

Coca-Cola İçecek

Kademeli olarak toparlanmaya doğru ilerliyor

Coca-Cola İçecek (CCI) için AL tavsiyesi ve 12 Aylık 90TL hisse başına hedef fiyatıyla olumlu görüşümüzü yineliyoruz. CCI, yılbaşından bu yana BIST100 endeksinin %22 altında performans gösterdi; bunun başlıca nedenleri zayıflayan tüketici harcamaları, uygun fiyatlı ürünlere ve promosyon faaliyetlerine artan odaklanma ile temel operasyonel göstergelerdeki zayıflama oldu. Görüşümüze göre, 3Ç'den itibaren operasyonel performansta kademeli iyileşme, düşük baz etkisi ve 2026'da talep koşullarında beklenen normalleşme hisse üzerindeki görünümü destekleyecektir. Hisse, şu anda 2025/26T F/K çarpanlarında sırasıyla 8,4x/7,2x seviyelerinde uluslararası benzerlerine göre yaklaşık %42 iskonto ile işlem görmektedir.

2Y25'te düşük bazın ardından ciro artışı ve marj görünümünde iyileşme bekliyoruz: Mevsimsel olarak güçlü seyreden 3Ç'de satış iskonto oranlarında olası bir daralma ve bazı kategorilerdeki fiyat artışlarının, 2Y25'te Türkiye cirosunda reel büyümeyi desteklemesini bekliyoruz. Ayrıca düşük baz etkisinin, 3Ç'de marj görünümünde hafif iyileşme ve 4Ç'de belirgin artış sağlamasını öngörüyoruz. Uluslararası operasyonlarda ise Orta Asya'da yapılan fiyat düzenlemeleri ve artan hacimlerin, büyümeyi desteklemesi bekleniyor. Tahminlerimize göre 2Y25'te yıllık bazda gelirlerde %8 reel büyüme ve FAVÖK marjında 230 baz puan artış öngörüyoruz.

Zayıf 1Y25 performansı tahminlerimize yansıdı: 2025 yılında TMS29lu konsolide gelirlerde %2-reel büyüme varsayıyoruz. Bu büyüme tahmini %5,5 hacim büyümesi ve %32 yılsonu TÜFE beklentisini içermektedir. CCI yönetiminin beklentisi birim kasa bazında orta tek haneli ciro büyümedir. Bununla birlikte, 2025'te konsolide FAVÖK marjında 60 baz puan düşüşle %16,9'a, operasyonel kar marjında ise yıllık 10 baz puan azalış öngörüyoruz; bu da yönetimin sabit operasyonel kar marjı beklentisine kıyasla daha temkinli bir varsayım. Tahminlerimiz, Türkiye operasyonlarında FAVÖK marjında 170 bps düşüş ve uluslararası operasyonlarda 20 bps artış öngörmektedir.

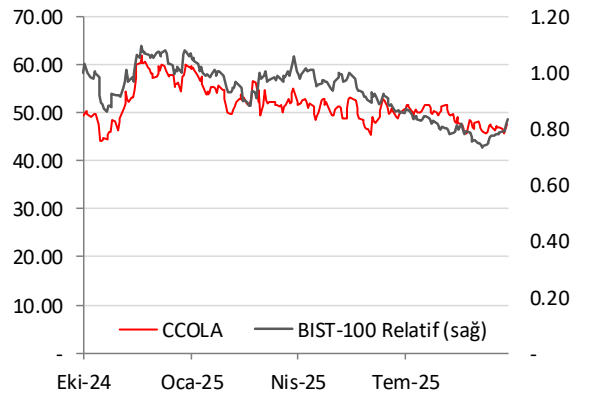
Uluslararası operasyonlar hacim büyümesinde öncü konumda: Tüketici güveninde normalleşme, yüksek büyüme potansiyeline sahip bölgelerde kapasite artışları, kişi başı düşük tüketim, ürün kategorilerinin genişlemesi ve satış noktalarında daha verimli soğutucu yatırımlarının yıllık bazda %5–6 hacim artışını destekleyeceğini düşünüyoruz.

3Ç25 görünümü: 3Ç25'te gelirlerde %8-reel artış ve FAVÖK marjında 40 bps iyileşme öngörüyoruz. Öte yandan, yıllık bazda daha yüksek finansal giderler ve azalan parasal kazançlar net marj üzerinde baskı oluşturabilir.

Endeks Üzerinde Getiri

Analist: Ece Mandacı, CFA
ece.mandaci@akyatirim.com.tr

Bloomberg Kodu	CCOLA TI			
Tavsiye	Endeks Üz. Getiri			
Hedef Fiyat, TL	90.00			
Güncel Fiyat, TL	47.48			
Getiri Potansiyeli	90%			
Halka Açıklık Oranı	25%			
Piyasa Değeri, mn TL	132,853			
Firma Değeri, mn TL	169,320			
Finansal Veriler	2024	2025T	2026T	2027T
Özet UFRS Finansallar				
Ciro, mn TL	137,683	184,999	239,128	300,303
FAVÖK, mn TL	24,143	31,209	41,558	55,832
Net Kâr, mn TL	14,813	16,542	22,216	29,092
Borçluluk				
Net Borç, mn TL	25,795	35,109	33,930	28,201
Net Borç/FAVÖK	1.1	1.1	0.8	0.5
Kârlılık				
FAVÖK Marjı	17.5%	16.9%	17.4%	18.6%
Net Marj	10.8%	8.9%	9.3%	9.7%
Temettü Verimi	1.2%	2.3%	3.7%	5.0%
Büyüme				
Ciro, y/y	36.3%	34.4%	29.3%	25.6%
FAVÖK, y/y	34.7%	29.3%	33.2%	34.3%
Net Kâr, y/y	-28.0%	11.7%	34.3%	31.0%
Değerleme Verisi	2024	2025T	2026T	2027T
F/K	12.2	8.4	7.2	6.5
FD/FAVÖK	8.6	5.6	4.7	3.9
FD/Ciro	1.5	0.9	0.8	0.7
Hisse Verileri	1A	3A	12A	YBG
Nominal Getiri	1.2%	-4.4%	-1.1%	-19.1%
BİST-100 Relatif	10.6%	-2.9%	-12.8%	-22.1%
AOİH, mn TL	426	565	428	414



Piyasa verileri 17 Ekim 2025 tarihlidir.

Coca-Cola İçecek, TFRS Finansalları, TMS29 dahil, TRY mn

Gelir Tablosu - TRY mn ¹	2024	2025T	2026T	2027T
Satış Gelirleri	137,683	184,999	239,128	300,303
Brüt Kar	48,590	63,463	81,304	103,370
Operasyonel Giderler	-30,224	-39,052	-48,896	-60,418
Faaliyet Karı	18,366	24,411	32,408	42,952
FAVÖK	24,143	31,209	41,558	55,832
Diğer Gelir / (Gider)	519	347	0	0
Özkaynak Yöntemiyle Değ. Yatırımlar	-5	7	0	0
Yat./Finans. Faaliyet. Gelir / (Gider)	-8,822	-11,442	-9,495	-9,141
Parasal Gelir / (Gider)	9,884	8,919	6,950	5,281
Vergi Öncesi Kar	19,942	22,242	29,862	39,092
Vergi Geliri / (Gideri)	-5,051	-5,561	-7,466	-9,773
Efektif Vergi Oranı	0	0	0	0
Azınlık Payları	78	140	181	227
Net Kar	14,813	16,542	22,216	29,092
Ödenmiş Sermaye (m)	2,798	2,798	2,798	2,798
Hisse Başı Net Kar	5.3	5.9	7.9	10.4
Hisse Başı Temettü	1.1	1.8	2.4	3.1
Temettü Dağıtım Oranı	20%	30%	30%	30%

Bilanço - TRY mn	2024	2025T	2026T	2027T
Dönen Varlıklar	60,757	89,434	120,209	158,783
Nakit ve Nakit Benzerleri	23,349	30,035	43,347	62,525
Ticari Alacaklar	12,929	27,877	36,033	45,251
Stoklar	15,381	19,313	25,079	31,294
Diğer Dönen Varlıklar	9,097	12,210	15,749	19,714
Duran Varlıklar	87,570	120,065	157,333	196,658
Uzun Vadeli Finans Alacakları	54,974	75,723	103,412	132,671
Maddi Duran Varlıklar	29,706	39,890	48,166	56,758
Diğer Duran Varlıklar	2,889	4,452	5,754	7,228
Toplam Varlıklar	148,327	209,500	277,541	355,441
Kısa Vadeli Yükümlülükler	52,988	77,514	97,978	119,298
Finansal Borçlar	21,406	29,605	35,119	41,230
Ticari Borçlar	25,618	37,093	48,879	60,511
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	5,964	10,816	13,980	17,557
Uzun Vadeli Yükümlülükler	33,686	43,531	52,488	62,467
Finansal Borçlar	27,739	35,539	42,159	49,495
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	5,947	7,991	10,329	12,972
Özkaynaklar	61,653	88,455	127,075	173,676
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	53,704	77,992	113,551	156,691
Azınlık Payları	7,949	10,463	13,525	16,985
Toplam Yükümlülükler ve Özkaynaklar	148,327	209,500	277,541	355,441

Nakit Akım Tablosu - TRY mn	2024	2025T	2026T	2027T
Faaliyetlerden Nakit Akışı	16,747	21,707	33,967	44,528
Faaliyet Karı	19,977	25,313	33,531	44,235
Amortisman	5,777	6,798	9,150	12,880
Vergi Gideri	-4,651	-6,103	-8,102	-10,738
İşletme Sermayesindeki Değişim	-4,356	-4,300	-612	-1,850
Sabit Sermaye Yatırımları	-12,479	-15,443	-17,935	-22,523
Yatırım/Satış	-9.1%	-8.3%	-7.5%	-7.5%
Serbest Nakit Akışı	4,268	6,265	16,032	22,005
Serbest Nakit Akış Marjı	3.1%	3.4%	6.7%	7.3%
Temettü	-2,000	-3,000	-4,963	-6,665
Nakit ve Benzerlerindeki Değişim	10,886	10,030	-967	-5,264

Kaynak: Şirket Verisi, AK Yatırım Araştırma

¹ 2024 sonrası tahminler her ilgili yılın sonu itibarıyla TL satın alma gücü cinsinden ifade edilmiştir

Büyüme yıllık	2024	2025T	2026T	2027T
Satış Gelirleri	36%	34%	29%	26%
Brüt Kar	47%	31%	28%	27%
Operasyonel Giderler	61%	29%	25%	24%
Faaliyet Karı	29%	33%	33%	33%
FAVÖK	35%	29%	33%	34%
PBT	-23%	12%	34%	31%
Net Profit	-28%	12%	34%	31%

Karlılık	2024	2025T	2026T	2027T
Brüt Kar Marjı	35.3%	34.3%	34.0%	34.4%
Operasyonel Gider Marjı	-22.0%	-21.1%	-20.4%	-20.1%
Faaliyet Kar Marjı	13.3%	13.2%	13.6%	14.3%
FAVÖK Marjı	17.5%	16.9%	17.4%	18.6%
VÖK Marjı	14.5%	12.0%	12.5%	13.0%
Net Kar Marjı	10.8%	8.9%	9.3%	9.7%
Özkaynak Karlılığı (ROE)	26.8%	22.2%	21.1%	19.9%
Yatırım Sermayesi Getirisi (RC)	17.4%	16.8%	16.8%	17.9%

Borçluluk	2024	2025T	2026T	2027T
Net Borç (Nakit)	25,795	35,109	33,930	28,201
Net Borç / FAVÖK	1.1	1.1	0.8	0.5
Faaliyet Karı / Net Faiz Gideri	2.7	2.7	4.4	6.1

Satış Hacmi	2024	2025T	2026T	2027T
Konsolide	1,502	1,584	1,679	1,779
Türkiye	568	559	573	588
Yurtdışı	934	1,025	1,105	1,192
Büyüme - Yıllık				
Konsolide	-2%	5%	6%	6%
Türkiye	0%	-1%	2%	2%
Yurtdışı	-4%	10%	8%	8%

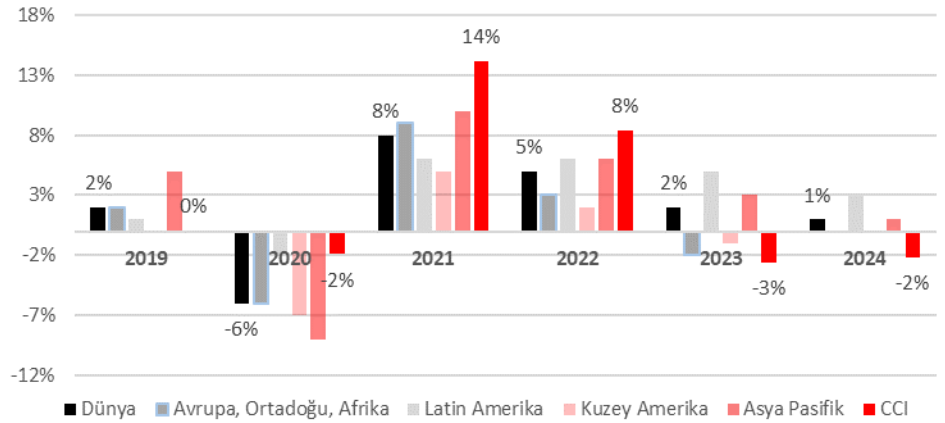
Değerleme	2024	2025T	2026T	2027T
F/K	12.2	8.4	7.2	6.5
FD/FAVÖK	8.6	5.6	4.7	3.9
FD/Net Satışlar	1.5	0.9	0.8	0.7

YATIRIM TEMASI

Uluslararası operasyonlar hacim büyümesinde öncü konumda

Pandemi sonrası dönemde Coca-Cola Company sistemi ve Coca-Cola İçecek (CCI) genelinde küresel hacimlerde yaşanan toparlanmanın ardından, büyüme; farklı tüketici segmentlerini hedefleyen yeni ambalaj formatları ve aromalı ürünlerin piyasaya sürülmesi ile küçük paketli ambalajlarındaki artıştan destek buldu. Ancak bu ivmenin ardından, CCI'nın konsolide satış hacimleri 2023'te (%-2,6) ve 2024'te (%-2,2) geriledi. Bu düşüşün temel nedenleri arasında 2023'te Türkiye'de yaşanan deprem ve CCI'nın bazı bölgelerinde süregelen politik gelişmelerin ortasında zayıflayan tüketici harcamaları yer aldı.

Türkiye'de CCI'nın operasyonları, yüksek enflasyon ortamında artan fiyat hassasiyetinden belirgin şekilde etkilendi. Şirket bu dönemde uygun fiyatlı ürünlere ve promosyon faaliyetlerine daha fazla odaklandı; bunun sonucunda 2024'te hacimler yatay seyretti ve 2025'in ilk yarısında Türkiye hacimleri %0,5 büyüme kaydetti. CCI yönetiminin gazlı içeceklerin portföy içindeki payını yeniden artırmaya ve promosyon yoğunluğunu azaltmaya odaklanmasının, 2Y25'te hacim artışını sınırlayabileceğini not ediyoruz. Bu nedenle, 2025 için Türkiye hacimlerinin %1,5 daralacağını varsayıyoruz. Zayıf geçen bir yılın ardından, faiz oranlarındaki gevşeme ve tüketici harcamalarındaki iyileşmenin desteğiyle 2026'da hacim büyümesinin %2,5'e hızlanmasını bekliyoruz.

Tablo 1: Coca-Cola Company'nin Bölgesel Birim Kasa Satış Hacmi Büyümesi¹

Kaynak: Şirket, Ak Yatırım Araştırma, ¹CCI için konsolide rakamlar

Uluslararası pazarlarda öne çıkan gelişmeler arasında, 4Ç21'de gerçekleştirilen Özbekistan operasyonlarının satın alınması (şu anda toplam hacmin %11'ini oluşturuyor), Pakistan'da azınlık hissesinin satın alınması (tam konsolidasyonda bir değişiklik olmadan) ve 1Ç24 itibarıyla Bangladeş operasyonlarının konsolidasyona dahil edilmesi (yaklaşık %2 hacim katkısıyla) yer aldı. Özbekistan satın alımı 2022'de konsolide hacimde %14'lük bir artışa yol açarken (proforma bazda %8 büyüme), uluslararası hacimler 2023'te %1 ve 2024'te %3,6 daraldı.

Bu gerilemede Kazakistan'daki geçici dış göç, Özbekistan'da özel tüketim vergisi (ÖTV) düzenlemeleri ve rakip fiyatlamalarındaki gecikmelerin yanı sıra, 2024 yılında Pakistan ve Orta Doğu'daki gelişmelere karşı yükselen tüketici hassasiyeti etkili oldu. Buna

karşın Irak ve Azerbaycan 2024'te yüksek büyüme kaydeden pazarlar olarak öne çıktı. 2024'teki zayıf hacim performansına kıyasla, 2025'in ilk yarısında Kazakistan, Özbekistan ve Irak'ta çift haneli yıllık hacim artışı görülmüş; bu da uluslararası operasyonlarda yıllık bazda %13 büyümeyi beraberinde getirmiştir. Pakistan'da ise 1Y25'te %6,9 yıllık büyüme gerçekleşmiştir.

Tablo 2: Coca-Cola İçecek'in Bölgesel Birim Kasa Satış Hacmi Büyümesi

Birim Kasa Hacim Büyümesi	2024	2025T	2026T	2027T
% büyüme	-2.2%	5.5%	6.0%	6.0%
Türkiye	0.1%	-1.5%	2.5%	2.5%
Yurtdışı	-4%	10%	8%	8%
Kazakistan	-6%	7%	5%	5%
Pakistan	-12%	3%	6%	7%
Irak	12%	10%	5%	5%
Özbekistan	-4%	25%	10%	10%
Diğer	8%	10%	15%	12%
Dağılım				
Türkiye	38%	35%	34%	33%
Yurtdışı	62%	65%	66%	67%
Kazakistan	12%	12%	12%	12%
Pakistan	21%	21%	21%	21%
Irak	9%	9%	9%	9%
Özbekistan	11%	13%	14%	14%
Diğer	10%	10%	11%	11%

Kaynak: Şirket, Ak Yatırım Araştırma

Uluslararası operasyonlarda hacim büyümesinin 2Y25'te yıllık bazda %10'lu seviyelere gerilemesini ve bunun 2025 yılı için %10'luk bir büyümeye karşılık gelmesini bekliyoruz. Pakistan'da, 1Ç'de %17 yıllık artış ve 2Ç'de %2 daralmanın ardından 2Y25 boyunca satışlarda dalgalanmanın devam etmesini öngörüyoruz. Özbekistan da olumlu baz etkisinden fayda sağlayacaktır. Irak ve Kazakistan'da ise büyümenin devam etmesini bekliyoruz.

Genel olarak, konsolide hacimlerde %5,5'lik bir büyüme öngörmekteyiz; bu, yönetimin 2025 için öngördüğü orta tek haneli hacim artışı beklentisiyle uyumludur. İleriye dönük olarak, tüketici güveninde normalleşme ve yüksek büyüme potansiyeli taşıyan bölgelerdeki (Özbekistan, Azerbaycan, Irak) kapasite artışlarının yıllık %5–6 sürdürülebilir hacim büyümesini destekleyebileceğine inanıyoruz.

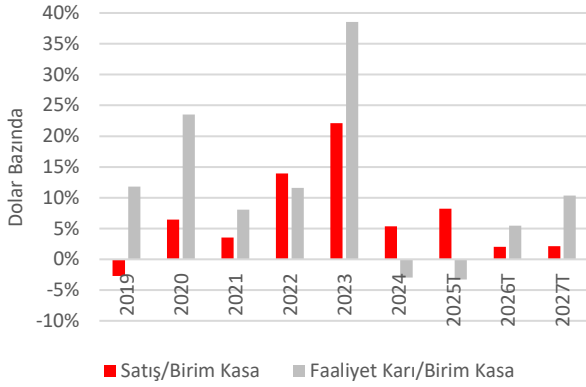
Ayrıca, bu bölgelerdeki genç nüfus, düşük kişi başı alkolsüz hazır içecek tüketimi, ürün kategorilerinin genişletilmesi ve perakende kanallarında daha verimli kullanım sağlayacak soğutucu yatırımları sürdürülebilir büyümeyi desteklemeye devam edecektir. Uluslararası operasyonların toplam hacim içindeki payının 2024'teki %62 seviyesinden 2027'de %67'ye çıkmasını bekliyoruz.

2Y25'te düşük bazın ardından ciro artışı ve marj görünümünde iyileşme bekliyoruz

Hacim performansı 2023'ten bu yana zorlu bir seyir izlese de, CCI birim başına satış gelirlerinde (NSR) ve FAVÖK öncesi faaliyet kârında (EBIT) reel büyüme sağlamayı

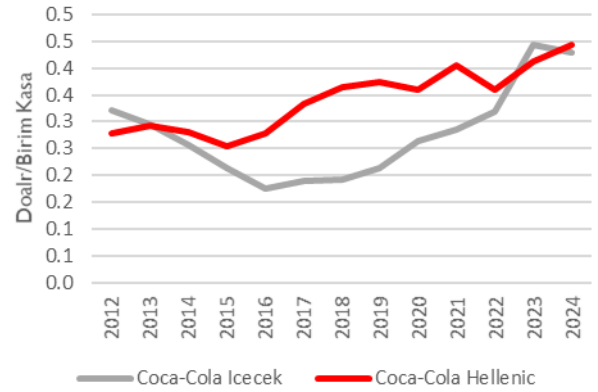
başardı. Gelir artışı yönetimi stratejilerinin etkin kullanımı ve avantajlı maliyet yapısı, FVÖK'ün iyileşmesine katkı sağlayarak 2023'te tarihi yüksek seviyelere ulaşmasını sağladı (Bkz. Tablo 3 ve 4). Bu olumlu eğilim 2Ç24'e kadar devam etti. Ancak 3Ç24'ten itibaren, CCI marj zayıflaması yaşamaya başladı — önce 3Ç24'te uluslararası operasyonlarda, ardından 4Ç24'te Türkiye operasyonlarında negatif FAVÖK marjıyla kendini gösterdi.

Tablo 3: Net satış büyümesi ve faaliyet kar büyümesi karşılaştırması¹



Kaynak: Şirket, Ak Yatırım Araştırma ¹TMS29 hariç finansallara göre hesaplanmıştır

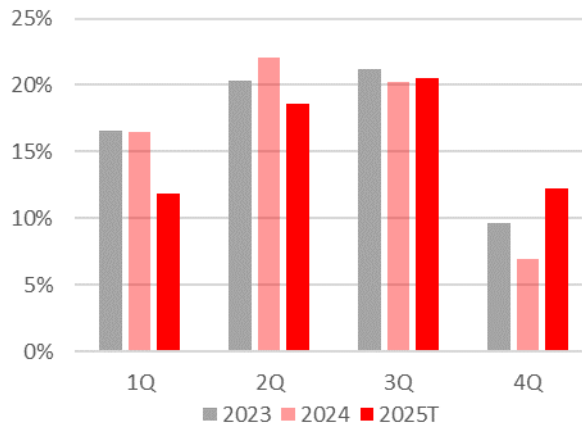
Tablo 4: Birim kasa bazında faaliyet karı¹



Kaynak: Şirket, Coca-Cola Hellenic, Ak Yatırım Araştırma, ¹TMS29 hariç finansallara göre hesaplanmıştır

Uygun fiyatlı ürünlere odaklanmanın devam etmesi — gıda ve içecek enflasyonuna kıyasla daha düşük ürün fiyatı artışlarıyla (Haz'25'te yıllık %30, Eyl'25'te yıllık %36) yansıtıldığı gibi — ve yükselen maliyet enflasyonu, 1Y25'te FAVÖK marjının baskı altında kalmasına yol açtı (yıllık bazda 870 baz puan düşüşle %4,4'e geriledi). Mevsimsel olarak güçlü olan 3Ç'de satış iskonto oranlarında olası bir daralma ve anlık tüketim paketlerindeki fiyat artışlarının, 2Y25'te Türkiye cirolarında reel büyümeyi desteklemesini bekliyoruz. Ayrıca, düşük baz etkisinin 3Ç'de marj görünümünü hafif iyileştirmesi ve 4Ç'de Türkiye'de belirgin bir iyileşme sağlaması öngörülmektedir (Bkz. Tablo 7).

Tablo 5: Birim kasa bazında faaliyet karı– TMS29 dahil



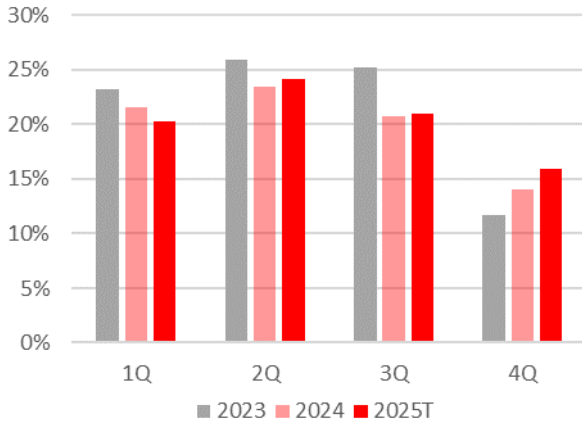
Kaynak: Şirket, Coca-Cola Hellenic, Ak Yatırım Araştırma

Uluslararası operasyonlarda marj baskısının boyutu daha sınırlı oldu (1Y25'te yıllık bazda 20 bp düşüşle %22,4), bu durum Kazakistan pazarındaki fiyat düzenlemeleri — buradaki FAVÖK katkısı hacim büyümesinden daha yüksek — ve diğer ülkelerde artan kapasite kullanım sayesinde maliyet baskılarının sınırlanmasıyla desteklendi. Bu yapının, 2Y25'te USD bazında gelir büyümesini desteklemesi ve marj baskısını sınırlamasını bekliyoruz.

Zayıf 1Y25 performansı tahminlerimize yansıdı

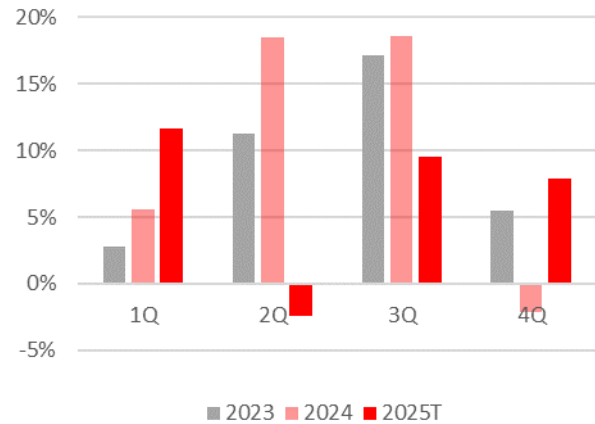
Bu nedenle, TMS29 finansallarına göre konsolide gelirlerde %2-reel büyüme ve %5,5 hacim büyümesi varsayıyoruz. Tahminlerimizde kullanılan yılsonu TÜFE beklentisi %32'dir. CCI yönetiminin yılsonu beklentisi birim kasa bazında orta tek haneli ciro büyümesidir. Bununla birlikte, konsolide FAVÖK marjında 60 baz puan düşüşle %16,9'a gerileme ve TMS29 kapsamında FVÖK sonrası faaliyet marjında yıllık bazda 10 baz puan düşüş bekliyoruz; bu, yönetimin 2025 için sabit FVÖK (TMS29 öncesi: sabit veya hafif daha düşük FVÖK marjı) beklentisiyle karşılaştırıldığında daha temkinli bir öngörüdür. Tahminlerimiz, Türkiye operasyonlarında FAVÖK marjında 170 baz puan düşüşle %10 ve uluslararası operasyonlarda 20 baz puan artışla %21 seviyesine işaret etmekte. Konsensüsün 2025 için FAVÖK marjını 60 bp daha düşük, %16,9 olarak öngördüğünü not etmek gerekir.

Tablo 6: Yurtdışı FAVÖK marjı margin – TMS29 dahil



Kaynak: Şirket, Ak Yatırım Araştırma

Tablo 7: Yurtiçi FAVÖK marjı margin – TMS29 dahil



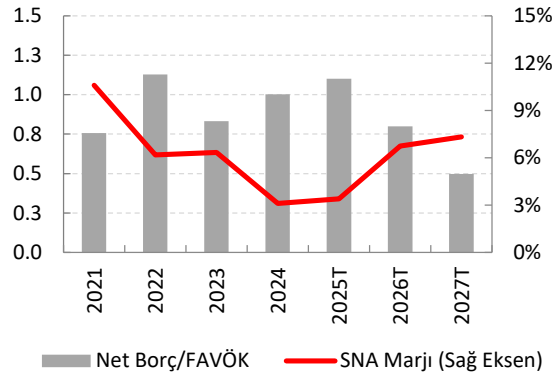
Kaynak: Şirket, Ak Yatırım Araştırma

2025 yılının tamamına ilişkin tahminlerimiz 1Y25'teki zayıflayan finansal görünümü yansıtmakla birlikte, 2Y25 için büyüme görünümüne daha olumlu yaklaşıyoruz. 2Y25'te yıllık bazda %8-reel ciro artışı ve FAVÖK marjında 230 baz puan iyileşme öngörüyoruz. Ayrıca, enflasyonist baskıların hafiflemesi, küçük ambalajlı ürün ve gazlı içeceklerin lehine daha elverişli bir gelir karması ile maliyet kontrolüne yönelik önlemler sayesinde, 2025 sonrasında Türkiye operasyonlarında FAVÖK marjında kademeli iyileşme ve uluslararası operasyonlarda daha istikrarlı bir marj seyri bekliyoruz.

Yüksek sermaye harcaması döneminin ardından 2026'da SNA marjında olası toparlanma

Operasyonel göstergelerdeki bozulma, satışlara oranla sermaye harcamalarının %9'a yükselmesi (5 yıllık ortalama %7) ve artan işletme sermayesi ihtiyacı, 2024'te serbest nakit akışı (SNA) marjının zayıflamasına yol açtı. Planlanan kapasite artışları ve soğutucu yatırımları nedeniyle devam eden yüksek sermaye harcaması döngüsü (2025T: %8,3 yatırım/satış oranı) nedeniyle 2025'te benzer bir SNA marjı performansı bekliyoruz.

Yeni kapasitelerin tamamlanması ve negatif nakit döngüsünden gelen desteğin sürmesiyle, 2026'da SNA marjının %6,7'ye yükselmesini öngörüyoruz (10 yıllık ortalama %7 ile uyumlu). Görüşümüze göre, CCI, operasyonlardaki sezonsal iyileşme sayesinde 2025'i 1H25'teki 1,5x seviyesinden (şirketin hesabı 1,36) net borç/FAVÖK'ü 1,1x ile kapatacak. Net marj ve SNA marjındaki iyileşmenin, 2026'da net borç/FAVÖK oranının 0,8x'e gerilemesine yansımaları bekliyoruz.

Tablo 8: SNA marjı ve Net Borç/FAVÖK kıyaslaması

Kaynak: Şirket, Ak Yatırım Araştırma

3Ç25 Tahminleri: Operasyonel göstergeler güçlü, finansal giderler net marj üzerinde baskı oluşturuyor

3Ç25'te %8-reel ciro artışı ve FAVÖK marjında 40 bps'lik bir toparlanma öngörmekteyiz. Öte yandan, daha yüksek finansal giderler ve yıllık bazda azalan parasal kazançlar, net marj üzerinde baskı oluşturabilir. 4Ç için ise düşük bazın desteğiyle alt çizgide bir iyileşme konusunda daha iyimseriz.

Tablo 9: Çeyrekssel Analiz

Konsolide (TLm)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25
Birim Kasa Hacim (m)	340	451	438	272	386	473	476	263
Büyüme y/y	-3.4%	0.7%	-9.3%	8.1%	13.5%	4.8%	8.8%	-3.5%
Birim Kasa Bazında Net Satış (USD)	2.5	2.5	2.5	2.3	2.5	2.6	2.7	2.7
Büyüme y/y	7.5%	22.9%	2.4%	-27.1%	-0.4%	3.7%	9.2%	18.7%
Net Satışlar	27,230	36,600	36,711	22,138	36,158	48,142	53,070	31,273
Büyüme y/y	75.0%	57.3%	15.7%	-5.6%	32.8%	31.5%	44.6%	41.3%
Reel y/y	5%	-9%	-9%	-8%	-4%	-3%	8%	7%
FAVÖK	4,376	8,024	7,364	1,539	4,283	8,940	10,904	3,789
Büyüme y/y	54.0%	61.2%	-0.2%	77.6%	-2.1%	11.4%	48.1%	146.2%
FAVÖK Marjı	16.1%	21.9%	20.1%	7.0%	11.8%	18.6%	20.5%	12.1%
Net Kar	2,716	5,408	5,173	-351	1,275	5,051	6,325	2,780
Büyüme y/y	n.m.	n.m.	19.6%	n.m.	n.m.	-6.6%	22.3%	a.d.
Net Marjı	10.0%	14.8%	14.1%	-1.6%	3.5%	10.5%	11.9%	8.9%

Kaynak: Şirket, Ak Yatırım Araştırma

Tablo 10: Değerlemede Kullanılan Ana Varsayımlar – TMS29 Dahil¹

Konsolide (TLm)	2024	2025T	2026T	2027T	YBBO 25-27
Birim Kasa Hacim (m)	1,502	1,584	1,679	1,779	
Büyüme y/y	-2.2%	5.5%	6.0%	6.0%	6%
Birim Kasa Bazında Net Satış (USD)	2.6	2.7	2.8	2.9	
Büyüme y/y	16.4%	3.2%	4.7%	1.5%	3%
Net Satışlar	137,683	184,999	239,128	300,303	
Büyüme y/y	36%	34%	29%	26%	27%
Reel y/y	-6%	2%	3%	6%	4%
FAVÖK	24,143	31,209	41,558	55,832	
Büyüme y/y	35%	-2%	7%	13%	34%
FAVÖK Marjı	17.5%	16.9%	17.4%	18.6%	
Net Kar	14,813	16,542	22,216	29,092	
Büyüme y/y	-28%	-15%	7%	10%	33%
Net Marjı	10.8%	8.9%	9.3%	9.7%	
Konsolide (USDm)	2024	2025T	2026T	2027T	YBBO 25-27
Net Satışlar	3,909	4,256	4,721	5,080	
y/y	14%	9%	11%	8%	9%
FAVÖK	731	739	843	966	
y/y	36%	1%	14%	15%	14%
Net Kar	421	381	439	492	
y/y	-40%	-10%	15%	12%	14%
Türkiye (USDm)	2024	2025T	2026T	2027T	YBBO 25-27
Birim Kasa Hacim (m)	568	559	573	588	
y/y	0.1%	-1.5%	2.5%	2.5%	2%
Birim Kasa Bazında Net Satış (USD)	3.1	3.3	3.6	3.6	
y/y	33%	6%	8%	2%	5%
Net Satışlar	1,771	1,852	2,049	2,142	
y/y	12%	5%	11%	5%	8%
FAVÖK	207	184	227	278	
y/y	26%	-11%	23%	22%	23%
FAVÖK Marjı	11.7%	10.0%	11.1%	13.0%	
Yurtdışı	2024	2025T	2026T	2027T	YBBO 25-27
Birim Kasa Hacim (m)	934	1,025	1,105	1,192	
y/y	-3.6%	9.7%	7.9%	7.8%	8%
Birim Kasa Bazında Net Satış (USD)	2.3	2.3	2.4	2.5	
y/y	20.3%	2.2%	3.0%	2.0%	2%
Net Satışlar	2,143	2,404	2,671	2,938	
y/y	16.0%	12.2%	11.1%	10.0%	11%
FAVÖK	445	505	561	632	
y/y	6.1%	13.5%	11.1%	12.6%	12%
FAVÖK Marjı	20.8%	21.0%	21.0%	21.5%	
Makro Tahminler	2024	2025T	2026T	2027T	
USD/TL Ortalama	32.8	39.5	47.2	54.8	
USD/TL Kapanış	35.2	43.5	50.7	59.1	
TUFE Yılsonu	44%	32%	25%	19%	

Kaynak: Şirket, Ak Yatırım Araştırma ¹2024 sonrası tahminler her ilgili yılın yıl sonu itibarıyla TL satın alma gücü cinsinden ifade edilmiştir

DEĞERLEME

Ağırlıklandırılmış değerlememizde indirgenmiş nakit akışı (INA) analizine %60, benzer şirket karşılaştırmasına %40 ağırlık verilmektedir. USD bazlı INA değerlemesi, %3 uç büyüme oranı ile yedi yıllık bir tahmin dönemine dayanmaktadır.

İki aşamalı bir AOSM hesaplaması uygulanmıştır: Tahmin döneminin 7 yılı için, %8,5 riskten arındırılmış faiz oranı, %5,5 özsermaye risk primi ve 1,0 beta değerine dayalı olarak ortalama %13 AOSM kullanılmıştır. Terminal değer için ise riskten arındırılmış faiz oranı %6 olmak üzere, diğer parametreler sabit tutulmuş ve AOSM %10,8 olarak hesaplanmıştır.

Tablo 11: Ağırlıklandırılmış 12 Aylık Hedef Değerleme

12 Aylık Hedef Değerleme	Değer	Ağırlık	Ağırlıklandırılmış Değer
İndirgenmiş Nakit Akımları - Milyon Dolar	5,029	60%	3,017
Çarpan Analizi - Milyon Dolar	5,768	40%	2,307
Ağırlıklandırılmış Hedef Değer - Milyon Dolar			5,325
Hisse Adedi (Milyon)			2,798
12 Aylık Hedef Fiyat (Dolar)			1.9
USD/TL (2Ç26)			47.3
12 Aylık Hedef Fiyat (TL)			90.0
Hisse Fiyatı			47.5
Yükseliş Potansiyeli			90%

Kaynak: Ak Yatırım Araştırma

Benzer şirket karşılaştırmasında, 2025E F/K ve EV/FAVÖK çarpanlarının ortalamasını kullanıyoruz ve 12 aylık hedef fiyatı **hisse başına 90 TL** olarak belirliyoruz. CCI'nın USD bazlı 2025E çarpanları sırasıyla **5,6x EV/FAVÖK** ve **8,4x F/K** seviyesindedir; bu çarpanlar uluslararası benzerlerine göre sırasıyla %31 ve %41 iskonto yansıtmaktadır.

Tablo 12: Çarpan Analizi

Şirket	Ülke	Piyasa Değeri (Milyon Dolar)	FD/FAVÖK		F/K		FAVÖK YBBO	Net Kar YBBO
			25T	26T	25T	26T	25-27T	25-27T
Coca-Cola Femsa	Meksika	17,847	6.6	5.9	13.7	12.1	7%	11%
Arca Continental	Meksika	16,667	7.1	6.4	14.1	12.8	7%	8%
Embotelladora Andina	Şili	3,477	6.9	6.5	14.0	12.8	7%	9%
Coca-Cola Japan Holdings	Japonya	3,055	16.0	7.1	n.m.	19.4	56%	n.m.
Coca-Cola HBC	İngiltere	17,312	9.2	8.5	15.4	14.2	8%	8%
Coca-Cola Europacific Partners	İngiltere	41,108	12.4	11.6	18.7	17.3	6%	7%
Median			8.1	6.8	14.1	12.8	7%	8%
CCI (USD)	Türkiye	3,179	5.6	4.7	8.4	7.2	15%	14%
Prim / Iskonto Oranı			-31%	-30%	-41%	-44%		

Kaynak: Bloomberg, Ak Yatırım Araştırma

RİSKLER

Belirli aşağı yönlü risklerin farkındayız; bunlar arasında makroekonomik gelişmeler, regülasyon tarafındaki değişiklikler ve ana pazarlarda artan rekabet yer almaktadır. Ayrıca döviz kuru dalgalanmaları, girdi maliyetlerindeki değişimler (özellikle şeker ve ambalaj malzemeleri) ve tüketici tercihlerinin daha sağlıklı içeceklere kayması gibi potansiyel riskler de mevcuttur.

Buna karşın, uzun vadeli büyüme için katalistlerin de farkındayız. Bunlar arasında CCI'nın yüksek büyüme potansiyeline sahip coğrafyalarda genişlemeye devam etmesi, gazlı içeceklerin payının arttığı daha dengeli bir ürün portföyü ve kârlılığı ve operasyonel dayanıklılığı artırmayı hedefleyen verimlilik ve dijitalleşme girişimleri yer almaktadır.

AKYatırım

Bu rapor, Ak Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından, güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan elde edilen bilgi ve veriler kullanılarak hazırlanmıştır. Raporda yer alan ifadeler, hiçbir şekilde veya suretle alış veya satış teklifi olarak değerlendirilmemelidir. Ak 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 ettirmeleri önerilir ve bu bilgiler dayanılarak alınan kararlarda sorumluluk kendilerine aittir. Bilgilerin eksikliği ve yanlışlığından Ak Yatırım hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. Ayrıca, Ak Yatırım'ın ve Akbank'ın tüm çalışanları ve danışmanlarının, herhangi bir şekilde ortaya çıkabilecek, doğrudan veya dolaylı zararlarla ilgili herhangi bir sorumluluğu yoktur. Burada yer alan bilgiler, bir yatırım tavsiyesi, yatırım aracının alım-satım önerisi ya da getiri vaadi değildir ve Yatırım Danışmanlığı kapsamında yer almamaktadır. Yatırım Danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak Yatırım Danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde sunulmaktadır. Bunlara ilaveten, Ak Yatırım, raporların İnternet üzerinden e-posta yoluyla alınması durumunda virüs, hatalı gönderim veya diğer herhangi bir teknik sebepten dolayı alıcının donanımına veya yazılımına gelebilecek herhangi bir zarardan dolayı sorumlu tutulamaz.

© AK Yatırım Menkul Değerler A.Ş. 2025