

Farklı büyüme stratejileri

(MAVI TI & EBEBK TI & KOTON TI)

Bu raporda, giyim perakende sektörüne ilişkin görünüm ile Araştırma kapsamımızda bulunan Mavi ve Ebebek'e yönelik değerlendirmelerimizi ele alırken; kapsamımız dışında bulunan ve fakat yakından izlediğimiz Koton'u operasyonel ve sektörel karşılaştırmalar açısından inceliyoruz.

Sektöre yönelik gelişmeler ve beklentilerimiz:

- Giyim perakende sektörü 2025 yılını yüksek reel faiz, zayıf tüketici güveni ve harcanabilir gelir üzerindeki baskının etkili olduğu güç bir talep ortamında tamamladı. 2026'nın ilk yarısında genel perakende satış hacmindeki büyümeye karşın tekstil, giyim ve ayakkabı kategorisinin geride kalmasını, tüketicinin ertelenebilir harcamalarda seçici davranmayı sürdürdüğünün bir göstergesi olarak değerlendiriyoruz. Dezenflasyonun nominal satış büyümesini sınırlamasıyla birlikte, sektör performansında fiyat artışlarından ziyade adet büyümesi ve müşteri trafiğinin belirleyiciliğinin artmasını bekliyoruz.
- Finansal koşullardaki olası normalleşmenin tüketimi destekleyeceğini öngörmekle birlikte, talepte hızlı ve genele yayılan bir toparlanmayı henüz baz senaryomuza dahil etmiyoruz. Bu nedenle 2026 yılında sektör açısından ana ayrışmanın ciro büyümesinden çok büyümenin kalitesi üzerinden gerçekleşeceğini düşünüyoruz. Mevcut mağaza alanını daha verimli kullanan, stok ve fiyatlama disiplinini koruyan, faaliyet giderlerindeki artışı sınırlayan ve operasyonel performansını nakit akışına dönüştürebilen şirketlerin pozitif ayrışmasını bekliyoruz. Ancak, koşullar, bu beklentinin süresini uzatacaktır.
- Aynı tüketici ortamına maruz kalmalarına rağmen şirketlerin farklı büyüme kanallarına sahip olduğunu düşünüyoruz. Mavi'de marka gücü, kategori çeşitliliği, brüt kâr marjı yönetimi ve güçlü net nakit pozisyonu; Ebebek'te görece ihtiyaç odaklı ürün yapısı, adet büyümesi, organize perakende penetrasyonu ve müşteri tabanındaki genişleme; Koton'da ise erişilebilir fiyatlama, mağaza verimliliği ve uluslararası operasyonların ölçeklenmesi ön değerlendirmemizde öne çıkan başlıklar arasında bulunuyor.
- Makro tahminlerimiz ve modellerimizde yaptığımız revizyon neticesinde:
 - ✓ Mavi için 61,23 TL olan 12-aylık hedef fiyatımızı 63,00 TL'ye yükseltiyor, AL yönündeki önerimizi ise sürdürüyoruz. Hisse, 2026 tahminlerimize göre, 10,5x F/K ve 1,9x FD/FAVÖK çarpanlarıyla işlem görmektedir.
 - ✓ Ebebek için 99,00 olan 12-aylık hedef fiyatımızı 125,00 TL'ye revize ediyor, önerimizi ise AL yönünde koruyoruz. Hisse, 2026 tahminlerimize göre, 15,5x F/K ve 2,5x FD/FAVÖK çarpanlarıyla işlem görmektedir.
 - ✓ Koton, Araştırma kapsamımızda yer almamaktadır. Şirket'in, yıl sonuna ilişkin beklentileri (ciroda yatay/ düşük tek haneli büyüme ve düzeltilmiş FAVÖK marjı: %24) 1,63x-1,69x FD/düzeltilmiş FAVÖK çarpanına işaret etmektedir.

Hisse Verileri				
Bloomberg Hisse Kodu	MAVI			
Mevcut Fiyat (TL)	37.58			
Hedef Fiyat (TL)	63.00			
Getiri Potansiyeli (%)	68%			
Son 12 Ay Hisse Fiyat Aralığı (TL)	35.90	48.84		
3 Aylık Ortalama Hacim (mln TL)	201			
Sermaye (mln TL)	795			
Pazar	Yıldız Pazar			
Hisse Verileri (mln TL)				
Piyasa Değeri	29,858			
Hedeflenen Piyasa Değeri	50,046			
Net Borç	-3,186			
Firma Değeri	20,443			
Hisse Performansı	1 Ay	3 Ay	6 Ay	YBB
Nominal Getiri	0%	-6%	-11%	-10%
BIST100 Rölatif Getiri	19%	9%	5%	-17%
Özet Veriler (mln TL)	2024	2025	2026T	2027T
Satış Gelirleri	50,326	47,729	61,955	78,740
FAVÖK	9,162	8,841	10,938	13,990
Net Kar	3,559	2,294	2,843	3,631
FAVÖK Marjı	18.2%	18.5%	17.7%	17.8%
Net Kar Marjı	7.1%	4.8%	4.6%	4.6%

Hisse Verileri				
Bloomberg Hisse Kodu	EBEBK			
Mevcut Fiyat (TL)	81.85			
Hedef Fiyat (TL)	125.00			
Getiri Potansiyeli (%)	53%			
Son 12 Ay Hisse Fiyat Aralığı (TL)	49.05	92.15		
3 Aylık Ortalama Hacim (mln TL)	50			
Sermaye (mln TL)	160			
Pazar	Ana Pazar			
Hisse Verileri (mln TL)				
Piyasa Değeri	13,096			
Hedeflenen Piyasa Değeri	19,999			
Net Borç	-185			
Firma Değeri	12,911			
Hisse Performansı	1 Ay	3 Ay	6 Ay	YBB
Nominal Getiri	-4%	4%	56%	47%
BİST100 Rölatif Getiri	14%	23%	38%	36%
Özet Veriler (mln TL)	2024	2025	2026T	2027T
Satış Gelirleri	23,983	27,675	42,358	56,306
FAVÖK	2,820	3,540	5,245	7,035
Net Kar	152	55	845	1,131
FAVÖK Marjı	11.8%	12.8%	12.4%	12.5%
Net Kar Marjı	0.6%	0.2%	2.0%	2.0%

Hisse Verileri				
Bloomberg Hisse Kodu	KOTON			
Mevcut Fiyat (TL)	9.93			
Son 12 Ay Hisse Fiyat Aralığı (TL)	9.92	19.52		
3 Aylık Ortalama Hacim (mln TL)	28			
Sermaye (mln TL)	830			
Pazar	Ana Pazar			
Hisse Verileri (mln TL)				
Piyasa Değeri	8,238			
Net Borç	8,993			
Firma Değeri	17,231			
Hisse Performansı	1 Ay	3 Ay	6 Ay	YBB
Nominal Getiri	-19%	-28%	-32%	-36%
BIST100 Rölatif Getiri	-3%	-6%	-7%	-41%

Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma

DenizbankYatirimHizmetleriGrubuStratejiVeArastirma@denizbank.com

Deniz Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş. Büyükdere Cad. No: 141 Kat: 19 34394 Esentepe, İstanbul TÜRKİYE

Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Bu görüşler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece yer alan bilgilere burada dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

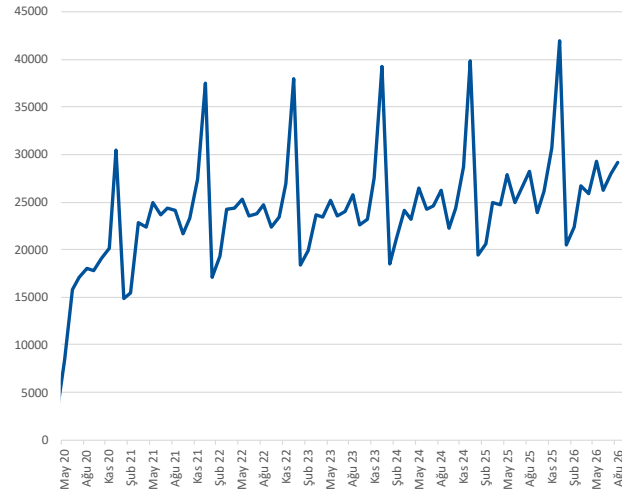
İçerik

Sektör görünümü Küresel	3
Sektör görünümü Türkiye	4
Sektör görünümü Türkiye	5
Sektöre ilişkin maliyet dinamikleri Emtia	6
Sektöre ilişkin maliyet dinamikleri Personel ve kira giderleri	7
Mavi Giyim (MAVI TI).....	8
MAVI Operasyonel ve finansal görünüm	9
MAVI Güncel tahminlerimiz (mn TRY)	10
MAVI Finansal tablolar ve tahminlerimiz	11
Ebebek (EBEBK TI).....	12
EBEBK Operasyonel ve finansal görünüm	14
EBEBK Finansal tablolar ve tahminlerimiz.....	15
Koton (KOTON TI)	16
KOTON Operasyonel ve finansal görünüm	17
KOTON Hisse performansı ve yatırımcı dağılımı	18
Yabancı işlemleri	19

Sektör görünümü | Küresel

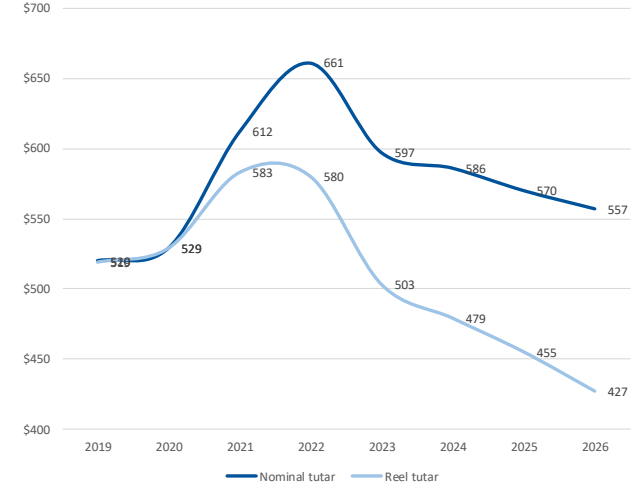
- **Küresel giyim perakendesi, pandemi sonrasında oluşan güçlü talep döneminin ardından daha normalleşmiş ve seçici bir tüketim ortamına girmiş durumda.** ABD’de giyim ve aksesuar mağazalarının aylık satışları Ağustos 2026’da 28,35 milyar USD seviyesinde gerçekleşirken, satışlardaki belirgin mevsimselliğe karşın yıllık büyümenin sınırlı kalması, küresel giyim talebinde güçlü bir genişlemeden ziyade normalleşmeye işaret etmektedir. Nominal satış seviyeleri önceki yılların üzerinde kalsa da enflasyon ve mevsimsellik dikkate alındığında ana eğilimin daha sınırlı bir reel büyümeye işaret ettiği gözlenmektedir.
- **Rekabetin odağı, mağaza sayısından ürün döngüsünün hızına, fiyat erişilebilirliğine ve stokların doğru kanalda yönetilmesine kayıyor.** Ultra hızlı moda platformlarının düşük fiyat ve kısa ürün döngüsüyle oluşturduğu rekabet, özellikle fiyat duyarlılığı yüksek tüketici gruplarında geleneksel markaların müşteri trafiği ve marka sadakati üzerinde baskı yaratıyor. Buna karşılık güçlü marka kimliği, farklılaştırılmış ürün, esnek tedarik zinciri ve çok kanallı satış kabiliyeti bulunan şirketlerin yalnızca fiyat üzerinden rekabet etmeden pazar konumlarını koruyabileceğini değerlendiriyoruz.
- **Avrupa’da sürdürülebilirlik düzenlemelerinin kapsamı da genişliyor.** Büyük işletmeler açısından satılmayan tekstil ve ayakkabı ürünlerinin imhasına yönelik yasağın Temmuz 2026’da uygulanmaya başlaması, stok takibi ve ürün dayanıklılığının operasyonel önemini artıracı nitelikte bulunuyor. Düzenlemelerin kısa vadede uyum maliyeti yaratabileceğini, orta vadede ise tedarik zincirini etkin yöneten ve stok disiplinine sahip ölçekli markalar lehine rekabet ortamı oluşturabileceğini düşünüyoruz.
- **Küresel talebin Mavi ve Koton açısından tek başına güçlü bir büyüme motoru oluşturmasını beklemiyor, Mavi ve Koton’un uluslararası büyüme potansiyelini küresel pazarın büyüklüğünden ziyade mağaza verimliliği, tam fiyatlı satış performansı, operasyonel marj ve işletme sermayesi yönetimi üzerinden değerlendirmeyi daha anlamlı buluyoruz.**

Giyim ve giyim aksesuar perakende satışları



Kaynak: Deniz Yatırım strateji ve Araştırma, Federal Reserve Bank of St. Louis

Çocuk başına ortalama okula-dönüş harcaması

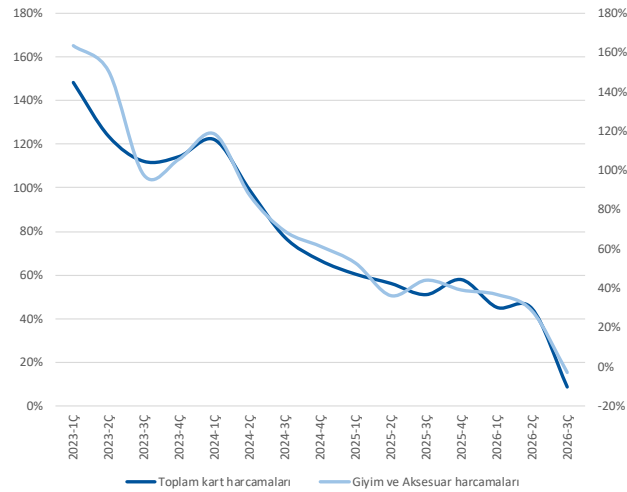


Kaynak: Deniz Yatırım strateji ve Araştırma, Bloomberg

Sektör görünümü | Türkiye

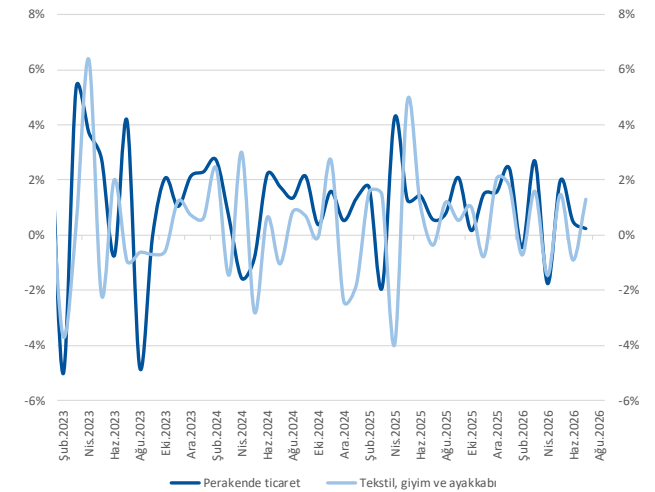
- **TCMB, Eylül toplantısında politika faizini %37 seviyesinde sabit tuttu.** Böylece gösterge faiz, Haziran 2025'te ulaştığı %46 seviyesinden gerilemesine rağmen tüketici kredisi faizleri ve finansman koşulları hala daha sıkı seyrini korumaya devam ediyor. Kartlı harcama istatistikleri, üçüncü çeyreğe ilişkin iç talepteki zayıflığı teyit etmektedir. Muhtemel faiz indirimlerinin (2026 için beklentimiz 2x100bp; ancak, son dönem gelişmeleri burada risk yaratabilir) kısa vadede giyim harcamalarında güçlü bir talep ivmesi yaratmasını beklemiyor, tüketimdeki olası toparlanmanın kademeli ve zamana yayılır şekilde gerçekleşeceğini öngörüyoruz.
- **TÜİK'in Ağustos 2026 verilerine göre genel perakende satış hacmi yıllık %10,1 artarken, tekstil, giyim ve ayakkabı mağazalarındaki hacim büyümesi %2,9 ile genel perakendenin gerisinde kaldı.** Bu ayrışma, perakende talebindeki büyümenin ağırlıklı olarak temel ve ertelenmesi daha güç tüketim kalemlerinden kaynaklandığını, giyim harcamalarında ise seçici görünümün sürdüğünü göstermektedir. Mevsim etkilerinden arındırılmış güven endeksi Eylül ayında perakende sektöründe 11,3 seviyesine gelerek %1,1 artış kaydetti.
- **Mevcut makroekonomik görünüm altında 2026'nın sektör genelinde güçlü bir hacim büyümesi yılı olmasından ziyade, şirketlerin operasyonel dayanıklılıklarının test edildiği bir dönem olacağını düşünüyoruz.** Müşteri trafiğini koruyabilen, satış adetlerini artırabilen ve daha düşük fiyatlamaya katkısına rağmen marjlarını yönetebilen şirketlerin sektörden pozitif ayrışmasını bekliyoruz. Bu çerçevede Mavi açısından marka gücü, kategori çeşitliliği ve stok disiplini; Ebebek açısından ihtiyaç odaklı ürün yapısı, adet büyümesi ve organize perakende penetrasyonu; Koton açısından ise fiyat erişilebilirliği, mağaza verimliliği ve uluslararası operasyonlar temel performansın belirleyiciler olacağını değerlendiriyoruz. Türkiye giyim perakendesinde 2026'yı güçlü bir sektör toparlanmasından çok, fiyatlamaya katkısının azaldığı ve şirketlerin hacim, verimlilik ve nakit yaratımı üzerinden ayrıştığı bir geçiş yılı olarak değerlendiriyoruz.

Çeyreklik kredi kartı harcamaları (yıllık değ.)



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, TCMB

Tekstil, giyim, ayakkabı ticareti endeksi, (aylık değişim)



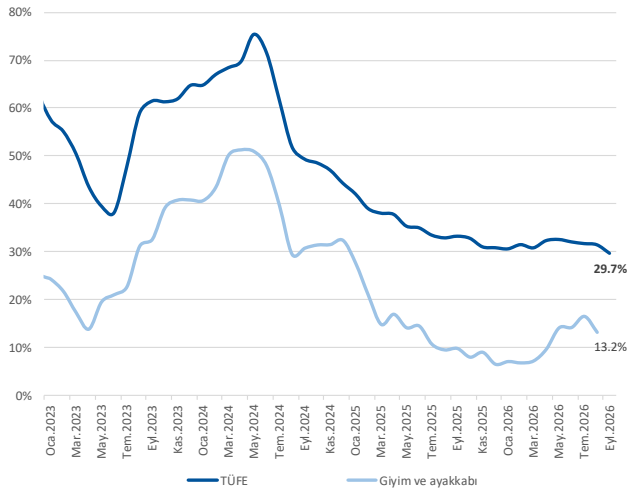
Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, TÜİK

*Mevsim ve takvim etkilerinden arındırılmış

Sektör görünümü | Türkiye

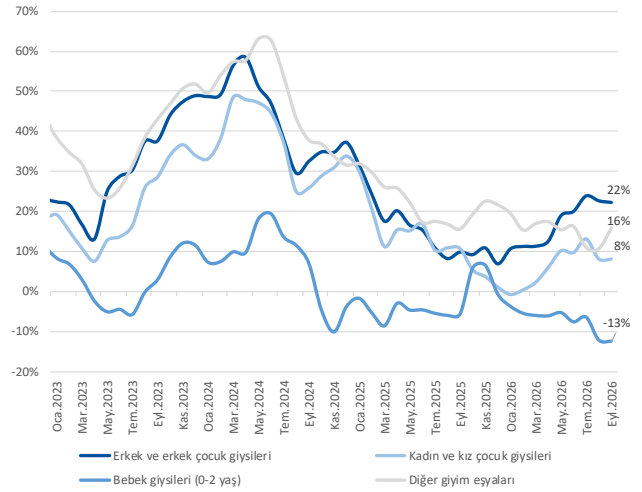
- Eylül 2026 itibarıyla yıllık tüketici enflasyonu %29,73 seviyesinde gerçekleşirken, giyim ve ayakkabı grubu enflasyonu yaklaşık %13,22 ile manşet enflasyonun belirgin biçimde altında kaldı. Yıl içinde yeni sezon geçişleri ve kampanya dönemleri aylık fiyat hareketlerinde oynaklık yaratsa da ana eğilim, sektörün satış büyümesine sağladığı fiyatlama katkısının zayıfladığına işaret ediyor. Giyim enflasyonu ile manşet enflasyon arasındaki farkın yaklaşık 17 puana ulaşmasını, sektör şirketleri açısından nominal ciro büyümesinden reel büyümeye geçişi zorlaştıran bir unsur olarak değerlendiriyoruz.
- **Alt kategorilerdeki görünüm, fiyatlama gücünün ürün grupları arasında homojen olmadığını gösteriyor.** Erkek ve erkek çocuk giyiminde yıllık fiyat artışları diğer kategorilere kıyasla daha güçlü seyrederken, kadın ve kız çocuk giyimi ile diğer giyim ürünlerinde daha sınırlı artışlar görülüyor. Sıfır ile iki yaş grubuna yönelik giyim fiyatlarının ise Ekim 2025'ten bu yana yıllık bazda gerilemesi, bebek giyiminde yoğun fiyat rekabeti ve kampanya etkisinin sürdüğüne işaret etmektedir. Giyim ve ayakkabı enflasyonunun manşet enflasyonun belirgin biçimde altında kalması, sektör şirketlerinin nominal satış büyümesini fiyat artışlarıyla destekleme alanının daraldığını gösteriyor. Bu ayrışmanın sürmesi halinde ciro performansında adet büyümesi ve pazar payı kazanımları daha belirleyici olacağını düşünüyoruz. Alt kategorilerdeki farklılaşma, şirketlerin fiyatlama performansının doğrudan ürün karmasına bağlı olduğunu gösteriyor. Erkek giyimindeki görece güçlü fiyat artışlarına karşılık bebek giyimindeki negatif seyir, aynı tüketici ortamında dahi kategori bazında farklı talep ve rekabet koşullarının bulunduğu işaret etmektedir.

Manşet TÜFE, giyim ve ayakkabı grubu enflasyonu (yıllık değ.)



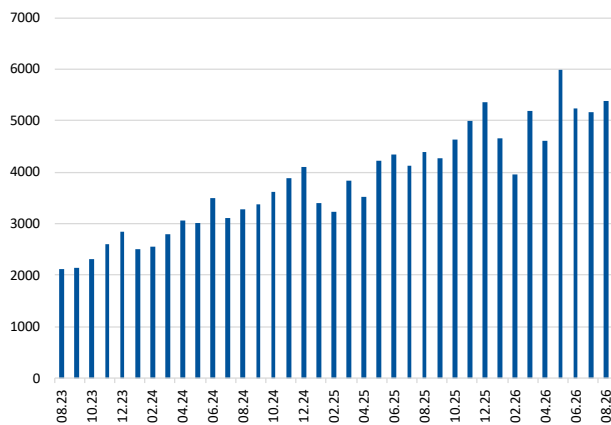
Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, TÜİK

Giyim alt grubu enflasyonu (yıllık değ.)



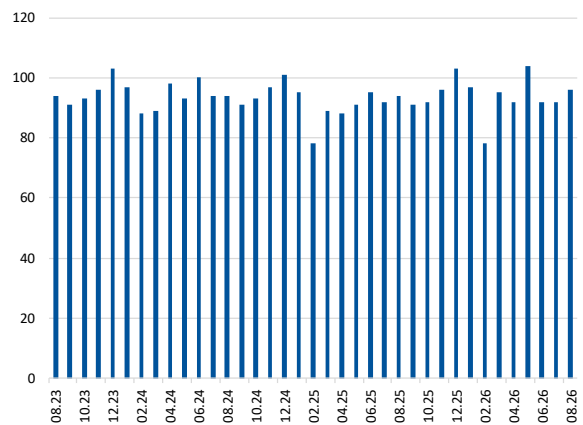
Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, TÜİK

Metrekare verimlilik endeksi



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, ADY

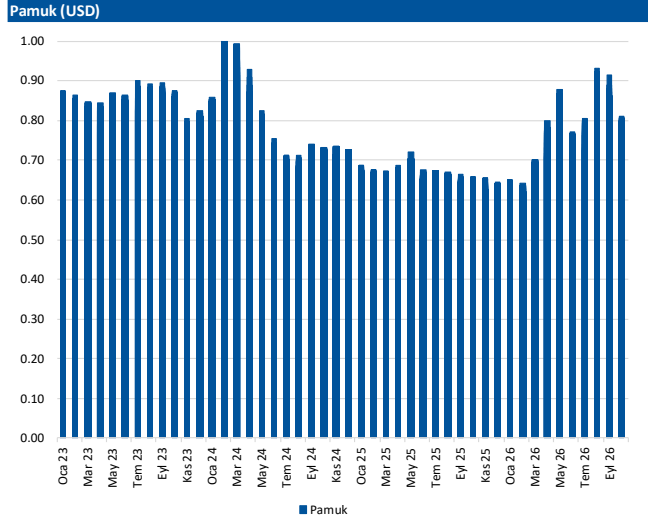
Ziyaretçi sayısı endeksi



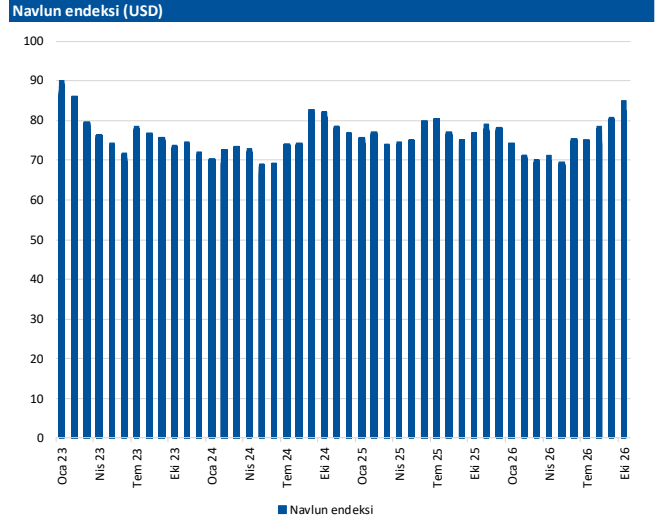
Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, ADY

Sektöre ilişkin maliyet dinamikleri | Emtia

- **Hammadde tarafında en dikkat çekici gelişme, pamuk fiyatlarındaki sert yükseliş.** Pamuk kontratları 12 Ekim 2026 itibarıyla yaklaşık 80,53 cent/lb bulunuyor. Konteyner fiyatlamaları ise 12 Ekim 2026 itibarıyla 40 feet konteyner başına 4.351 USD seviyesine yükseldi. Jeopolitik gelişmeler, taşıma rotalarındaki aksamalar ve taşıyıcıların kapasite yönetimi navlun fiyatlarındaki oynaklığı artırıcı etkiye bulunmaktadır. Bununla birlikte, navlun maliyetlerinin şirket finansallarına etkisinin tedarik coğrafyası, taşıma sözleşmeleri ve ürünlerin satış fiyatı içindeki lojistik payına göre farklılaşacağını değerlendiriyoruz. Bu nedenle navlundaki yükselişi tek başına brüt kâr marjında doğrudan ve aynı büyüklükte bir daralma sinyali olarak görmüyoruz.



Kaynak: Bloomberg



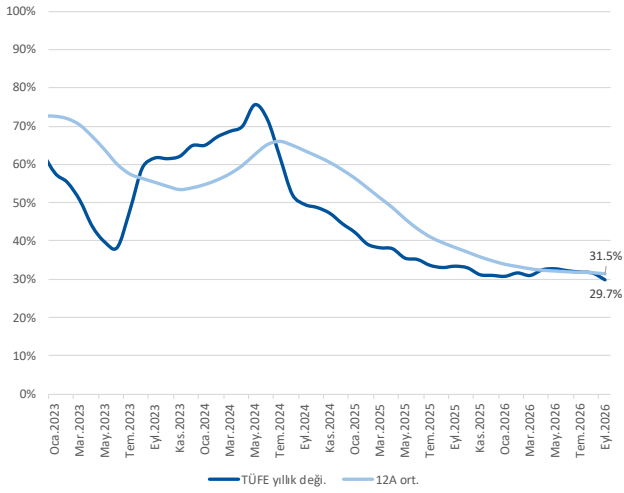
Kaynak: Bloomberg

- **Kur hareketleri maliyet yapısı açısından iki yönlü etki yaratıyor.** Türk lirasındaki değer kaybı, ithal kumaş, aksesuar ve nihai ürün maliyetlerini artırırken, döviz bazlı kira ve diğer yükümlülükler üzerinde de baskı oluşturabiliyor. Buna karşılık uluslararası operasyonlardan ve ihracattan döviz geliri elde eden şirketler açısından doğal korunma sağlıyor. Bununla birlikte, kur artışının enflasyonun gerisinde kaldığı dönemlerde TL bazlı faaliyet giderlerinin döviz cinsinden yükselmesi ve yurt dışı gelirlerinin TL karşılığının maliyet artışlarını telafi etmekte yetersiz kalması, şirketlerin operasyonel karlılığı üzerinde baskı yaratıyor. Mavi ve Koton'da uluslararası gelirlerin kur baskısını kısmen dengeleyebileceğini, Ebebek'te ise ithal ürünlerin ve özel markalı ürün tedarikinin kur gelişmelerine duyarlılığının daha yakından izlenmesi gerektiğini düşünüyoruz. Dolayısıyla kur hareketlerinin etkisini yalnızca maliyetler üzerinden değil, şirketlerin net döviz pozisyonu ve gelir dağılımıyla birlikte değerlendiriyoruz.

Sektöre ilişkin maliyet dinamikleri | Personel ve kira giderleri

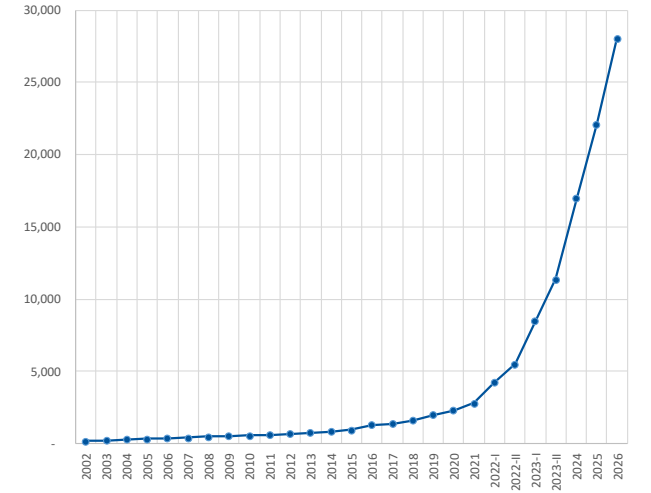
- **Sektör açısından daha kalıcı baskının faaliyet giderleri tarafında oluştuğunu düşünüyoruz.** 2026 yılında net asgari ücret %27 artışla 28.075,50 TL'ye yükselirken, indirimsiz işveren maliyetindeki artış %33,5'e ulaştı. Mağaza personeli yoğun iş modeline sahip perakendeciler açısından personel giderlerinin satışlara oranı, mağaza başına satış ve metrekare verimliliği kârlılığın temel belirleyicileri haline gelmektedir. **Kira ve enerji giderlerindeki artış da dikkate alındığında, brüt kâr marjı korunsa dahi faaliyet giderlerinin satışlardan hızlı büyümesinin FAVÖK marjını sınırlayıcı etki etmesi, baz senaryomuzun ana risk faktörlerinden birini oluşturuyor.**
- İş yeri kiralarında yenileme oranına esas olan on iki aylık ortalama TÜFE, Eylül 2026 itibarıyla %31,49 seviyesinde bulunuyor. Seviyenin, önceki aylara göre gerilemesine karşın, mağaza portföyündeki sözleşmelerin farklı tarihlerde yenilenmesi nedeniyle kira baskısının finansallara gecikmeli yansımaları bekliyoruz.

Kira enflasyonu



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, TÜİK

Yıllara göre net asgari ücret (TL)



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Çalışma ve Sosyal Güvenlik Bakanlığı

Hisse Verileri

Bloomberg Hisse Kodu	MAVİ
Mevcut Fiyat (TL)	37.58
Hedef Fiyat (TL)	63.00
Getiri Potansiyeli (%)	68%
Son 12 Ay Hisse Fiyat Aralığı (TL)	35.90 48.84
3 Aylık Ortalama Hacim (mln TL)	201
Sermaye (mln TL)	795
Pazar	Yıldız Pazar

Hisse Verileri (mln TL)

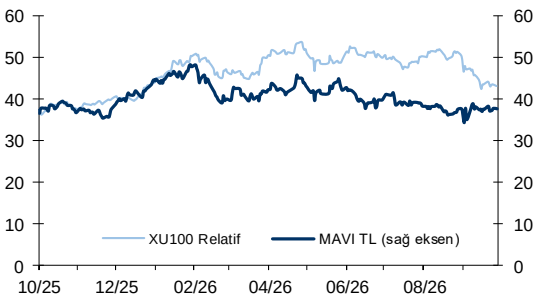
Piyasa Değeri	29,858
Hedeflenen Piyasa Değeri	50,046
Net Borç	-3,186
Firma Değeri	20,443

Hisse Performansı	1 Ay	3 Ay	6 Ay	YBB
Nominal Getiri	0%	-6%	-11%	-10%
BIST100 Rölatif Getiri	19%	9%	5%	-17%

Özet Veriler (mln TL)	2024	2025	2026T	2027T
Satış Gelirleri	50,326	47,729	61,955	78,740
FAVÖK	9,162	8,841	10,938	13,990
Net Kar	3,559	2,294	2,843	3,631

FAVÖK Marjı	18.2%	18.5%	17.7%	17.8%
Net Kar Marjı	7.1%	4.8%	4.6%	4.6%

Tahminler ve Rasyolar	2024	2025	2026T	2027T
FD/Ciro	0.6x	0.5x	0.3x	0.3x
FD/FAVÖK	3.3x	2.9x	1.9x	1.5x
F/K	9.9x	13.1x	10.5x	8.2x
PD/DD	2.6x	1.9x	1.7x	1.5x

Hisse Performansı

Kaynak: Rasyonet, Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma
Fiyatlar 12 Ekim 2026 tarihi itibarıyla.

Ortaklık Yapısı

Fatma Elif Akarlılar	9.06%
Seyhan Akarlılar	9.06%
Hayriye Fethiye Akarlılar	9.06%
Diğer	72.8%
Toplam	100.00%

Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma

DenizbankYatirimHizmetleriGrubuStratejiVeArastirma@denizbank.com

Mavi Giyim (MAVİ Tİ)

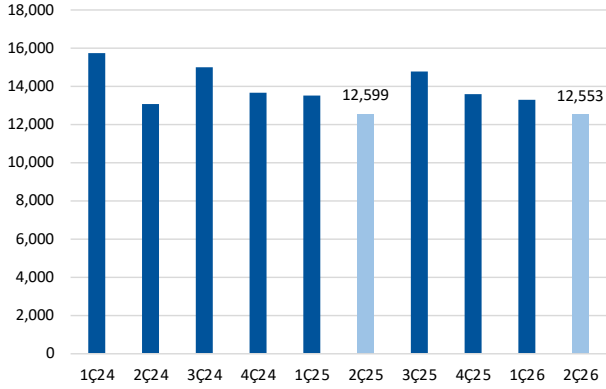
Marka kimliği ve güçlü bilanço yapısı

AL – Hedef Fiyat: 63,00 TL (12-ay)

- **Mavi için 2026 yılının ilk yarısı, zayıf tüketici talebine rağmen satış adetlerinin korunduğu, brüt kârlılığın güçlendiği ve yüksek nakit üretiminin devam ettiği bir dönem oldu.** 2Ç26'da konsolide gelirler reel olarak yatay seyrederken, Türkiye toplam perakende satış adetleri %7,3 arttı. Aynı dönemde brüt kâr marjı 240 baz puan, FAVÖK marjı ise 70 baz puan iyileşti. Şirket'in, gelir beklentisini aşağı yönlü revize etmesine karşılık %18 ± %0,5 FAVÖK marjı ile net nakit pozisyonunu koruma hedeflerini sürdürmesini, operasyonel görünüm açısından destekleyici buluyoruz.
- **Hacim göstergeleri operasyonel dipten çıkışı destekliyor.** Türkiye benzer mağaza adet satışları 1Ç26'da yıllık %1,5 gerilerken 2Ç26'da %5,8 büyüdü. Aynı dönemde işlem sayısı %3,7 daralmadan %3,5 büyümeye dönerken toplam perakende adet satışları 2Ç26'da %7,3 arttı. Reel birebir mağaza satışlarının henüz yatay seyretmesine talepler koşullarının tam olarak normalleşmediğini gösterse de adet ve işlem sayısındaki toparlanmayı yeni döngünün daha sağlıklı sinyali olarak değerlendiriyoruz.
- **2025 yılında aksayan mağaza yatırımları yeniden büyüme kaldıracına dönüşüyor.** 2025 yılında hedeflerin gerisinde kalan mağaza yatırımlarına karşı alınan önlemler ile marka ve ürün tarafında yürütülen çalışmaların, 2026 yılının ikinci yarısından itibaren daha görünür hale gelmesini, 2027 yılında ise büyümeye daha belirgin katkı sağlamasını bekliyoruz. Yeni nesil mağazalarda, daha geniş satış alanı, yenilenen ürün sunumu ve kategori bazlı yerleşim, öne çıkmasını beklediğimiz başlıklar arasında yer alıyor. Böylelikle büyütülen ve yenilenen mağazalarda trafik, dönüşüm oranı, sepet büyüklüğü ve ürün devir hızında iyileşme izlenebileceğini değerlendiriyoruz. Bu nedenle mağaza yatırımlarını yalnızca metrekare artışı olarak değil bir büyüme unsuru olarak görüyoruz.
- **Kuzey Amerika'nın sunduğu orta vadeli büyüme potansiyeli.** Son açıklanan 2. çeyrek finansallarında, ABD satışlarının %24 büyümesini ve mağaza ağının genişlemesini olumlu değerlendiriyoruz. Bununla birlikte uluslararası operasyonların toplam gelir içindeki payının henüz sınırlı olması ve ABD mağazalarının Türkiye'ye kıyasla daha uzun geri ödeme süresine sahip olması nedeniyle bu bölgedeki genişlemeyi kısa vadeli kâr tahminlerinden çok orta vadeli bir büyüme opsiyonu olarak ele alıyoruz. Bu nedenle kısa vadede Türkiye'de, hacim toparlanması, mağaza dönüşümü, müşteri kazanımı ve marj disiplini üzerine kurulu yapı olmasının daha sağlıklı olduğunu düşünüyoruz.
- **Marka kimliği ve kemikleşen tüketici grubu.** Talep yavaşlarken ihtiyari sektör içerisinde faaliyet gösteren Şirket'in, kendi iletişim kitlesine yönelik aktif yürüttüğü iletişim kampanyaları ve kitleye yönelik geliştirilen premium ürün kategorilerine odaklı yapısı ile beklenenden daha sınırlı etkilendiğini değerlendiriyoruz. Tutarlı fiyat politikasının ve süregelen marka bilinirliğinin hem tüketici hem de yatırımcı açısından Mavi'yi öne çıkardığını düşünüyoruz.

MAVİ | Operasyonel ve finansal görünüm

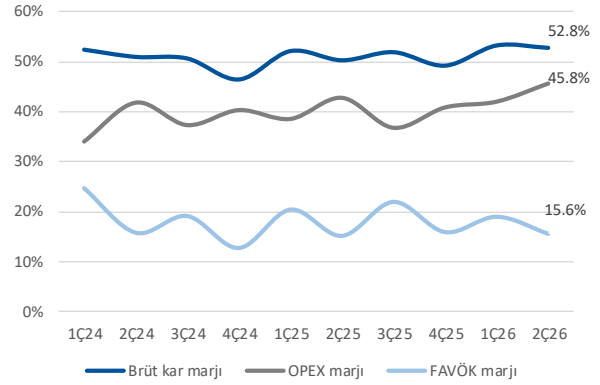
Satış geliri (milyon TL, çeyreklik)



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma

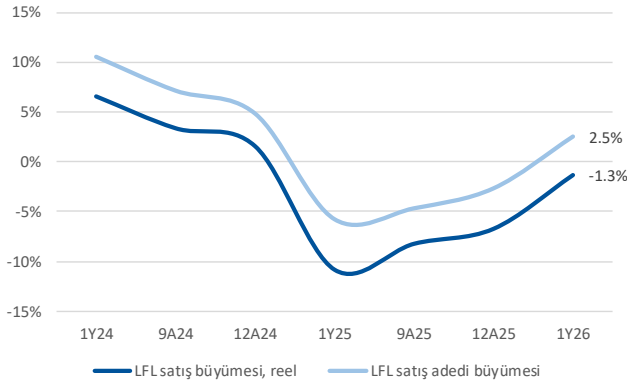
*Finansallar 2026/6A satın alma katsayısına göre düzeltilmiştir.

Karlılık marjları (% çeyreklik)



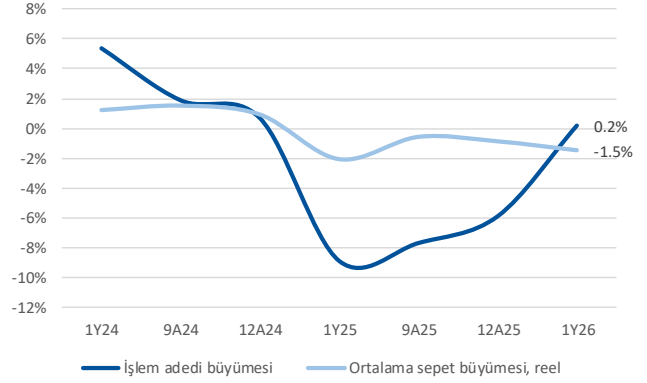
Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma

LFL satış adeti ve reel büyümesi



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Şirket sunumu

İşlem adedi ve ortalama sepet büyümesi



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Şirket sunumu

- Mavi'nin operasyonel göstergeleri, 2024 yılında başlayan yavaşlamanın 2025'in ilk yarısında dip yaptığını, yılın ikinci yarısında ise kısmi iyileşme görüldüğünü gösteriyor. LFL satış adedi büyümesi 1Y25'te %5,8 daralırken, 9A25'te daralma %4,7'ye, yıl sonunda %2,7'ye geriledi. 1Y26'da ise %2,5 büyümeye döndü. Benzer şekilde işlem adedi büyümesi 1Y25'te %8,9 daralırken, 1Y26'da %0,2 ile yeniden pozitif bölgeye geçti. Bu görünüm, talep koşullarında belirgin bir iyileşmeden ziyade, Şirket'in uyguladığı stratejik adımların satış performansına olumlu yansıdığına işaret etmektedir.
- Bununla birlikte, reel ortalama sepet büyüklüğünün 1Y26'da %1,5 gerilemesi nedeniyle LFL satışlar reel olarak %1,3 daralmaya devam etti. Dolayısıyla mevcut toparlanmanın fiyatlama veya sepet büyümesinden değil, işlem sayısı ve satılan ürün adedindeki artıştan kaynaklandığını değerlendiriyoruz. Yeni mağaza alanlarının katkısıyla toplam perakende satış adedi büyümesinin %4,0 ile LFL adet büyümesinin üzerinde gerçekleşmesinin de mağaza yatırımlarının büyümeye katkı vermeye başladığını gösterdiğini düşünüyoruz.
- Genel görünüm, zayıf ve dalgalı talep ortamına rağmen Mavi'nin operasyonel performansını korumayı başardığını göstermekle birlikte, reel sepet ve LFL satışlardaki baskı, talep koşullarında henüz belirgin bir iyileşme olmadığına işaret etmektedir. İşlem adedi ve hacim büyümesindeki iyileşmenin korunması halinde, yeni mağaza alanlarının katkısıyla satış büyümesinin önümüzdeki dönemde güçlenmesini bekliyoruz.

MAVİ | Güncel tahminlerimiz (mn TRY)

mn TRY	2025G	2026T			2027T		
		Eski	Yeni	Değişim	Eski	Yeni	Değişim
Net Satış Gelirleri	47,729	62,744	61,955	-1.3%	74,234	78,740	6.1%
FAVÖK	8,841	11,000	10,938	-0.6%	13,530	13,990	3.4%
FAVÖK Marjı	18.5%	17.5%	17.7%	0.2 puan	18.2%	17.8%	-0.5 puan
Net kar	2,294	4,779	2,843	-40.5%	6,683	3,631	-45.7%

Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma hesaplamaları

- Mavi, 2Ç26'da 263 milyon TL net kar açıkladı. Şirket'in satış gelirleri 12.553 milyon TL ile yıllık bazda yatay seyrederken, FAVÖK yıllık bazda %2 artış ile 1.962 milyon TL oldu. Zayıf tüketim ortamına rağmen Şirket'in brüt kar marjı %52,8 ile güçlü seyrini korudu. Ciroda gözlenen yatay seyrin aksine, faaliyet giderlerinin satışlara oranına artış finansallarda baskı oluştursa da finansman giderinde azalma ve nakit pozisyonunun kuvvetli kalması, operasyonel görünümü destekledi.
- Son açıklanan finansalların ardından 2026 yılına ilişkin tahminlerimizde güncellemeye gidiyoruz. Satış gelirlerini, mevcut talep ortamı ve birebir mağaza büyümelerini göz önünde bulundurarak 62.744 milyon TL'den 61.955 milyon TL'ye revize ediyoruz. Cirodaki yatay görünüme rağmen artan faaliyet giderlerinin FAVÖK marjı üzerinde baskı oluşturacağını düşünmekle birlikte, brüt karlılıkta izlediğimiz güçlü seyrin bu etkiyi sınırlamasını bekliyoruz. Bu doğrultuda, FAVÖK beklentimizi 11.000 milyon TL'den 10.938 milyon TL'ye güncelliyoruz. Net kar beklentimizi ise efektif vergi oranı nedeniyle oluşabilecek aşağı yönlü riskleri modelimize yansıtmanız neticesinde 4.779 milyon TL'den 2.843 milyon TL'ye revize ediyoruz.
- 2026 yıl sonuna ilişkin satış geliri ve net karlılık tahminlerimizdeki aşağı yönlü revizyona karşın gelecek yıllarda talepte toparlanmanın finansal yansımalarını modelimize yansıtmanız neticesinde, Mavi için mevcut hedef fiyatımızı 61,23 TL'den 63,00 TL'ye revize ediyor, AL yönündeki önerimizi devam ettiriyoruz. Önerimizi yalnızca kurumsal kaliteye değil, operasyonel dönüşümün finansallara yansımaya başlamasına dayandırıyoruz. Yönetimin, mağaza açılışlarındaki gecikmeleri açık biçimde ortaya koyması, alınan önlemleri ölçülebilir hedeflerle paylaşması ve güçlü nakit pozisyonunu disiplinli biçimde kullanmasını önemli buluyoruz. Talebin beklenenden geç toparlanması, faaliyet giderlerinin satışlara oranının yüksek kalması, mağaza yatırımlarında yeni gecikmeler yaşanması ve yüksek efektif vergi oranı ise değerlememizde başlıca aşağı yönlü riskleri oluşturuyor.

MAVI | Finansal tablolar ve tahminlerimiz

Gelir Tablosu (mİn TL)	2024	2025	2026T	2027T
Satışlar	50,326	47,729	61,955	78,740
Satışların Maliyeti	-25,018	-23,391	-30,234	-38,425
Brüt Kar	25,309	24,338	31,721	40,315
Operasyonel Giderler	-19,213	-18,934	-24,963	-31,292
Faaliyet Karı	6,095	5,404	6,758	9,022
FAVÖK	9,162	8,841	10,938	13,990
Net Finansman Gelir/Gider	-1,585	-1,664	-1,815	-3,325
Vergi Öncesi Kar	4,795	3,447	4,639	5,925
Dönem Vergi Gideri/Geliri	-1,300	-1,388	-2,088	-2,666
Net Dönem Karı (Ana Ortaklık Payları)	3,559	2,294	2,843	3,631

Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Rasyonet

Bilanço (mİn TL)	2024	2025	2026T	2027T
Dönen Varlıklar	18,497	17,960	25,883	30,466
Duran Varlıklar	7,089	9,021	13,147	15,998
Toplam Varlıklar	25,587	26,981	39,030	46,464
Kısa Vadeli Yükümlölükler	10,757	10,990	18,488	23,411
Uzun Vadeli Yükümlölükler	1,216	2,060	2,982	3,549
Özkaynaklar	13,614	13,932	17,560	19,505
Toplam Kaynaklar	25,587	26,981	39,030	46,464

Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Rasyonet

Serbest Nakit Akımı (mİn TL)	2024	2025	2026T	2027T
FAVÖK	9,162	8,841	10,938	13,990
Dönem Vergi Gideri/Geliri	-1,300	-1,388	-2,088	-2,666
Net İşletme Sermayesindeki Değişim	899	704	-178	1,055
Yatırım Harcaması	-1,430	-2,625	-3,717	-3,937
Serbest Nakit Akımı (SNA)	5,533	4,124	5,312	6,332

Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Rasyonet

Karlılık Oranları	2024	2025	2026T	2027T
Brüt Kar Marjı	50.3%	51.0%	51.2%	51.2%
Faaliyet Kar Marjı	12.1%	11.3%	10.9%	11.5%
FAVÖK Marjı	18.2%	18.5%	17.7%	17.8%
VÖK Marjı	9.5%	7.2%	7.5%	7.5%
Net Kar Marjı	7.1%	4.8%	4.6%	4.6%
Özkaynak Karlılığı (ROE)	26.1%	16.5%	16.2%	18.6%

Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Rasyonet

Rasyolar	2024	2025	2026T	2027T
F/K	9.9x	13.1x	10.5x	8.2x
FD/FAVÖK	3.3x	2.9x	2.4x	1.9x
PD/DD	2.6x	1.9x	1.7x	1.5x

Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Rasyonet

*Geçmiş yıl verileri, 2025 yılı enflasyon muhasebesi katsayısına göre düzeltilmiştir.

Hisse Verileri

Bloomberg Hisse Kodu	EBEBK
Mevcut Fiyat (TL)	81.85
Hedef Fiyat (TL)	125.00
Getiri Potansiyeli (%)	53%
Son 12 Ay Hisse Fiyat Aralığı (TL)	49.05 92.15
3 Aylık Ortalama Hacim (mln TL)	50
Sermaye (mln TL)	160
Pazar	Ana Pazar

Hisse Verileri (mln TL)

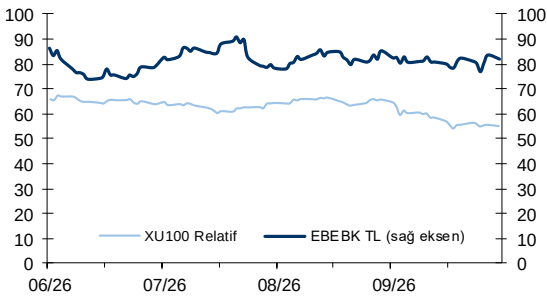
Piyasa Değeri	13,096
Hedeflenen Piyasa Değeri	19,999
Net Borç	-185
Firma Değeri	12,911

Hisse Performansı	1 Ay	3 Ay	6 Ay	YBB
Nominal Getiri	-4%	4%	56%	47%
BIST100 Rölatif Getiri	14%	23%	38%	36%

Özet Veriler (mln TL)	2024	2025	2026T	2027T
Satış Gelirleri	23,983	27,675	42,358	56,306
FAVÖK	2,820	3,540	5,245	7,035
Net Kar	152	55	845	1,131

FAVÖK Marjı	11.8%	12.8%	12.4%	12.5%
Net Kar Marjı	0.6%	0.2%	2.0%	2.0%

Tahminler ve Rasyolar	2024	2025	2026T	2027T
FD/Ciro	0.3x	0.3x	0.3x	0.2x
FD/FAVÖK	2.9x	2.6x	2.5x	1.8x
F/K	54.1x	148.6x	15.5x	11.6x
PD/DD	1.7x	1.5x	1.9x	1.5x
Net Borç/FAVÖK	0.04x	0.28x	-0.12x	-0.14x

Hisse Performansı

Kaynak: Rasyonet, Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma
Fiyatlar 12 Ekim 2026 tarihi itibarıyla.

Ortaklık Yapısı

MAHMUD MUHAMMED TOPBAŞ	17.1%
AHMET AFİF TOPBAŞ	16.5%
MUSA TOPBAŞ	16.4%
HALİL ERDOĞMUŞ	8.6%
FATMA HANDE TOPBAŞ	5.9%
FATMA ZEHRA ÜLKER	5.9%
FATMA FİTNAT TOPBAŞ	3.3%
KAMAL ANTHONY HATOUM	3.1%
Diğer	23.3%
Toplam	100.0%

Strateji ve Araştırma

Ebebek (EBEBK TI)

Operasyonel performans büyümeyi destekliyor AL – Hedef Fiyat: 125,00 TL (12-ay)

Ebebek Mağazacılık için 2025 yılı, mağaza ağındaki genişleme ve satış adetlerindeki güçlü seyir ile operasyonel büyümenin korunduğu bir dönem oldu. Türkiye’de satılan ürün adedi 2024 yılındaki 90,6 milyon seviyesinden 2025 yılında 105,5 milyona yükselirken, mağaza sayısı 270’ten 300’e ulaştı. 2026 yılına ilişkin 122 milyon adet ürün satışı ve 330 mağaza hedefi, büyüme görünümünün güçlü seyrini koruduğuna işaret etti. Doğum sayısındaki gerilemenin sektör açısından uzun vadeli risk oluşturduğunu göz ardı etmemekle birlikte, çocuk başına harcamadaki artışın ve organize perakendenin pay kazanmasının söz konusu baskıyı sınırladığını düşünüyoruz.

- Adet büyümesi destekleyici.** Ebebek’in ürün satış adetlerinde kaydettiği çift haneli büyüme, Şirket’in faaliyet gösterdiği pazarın yalnızca doğum sayısına bağlı olmadığına dair en önemli işaretler arasında yer alıyor. Temel bakım, beslenme ve tüketim ürünlerinin tekrarlayan talep yapısı müşteri trafiğini desteklerken, tekstil, oyuncak ve dayanıklı bebek ürünleri sepet büyüklüğüne katkı sağlıyor. Ürün çeşitliliğinin ve müşterilerle kurulan ilişkinin 0-4 yaş aralığına dağılımı mevcut müşteri gelirini de desteklemektedir.
- Mağaza yatırımları büyümeyi desteklemeye devam ediyor.** İhtiyaç bazlı ürünler talep görünümünü desteklerken, tekstil, oyuncak ve dayanıklı ürünlerin tüketici güveni ile harcanabilir gelirdeki değişimlere daha duyarlı olduğunu düşünüyoruz. Öz marka ve münhasır ürünlerin toplam satışlar içerisindeki payının artması, ürün farklılaşmasını ve brüt kârlılığı destekleme potansiyeli taşıyor. Fiziksel mağazaların dijital kanalla birlikte yönetilmesinin ise ürün bulunurluğu, müşteri erişimi ve stok optimizasyonu açısından Şirket’in ölçek avantajını güçlendirdiğini değerlendiriyoruz.
- Nakit dönüşümü büyümenin kalitesi açısından belirleyici.** Mağaza yatırımları ve artan ürün çeşitliliği, şirketin stok ve işletme sermayesi ihtiyacını artıcı etki yaratmaktadır. Bu nedenle satış ve ürün adedi büyümesinin operasyonel nakit akışına dönüşümü de önemli takip göstergeleri arasında yer alıyor. **Stok devir hızının korunması, yeni mağazaların planlanan sürede olgunlaşması ve yatırım harcamalarının nakit üretimiyle karşılanması halinde büyümenin bilanço üzerindeki etkisinin yönetilebilir kalacağını düşünüyoruz.**
- Birleşik Krallık operasyonunu orta vadeli büyüme opsiyonu olarak değerlendiriyoruz.** Bununla birlikte, mevcut operasyonun sınırlı ölçeği nedeniyle kısa vadeli beklentilerimizde Türkiye faaliyetleri belirleyici olmaya devam ediyor.
- Geçtiğimiz yıl yayımladığımız [raporumuzda](#), Ebebek yatırım tezimizin merkezinde Uşak depo yatırımı ve İngiltere operasyonlarının ölçeklenmesi yer alırken, mevcut durumda önceliklerin değiştiğini görüyoruz. Uşak depo yatırımdan vazgeçilmesi kısa vadede yatırım harcamaları üzerindeki baskıyı sınırlarken, yatırım tezimizin ana odağı ise yurt içi mağaza ağına genişlemesi ve dijital kanaldaki güçlü performansa kayıyor.**

EBEBK | Güncel tahminlerimiz (mn TRY)

mn TRY	2025G	2026T			2027T		
		Eski*	Yeni	Değişim	Eski*	Yeni	Değişim
Net Satış Gelirleri	27,675	37,326	42,358	13.5%	48,492	56,306	16.1%
FAVÖK	3,540	4,383	5,245	19.7%	6,388	7,035	10.1%
FAVÖK Marjı	12.8%	11.7%	12.4%	0.6 puan	13.2%	12.5%	-0.7 puan
Net kar	55	637	845	32.7%	1,624	1,131	-30.4%

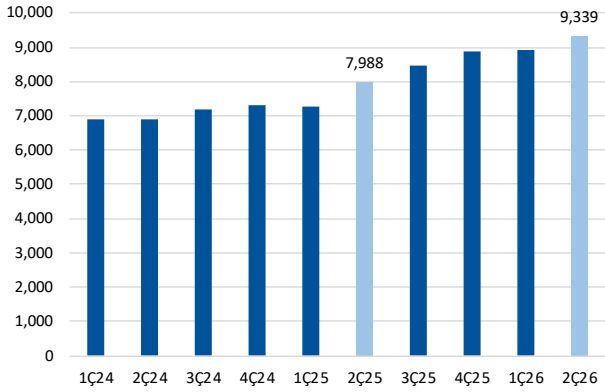
Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma hesaplamaları

*2Ç26 sonu itibarıyla tahminlerimiz

- Ebebek, 2Ç26'da 304 milyon TL ana ortaklık net karı elde etti. Bu dönemde satış geliri %17 artışla 9.339 milyon TL olurken, FAVÖK yıllık bazda %8 azalışla 1.332 milyon TL oldu. 2026 yılı 2. çeyreğinde Türkiye mağazalarındaki ziyaretçi sayısı yıllık %14,1 artış göstererek 14,9 milyona ulaşırken, ebebek.com ziyaretçi sayısı aynı dönemle karşılaştırıldığında %9,2 artışla 33,5 milyon seviyesinde gerçekleşti. İngiltere mağaza ziyaretçi sayısında ise 2Ç25'te açılan mağazanın da katkısıyla yıllık bazda %39,7 artış gerçekleşti. Aynı mağazalar karşılaştırıldığında mağaza satış adetleri yıllık %13,2 artış gösterdi. ebebek.com üzerinden satılan ürün adedi yıllık %20,0 artarken, pazaryeri satış adetlerindeki %12,7 düşüşün etkisiyle toplam e-ticaret satış adetleri %9,6 arttı. İngiltere mağaza ve e-ticaret toplam satış adedi ise yıllık %61,2 artışla 305 bin oldu.
- Açıklanan finansal sonuçlar ve Şirket'in 2026 yıl sonu beklentilerinde yaptığı yukarı yönlü revizyon neticesinde, satış gelirlerinde beklentimizi 37.326 milyon TL'den 42.358 milyon TL'ye güncelliyoruz. Daha güçlü satış hacmi beklentimize paralel olarak FAVÖK tahmininizi 4.383 milyon TL'den 5.245 milyon TL'ye çekerken, FAVÖK marjı beklentimizi %11.7'den %12,4'e çıkarıyoruz. Bu doğrultuda, net kar beklentimizi ise 637 milyon TL'den 845 milyon TL'ye güncelliyoruz.
- Ebebek için yatırım tezimizin merkezinde yurt içi operasyonlardaki hacim büyümesi bulunuyor. Depo yatırımdan vazgeçilmesini, yatırım harcamaları ve nakit akışı üzerindeki baskıyı azaltması açısından olumlu değerlendiriyoruz. İngiltere operasyonunu ise mevcut ölçeği nedeniyle uzun vadeli büyüme potansiyeli sunan bir opsiyon olarak görüyoruz. Tahminlerimizdeki yukarı yönlü revizyonlar sonucunda Ebebek için hedef fiyatımızı 99,00 TL'den 125,00 TL'ye revize ediyor, önerimizi ise AL yönünde sürdürüyoruz. Yurt içi talebin zayıflaması, maliyet artışlarının fiyatlara yansıtılamaması, mağaza ve İngiltere operasyonlarının beklenen verimliliğe ulaşamaması değerlememizde başlıca aşağı yönlü riskleri oluşturuyor.

EBEBK | Operasyonel ve finansal görünüm

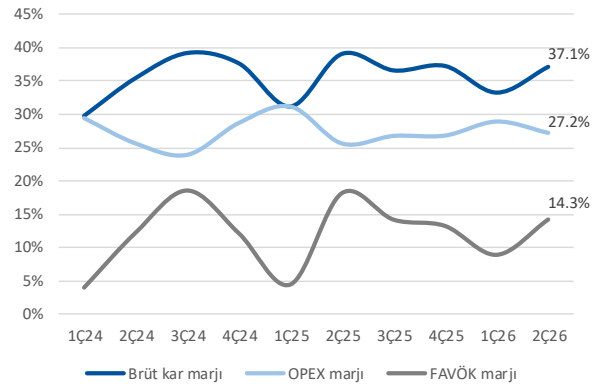
Satış geliri (milyon TL, çeyreklik)



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma

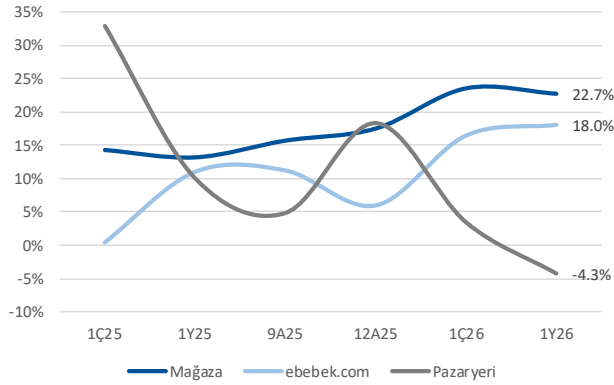
*Geçmiş dönemler, 2026/6A dönemi enflasyon muhasebesi katsayısına göre düzeltilmiştir.

Karlılık marjları (% çeyreklik)



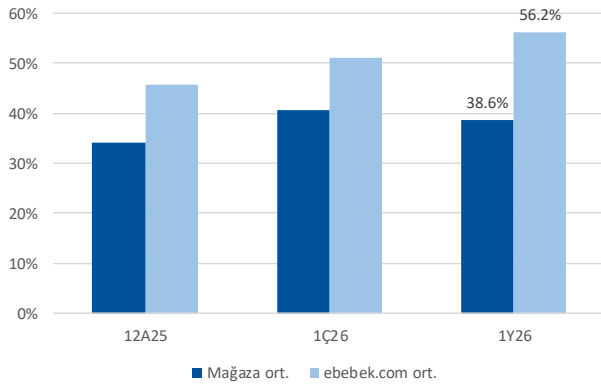
Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma

Satılan ürün adedi değişimi



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Şirket sunumu

Fatura büyümesi (yıllık, nominal)



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Şirket sunumu

- Ebebek'in operasyonel verileri, büyümenin yalnızca yeni mağaza açılışlarından kaynaklanmadığını, mevcut mağazalarda da belirgin bir verimlilik artışı yaşandığını gösteriyor. Türkiye mağaza ziyaretçi sayısı 1Y26'da %11,4 büyürken, mağazalarda satılan ürün adedi %22,7 arttı. LFL bazda da ziyaretçi sayısındaki %9,9 büyümeye karşılık satış adedi %13,5 yükseldi. Satış adedinin ziyaretçi sayısından daha hızlı artması, mağaza dönüşüm oranı ve ziyaret başına ürün adedi tarafında iyileşmeye işaret ediyor.
- Türkiye'de toplam satış adedi büyümesinin 2025 yılındaki %11,9 seviyesinden 1Y26'da %21,2'ye yükselmesi, Şirket'in yapısal hacim büyümesini koruduğunu gösteriyor. Dönem sonu mağaza sayısının 300'den 311'e çıkması büyümeyi desteklerken, %13,5'lik LFL adet artışı performansın yalnızca yeni mağaza katkısına bağlı olmadığını gösteriyor. 3Ç26 itibarıyla mağaza sayısı 321'e yükselirken, mağaza ziyaretçi sayısı yıllık bazda %12 artışla 15,1 milyon seviyesinde gerçekleşti. Bu dönemde, mağaza ve ebebek.com üzerinden satılan ürün toplamı yıllık %22,2 artışla 33.5 milyon seviyesine ulaşarak, yükseliş imesini devam ettirdi.
- İngiltere'de toplam satış adedi 1Y26'da yüzde 93,6 büyüdü. Büyüme mağaza, Şirket'in kendi internet sitesi ve pazaryeri kanallarının tamamına yayıldı. Ancak, operasyonun düşük bazdan büyüdüğü ve henüz Türkiye ölçeğine ulaşmadığının dikkate alınması gerektiği kanaatindeyiz. Dolayısıyla İngiltere operasyonları, kısa vadede finansallardan çok, Ebebek'in iş modelinin farklı bir pazarda ölçeklenebilirliğini gösteren orta vadeli bir opsiyon değeri taşıyor.

EBEBK | Finansal tablolar ve tahminlerimiz

Gelir Tablosu (mln TL)	2024	2025	2026T	2027T
Satışlar	23,983	27,675	42,358	56,306
Satışların Maliyeti	-15,458	-17,677	-27,194	-36,092
Brüt Kar	8,525	9,998	15,164	20,214
Operasyonel Giderler	-6,445	-7,593	-11,437	-15,203
Faaliyet Karı	2,080	2,405	3,728	5,011
FAVÖK	2,820	3,540	5,245	7,035
Net Finansman Gelir/Gider	-744	-1,277	-1,319	-1,778
Vergi Öncesi Kar	441	393	1,690	2,262
Dönem Vergi Gideri/Geliri	-330	-411	-845	-1,131
Net Dönem Karı (Ana Ortaklık Payları)	152	55	845	1,131

Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Rasyonet

Bilanço (mln TL)	2024	2025	2026T	2027T
Dönen Varlıklar	8,512	8,923	17,554	21,412
Duran Varlıklar	4,648	5,702	7,466	8,985
Toplam Varlıklar	13,160	14,625	25,020	30,397
Kısa Vadeli Yükümlülükler	7,081	8,209	15,644	18,991
Uzun Vadeli Yükümlülükler	1,335	1,850	2,336	2,596
Özkaynaklar	4,744	4,566	7,040	8,811
Toplam Kaynaklar	13,160	14,625	25,020	30,397

Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Rasyonet

Serbest Nakit Akımı (mln TL)	2024	2025	2026T	2027T
FAVÖK	2,820	3,540	5,245	7,035
Dönem Vergi Gideri/Geliri	-330	-411	-845	-1,131
Net İşletme Sermayesindeki Değişim	-516	-211	-104	-96
Yatırım Harcaması	-939	-1,486	-1,906	-2,534
Serbest Nakit Akımı (SNA)	2,067	1,855	2,598	3,466

Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Rasyonet

Karlılık Oranları	2024	2025	2026T	2027T
Brüt Kar Marjı	35.5%	36.1%	35.8%	35.9%
Faaliyet Kar Marjı	8.7%	8.7%	8.8%	8.9%
FAVÖK Marjı	11.8%	12.8%	12.4%	12.5%
VÖK Marjı	1.8%	1.4%	4.0%	4.0%
Net Kar Marjı	0.6%	0.2%	2.0%	2.0%
Özkaynak Karlılığı (ROE)	3.2%	1.2%	12.0%	12.8%

Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Rasyonet

Rasyolar	2024	2025	2026T	2027T
F/K	54.1x	148.6x	15.5x	11.6x
FD/FAVÖK	2.9x	2.4x	2.5x	1.8x
PD/DD	1.7x	1.5x	1.9x	1.5x

Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Rasyonet

*Geçmiş yıl verileri, 2025 yılı enflasyon muhasebesi katsayısına göre düzeltilmiştir.

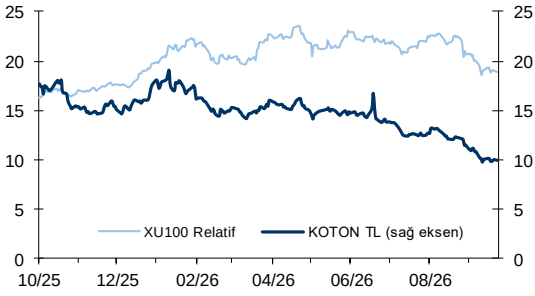
Hisse Verileri

Bloomberg Hisse Kodu	KOTON
Mevcut Fiyat (TL)	9.93
Son 12 Ay Hisse Fiyat Aralığı (TL)	9.92 19.52
3 Aylık Ortalama Hacim (mln TL)	28
Sermaye (mln TL)	830
Pazar	Ana Pazar

Hisse Verileri (mln TL)

Piyasa Değeri	8,238
Net Borç	8,993
Firma Değeri	17,231

Hisse Performansı	1 Ay	3 Ay	6 Ay	YBB
Nominal Getiri	-19%	-28%	-32%	-36%
BIST100 Rölatif Getiri	-3%	-6%	-7%	-41%

Hisse Performansı

Kaynak: Rasyonet, Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma
Fiyatlar 12 Ekim 2026 tarihi itibarıyla.

Ortaklık Yapısı

Nemo Appareil B.V.	39.6%
Yılmaz Yılmaz	23.6%
Şükriye Gülden Yılmaz	23.6%
Diğer	13.2%
Toplam	100.0%

Strateji ve Araştırma

DenizbankYatirimHizmetleriGrubuStratejiArastirma@denizbank.com

Koton (KOTON TI)

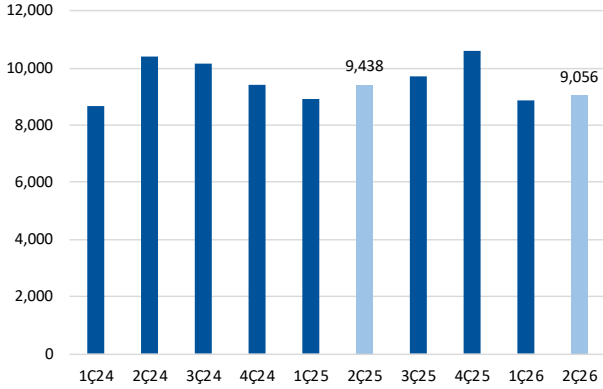
Coğrafi yayılım ile çeşitlenen büyüme

Koton için 2025 yılı, zayıf iç talebe rağmen ürün, fiyatlama ve stok yönetiminde atılan adımların kârlılığı desteklediği, uluslararası operasyonlarda yeniden yapılanmanın sonuçlarının görünür olmaya başladığı, ancak, yüksek finansman giderleri, enflasyon- kur makasının olumsuz seyrinin net kârı sınırladığı bir geçiş yılı oldu.

- 2026 yılının ilk yarısına gelindiğinde, 2025 yılında maliyet yönetimi ve uluslararası operasyonlarda kaydedilen olumlu seyrin etkilerinin devam ettiğini, buna ek olarak hacim tarafında daha dengeli bir görünümün ortaya çıktığını takip ettik.
- Yurt içinde cirodan önce hacimde dönüş sinyali alıyoruz. 2026'nın ilk yarısında yurt içi mağaza satışları reel olarak gerileme izlenirken, benzer mağaza adet satışları %2 arttı. 2Ç26'da bu artışın %8'e ulaşması, fiyatlama, mağaza trafiği ve dönüşüm oranındaki iyileşmenin talep üzerindeki baskıyı kısmen dengelemeye başladığını göstermektedir. Yurt içi mağazalarda dolar bazlı metrekare verimliliğinin %9,2 yükselmesini de mağaza portföyünün daha verimli yönetildiğine ilişkin olumlu bir gösterge olarak görüyoruz. Buna karşın, iç talepte süren zayıflık nedeniyle kalıcı bir toparlanmadan söz etmek için henüz erken olduğunu düşünüyoruz.
- Yurt dışı operasyonlar büyümenin ve marj iyileşmesinin ana taşıyıcısı konumunda. 1Y26'da uluslararası satışlar dolar bazında %9,2, yurt dışı mağaza satışları ise TL bazında %9,9 büyüdü. Uluslararası operasyonların konsolide gelir içerisindeki payı %27'ye ulaşırken, yurt dışı mağazalarda dolar bazlı metrekare verimliliği %10,2 arttı. Bununla birlikte, uluslararası brüt kâr marjı 11,1 puanlık iyileşmeyle %52,2'ye yükseldi. Bu çerçevede, yurt dışı büyümenin yalnızca yeni mağaza açılışından değil, mevcut mağazaların verimliliğinden ve daha sağlıklı ürün yönetiminden kaynaklandığını gösterdiğini değerlendiriyoruz.
- GCC odağında seçici genişleme. 1Y26'da GCC bölgesi satışlarının ABD doları bazında yaklaşık iki katına çıkması, Koton'un uluslararası büyümesinde bölgenin ağırlığını artırıyor. Bölgedeki operasyonlarının devamını, bölgesel ölçeğin genişletilmesi açısından olumlu değerlendirmekteyiz. Buna ek olarak, ABD pazarında online platform üzerinden başlayan satışları ise yakın vadeli finansallara katkısından ziyade, mağaza yatırımı olmaksızın ürün uyumu, fiyatlama gücü ve müşteri talebinin test edilmesini sağlayan sermaye-hafif bir büyüme opsiyonu olarak görüyoruz.
- Güçlü nakit akışı. İlk yarıda stokların yıllık bazda yaklaşık %15 azaltılması ve net işletme sermayesinin satışlara oranının 8,9 puan iyileşmesi sonucunda serbest nakit akışı 1,75 milyar TL'ye ulaştı. TFRS 16 hariç net finansal borcun FAVÖK'e oranı 0,5x seviyesine gerilerken, ikinci çeyrekte 834 milyon TL serbest nakit akışı yaratıldı. Konsolide brüt kâr marjının %54,7 seviyesinde korunmasının da daha düşük stok riskiyle birlikte değerlendirildiğinde, Şirket'in büyümeden önce bilanço kalitesine ve kârlılığa öncelik verdiğini gösterdiğini değerlendiriyoruz.

KOTON | Operasyonel ve finansal görünüm

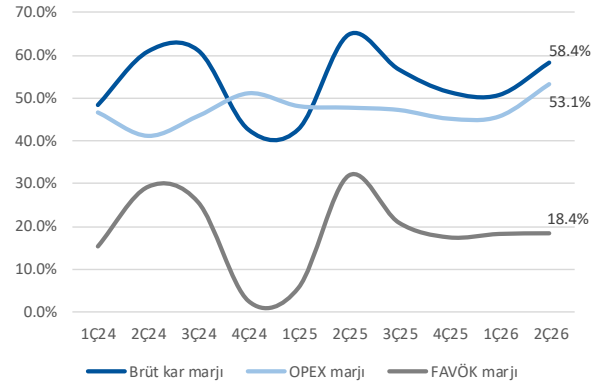
Satış geliri (milyon TL, çeyreklik)



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma

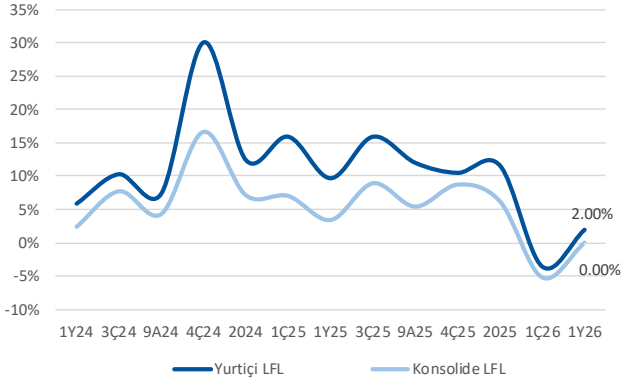
*Geçmiş dönemler, 2026/6A dönemi enflasyon muhasebesi katsayısına göre düzeltilmiştir.

Karlılık marjları (% çeyreklik)



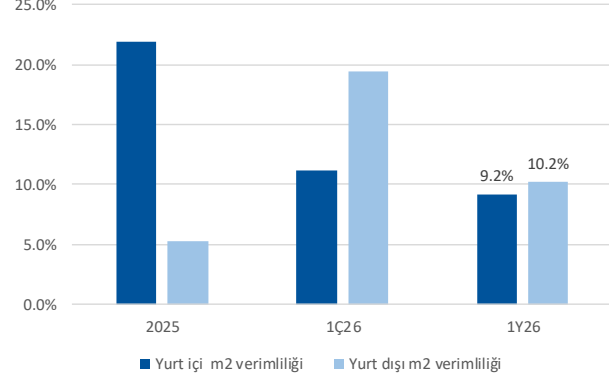
Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma

LFL satış adedi büyümesi



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Şirket sunumu

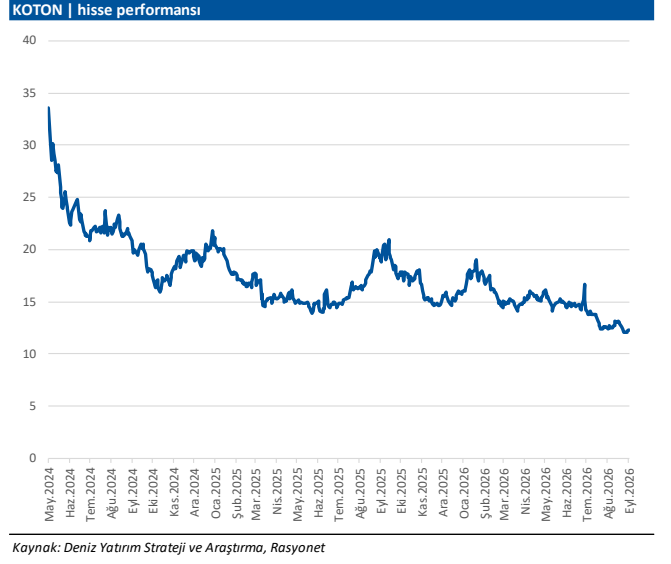
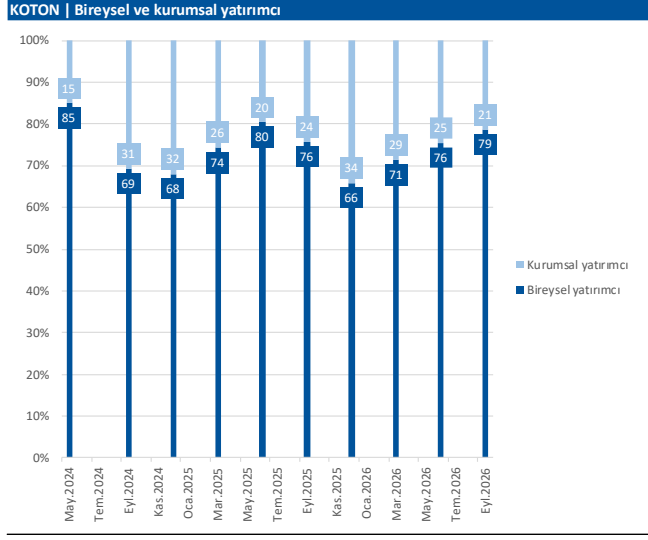
m2 verimliliği (USD, yıllık)



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Şirket sunumu

- Koton'da operasyonel görünüm 2025 boyunca yurt içi LFL adet büyümesi, metrekare verimliliği ve GCC operasyonlarının katkısıyla iyileşirken, 2026'nın ilk çeyreğinde yüksek baz ve zayıf tüketici talebi nedeniyle geçici bir yavaşlama yaşandı. Bununla birlikte yurt içi LFL satış adedinin 1Ç26'daki %3,5 daralmadan 2Ç26'da %7 büyümeye dönmesi, ziyaretçi ve dönüşüm oranlarındaki artışla birlikte operasyonel dipten dönüş sinyali vermektedir. Ancak, 1Y26 yurt içi LFL satış tutarının %2,9 daralması, hacim toparlanmasının henüz reel ciro büyümesine dönüşmediğini gösteriyor.
- Stoklardaki yaklaşık %15 düşüş, net işletme sermayesi/satış oranındaki 8,9 puanlık iyileşme ve pozitif nakit üretimi dikkate alındığında, Koton'da operasyonel geri dönüş sinyali mevcut olmakla birlikte mevcut aşamayı "nakit ve verimlilik öncülüğünde erken toparlanma" olarak değerlendiriyoruz. Bununla birlikte, finansal koşullarda kolay ve hızlı bir gevşeme beklememe düşüncemiz, bunun üzerine kurguladığımız makro veri setimiz, Türk lirasında aylık/yıllık değer kayıplarının çapraz pariteler nezdinde enflasyonun gerisinde kalacağına dair düşüncemiz ve iç tüketimdeki toparlanmanın kademeli olacağını değerlendirmemiz, yine Şirket ve sektör açısından risk unsurları olarak dikkate alınmalıdır.

KOTON | Hisse performansı ve yatırımcı dağılımı

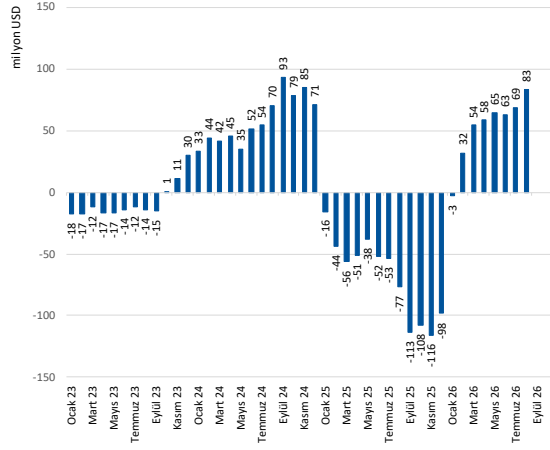


- Koton'un halka arzından bu yana bireysel ve kurumsal yatırımcı dağılımını incelediğimizde, halka arzda %85 seviyesi ile bireysel yatırımcı dağılımının oldukça yüksek olduğunu görüyoruz. Halka arzda payların %84,5'inin yaklaşık 3,5 milyon bireysel yatırımcıya tahsis edilmesine karşılık kurumsal yatırımcı sayısının 161 ile sınırlı kalması, oldukça parçalı bir yatırımcı tabanı oluştururken, %13,14 seviyesindeki halka açıklık oranının da kurumsal yatırımcıların anlamlı büyüklükte pozisyon oluşturmasını zorlaştırdığını değerlendiriyoruz. Halka arz sonrasındaki zayıf hisse performansında tüketim görünümüne ilişkin endişelerin yanı sıra, bu sahiplik yapısının ve sınırlı kurumsal desteğin etkili olduğunu değerlendiriyoruz. Son kapanış itibarıyla yaklaşık %79 seviyesinde bulunan bireysel yatırımcı oranına karşın, hissenin kurumsal yatırımcı açısından düşük seyreden sahipliğinin hisse performansında da etkili olduğunu düşünüyoruz.
- Hissenin, halka arz sonrasında sergilediği zayıf performansın Şirket'in operasyonel gelişimiyle giderek daha fazla ayrıştığını düşünüyoruz. Yurt içinde hacmin yeniden büyümeye başlaması, yurt dışı operasyonlarda artan mağaza verimliliği, işletme sermayesindeki normalleşme ve güçlü nakit üretiminin bu ayrışmayı belirginleştirdiğini düşünüyoruz. Buna karşılık, değerlemenin yeniden yukarı taşınması için operasyonel iyileşmenin birkaç çeyrek boyunca korunması ve kurumsal yatırımcı tabanının mutlaka güçlenmesi gerektiği kanaatindeyiz.

Yabancı işlemleri

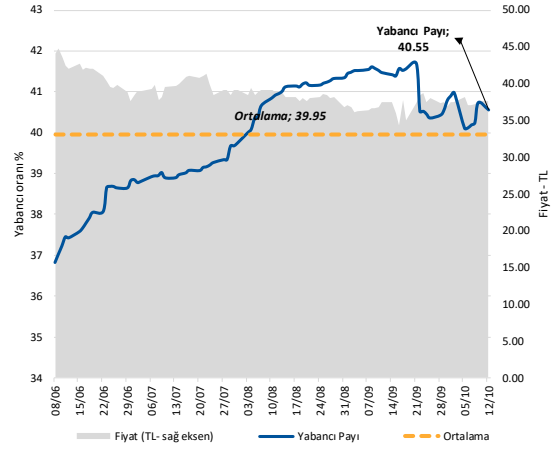
MAVİ | Yabancı işlemler

MAVİ | Net yabancı işlemleri, 12 ay kümülatif



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Rasyonet

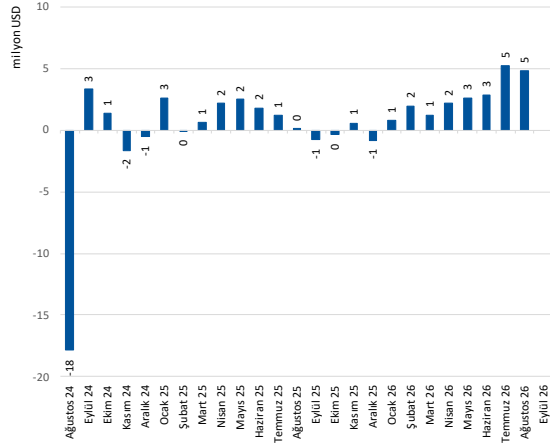
MAVİ | Yabancı payı



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Matris, Rasyonet

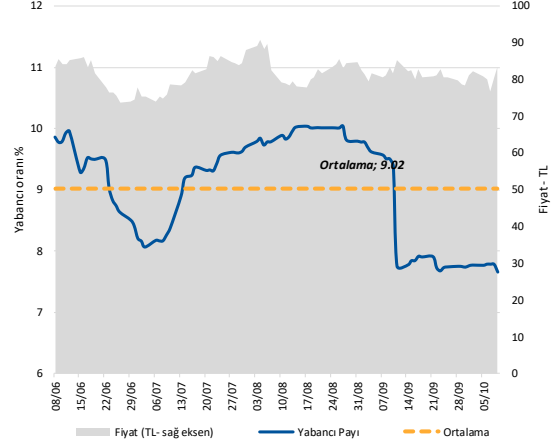
EBEBK | Yabancı işlemler

EBEBK | Net yabancı işlemleri, 12 ay kümülatif



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Rasyonet

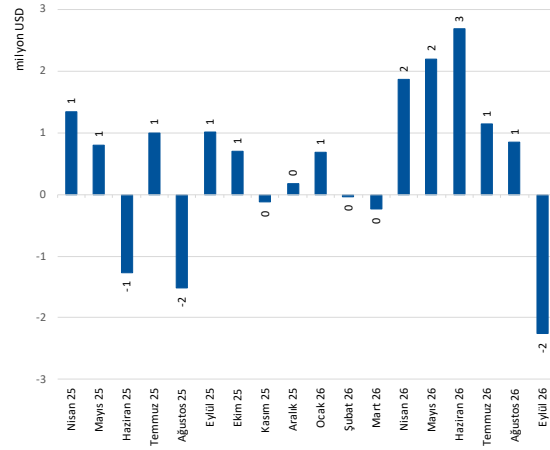
EBEBK | Yabancı payı



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Matris, Rasyonet

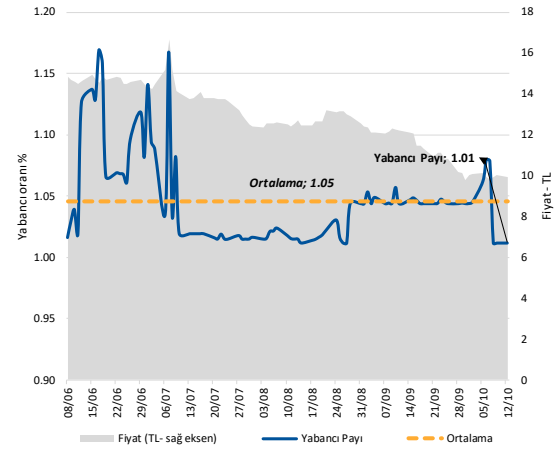
KOTON | Yabancı işlemler

KOTON | Net yabancı işlemleri, 12 ay kümülatif



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Rasyonet

KOTON | Yabancı payı



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Matris, Rasyonet

Yasal Uyarı

Bu rapor/e-posta içerisinde yer alan değerlendirmeler Deniz Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş. tarafından, güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan elde edilen bilgi ve veriler kullanılarak genel nitelikte hazırlanmıştır. Raporda yer alan ifadeler, mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir ve hiçbir şekilde alış veya satış yapılması yönünde yönlendirme olarak değerlendirilmemelidir. Deniz Yatırım, bu bilgilerin doğru, eksiksiz ve değişmez olduğunu garanti etmemektedir. Bu sebeple, okuyucuların, bu raporlardan elde edilen bilgilere dayanarak hareket etmeden önce, bilgilerin doğruluğunu teyit etmeleri önerilir ve bu bilgilere dayanarak aldıkları kararlarda sorumluluk okuyucuların kendilerine aittir. Bilgilerin eksikliği ve yanlışlığından Deniz Yatırım hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. Ayrıca, Deniz Yatırım ve DenizBank Finansal Hizmetler Grubu çalışanları ve danışmanlarının, herhangi bir şekilde bu rapor/e-posta içerisinde yer alan bilgiler dolayısıyla ortaya çıkabilecek, doğrudan veya dolaylı zararlarla ilgili herhangi bir sorumluluğu yoktur. Burada yer alan bilgiler sermaye piyasası aracına yönelik bir yatırım tavsiyesi, alım-satım önerisi ya da getiri vaadi değildir ve yatırım danışmanlığı kapsamında yer almamaktadır. Yatırım Danışmanlığı hizmeti; yetkili kuruluşlar tarafından imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Buradaki içeriğin hiçbir bölümü Deniz Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş.'nin yazılı izni olmadan çoğaltılamaz, hiçbir şekil ve ortamda yayımlanamaz, alıntı yapılamaz ve kullanılamaz. Sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

© DENİZ INVEST 2026

Derecelendirme

Deniz Yatırım Analistleri, her hisse senedi için bir veya birden fazla değerlendirme yöntemi kullanarak 12 aylık hedef değerler (fiyatlar) ve buna bağlı olarak potansiyel getirileri hesaplamaktadır. 12 ay derecelendirme sistemimiz; AL, TUT ve SAT olmak üzere 3 farklı genel yatırım tavsiyesi içerir.

AL: Hisse senedinin gelecek 12 ay toplam potansiyel getirisinin **en az %20 ve üzerinde** oluşması şeklindeki değerlemeyi ifade etmektedir.

TUT: Hisse senedinin gelecek 12 ay toplam potansiyel getirisinin **%0-20 aralığında** oluşması şeklindeki değerlemeyi ifade etmektedir.

SAT: Hisse senedinin gelecek 12 ay toplam potansiyel getirisinin **%0'dan daha düşük** seviyelerde oluşması şeklindeki değerlemeyi ifade etmektedir.

Derecelendirme	Potansiyel Getiri (PG), 12-ay
AL	≥%20
TUT	%0-20
SAT	≤%0

Kaynak: Deniz Yatırım

Deniz Yatırım Analistleri, hisse senetlerini; potansiyel katalizörler, tetikleyici gelişmeler, riskler ile piyasa, sektör ve rakip firma gelişmeleri ışığında değerlendirmektedir. Analistlerimiz, genel yatırım tavsiyesinin kamuoyuyla paylaşılmasını takip eden süreçte hisse senetlerini titizlikle yakından takibe devam etmekte; ancak, hisse senedi fiyatındaki dalgalanmalardan ötürü değerler, derecelendirme sistemimizdeki sınırları aştığı takdirde, hisse senedi hakkında sundukları tavsiyeyi değiştirmemeyi ve/veya Gözden Geçirme (GG) sürecine almayı tercih edebilirler. Olası Gözden Geçirme (GG) durumunda, analistlerimiz açısından derecelendirme ve/öneri güncelleme noktasında herhangi bir zaman kısıtlaması kesinlikle söz konusu değildir. Kimi durumlarda, değerlendirme açısından, matematiksel olarak yükseliş potansiyeli veya düşüş riskinin doğması durumunda, analistlerimiz, AL-TUT-SAT önerilerinin dışında, sektör ve şirket ile ilgili genel gidişatı ve son gelişmeleri gözeterek derecelendirmeye temel oluşturan potansiyel getiri seviyelerinin dışında önerilerde bulunma haklarını saklı tutarlar. Bu gibi durumlarda, bahse konu şirket(ler)in, içerisinde bulundukları sektörün genel koşulları, muhtemel risk ve getiri başlıkları, açıklanan son finansallarındaki parametreler, politik ve jeopolitik gibi farklı birçok girdi gözetilerek değerlendirilmede bulunulabilir. Analistlerimiz, AL-TUT-SAT önerilerini belirlerken, sadece matematiksel değerlerin gözetildiği, mekanik bir süreç yürütmemektedirler.