diğer Pazaryerleri	*548*	*638*	*712*	*762*	*827*	*890*	*937*	*986*	*1.037*
E-Ticaret	895	1.111	1.332	1.544	1.773	1.981	2.138	2.310	2.496
Toptan & Diğer	407	518	603	669	707	747	790	835	882
Türkiye	**7.197**	**8.036**	**8.800**	**9.492**	**10.138**	**10.697**	**11.216**	**11.758**	**12.324**
*Kurumsal Mağazalar**	*3.081*	*3.603*	*4.048*	*4.458*	*4.874*	*5.253*	*5.617*	*5.970*	*6.310*
Franchise Mağazalar	*191*	*243*	*321*	*402*	*487*	*572*	*659*	*751*	*847*
Perakende Mağazalar	3.271	3.846	4.369	4.860	5.361	5.824	6.276	6.721	7.156
E-Ticaret	554	751	998	1.302	1.666	2.086	2.613	3.271	4.096
Toptan & Diğer	1	2	2	2	2	3	3	3	3
Uluslararası	**3.827**	**4.598**	**5.369**	**6.165**	**7.030**	**7.913**	**8.891**	**9.995**	**11.256**
Toplam*	11.023	12.634	14.170	15.656	17.167	18.610	20.107	21.752	23.580

Kaynak: Şirket

**Uluslararası kurumsal mağazaların hasılatına bu hasılat sebebiyle oluşan Esas Faaliyetlerden Diğer Gelir ve Giderler/Net içindeki kur farkı gelir/giderleri (net) sınıflanarak gösterilmiştir. Kur farkı gelir/giderler (net) hesaplaması 6.2.3. bölümünde detaylı olarak açıklanmıştır.*

6.2.5 Faaliyet Giderleri Projeksiyonu

Genel Yönetim Giderleri; personel giderleri, danışmanlık giderleri, genel ofis giderleri ve diğer giderleri kapsamaktadır. Genel Yönetim Giderleri projeksiyon dönemindeki toplam hasılatlara oranlanarak hesaplanmış ve geçmişte gerçekleşen oranlar göz önünde bulundurularak, hasılattaki değişim ve ölçek

ekonomisi etkisi dikkate alınarak limitli iyileştirmeler dahilinde hesaplanmıştır. Projeksiyon dönemi boyunca personel giderlerinin satışlara oranında azalış trendi olmasının sebebi, genel yönetim giderlerindeki personel giderlerinin merkez ofiste çalışan personel ait olmasından ve merkez ofiste ilave personel gereksiniminin satışlardaki artış beklentisinin altında olacağından kaynaklanmaktadır.

Tablo 56: Genel Yönetim Giderlerinin Satışlara Oranı

	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	2032T
Personel giderleri	5,1%	5,0%	4,9%	4,8%	4,7%	4,6%	4,5%	4,4%	4,3%
Danışmanlık giderleri	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%
Genel ofis giderleri	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%
Diğer	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%
Genel Yönetim Giderleri (Kira ve Amortisman Hariç)	**6,8%**	**6,7%**	**6,6%**	**6,5%**	**6,4%**	**6,3%**	**6,2%**	**6,1%**	**6,0%**

Kaynak: Şirket

Tablo 57: Genel Yönetim Giderleri Projeksiyonu

mn TL	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	2032T
Personel giderleri	986	1.110	1.224	1.327	1.422	1.512	1.600	1.695	1.797
Danışmanlık giderleri	79	91	102	113	124	134	145	157	171
Genel ofis giderleri	31	36	41	45	49	53	58	63	68
Diğer	226	260	293	324	355	385	417	452	490
Genel Yönetim Giderleri (Kira ve Amortisman Hariç)	**1.323**	**1.496**	**1.659**	**1.808**	**1.950**	**2.085**	**2.220**	**2.366**	**2.526**

Kaynak: Şirket

Satış ve Pazarlama Giderleri; personel giderleri, bina yönetim giderleri giderleri, nakliye ve nakil vasıta giderleri, enerji ve elektrik giderleri ile diğer giderleri kapsamaktadır. Şirket'in geçmiş yıllardaki gerçekleşen ilgili giderlerin satışlarına oranı ile tutarlı olacak şekilde projeksiyon amacıyla bu kırılımda satışlara oranlanarak hesaplanmıştır. Satış ve pazarlama giderlerinin içinde bulunan personel giderleri perakende operasyonları ve ağırlıklı e-ticaret operasyonlarında çalışan personele ait giderler olduğundan, personel giderlerine ilişkin yukarıdaki tabloda belirtilen oranlar, yalnızca perakende satış kanalları ile e-ticaret kanallarından elde edilen hasılata oranlanarak hesaplanmıştır. Projeksiyon dönemi boyunca personel giderlerinin satışlara oranında azalış trendi olmasının sebebi, e-ticaret kanalında ilave personel gereksiniminin e-ticaret kanalı için öngörülen satışlardaki artış beklentisinin altında olacağından kaynaklanmaktadır.

Personel giderleri özelinde, hasılatın içinde e-ticaret payının büyümesine paralel olarak ölçek ekonomisi etkisi göz önüne alınarak projeksiyon dönemi boyunca limitli şekilde iyileştirme öngörülmüştür. Personel giderleri dışındaki giderlerde satışlara oranlar sabit tutulmuştur.

Tablo 58: Satış ve Pazarlama Giderlerinin Satışlara Oranı

	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	2032T
Personel giderleri*	11,7%	11,3%	10,9%	10,5%	10,1%	9,7%	9,3%	8,9%	8,5%
Bina yönetim giderleri	1,7%	1,7%	1,7%	1,7%	1,7%	1,7%	1,7%	1,7%	1,7%
Nakliye ve nakil vasıta giderleri	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%
Enerji ve elektrik giderleri	1,9%	1,9%	1,9%	1,9%	1,9%	1,9%	1,9%	1,9%	1,9%
Genel mağaza giderleri	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%
Diğer	3,8%	3,8%	3,8%	3,8%	3,8%	3,8%	3,8%	3,8%	3,8%
Satış ve Pazarlama Giderleri (Kira ve Amortisman Hariç)	**21,2%**	**20,8%**	**20,4%**	**20,0%**	**19,6%**	**19,3%**	**18,9%**	**18,5%**	**18,1%**

Kaynak: Şirket
**Perakende ve e-ticaret kanalları toplam hasılatına denk gelen oranlardır.*

Tablo 59: Satış ve Pazarlama Giderleri Projeksiyonu

mn TL	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	2032T
Personel giderleri	2.234	2.466	2.674	2.851	3.012	3.149	3.271	3.395	3.522
Bina yönetim giderleri	327	376	423	468	513	557	602	653	708
Nakliye ve nakil vasıta giderleri	297	341	384	425	466	506	547	593	643
Enerji ve elektrik giderleri	378	434	489	541	593	644	697	755	819
Genel mağaza giderleri	157	180	203	224	246	267	289	313	340
Diğer	735	843	949	1.051	1.151	1.250	1.353	1.465	1.590
Satış ve Pazarlama Giderleri (Kira ve Amortisman Hariç)	**4.128**	**4.641**	**5.122**	**5.561**	**5.980**	**6.372**	**6.760**	**7.174**	**7.623**

Kaynak: Şirket

Araştırma ve Geliştirme Giderleri; personel giderleri ve diğer giderleri kapsamaktadır. Araştırma ve Geliştirme Giderleri Şirket'in geçmiş yıllardaki gerçekleşen ilgili giderlerin satışlarına oranı ile tutarlı olacak şekilde projeksiyon amacıyla bu kırılımda satışlara oranlanarak hesaplanmış ve projeksiyon dönemi boyunca satışlara oranı sabit tutulmuştur.

Tablo 60: Araştırma ve Geliştirme Giderlerinin Satışlara Oranı

	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	2032T
Personel giderleri	0,9%	0,9%	0,9%	0,9%	0,9%	0,9%	0,9%	0,9%	0,9%
Diğer	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%
Araştırma ve Geliştirme Giderleri (Amortisman Hariç)	**1,0%**	**1,0%**	**1,0%**	**1,0%**	**1,0%**	**1,0%**	**1,0%**	**1,0%**	**1,0%**

Kaynak: Şirket

Tablo 61: Araştırma ve Geliştirme Giderleri Projeksiyonu

	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	2032T
Personel giderleri	168	193	217	240	263	286	310	335	364
Diğer	36	42	47	52	57	62	67	72	79
Araştırma ve Geliştirme Giderleri (Amortisman Hariç)	**204**	**235**	**264**	**292**	**320**	**348**	**377**	**408**	**443**

Kaynak: Şirket

Kira Giderleri; mağazalar ile genel müdürlük ve depo olmak üzere ikiye ayrılmıştır. Mağazalara ilişkin kira giderleri Şirket'in geçmiş yıllardaki gerçekleşen mağaza kira giderlerinin perakende satışlarına oranı ile tutarlı olacak şekilde perakende satışlara oranlanarak hesaplanmıştır. Genel müdürlük ve depo kira giderleri ise projeksiyon dönemindeki toplam hasılatlara oranlanarak hesaplanmış ve hasılatın büyümesine paralel olarak ölçek ekonomisi etkisi göz önüne alınarak limitli iyileştirmelre dikkate alınarak hesaplanmıştır. Burada gösterilen kira bedelleri İNA'ya yönelik hesaplandığından, Şirket'in ödeyeceği toplam kira giderlerine ait nakit çıkışı tahminlerini yansıtmaktadır.

Tablo 62: Kira Giderlerinin Satışlara Oranı

	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	2032T
Kira Gideri (Mağazalar)*	12,2%	12,2%	12,2%	12,2%	12,2%	12,2%	12,2%	12,2%	12,2%
Kira Gideri (Genel Müdürlük ve Depo)	0,6%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,4%	0,4%	0,4%

Kaynak: Şirket
**Perakende kanalı toplam hasılatına denk gelen oranlardır.*

Tablo 63: Kira Giderleri Projeksiyonu

	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	2032T
Kira Gideri (Mağazalar)	1.907	2.132	2.346	2.543	2.731	2.906	3.080	3.255	3.431
Kira Gideri (Genel Müdürlük ve Depo)	108	120	130	138	145	151	156	162	167
Kira Gideri	**2.015**	**2.252**	**2.476**	**2.681**	**2.876**	**3.057**	**3.237**	**3.417**	**3.598**

Kaynak: Şirket

6.2.6 FAVÖK Projeksiyonu

Tablo 64: FAVÖK Projeksiyonu

mn TL	2021	2022	2023	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	2032T
Hasılat	**14.384**	**16.017**	**17.194**	**19.501**	**22.387**	**25.197**	**27.888**	**30.547**	**33.184**	**35.910**	**38.899**	**42.214**
Kur Farkı Gelirleri/(Giderleri), net	1.243	710	642	681	798	897	990	1.084	1.169	1.250	1.330	1.405
Satışların Maliyeti	(8.153)	(7.605)	(8.246)	(9.158)	(10.551)	(11.924)	(13.221)	(14.464)	(15.743)	(17.053)	(18.477)	(20.039)
Brüt Kar	**7.473***	**9.123***	**9.589***	**11.023**	**12.634**	**14.170**	**15.656**	**17.167**	**18.610**	**20.107**	**21.752**	**23.580**
*Brüt Kar Marjı***	*47,8%*	*54,5%*	*53,8%*	*54,6%*	*54,5%*	*54,3%*	*54,2%*	*54,3%*	*54,2%*	*54,1%*	*54,1%*	*54,1%*
Faaliyet Giderleri	(5.333)	(6.051)	(6.317)	(7.671)	(8.624)	(9.521)	(10.342)	(11.127)	(11.863)	(12.593)	(13.365)	(14.189)
FAVÖK (TFRS 16 Etkisi Hariç)	**2.140**	**3.071**	**3.272**	**3.352**	**4.010**	**4.649**	**5.314**	**6.041**	**6.748**	**7.514**	**8.387**	**9.390**
*FAVÖK Marjı (TFRS 16 Etkisi Hariç)***	*13,7%*	*18,4%*	*18,3%*	*16,6%*	*17,3%*	*17,8%*	*18,4%*	*19,1%*	*19,6%*	*20,2%*	*20,8%*	*21,5%*
FAVÖK (TFRS 16 Etkisi Dahil)	**3.188**	**4.217**	**4.367**	**4.590**	**5.432**	**6.250**	**7.085**	**7.981**	**8.855**	**9.793**	**10.855**	**12.067**
*FAVÖK Marjı (TFRS 16 Etkisi Dahil)***	*20,4%*	*25,2%*	*24,5%*	*22,7%*	*23,4%*	*24,0%*	*24,5%*	*25,2%*	*25,8%*	*26,4%*	*27,0%*	*27,7%*

Kaynak: Şirket

** Uluslararası kurumsal mağazaların hasılatına bu hasılat sebebiyle oluşan Esas Faaliyetlerden Diğer Gelir ve Giderler/Net içindeki kur farkı gelir/giderleri (net) sınıflanarak hasılat altında gösterilmiştir. Bu sebepten ötürü brüt kar rakamları denetim raporlarında açıklanmış brüt kar rakamları ile kur farkı gelir/giderleri (net) tutarı kadar farklılık göstermektedir.*

*** Hesaplamalar ilgili satırın Hasılat + Kur Farkı Gelirleri/(Giderleri), net verisi üstünden yapılmıştır.*

Kur farkı gelirleri, satışların maliyeti ve faaliyet giderleri projeksiyonları dikkate alınarak hesaplanan brüt kar ve FAVÖK tutarlarına yukarıdaki tabloda yer verilmiştir. Genel Yönetim Giderleri ve Satış ve Pazarlama Giderleri projeksiyonları amortisman dahil edilmeden hesaplanmıştır.

TFRS 16 etkisi, TFRS 16'nın geçmişte dahil edildiği ve dahil edilmediği FAVÖK marjları arasındaki marj farklarından hareketle tahmin edilmiştir. Tahmin edilen marj farkı projeksiyon dönemi boyunca sabit tutularak, gösterimsel amaçlı TFRS 16 etkisi dahil FAVÖK hesaplanmıştır.

6.2.7 Vadeli Alımlara İlişkin Reeskont Faizi Gideri Projeksiyonu

Vadeli alımlara ilişkin reeskont faiz gideri projeksiyonunda, son üç yılın hasılata oranı incelenmiş ve oranın benzer seviyelerde olduğu görülmüştür. 2023 yılı %4,3 seviyesindeki oran projeksiyon dönemi boyunca sabit kabul edilerek İNA'da dikkate alınmıştır.

Tablo 65: Vadeli Alımlara İlişkin Reeskont Faizi Gideri Projeksiyonu

mn TL	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	2032T
Vadeli Alımlara İlişkin Reeskont Faiz Gideri	(841)	(966)	(1.087)	(1.203)	(1.318)	(1.432)	(1.549)	(1.678)	(1.821)
Hasılata Oranı	*4,3%*	*4,3%*	*4,3%*	*4,3%*	*4,3%*	*4,3%*	*4,3%*	*4,3%*	*4,3%*

Kaynak: Şirket ve İş Yatırım

6.2.8 İşletme Sermayesi

İşletme sermayesi hesaplaması yapılırken ticari alacaklar, diğer alacaklar, stoklar, peşin ödenmiş giderler, diğer dönen varlıklar, ticari borçlar, diğer borçlar, ertelenmiş gelirler ve diğer kısa vadeli yükümlülükler dikkate alınmıştır.

- **Ticari Alacaklar:** Şirket için ortalama tahsilat günleri projeksiyon dönemi boyunca 2023 gerçekleşen gün olan 21 gün olarak varsayılmıştır.
- **Diğer Alacaklar:** Geçmiş üç yıl gerçekleşen ortalama satışlara oranı olan %0,1 kullanılarak tüm projeksiyon dönemi için aynı oran dahilinde hesaplanmıştır.
- **Stoklar:** Şirket ortalama stok günleri 2023 sonu ve geçmiş yıllar dikkate alınarak tahmin edilmiştir. Stok gün sayısının projeksiyon döneminde, mevcut seviyesinden her yıl bir gün azalacağı öngörülmekte olup 214-222 gün arasında olacağı tahmin edilmiştir.
- **Peşin Ödenmiş Giderler:** Geçmiş üç yıl gerçekleşen ortalama satışlara oranı olan %2,9 kullanılarak tüm projeksiyon dönemi için aynı oran dahilinde hesaplanmıştır.
- **Diğer Dönen Varlıklar:** Geçmiş üç yıl gerçekleşen ortalama satışlara oranı olan %1,8 kullanılarak tüm projeksiyon dönemi için aynı oran dahilinde hesaplanmıştır.
- **Ticari Borçlar:** 2021 yılında 144 gün olarak gerçekleşen ticari borç ödeme günleri, 2022 yılında 178 gün, 2023 yılında 167 gün olarak gerçekleşmiştir. Projeksiyon döneminde kademeli olarak her yıl bir gün artış öngörülmüş ve 168-176 gün arasında olacağı tahmin edilmiştir.
- **Diğer Borçlar:** Geçmiş üç yıl gerçekleşen ortalama satışların maliyetine oranı olan %0,005 kullanılarak tüm projeksiyon dönemi için aynı oran dahilinde hesaplanmıştır.
- **Ertelenmiş Gelirler:** Geçmiş üç yıl gerçekleşen ortalama satışların maliyetine oranı olan %1,3 kullanılarak tüm projeksiyon dönemi için aynı oran dahilinde hesaplanmıştır.
- **Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler:** Geçmiş üç yıl gerçekleşen ortalama satışların maliyetine oranı olan %1,1 kullanılarak tüm projeksiyon dönemi için aynı oran dahilinde hesaplanmıştır.

Tablo 66: İşletme Sermayesi Projeksiyonu

mn TL	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	2032T
Ticari Alacaklar	1.113	1.278	1.439	1.592	1.744	1.895	2.050	2.221	2.410
Diğer Alacaklar	24	27	31	34	37	40	44	47	51
Stoklar	5.576	6.396	7.195	7.942	8.648	9.370	10.103	10.896	11.762
Peşin Ödenmiş Giderler	570	654	736	815	893	970	1.050	1.137	1.234
Diğer Dönen Varlıklar	349	400	451	499	546	593	642	696	755
Ticari Borçlar	(4.213)	(4.883)	(5.551)	(6.191)	(6.812)	(7.458)	(8.125)	(8.854)	(9.657)
Diğer Borçlar	(0)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)
Ertelenmiş Gelirler	(121)	(139)	(158)	(175)	(191)	(208)	(225)	(244)	(265)
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	(100)	(115)	(130)	(144)	(158)	(171)	(186)	(201)	(218)
Net İşletme Sermayesi	3.198	3.618	4.013	4.372	4.707	5.031	5.352	5.697	6.071
Ticari Alacaklar (Gün)	21	21	21	21	21	21	21	21	21
Diğer Alacaklar/Hasılat	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%
Stoklar (Gün)	222	221	220	219	218	217	216	215	214
Peşin Ödenmiş Giderler/Hasılat	2,9%	2,9%	2,9%	2,9%	2,9%	2,9%	2,9%	2,9%	2,9%
Diğer Dönen Varlıklar/Hasılat	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%
Ticari Borçlar (Gün)	168	169	170	171	172	173	174	175	176
Diğer Borçlar/SMM	0,005%	0,005%	0,005%	0,005%	0,005%	0,005%	0,005%	0,005%	0,005%
Ertelenmiş Gelirler/SMM	1,3%	1,3%	1,3%	1,3%	1,3%	1,3%	1,3%	1,3%	1,3%
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler/SMM	1,1%	1,1%	1,1%	1,1%	1,1%	1,1%	1,1%	1,1%	1,1%

Kaynak: Şirket

6.2.9 *Yatırım Harcamaları ve Amortisman*

Şirket, düşük yatırım harcaması gerektiren bir iş modeliyle (capex light) büyüme fırsatından yararlanacağını öngörmektedir. Ayrıca Koton, Türkiye'de daha seçici bir yaklaşımla yeni mağaza açmayı hedeflemektedir.

Yatırım kalemleri; yeni açılan mağazalar yatırımları, mevcut mağazaların yenilenmesi yatırımları, bilgi işlem yatırımları, lojistik ve dağıtım yatırımları ile genel merkez ve diğer yatırımlardan oluşmaktadır.

Yeni açılan mağaza yatırımları, geçmişte açılan mağaza yatırımlarının metre kare başına düşen maliyeti ile ilgili dönemde açılacak mağaza metrekarele toplamlarının çarpılması yoluyla hesaplanmıştır. Şirket'in 2024 yılına özel yaptığı bütçeleme dikkate alınarak metrekare başına daha yüksek bir maliyet öngörülmüş, sonraki yıllarda 2023 yılında gerçekleşen metrekare başına TL bazlı maliyetin sabit kalacağı varsayılmıştır.

Mağaza yenileme yatırımları, geçmiş dönemlerde gerçekleşen ilgili yatırımların kurumsal mağaza satışlarına oranı dikkate alınarak tahmin edilmiştir. 2024 yılına özel, Şirket'in bütçelemesi dikkate alınarak yatırımların 2023 yılı oranı seviyesinde gerçekleşeceği, takip eden yıllarda ise 2021-2023 ortalama oranı şeklinde devam edeceği öngörülmüştür.

Bilgi işlem, lojistik ve dağıtım ile genel merkez ve diğer yatırımlar, geçmiş dönemlerde hasılata olan oranları gözetilerek projekte edilmiştir.

Bilgi teknoloji yatırımlarının hasılata oranının 2023'teki oran ile başlayıp projeksiyon dönemi boyunca ölçek ekonomisi etkisiyle birlikte azalacağı öngörülmüştür.

Lojistik ve dağıtım yatırımlarının hasılata oranının geçmiş dönemlerde aynı seviyelerde gerçekleştiği görülmüş ve projeksiyon dönemi boyunca aynı oranda kalacağı varsayılmışyır.

Genel merkez ve diğer yatırımlar için 2024 yılında Şirket, Türkiye genel müdürlük taşınma projesi kapsamında ilave bir yatırım bütçesi tahmin etmiş ve bu tutar 2024 yılı yatırımları içinde dikkate alınmıştır. 2025 yılından itibaren yatırım harcamalarının hasılata oranının, 2024 yılı öncesindeki seviyelerde gerçekleşeceği varsayılmış ve bu oran projeksiyon dönemi boyunca sabit olarak yatırım harcaması hesaplamasında dikkate alınmıştır.

Tablo 67: Yatırım Harcamaları ve Satışlara Oranı

mn TL	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	2032T
Yeni Açılan Mağazalar	363	330	330	337	337	337	337	345	345
Mağaza Yenilemeleri	180	150	146	156	165	174	182	190	198
Bilgi İşlem	130	127	118	103	82	89	97	105	113
Lojistik ve Dağıtım	38	44	49	54	60	65	70	76	82
Genel Merkez ve Diğer	256	22	24	25	26	27	27	27	28
Toplam	968	674	667	676	670	692	713	743	766
Yatırım Harcamalarının Satışlara Oranı	5,0%	3,0%	2,6%	2,4%	2,2%	2,1%	2,0%	1,9%	1,8%

Kaynak: Şirket

Projeksiyon dönemi amortisman tutarları, tahmin edilen satışlara oranlanarak hesaplanmıştır. Amortismanın toplam satışlara oranı 2021-2023 aralığında %5,9'dan %2,8'e gerilerken, projeksiyon döneminde yeni mağaza açılış adedi öngörüsü de göz önüne alınarak %1,8 - %1,2 aralığında tahmin edilmiştir.

Tablo 68: Amortisman Projeksiyonu ve Satışlara Oranı

mn TL	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	2032T
Amortisman (TFRS 16 etkisi hariç)	360	407	447	486	523	553	565	560	504
Amortismanın Satışlara Oranı	*1,8%*	*1,8%*	*1,8%*	*1,7%*	*1,7%*	*1,7%*	*1,6%*	*1,4%*	*1,2%*

Kaynak: Şirket

6.2.10 Ağırlıklandırılmış Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM)

Şirket'in nakit akımlarının bugüne indirgenmesinde Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti ("AOSM") yöntemi kullanılmıştır. İNA analizine baz olan geçmiş mali veriler TMS 29 standardına uygun şekilde hazırlanmış olduğundan ve projeksiyonlar reel bazda hazırladığından dolayı AOSM varsayımları da reel metriklere dayandırılmıştır.

- Ağırlıklandırılmış ortalama sermaye maliyetinin projeksiyon dönemi içerisinde değişken olacağı varsayılmıştır.
- Şirket reel bazda iş planı hazırlamış olduğundan herhangi bir enflasyon etkisi iş planında yer almamaktadır. Bu sebeple risksiz getiri oranı hesabında enflasyon etkisinin arındırılması amaçlanmıştır. Türkiye'de gelecek yıllara ilişkin beklenen enflasyon oranlarında kaynaklar arasında bir tutarlılık olmaması, diğer yandan ABD enflasyon tahminlerinde ise farklı kaynakların tahminlerinin tutarlı olduğu görülmesi sebebiyle, devlet iç borçlanma senedinin getiri oranı yerine, Eurobond devlet borçlanma senedinin getiri oranı kullanılmıştır. Risksiz getiri oranı hesabında 10 yıl vadeli ABD Doları cinsindeki Eurobond devlet borçlanma senedinin son 1 aylık getiri oranları incelenmiş ve önemli bir değişim olmadığı görülmüştür. Buradan hareketle, hesaplamada 19 Mart 2023 itibariyle son bir aylık getiri oranının ortalaması kullanılmıştır. Bu verideki ABD enflasyon etkisini arındırmak amacıyla IMF'nin ABD enflasyon tahminleri kullanılmış, bu tahminin aynı zamanda Bloomberg'de yer alan çok sayıda uzmanın görüşüne göre oluşan tahminlerle tutarlı olduğu teyit edilmiş; ve, enflasyonun etkisinden arındırılan oran risksiz getiri oranı olarak kabul edilmiştir. Risksiz getiri oranı projeksiyon dönemi boyunca sabit kabul edilmiştir. Risksiz getiri oranı hesabının detayları aşağıdaki tabloda verilmiştir.

Tablo 69: ABD Enflasyonu 10 Yıl Vade Karşılığı Getiri Hesaplaması

	2023	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	2032T	2033T
ABD Enflasyonu	-	2,8%	2,4%	2,2%	2,1%	2,1%	2,1%	2,1%	2,1%	2,1%	2,1%
ABD Enflasyonu 10 Yıl Vade Karşılığı Getirisi	1,00	1,03	1,05	1,08	1,10	1,12	1,14	1,17	1,19	1,22	1,25

Kaynak: Bloomberg, IMF

Tablo 70: Risksiz Getiri Oranı Hesaplama Yöntemi

USD Cinsindeki Eurobond 10 Yıl Vade Karşılığı Reel Getiri Hesaplaması	Tanım	Hesaplama	Sonuç
Son 1 Aylık ABD Doları Cinsindeki Eurobond Getiri Ortalaması	A	-	7,7%
(1+Son 1 Aylık ABD Doları Cinsindeki Eurobond Getiri Ortalaması)	B	1+A	1,08
ABD Doları Cinsindeki Eurobond 10 Yıl Vade Karşılığı Getiri	C	B^10	2,09
ABD Enflasyonu 10 Yıl Vade Karşılığı Getiri	D	-	1,25
Enflasyondan Arındırılmış ABD Doları Cinsindeki Eurobond 10 Yıl Vade Karşılığı Getiri	E	C/D	1,68
(1+Enflasyondan Arındırılmış ABD Doları Cinsindeki Eurobond 1 Yıl Vade Karşılığı Getiri)	F	E^0,1	1,05
Enflasyondan Arındırılmış ABD Doları Cinsindeki Eurobond 1 Yıl Vade Karşılığı Getiri	G	F-1	5,32%

Kaynak: Bloomberg, IMF, İş Yatırım

- Şirket'in kaldıraçlı betası için benzer şirketler incelenmiş ve betanın 1,0 olarak sabit olacağı varsayılmıştır.
- Piyasa risk primi %6,0 olarak kabul edilmiştir.
- Borç/(Borç+Özkaynaklar) oranı Şirket'in geçmiş gerçekleşen oranları ve sektör dinamikleri uyarınca projeksiyon dönemi boyunca %20 olarak sabit varsayılmıştır.

- Vergi oranı Şirket'in faaliyetleri bulunan ülkelerdeki fiili vergi oranlarının ülkelerin hasılat projeksiyonu toplamı içerisinde yer alan paylarına göre ağırlıklandırılarak hesaplanmıştır. 15.07.2023 tarihli ve 32249 sayılı T.C. Resmi Gazete'de yayınlanan 7456 sayılı Kanun ile kurumlar vergisi 2023 yılından itibaren uygulanmak üzere %25'e yükseltilmiştir. Böylece kurumlar vergisinin Türkiye için projeksiyon dönemi ve uç değer için %25 olacağı varsayılmıştır.
- Borçlanma maliyeti hesabında Şirket'in 31.12.2023 itibarıyla farklı para birimindeki etkin faiz oranları vadeleri ve vadelere karşılık gelen tahmini kur değerleri kullanılarak ABD Doları'na çevrilmiştir. Farklı para birimindeki kredilerin ağırlıklı ortalamasına karşılık gelen nominal faiz oranı enflasyon ile reel faiz oranı haline getirilmiş ve hesaplanan bu faiz oranı projeksiyon dönemi boyunca sabit alınmıştır.

Tablo 71: AOSM Hesabı

	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	2032T
Risksiz Getiri Oranı	5,32%	5,32%	5,32%	5,32%	5,32%	5,32%	5,32%	5,32%	5,32%
Beta	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Piyasa Risk Primi	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%
Özkaynak Maliyeti	**11,32%**	**11,32%**	**11,32%**	**11,32%**	**11,32%**	**11,32%**	**11,32%**	**11,32%**	**11,32%**
Borç/(Borç+Özkaynaklar)	20,00%	20,00%	20,00%	20,00%	20,00%	20,00%	20,00%	20,00%	20,00%
Borçlanma Maliyeti (Vergi Öncesi)	9,45%	9,45%	9,45%	9,45%	9,45%	9,45%	9,45%	9,45%	9,45%
Vergi Oranı	24,28%	24,14%	24,09%	24,06%	24,05%	24,03%	24,03%	24,03%	24,06%
Borçlanma Maliyeti (Vergi Sonrası)	**7,15%**	**7,17%**	**7,17%**	**7,17%**	**7,18%**	**7,18%**	**7,18%**	**7,18%**	**7,18%**
AOSM	10,49%	10,49%	10,49%	10,49%	10,49%	10,49%	10,49%	10,49%	10,49%

Kaynak: İş Yatırım

6.2.11 İndirgenmiş Nakit Akımları Hesabı

İNA analizi gerçekleştirilirken, Şirket'in mevcut yapısı ve potansiyeli, sektörel ve makroekonomik beklentiler dikkate alınmıştır. Bununla birlikte İzahname'de yer verilen risklerin Şirket'in faaliyetlerinin sürdürülebilirliğini etkilemeyeceği, Şirket'in yönetimi ve kilit kadrosunda faaliyetlere olumsuz etki edecek bir değişiklik olmayacağı ve Türkiye ve dünya ekonomilerinde Şirket faaliyetlerini olumsuz etkileyecek dalgalanmalar olmayacağı varsayılmıştır. İNA projeksiyonları geleceğe dönük bir taahhüt anlamına gelmemekte olup, birçok parametreye bağlıdır. Projeksiyonlarda meydana gelen değişiklikler farklı özkaynak ve pay başına değerler ile sonuçlanabilir.

- İNA, Şirket'in TMS 29 standardına uygun şekilde hazırlanmış geçmiş dönem mali tabloları ve Şirket iş planı baz alınarak reel projeksiyonlar ile hazırlanmıştır.
- Uç değer hesaplaması için hasılat büyüme oranı %1,0 olarak varsayılmıştır.
- 6.2.10 sayılı AOSM başlığındaki hesaplamada detaylı olarak açıklanan vergi oranı üzerinden vergi ödemeleri hesaplanmıştır.
- Serbest Nakit Akışı'ndan ("SNA") elde edilen tutarlar AOSM üzerinden hesaplanmış indirgeme faktörü ile çarpılarak SNA'nın 31.12.2023 itibarıyla değerine indirgenmiştir.
- Uç değer 2032 yılı için kullanılan indirgeme faktörü ile 31.12.2023 tarihine indirgenmiş ve uç değerin bugünkü değerine ulaşılmıştır.
- SNA'nın 31.12.2023 itibarıyla değeri ve uç değerin bugünkü değeri toplandığında firma değeri hesaplanmıştır.
- Firma değerinden Şirket'in 31.12.2023 tarihi itibarıyla hesaplanmış net finansal borç tutarı düşülerek özkaynak değerine ulaşılmıştır.

Tablo 72: İNA Hesabı

mn TL	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	2032T	Uç Değer
Hasılat	**19.501**	**22.387**	**25.197**	**27.888**	**30.547**	**33.184**	**35.910**	**38.899**	**42.214**	**42.636**
Artış	*13,4%*	*14,8%*	*12,6%*	*10,7%*	*9,5%*	*8,6%*	*8,2%*	*8,3%*	*8,5%*	*1,0%*
Kur Farkı Gelirleri/(Giderleri), net	681	798	897	990	1.084	1.169	1.250	1.330	1.405	1.419
Satışların Maliyeti	(9.158)	(10.551)	(11.924)	(13.221)	(14.464)	(15.743)	(17.053)	(18.477)	(20.039)	(20.570)
Brüt Kar	**11.023**	**12.634**	**14.170**	**15.656**	**17.167**	**18.610**	**20.107**	**21.752**	**23.580**	**23.485**
Faaliyet Giderleri	(7.671)	(8.624)	(9.521)	(10.342)	(11.127)	(11.863)	(12.593)	(13.365)	(14.189)	(14.331)
FAVÖK	**3.352**	**4.010**	**4.649**	**5.314**	**6.041**	**6.748**	**7.514**	**8.387**	**9.390**	**9.154**
Amortisman (-)	(360)	(407)	(447)	(486)	(523)	(553)	(565)	(560)	(504)	(509)
Vadeli Alımlara İlişkin Reeskont Faiz Gideri	(841)	(966)	(1.087)	(1.203)	(1.318)	(1.432)	(1.549)	(1.678)	(1.821)	(1.839)
FVÖK	**2.151**	**2.637**	**3.115**	**3.624**	**4.200**	**4.763**	**5.400**	**6.149**	**7.065**	**6.806**
FVÖK Marjı	*11,0%*	*11,8%*	*12,4%*	*13,0%*	*13,7%*	*14,4%*	*15,0%*	*15,8%*	*16,7%*	*16,0%*
Vergi Ödemeleri	(523)	(637)	(751)	(873)	(1.010)	(1.145)	(1.297)	(1.477)	(1.698)	(1.636)
Amortisman (+)	360	407	447	486	523	553	565	560	504	509
Net İşletme Sermayesi Değişimi	226	(420)	(395)	(359)	(336)	(323)	(321)	(345)	(374)	(87)
Yatırım Harcamaları	(968)	(674)	(667)	(676)	(670)	(692)	(713)	(743)	(766)	(533)
Serbest Nakit Akışı (SNA)	**1.246**	**1.312**	**1.749**	**2.203**	**2.707**	**3.157**	**3.633**	**4.144**	**4.730**	**5.058**
İndirgeme Oranı (AOSM)	10,48%	10,49%	10,49%	10,49%	10,49%	10,49%	10,49%	10,49%	10,49%	10,49%
İndirgeme Faktörü	1,10	1,22	1,35	1,49	1,65	1,82	2,01	2,22	2,45	2,45
SNA'nın 31.12.2023 İtibarıyla Değeri	**1.128**	**1.075**	**1.297**	**1.479**	**1.644**	**1.735**	**1.807**	**1.866**	**1.928**	**21.721**

SNA Toplamı (31.12.2023 itibarıyla)	**13.958**
Uç Değer Büyüme Oranı	1,00%
Uç Değer'in Bugünkü Değeri	**21.721**
Firma Değeri	**35.680**
Net Borç	1.146
Özkaynak Değeri (31.12.2023 itibarıyla)	34.534

Kaynak: Şirket ve İş Yatırım

İNA analizi sonucu bulunan özkaynak değeri 34.533.949.676 TL olarak hesaplanmıştır.

İNA analizi sonucu hesaplanan özkaynak değeri, 31.12.2023 itibariyle TL bazında reel olarak hazırlanmış projeksiyonların 31.12.2023 tarihine indirgenmesiyle hesaplanmıştır. Bu sonucun, rapor tarihi itibariyle oluşan değeri yansıtması amacıyla 19 Mart 2024 tarihi itibariye ABD Doları ve Avro dikkate alınarak eşit ağırlıkla oluşturulan kur sepetinin 31.12.2023 tarihindeki kur sepetine göre değişiminden hareketle, özkaynak değeri endekslenmeye tabi tutulmuş ve endekslenen bu değer Şirket değerleme sonucunda dikkate alınmıştır.

Tablo 73: Raporlama Tarihine Taşınmış İNA Özkaynak Değeri

Raporlama Tarihine Taşınmış İNA Özkaynak Değeri	31.12.2023 (İndirgeme Tarihi)	19.03.2023 (Rapor Tarihi)
ABD Doları	29,44	32,28
Avro	32,57	35,02
Sepet Ortalaması	**31,01**	**33,65**
Değişim	-	**8,5%**
İNA Özkaynak Değeri (mn TL)	**34.534**	**37.480**

Kaynak: TCMB

Raporlama tarihi itibariyle %8,5 olarak hesaplanan sepet ortalamasındaki değişim, İNA özkaynak değerine yansıtıldığında özkaynak değeri **37.480.234.581 TL** olarak hesaplanmaktadır.

6.3 Değerleme Sonucu

Değerleme çalışmasında Piyasa Çarpanları Analizi ve İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi kullanılmıştır. İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi'ne göre elde edilen değer %50, Piyasa Çarpanları Analizi'ne göre elde edilen değer %50 ağırlıklandırılarak nihai değer tespit edilmiştir.

Piyasa Çarpanları Analizi ve İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi sonucunda tespit edilen nihai özkaynak değerine aşağıdaki tabloda yer verilmiştir.

Tablo 74: Değerleme Yöntemleri Sonucu

Değerleme Yöntemi	Ağırlık	Özkaynak Değeri (TL)
Piyasa Çarpanları Analizi	50%	31.857.064.572
İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi	50%	37.480.234.581
Ağırlıklandırılmış Özkaynak Değeri	**100%**	**34.668.649.576**

Şirket'in ağırlıklandırılmış özkaynak değeri **34.668.649.576 TL** olarak hesaplanmaktadır.

Tablo 75: Halka Arz Fiyatı Hesabı

Halka Arz Fiyatı Hesabı	Değer (TL)
Ağırlıklandırılmış Özkaynak Değeri	34.668.649.576
Nominal Sermaye Tutarı	795.500.000
Halka Arz İskontosu Öncesi Pay Değeri	43,58
Halka Arz İskontosu	30%
Halka Arz Fiyatı	**30,50**

Değerleme yöntemleri sonucundan elde edilen ağırlıklandırılmış özkaynak değeri üzerinden yapılan hesaplamaya göre Şirket'in halka arz iskontosu öncesi pay değeri 43,58 TL olarak hesaplanmaktadır. Bu değere yaklaşık %30 halka arz iskontosu uygulanarak halka arz fiyatı **30,50 TL** olarak belirlenmiştir.

İŞ YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.

7 Ekler

Ek: Sorumluluk beyanı

SERMAYE PİYASASI KURULU BAŞKANLIĞI'NA
Eskişehir Yolu 8. Km No: 156
06530 Ankara

19 Mart 2024

Fiyat Tespit Raporu Sorumluluk Beyanı

Sermaye Piyasası Kurulu'nun 11.04.2019 tarih ve 21/500 sayılı kararı uyarınca Sermaye Piyasası Kurulu'nun 11.04.2019 ve 2019/19 sayılı haftalık bülteninde ilan edilen duyuruya istinaden;

"Gayrimenkul Dışındaki Varlıkların Sermaye Piyasası Mevzuatı Kapsamındaki Değerlemelerinde Uyulacak Esaslar başlığının F maddesinin 9. Maddesi" çerçevesinde verdiğimiz bu beyan ile Sermaye Piyasası Kurulu'nun kararında belirtilen niteliklere sahip olduğumuzu ve bağımsızlık ilkelerine uyduğumuzu, Şirket Değerleme Raporu'nun bir parçası olan bu raporda yer alan bilgilerin, sahip olduğumuz tüm bilgiler çerçevesinde, gerçeğe uygun olduğunu ve bu bilgilerin anlamını değiştirecek nitelikte bir eksiklik bulunmaması için her türlü özenin gösterilmiş olduğunu beyan ederiz.

Saygılarımızla,
İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş.