

Perakende Sektör Raporu

2025–2026 Görünümü & Beklentiler

Zayıf talep, fiyatlama odaklı büyüme; marjlar verimlilik sayesinde korunuyor

Türkiye gıda perakende sektörü, reel talepteki kalıcı zayıflığa, sınırlı trafik artışına ve artan rekabetin getirdiği fiyatlama baskılarına rağmen 3Ç25'te dayanıklı bir marj performansı sergilemiştir. Enflasyondaki yavaşlamaya paralel olarak nominal ciro büyümesi ivme kaybetmeye devam ederken, perakende şirketleri hacim tarafındaki zayıflığı etkin maliyet kontrolü, dijitalleşme, fire oranlarındaki iyileşme ve lojistik verimlilik artışları sayesinde belli oranda telafi edebilmiştir.

2026'ya bakıldığında, sektörün temel görünümünü belirleyecek ana unsurların (i) reel tüketimdeki toparlanmanın hızı, (ii) asgari ücret artışının boyutu ve (iii) operasyonel giderlerde sağlanan verimlilik kazanımlarının sürdürülebilirliği olacağını düşünüyoruz. Reel hacim dinamikleri, makro görünüm açısından en önemli belirsizlik unsuru olmaya devam etmektedir. Bu çerçevede, maliyet tarafındaki iyileşmeleri destekleyici bir unsur olarak görmemize karşın, hacim bazlı bir toparlanmaya ilişkin görünürlüğün sınırlı kalması nedeniyle sektör için temkinli görüşümüzü koruyoruz.

Takip ettiğimiz şirketler arasında **MAVI** ve **MGROS**, güçlü operasyonel performans ve cazip değerlemeleri ile olarak öne çıkmaktadır. **MAVI** en beğendiğimiz hisse olmaya devam ederken, **MGROS** yapısal olarak avantajlı konumu ve piyasada yeterince fiyatlanmadığını düşündüğümüz operasyonel başarısı ile dikkat çekmektedir. **BIMAS**, pazar liderliği ve dayanıklı iş modeli sayesinde portföylerde defansif bir denge unsuru sunmakla birlikte, yukarı yönlü potansiyelinin daha sınırlı olduğunu değerlendiriyoruz. **SOKM** ise operasyonel iyileşme sinyallerini sürdürürken, iskontolu değerlemesi sayesinde 2026'ya yönelik dipten dönüş temalı bir yükseliş potansiyeli barındırmaktadır. **TKNSA**, faiz indirimlerinden en fazla fayda sağlayan şirket konumunda olmakla birlikte, bu pozitif etkinin gecikmeli olarak ortaya çıkmasını bekliyoruz. **KOTON** ise uluslararası genişleme ile desteklenen uzun vadeli büyüme potansiyeli ve serbest nakit akımı tarafındaki iyileşme alanı ile öne çıkmaktadır.

Uygulamaya konması planlanan Gelir Tamamlayıcı Aile Destek Sistemi, özellikle indirim marketleri için trafik ve temel gıda sepet hacimlerinin iyileşmesine katkı sağlayabilecek bir uygulama olabilir. Ancak 2026 yılında pilot olarak başlaması planlanan uygulamanın sektör dinamikleri için birincil bir itici gücü olması beklenmemektedir.

Hisse	Kapanış	Piyasa Değeri	Öneri			Hedef Fiyat			F/K \$		FD/FAVÖK \$	
			Cari	Önceki	Get.Pot	Cari	Önceki	Değişim	25T	26T	25T	26T
MGROS	523.50	94,782	AL	AL	78%	931.6	749.6	-20%	9.7x	15.0x	3.5x	3.1x
BIMAS	535.50	321,300	AL	AL	53%	819.9	825.2	1%	12.8x	14.0x	9.6x	7.2x
SOKM	49.76	29,522	AL	AL	93%	96.3	85.5	-11%	10.2x	52.8x	5.6x	3.8x
MAVI	40.94	32,527	AL	AL	69%	69.2	68.2	-1%	12.4x	8.5x	3.5x	3.1x
KOTON	14.62	12,129	AL	AL	100%	29.2	27.7	-5%	a.d	21.5x	3.3x	2.6x
TKNSA	22.50	4,523	AL	AL	63%	36.8	38.3	4%	a.d	21.8x	1.0x	0.9x

Emin Yetkin Erturk

eyerturk@isyatirim.com.tr

+90 212 350 25 04

Ezgi Akalan

eakalan@isyatirim.com.tr

+90 212 350 25 86

2025 Görünümü: Nominal Büyümede Normalleşme, Zayıf Reel Talep

Dezenflasyon nominal ciro büyümesini yavaşlatıyor. Enflasyondaki gerilemeye paralel olarak, sektör genelinde satış büyümesi 2025'te belirgin şekilde ivme kaybetmiştir. Gıda enflasyonunun görece yüksek seyri nominal büyümeyi desteklemeye devam etse de, talep dinamiklerinde anlamlı bir kırılma yaşanmıştır: ciro artışı giderek hacimden ziyade fiyatlama kaynaklı hale gelmiştir.

Trafik görünümü yatay-negatif. Tüketici tarafındaki zayıflama; (i) formatlar genelinde yataydan hafif negatife dönen trafik göstergeleri, (ii) hanehalkı harcamalarının zorunlu tüketim kalemlerinde yoğunlaşması, (iii) özel markaların (private label) payındaki artışla kalıcı hale gelen "trade-down" eğilimi ve (iv) trafik toparlanmasının sınırlı kalması nedeniyle hacim esnekliğinin ciddi biçimde kısıtlanması şeklinde kendini göstermektedir.

Reel sepet büyümesi sınırlı kalmaya devam ediyor. Ortalama sepet tutarları artışını sürdürse de, bu artış büyük ölçüde fiyat etkilerinden kaynaklanmaktadır. Reel bazda bakıldığında sepet büyümesi zayıf kalmış, ürün karması daha düşük fiyatlı segmentlere kaymış ve hacim katkısı ihmal edilebilir düzeyde gerçekleşmiştir. Zayıf trafikle birleştiğinde bu tablo, reel ciro büyümesini %6–8 bandında tutmuş; bu seviye tarihsel ortalamaların belirgin şekilde altında kalarak satın alma gücündeki aşınmayı teyit etmiştir.

Mağaza adet büyümesi belirgin şekilde yavaşlıyor. 2025'te sektör için ikinci önemli yapısal baskı unsuru, mağaza açılış hızındaki düşüş olmuştur. Yükselen kira enflasyonu, mağaza başına artan yatırım harcamaları (fit-out, inşaat, bakım) ve daha sıkı maliyet disiplini yeni mağaza açılışlarını sınırlamıştır. Mağaza açılışlarının yavaşlamasıyla birlikte, geçmişte özellikle indirimli perakende formatlarında ciro büyümesini destekleyen ölçek bazlı büyüme dinamiği zayıflamıştır.

Brüt Marj Görünümü: Rekabetçi Baskılara Rağmen Verimlilik Destekli Toparlanma

9A25'te agresif fiyatlama ortamı ve artan promosyon yoğunluğuna rağmen brüt marjlarda sınırlı bir toparlanma gözlenmiştir. Marjların dayanıklı seyri; başta operasyonel verimlilik artışları ve daha düşük ima edilen faiz yükü olmak üzere, marj üzerindeki baskıları dengeleyen unsurlar sayesinde mümkün olmuştur. Yeni depolarla birlikte stok yönetimi ve fire oranlarında sağlanan iyileşmeler, enerji verimliliği yatırımları ve 2025 başında uygulanan tek seferlik ücret artışının ardından oluşan daha öngörülebilir maliyet yapısı da brüt kârlılığı desteklemiştir.

Maliyet Disiplini: 2025'te Marjların Ana Dayanağı

2024'te yaşanan sert ücret artışı şokunun ardından, 2025'te operasyonel giderlerin normalleşmesi FAVÖK performansının ana belirleyicisi olmuştur. Perakendeciler bu dönemde; (i) personel maliyetlerindeki normalleşmeden, (ii) iş gücü verimliliğini artıran uygulamalardan (self-checkout, optimize edilmiş vardiya planlaması), (iii) dijital mağaza operasyonlarından (otomatik ikmal sistemleri), (iv) lojistik iyileştirmelerden ve (v) güneş enerjisi santrallerine dayalı enerji tasarruflarından faydalanmıştır. Bu unsurlar, ciro büyümesindeki yavaşlamaya rağmen EBITDA marjlarının yataydan hafif pozitif bir seyir izlemesini sağlamıştır. Dijitalleşme ve enerji yatırımlarının 2026 boyunca da marjları desteklemeye devam etmesini bekliyoruz.

2026'da Ne Bekliyoruz?

Asgari ücret artışının sınırlı kalması olası görünmekle birlikte, kira ve eğitim enflasyonundaki normalleşme ile faiz oranlarındaki düşüş, hanehalkı üzerinde kısmi bir rahatlama yaratabilir. Bununla birlikte, 2026'da serbest nakit akımındaki toparlanmanın ana itici gücünün tüketici talebindeki iyileşmeden ziyade, şirketlerin finansal yüklerinin hafiflemesi olacağını düşünüyoruz. Özellikle işletme sermayesi finansman maliyetlerindeki düşüş, kira giderlerinde kademeli normalleşme ve devam eden maliyet verimlilikleri, daha destekleyici bir değerlendirme ortamı yaratacaktır.

17/10/2025

Tüketici güveninin zayıf kalması ve operasyonel performansın sınırlı toparlanması durumunda dahi, bu unsurların 2026'da nakit akımı ve değerlendirme tarafında iyileşmeyi desteklemesini bekliyoruz.

Kira giderleri 2025'te enflasyonun belirgin şekilde üzerinde artarak marjlar üzerinde baskı oluşturmuştur. Bu artışın temel nedeni, pandemi döneminde imzalanan beş yıllık kira sözleşmelerinin vadesinin dolmasıyla birlikte geniş çaplı kira yenilemelerinin devreye girmesidir. Aynı dönemde, ciro büyümesinin enflasyonun gerisinde kalması nedeniyle sabit kira bileşeninin payı artmış; bu durum, ciroya endeksli kira ödemelerinin marjlar üzerindeki dengeleyici etkisini sınırlamıştır. Enflasyonun kademeli olarak gerilemesiyle birlikte, 2026'dan itibaren kira giderlerinde normalleşme bekliyoruz.

Faiz oranlarındaki düşüş, işletme sermayesi finansman ihtiyacını azaltarak operasyonel marjları destekleyecek; aynı zamanda kredi kartı komisyon giderleri üzerindeki baskının hafiflemesine katkı sağlayacaktır. Kredi kartı komisyonlarının satışlara oranı dikkate alındığında, bu gelişmeden en fazla fayda sağlayacak segmentin gıda dışı perakendeciler olduğu; özellikle Teknosa'nın öne çıktığı görülmektedir.

2025 yılı, artan fiyat hassasiyeti ve agresif promosyon ortamı ile karakterize edilmiştir. Özellikle hazır giyim sektöründe, perakendeciler yıla yüksek stok seviyeleriyle başlamış ve stok eritmek amacıyla derin indirimlere başvurmuştur. Rekabetin 2026'da da güçlü seyretmesini beklemekle birlikte, dezenflasyon sürecinin ilerlemesi ve finansman koşullarındaki gevşemenin, özellikle 2026'nın ikinci yarısında rekabet baskısını kademeli olarak azaltmasını öngörüyoruz.

2026 Ücret Görünümü: Sektörün En Kritik Belirleyici Unsuru

Perakende sektörü açısından en kritik belirleyici unsur konumunda olan 2026 yılı asgari ücret artışı, komisyon tarafından %27 olarak belirlenmiş olup, yıl boyunca talep dinamikleri ve maliyet görünümünün şekillenmesinde merkezi bir rol oynaması beklenmektedir. Talep tarafında, teyit edilen ücret artışının hane halkı satın alma gücünü kısmen desteklemesi; (i) müşteri trafiğinde istikrar, (ii) reel sepet büyümesinde pozitif seyir ve (iii) reel bazda aynı mağaza satış büyümesi (LFL) performansında iyileşmeye ılımlı katkı sağlaması öngörülmektedir. Maliyet tarafında ise etkinin yönetilebilir olduğu ve genel olarak sektör beklentileriyle uyumlu seyrettiğini düşünüyoruz. Bu çerçevede, %27'lik asgari ücret artışını perakendecileri açısından nötr/hafif pozitif bir gelişme olarak değerlendiriyoruz; zira gelir yaratımındaki artış ve LFL ivmesinin, artan personel maliyetlerini büyük ölçüde telafi etmesi ve 2026'da devam eden verimlilik kazanımları, operasyonel gider (opex) disiplininin korunması ve finansal koşullardaki görece iyileşme ile sektör genelinde FAVÖK marjlarının yıllık bazda yatay ila hafif pozitif seyretmesi beklenmektedir.

Gelir Tamamlayıcı Aile Destek Sistemi

Gelir Tamamlayıcı Aile Destek Sistemi, son dönemde gündeme gelen düşük gelirli hanelerin gelirini belirli bir eşik seviyesine tamamlamayı amaçlayan ve 2026'da pilot uygulamayla başlaması planlanan bir sosyal destek mekanizmasıdır. Kapsam ve tutarlar henüz netleşmemiş olsa da, düşük gelir grubuna yönelik doğrudan nakit transferi, perakende talebi açısından nominal satışları destekleyici bir unsur olarak değerlendirilebilir. Reel talep üzerindeki etkisi daha sınırlı olmakla birlikte, özellikle trafik tarafında istikrar ve temel gıda kategorilerinde sepet hacminin korunması yönünde katkı sağlayabilir. Et. Genel çerçevede, söz konusu destek mekanizmasını bu aşamada 2026 için gıda perakendesinde aşağı yönlü talep risklerini sınırlayan, destekleyici ancak ikincil bir faktör olarak görüyoruz.

Şirket Bazlı Değerlendirmeler

BİM Birleşik Mağazalar A.Ş. (BIMAS.IS) – Defansif liderlik korunuyor

BİM, düşük maliyetli iş modeli ve disiplinli operasyonel yürütümü sayesinde sektörün en defansif oyuncusu olmaya devam etmektedir. Bununla birlikte, 2025'te reel ciro performansı; (i) görece zayıf trafik görünümü (FY25'te yaklaşık %2 daralma beklentisi) ve (ii) sınırlı negatif (%1,5–2 civarı) reel hacim büyümesi nedeniyle baskı altında kalmıştır. Buna ek olarak, mağaza açılış hızındaki yavaşlama reel büyümeyi daha da sınırlamaktadır. 2025 yılı FAVÖK marjının yaklaşık %7,5 seviyesinde gerçekleşmesini bekliyoruz. 3Ç25'te trafik ve marj tarafında sınırlı bir toparlanma sinyali görülmekle birlikte, mevcut makro koşullar altında anlamlı bir dönüşümü tetikleyecek güçlü katalistlerin eksikliği dikkat çekmektedir.

Migros Ticaret A.Ş. (MGROS.IS) – Yapısal avantajlara sahip, en iyi konumlanmış oyuncu

Migros, çeşitlendirilmiş ve büyüyen çok kanallı ekosistemi (Sanal Market, Macroonline, Hemen), güçlü lojistik altyapısı, kapsamlı dijital yatırımları ile fire ve operasyonel giderlerde sağladığı disiplin sayesinde operasyonel olarak rakiplerinin önünde yer almaya devam etmektedir. Bu yapısal güçlü yönler, sürdürülebilir pazar payı kazanımları ve yüksek kaliteli nakit üretimi ile desteklenmektedir. Ölçeği, dijital penetrasyonu ve operasyonel yoğunluğu dikkate alındığında, Migros sektör genelinde en avantajlı konumlanmaya sahip şirket olup, anlamlı bir yeniden değerlendirme potansiyeli sunmaktadır.

Şok Marketler Ticaret A.Ş. (SOKM.IS) – Operasyonel toparlanma ivme kazanıyor, cazip değerlendirme öne çıkıyor

ŞOK'ta 2024'ün son çeyreğinde başlayan operasyonel toparlanma süreci güçlenerek devam etmektedir. Trafik ve aynı mağaza satış (LFL) göstergeleri, hacim tarafında istikrar sinyallerinin oluşmaya başladığına işaret ederken; Faaliyet Giderlerinin satışlara oranı 3Ç25'te %16,9 seviyesine gerilemiş, FAVÖK ise 2025 itibarıyla yeniden pozitif dönmüştür. Şok 2.0 mağaza dönüşümü ve WIN omnichannel girişimleri, operasyonel performans kalitesini desteklemektedir. Hisselerin benzerlerine kıyasla iskontolu işlem görmeye devam etmesi, toparlanmanın sürdürülebilirliği halinde ilave artış potansiyeli sunmaktadır.

Mavi Giyim (MAVI.IS) – Güçlü temel görünüm, cazip değerlendirme

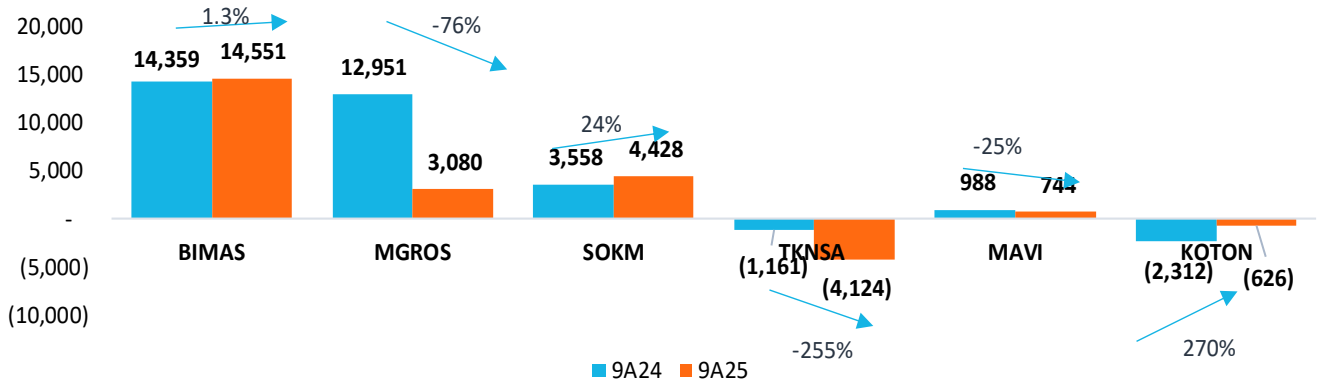
Dayanıklı operasyonel performansının ötesinde, Mavi'nin güçlü işletme sermayesi yönetimi ve sağlıklı bilanço yapısı şirketi sektör içinde ayırtırmaya devam etmektedir. Yönetim, karlılık kalitesi ve marj sürdürülebilirliği üzerinde yoğunlaşmaktadır. Bu güçlü temel dinamiklere rağmen hisse, 2026T FAVÖK'üne göre yaklaşık 3.6x çarpanla işlem görmektedir. Mevcut değerlendirme seviyelerinin, şirketin temel karlılık gücünü ve nakit üretim kapasitesini yeterince yansıtmadığını düşünüyoruz.

Koton Mağazacılık (KOTON.IS) – Uluslararası büyüme ile desteklenen uzun vadeli bir hikâye

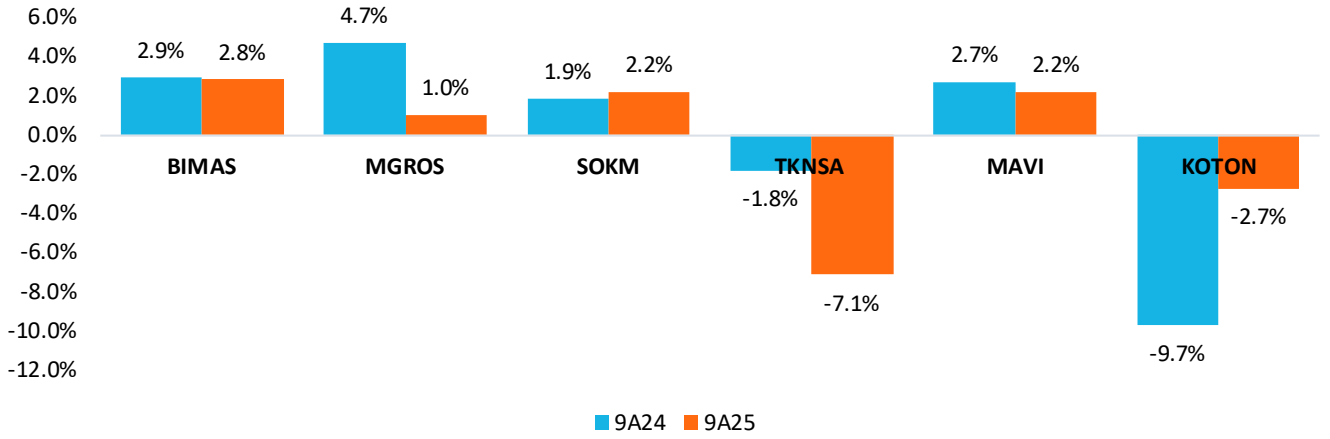
Koton, özellikle uluslararası ayak izinin genişlemesi ve serbest nakit akımında gördüğümüz iyileşme alanı sayesinde uzun vadeli potansiyel sunmakla birlikte, hisseye yönelik daha agresif bir olumlu duruşa geçmeden önce marj istikrarına ve sürdürülebilir nakit yaratımına dair daha net sinyaller görmeyi tercih ediyoruz. Yönetim, uluslararası operasyonları ana büyüme alanı olarak öne çıkarsa da, güçlü TL, kur gelirlerinin katkısındaki azalma ve yapısal olarak yüksek sabit maliyetlerin birleşik etkisi nedeniyle kısa vadede kârlılık üzerindeki riskler devam edebilir. Hisse, IFRS-16, diğer gelir/giderler ve kredi kartı komisyonları için düzeltilmiş 2026T FD/Düzeltilmiş FAVÖK çarpanıyla 3,8x seviyesinden işlem görmektedir.

Teknosa (TKNSA.IS) – Faiz indirim döngüsünün ana faydalanıcısı

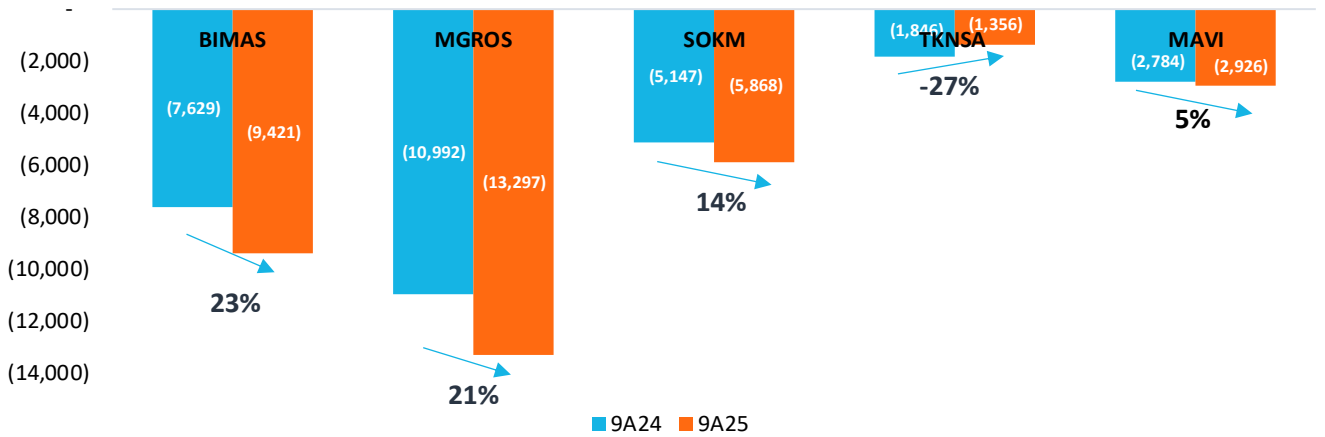
Görece daha düşük marjlı iş modeli ve yüksek finansman maliyetleri nedeniyle Teknosa, 2025 yılında nakit yaratımı açısından perakende kapsamımızdaki en zayıf performans gösteren şirket olmuştur. Şirket, kredi kartı komisyon giderleri ve kira ödemeleri dâhil olmak üzere, 9A25'te TL4,2 mlr düzeltilmiş negatif serbest nakit akışı kaydetmiştir. Faiz indirimlerindeki gecikme, talebi olumsuz etkilerken finansman maliyetlerini yüksek seviyelerde tutmuş ve bu durum hissenin yeniden fiyatlanmasını ötelemiştir. Önümüzdeki dönemde ise, 2026 yılında devam etmesini beklediğimiz gevşeme döngüsünün, verimlilik artırıcı önlemlerle birlikte, kârlılıkta daha belirgin bir iyileşmeyi desteklemesini bekliyoruz.

***Düzeltilmiş Nakit Akımı**

Kaynak: Rasyonet, Fintables, İş Yatırım

Düzeltilmiş Serbest Nakit Akışı Marjı, %

Kaynak: Rasyonet, Fintables, İş Yatırım

****Toplam Kira Gideri**

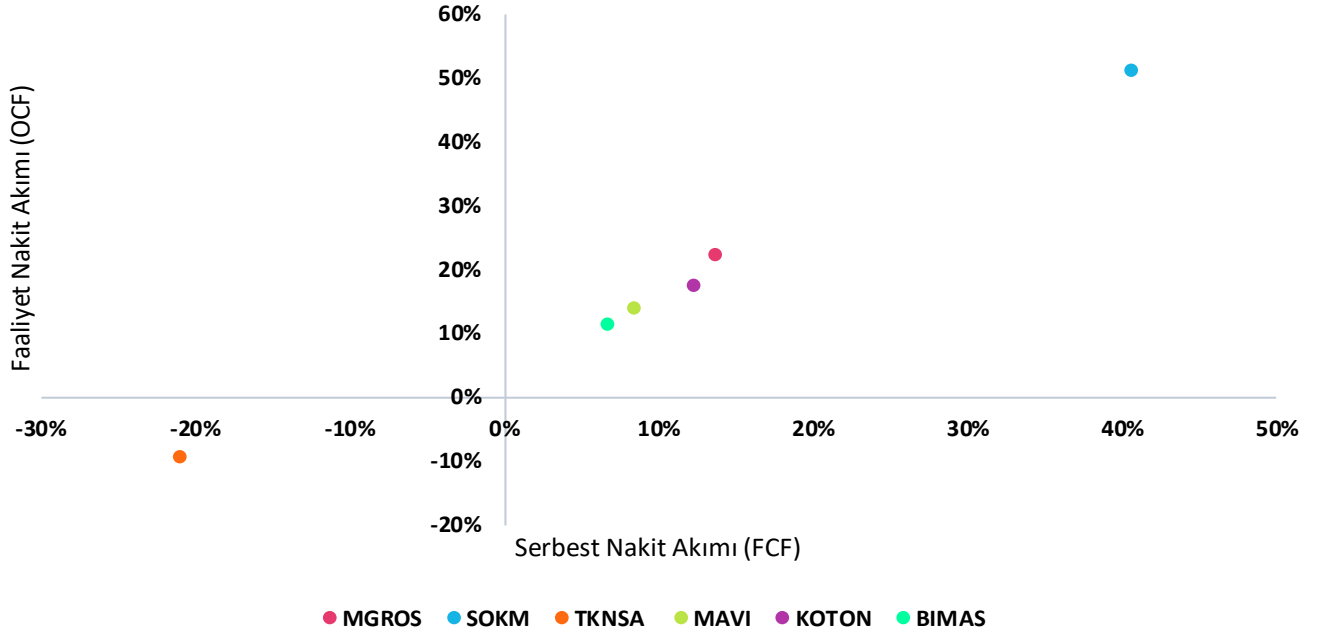
Kaynak: Rasyonet, Fintables, İş Yatırım

* Düzeltilmiş FCF = Serbest Nakit Akımı – Kira Sözleşmelerinden Kaynaklanan Nakit Çıkışları (IFRS-16) – Finansman Düzeltmeleri

** Koton'un 9A25 dönemine ilişkin faaliyet giderleri kırılımı paylaşılmamıştır. Şirket'e göre, toplam kira giderleri 9A25'te yıllık bazda yaklaşık %20 artış göstermiştir.

MGROS, takip listemizdeki gıda perakendecileri arasında en küçük mağaza ağına sahip olmasına rağmen, rakiplerine kıyasla MGROS'un ortalama mağaza büyüklüğünün daha yüksek olması ve premium lokasyonlar ile alışveriş merkezlerinde yoğunlaşan farklılaşmış mağaza portföyü sebebiyle yapısal olarak daha yüksek kira giderleri raporlamaktadır. Migros'un kira sözleşmelerinin önemli bir bölümü ciroya endeksli olup UFRS 16 kapsamında tam olarak aktifleştirilmemektedir; bu nedenle gelir tablosundaki kira giderleri daha yüksek bir etkiye neden olmaktadır.

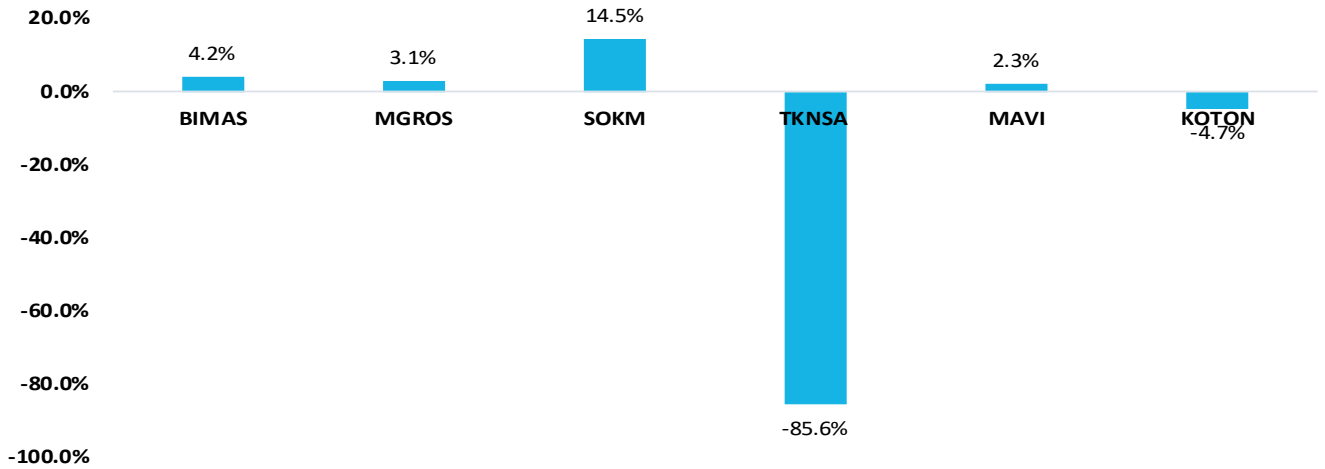
Serbest Nakit Akımı (FCF) ve Faaliyet Nakit Akımı (OCF) Getirileri



Kaynak: Rasyonet, Fintables, İş Yatırım

Faaliyet nakit akımı getirisi ile serbest nakit akımı getirisi arasındaki ayrışma, temel karlılıktan ziyade nakde dönüşüm dinamiklerindeki farklılıkları yansıtmaktadır. MGROS, güçlü işletme sermayesi dinamikleri sayesinde sağlam bir faaliyet nakit akımı üretimi sağlamakla birlikte, yüksek kira giderleri ve daha yüksek yatırım harcaması nedeniyle daha zayıf bir serbest nakit akımı getirisi sergilemektedir. BIMAS ve MAVI'de faaliyet nakit akımı ile serbest nakit akımı arasındaki uyum daha paralel gözükmemektedir; SOKM ise nakit akımı normalizasyonunun henüz erken aşamalarında bulunmaktadır.

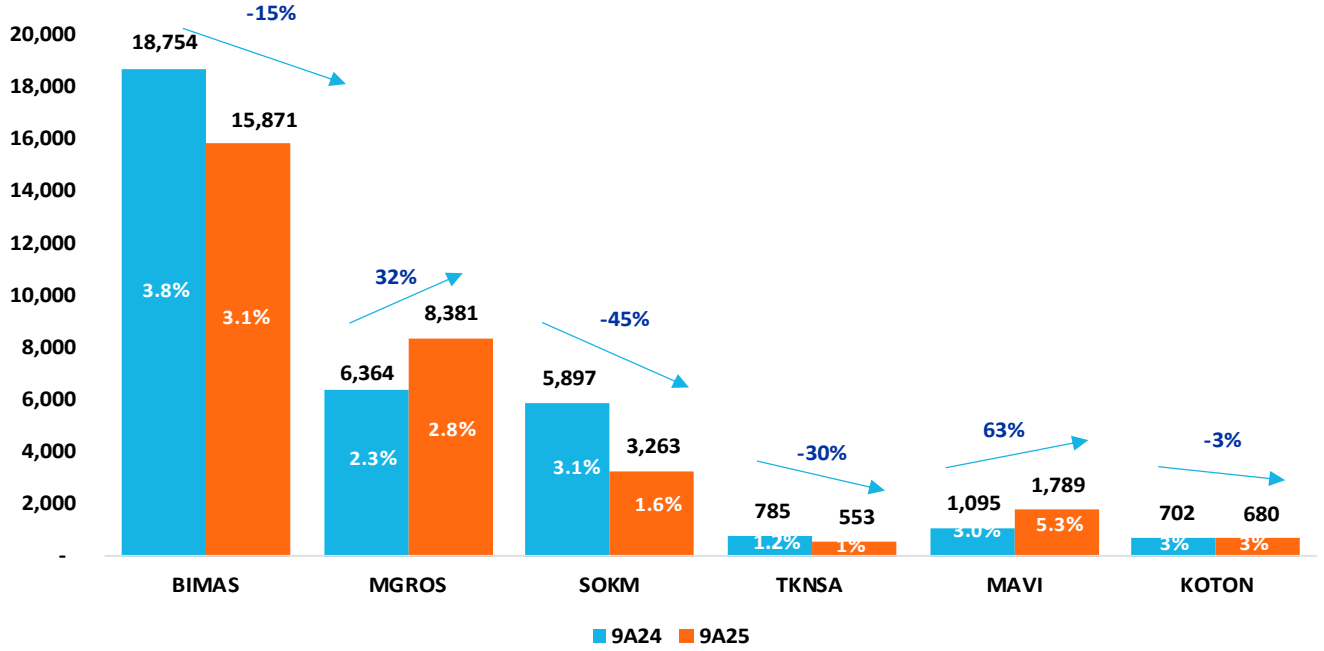
Düzeltilmiş Serbest Nakit Akımı Getirisi



Kaynak: Rasyonet, Fintables, İş Yatırım

Düzeltilmiş serbest nakit akımı getirisi metrikleri, muhasebe uygulamaları ve kira sözleşmesi yapılarındaki farklılıkların etkisini daha da belirgin hale getirmektedir. Bu çerçevede MGROS, operasyonel temelleri sağlam olmasına rağmen, kira kaynaklı nakit çıkışları ve düzeltmelerden kaynaklanan bozulmalar nedeniyle en olumsuz etkilenen şirket olarak öne çıkmaktadır.

Yatırım Harcamaları

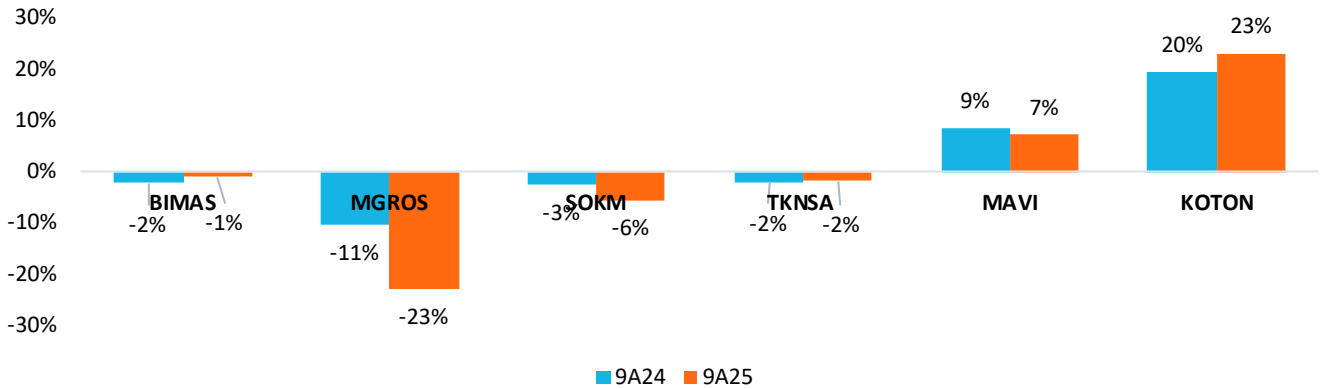


Kaynak: Rasyonet, Fintables, İş Yatırım

Not: Sütunların (barların) içindeki rakamlar, her bir şirket için ilgili dönemlere ait yatırım harcamalarının satışlara oranını göstermektedir.

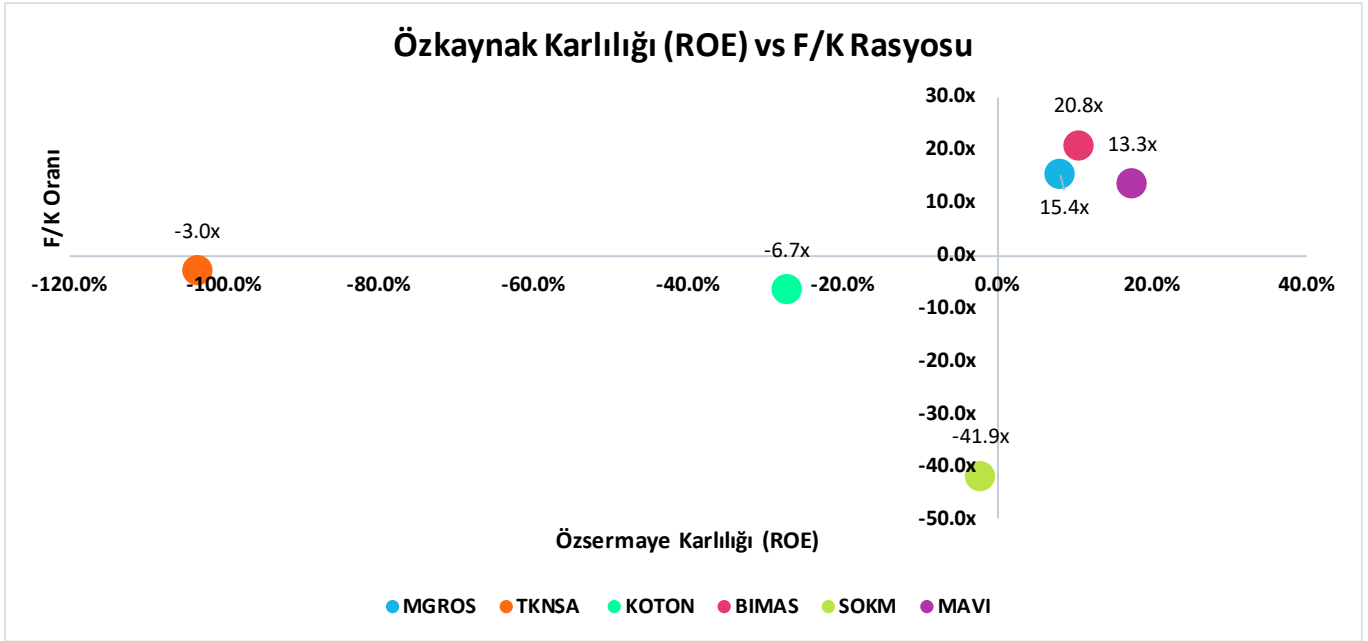
MGROS, 2025 yılında yatırım harcamalarında anlamlı bir artış kaydetmiş olup bu artış; daha büyük ve daha yüksek kaliteli mağaza formatlarına yönelik devam eden yatırımları ve seçici ağ genişlemesini yansıtmaktadır. Buna karşılık, rakipler daha temkinli bir yatırım duruşu benimsemiştir. BIMAS mutlak tutar olarak en büyük yatırımcı konumunu korumakla birlikte, yatırım harcaması yoğunluğu yıllık bazda gerilemiştir. SOKM ise operasyonel yeniden yapılanma sürecinin bir parçası olarak harcamalarını belirgin şekilde azaltmıştır. MGROS'taki yüksek yatırım harcaması yoğunluğu kısa vadede serbest nakit akımı üzerinde baskı yaratsa da, bu durum yakın dönem nakit optimizasyonundan ziyade döngü boyunca yatırım yapmayı tercih eden stratejik bir yaklaşımı yansıtmakta ve orta vadede daha kaliteli ve sürdürülebilir bir büyüme profilini desteklemektedir. MAVI'nin ise yeni genel merkez ofisi yatırımı nedeniyle yatırım harcamalarında geçici bir artış yaşamıştır.

Net İşletme Sermayesi Satışlara Oranı, %



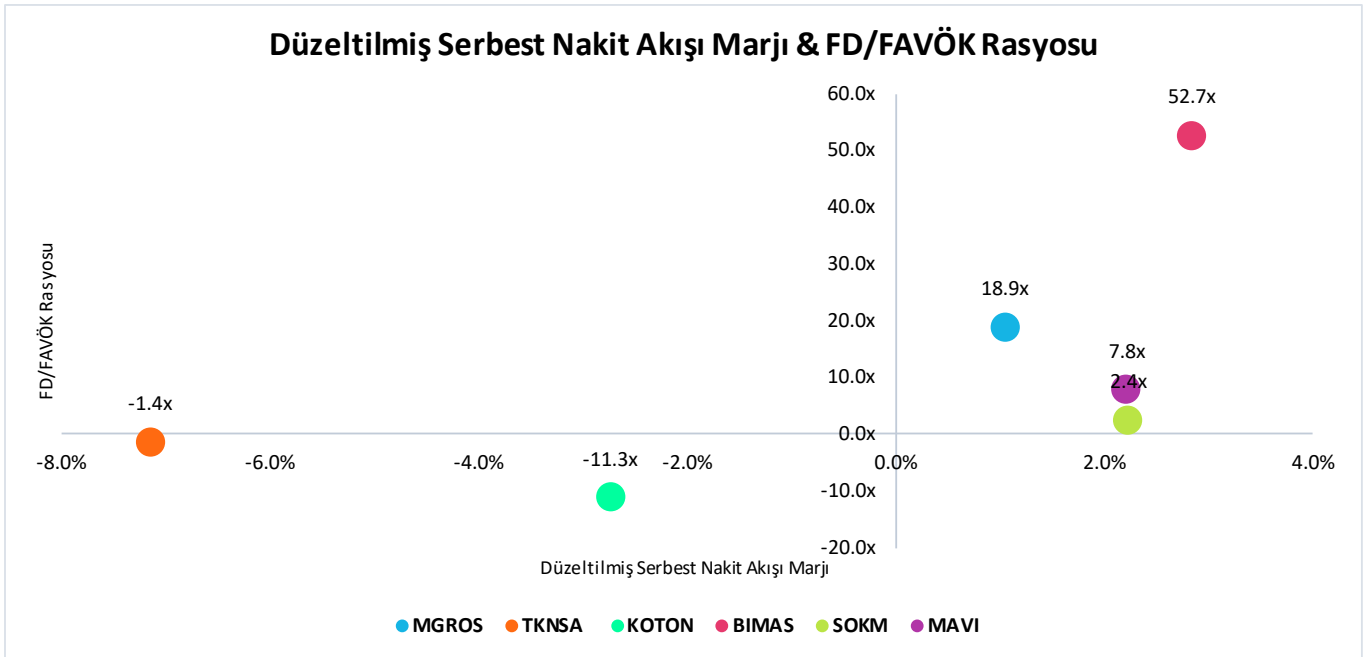
Kaynak: Rasyonet, Fintables, İş Yatırım

MGROS, kapsamdaki şirketler arasında en negatif Net İşletme Sermayesi / Satışlar oranıyla, güçlü işletme sermayesi yönetimi ve faaliyet nakit üretimini destekleyen tedarikçi finansmanı dinamikleriyle öne çıkmaktadır. BIMAS ve SOKM da yapısal olarak negatif işletme sermayesiyle çalışmakla birlikte, görece daha az agresif nakit dönüşüm profilleri sergilemektedir. Buna karşılık MAVI ve KOTON, stok ve alacak yoğun hazır giyim perakendeciliği modelleriyle uyumlu şekilde pozitif işletme sermayesi yapısına sahiptir. Genel olarak grafik, MGROS'taki nakit akımı baskısının işletme sermayesi verimsizliğinden değil, çekirdek operasyonlar dışındaki unsurlardan kaynaklandığını ortaya koymaktadır.



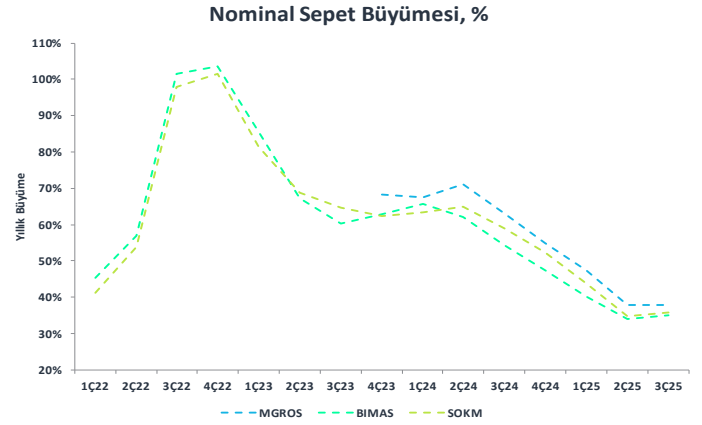
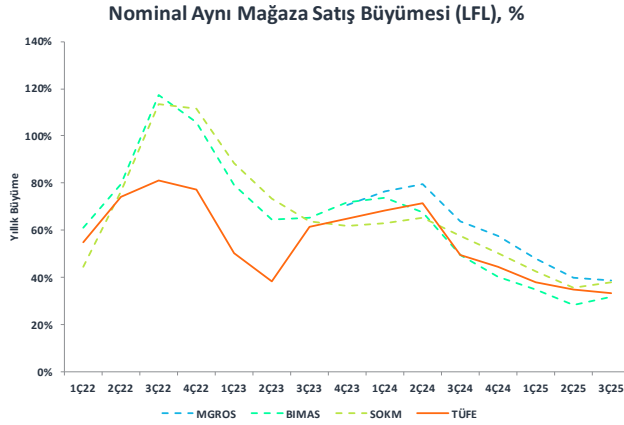
Kaynak: Rasyonet, Fintables, İş Yatırım

BIMAS, güçlü ve istikrarlı özsermaye karlılığının piyasa tarafından büyük ölçüde fiyatlanmış olması nedeniyle defansif bir primle işlem görmektedir. MAVI, yüksek özkaynak karlılığı seviyelerini makul değerleme çarpanlarıyla birleştirerek en güçlü kalite-değer dengesini sunmaktadır. MGROS ise benzer özkaynak karlılığı performansına rağmen görece iskontolu işlem görmekte olup, bu durum şirketin operasyonel başarısının yeterince fiyatlanmadığını teyit etmektedir.

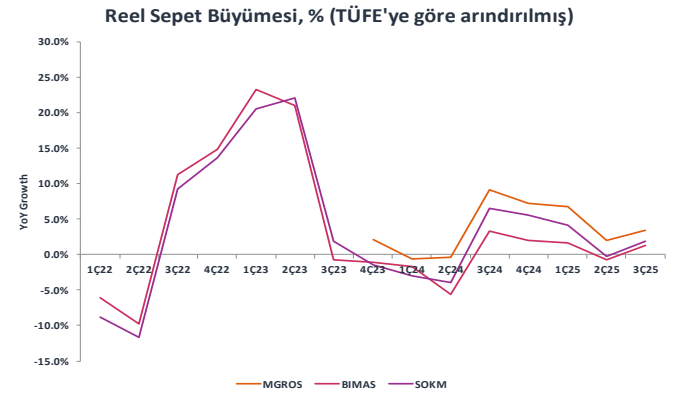
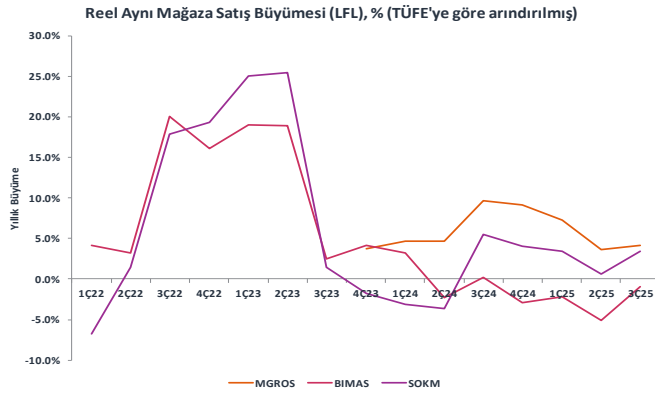


Kaynak: Rasyonet, Fintables, İş Yatırım

Şirketler arasındaki değerlendirme ayrışması temel olarak nakit akımı bileşimlerindeki farklılıklardan kaynaklanmaktadır. BIMAS, istikrarlı nakit üretimi sayesinde görece primli çarpanlarla işlem görürken, MAVI güçlü serbest nakit akımı profiline kıyasla cazip değerlendirme seviyelerinde bulunmaktadır. MGROS'un iskontolu değerlemesi, yüksek kira giderleri ve artan yatırım yoğunluğunun yarattığı geçici nakit akımı bozulmalarını yansıtmakta olup, makro koşulların normalleşmesiyle birlikte yeniden değerlendirme potansiyeli oluşturmaktadır. SOKM'un grafikteki konumlanması ise devam eden toparlanma dinamiklerini yansıtmakta olup, değerlendirme görünümünün ise büyük ölçüde operasyonel iyileşmenin sürdürülebilirliğine bağlı olduğunu düşünüyoruz.

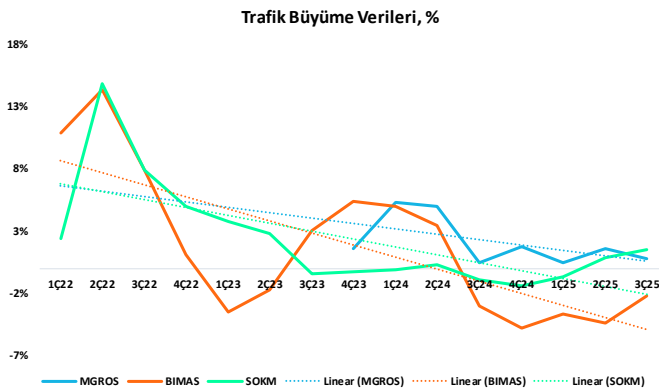


Dezenflasyon süreciyle uyumlu olarak, 2025'te nominal LFL ve sepet büyümesi belirgin şekilde yavaşlamaktadır. Raf enflasyonunun zayıflaması, daha yumuşak trafik görünümü ve küçülen sepet büyüklükleri, manşet büyüme rakamlarındaki ivme kaybının temel nedenleri olarak öne çıkmaktadır. MGROS ve SOKM, LFL büyümesinde enflasyonun üzerinde performans sergilemeye devam ederken, BIMAS enflasyonun altında kalan LFL büyümesiyle geride kalmaktadır. Nominal sepet büyümesinde ise BIMAS yeniden en zayıf performansı gösterirken, MGROS sektör genelinde en üstte yer almaktadır.



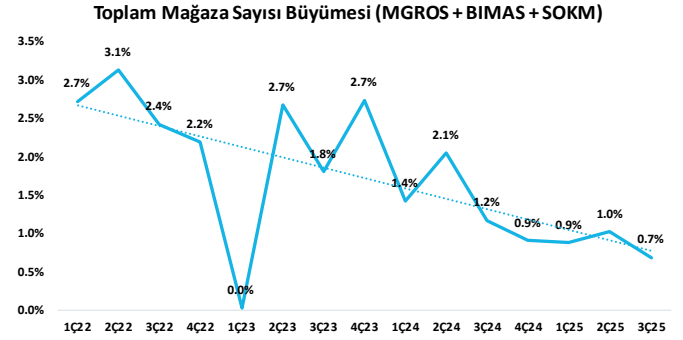
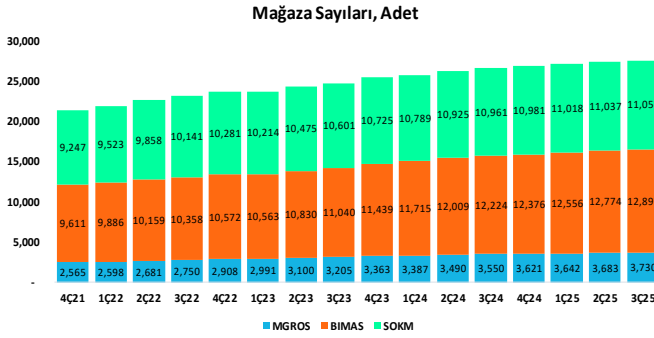
Kaynak: Rasyonet, Fintables, İş Yatırım

Yüksek enflasyon ortamında daha anlamlı bir gösterge olan reel LFL büyümesi dikkate alındığında, BIMAS olumsuz yönde ayrılmaktadır. 2Q24'ten bu yana BIMAS'ın reel LFL büyümesi şekilde negatif bölgede kalmıştır. Veriyi BIMAS'ın içsel enflasyon oranı ile düzelttiğimizde ise daha iyimser ancak yine zayıf bir sonuç ortaya çıkmaktadır. MGROS, orta tek haneli reel büyüme oranlarını koruyarak en güçlü performansı sergilerken, SOKM 2024'te operasyonel zayıflıklar nedeniyle yaşadığı sert bozulmanın ardından belirgin bir toparlanma sürecine girmiş ve dip seviyelerden yükseliş göstermeye başlamıştır. Benzer bir tablo reel sepet büyümesinde de gözlenmekte olup, MGROS sektör lideri konumunu korumaktadır.



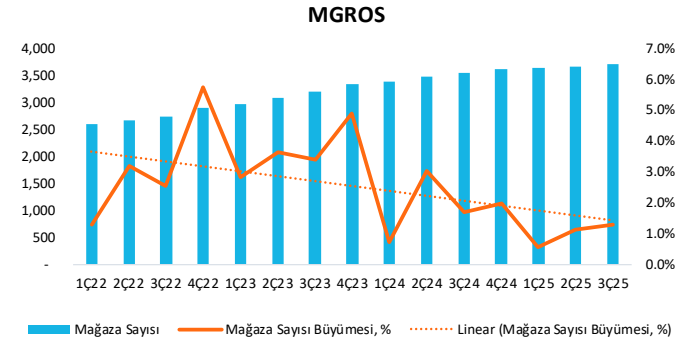
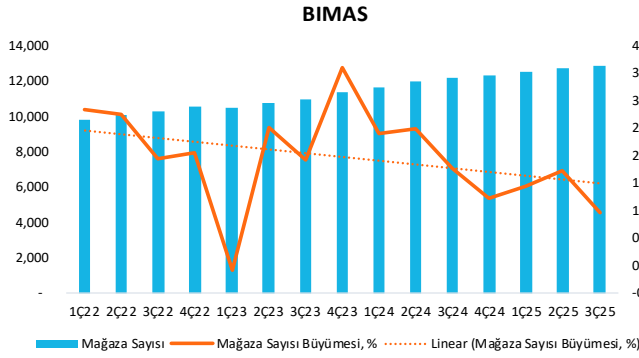
Kaynak: Şirket Sunumları

Trafik büyümesi dinamikleri de üç oyuncu arasındaki ayrışmayı daha da netleştirmektedir. MGROS, eğilim çizgisinin büyük ölçüde yatay seyretmesi ve trafiğin çoğunlukla pozitif bölgede kalmasıyla en istikrarlı görünümü sunmaktadır. Buna karşılık BIMAS, 2024 başından bu yana negatif trafik büyümesi kaydederek aşağı yönlü trend sergilemektedir. SOKM için ise 2023–2024 döneminde operasyonel zayıflıkların etkisiyle sert bir daralma yaşamış olsa da, son çeyrekler dipten toparlanmaya işaret etmekte ve trafik göstergelerinde kademeli bir iyileşme gözlenmektedir. Genel olarak trend analizi, MGROS'un görece dayanıklılığını, SOKM'un kademeli toparlanmasını ve BIMAS'ın trafik performansındaki zayıflığı ortaya koymaktadır.



MGROS, BIMAS ve SOKM genelinde birleşik mağaza büyümesi belirgin bir yavaşlama eğilimi gözlemlenmektedir. 2021 sonlarında zirve yapan toplam genişleme hızı, izleyen dönemde kademeli olarak gerilemiş ve çeyreklik büyüme oranları zaman içinde %1 bandına doğru yakınsamıştır. 4Q21–1Q22 dönemindeki sert daralma, pandemi sonrası hızlı genişleme döngüsünün ardından gelen normalleşme sürecini göstermektedir. Bu dönemden itibaren mağaza sayısı artışı pozitif kalmakla birlikte, daha zayıf bir seyir izlemiş; bu durum artan maliyet baskılarını ve sektör genelinde agresif alan genişlemesi yerine portföy optimizasyonu stratejisinin öne çıkma eğilimini yansıtmaktadır.

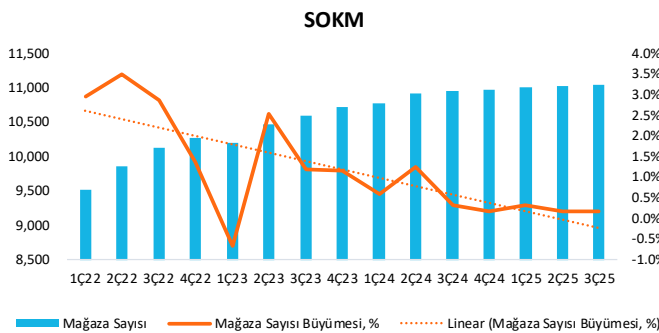
Mağaza Sayıları ve Büyüme



Kaynak: Şirket Sunumları

BIMAS, mağaza sayısını istikrarlı biçimde artırmaya devam etse de, mağaza büyüme hızının zaman içinde zayıfladığı görülmektedir. 2021–2023 döneminde gözlenen agresif açılış temposu, son çeyreklerde yerini daha ılımlı bir genişleme hızına bırakmıştır. Aşağı yönlü eğilim çizgisi, BIMAS'ın hızlı ağ genişlemesi yerine operasyonel verimlilik ve maliyet optimizasyonunu öncelleyen daha kontrollü bir büyüme yaklaşım benimsediğine işaret etmektedir.

MGROS, mağaza ağını genişletmeyi sürdürmekle birlikte, büyüme hızında bir yavaşlama gözlenmektedir. 2022'deki güçlü genişleme dönemini takiben, daha ölçülü bir açılış temposuna geçilmiştir. Eğilim çizgisi, MGROS'un daha seçici mağaza açılışlarına yönelerek büyüme patikasını normalleştirdiğini göstermektedir. Bu görünüm, kalite, mağaza verimliliği ve disiplinli büyüme odağını öne çıkaran stratejik bir yaklaşımı yansıtmaktadır.



SOKM, mağaza ağını kontrollü bir hızda genişletmeye devam ederken, bilinçli bir portföy optimizasyon stratejisi izlemektedir. Şirket, daha büyük ve daha verimli mağazalardan oluşan yeni bir formata geçiş yaparken, mevcut ağına verimini artırmayı hedeflemektedir. Bu dönüşümün zaman içinde daha yüksek sepet tutarları, daha güçlü trafik ve mağaza bazında daha sağlıklı göstergeler sağlaması beklenmektedir. Yeni formatın hayata geçmeye devam etmesiyle birlikte, SOKM'un yukarı yönlü potansiyelini daha net biçimde ortaya koyabileceğini düşünüyoruz.

Kaynak: Şirket Sunumları

Migros

24/12/2025

AL

Güçlü Operasyonel Performans ve Avantajlı Konumlanma

Yükselme Potansiyeli 78%

Migros'u, zayıf reel talep ortamına rağmen dayanıklı ciro büyümesini artan karlılık kalitesiyle birleştiren yapısıyla Türkiye gıda perakendesinde en iyi konumlanmış oyuncu olarak değerlendiriyoruz. Migros; görece güçlü müşteri trafiği, özellikle gıda ve taze ürünlerde avantajlı kategori karması ve oturmuş çok kanallı (omnichannel) platformu sayesinde, agresif fiyatlandırma ya da agresif mağaza genişlemesine ihtiyaç duymadan güçlü nominal aynı mağaza satış (LFL) büyümesini sürdürebilmektedir. Bu yapı, Migros'u rakiplerine kıyasla daha dengeli bir büyüme profiline taşımaktadır.

Zorlu tüketim koşullarına rağmen Migros, 9A25 döneminde güçlü bir operasyonel performans sergiledi. Nominal LFL büyümesi, yüksek seyreden gıda enflasyonu ve dayanıklı trafik dinamikleriyle desteklenirken, reel hacim performansı sektör geneline kıyasla olumlu ayrılmaya devam etmiştir. Online gelirler, offline kanallara kıyasla daha hızlı büyüyerek ciro ivmesine pozitif katkı sağlamış ve karlılığı desteklemiştir. Maliyet tarafında ise, operasyonel verimlilik artışları ve fire oranlarındaki iyileşmeler, ücret ve kira baskılarına rağmen FAVÖK marjlarının yıllık bazda büyük ölçüde yatay kalmasını sağlamıştır. Nakit akımı üretimi pozitif seyretmekle birlikte, 2025 yılında finansman maliyetleri ve işletme sermayesi normalizasyonu nedeniyle dalgalı bir görünüm sergilemiştir; bu unsurların finansal koşulların iyileşmesiyle birlikte 2026'da hafiflemesini bekliyoruz.

Güçlü operasyonel performansına rağmen Migros, sektör içindeki görece konumlanmasını tam olarak yansıtmayan bir değerlendirme ile işlem gördüğünü düşünüyoruz. Şirketin mağaza içi dijitalleşme, lojistik altyapı, fire kontrolü ve enerji verimliliğine yönelik yatırımları; maliyet kontrolünü ve verimlilik kazanımlarını destekleyerek karlılığın dayanıklılığını güçlendirmektedir. Bu unsurların, anlamlı bir brüt marj genişlemesi olmaksızın dahi, IFRS 16, ticari alacaklara uygulanan faiz oranları ve kredi kartı kaynaklı giderlerden arındırılmış çekirdek FAVÖK marjında kademeli bir normalleşmeyi desteklemesini bekliyoruz. Faiz oranlarındaki düşüşün de işletme sermayesi finansman baskısını daha da azaltarak serbest nakit akımı üretimini ve değerlendirme görünümünü desteklemesi beklenmektedir.

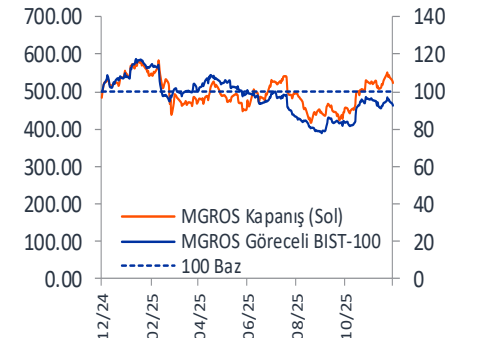
Fiyat Bilgileri	TL
Kapanış	523.50
12 Aylık Hedef Fiyat*	931.65
12 Aylık Önc.Hedef Fiyat	749.56
Piyasa Değeri (mn)	94,782
Halka Açık PD (mn)	48,111
Ort. İşlem Hacmi (3Ay)	1086.7
Hisse sayısı (Adet mn)	181
Takas Saklama Oranı (%)	51
Yabancı Oranı (%)	33

*Güncelleme tarihi: 24/12/2025

Fiyat Perf. (%)	1 Ay	Yıllık	12 Ay
TL	-0.7	-2.3	9.7
ABD \$	-1.7	-19.3	-9.9
BIST-100 Relatif	-3.9	-14.9	-6.5

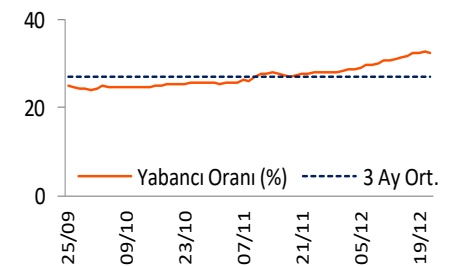
Çarpanlar (\$)	2024	2025	2026
F/K	10.8	9.8	15.2
PD/DD	1.3	1.2	1.1
FD/FAVÖK	4.7	3.5	3.1

Fiyat / BIST-100'e Göreceli Fiyat



52 Hafta Fiyat Aralığı (₺) 418.94 583.02

Yabancı Oranı (%) Cari (%) : 32.64



Emin Yetkin Ertürk

eyerturk@isyatirim.com.tr

+90 212 350 25 04

Migros

Ortaklık Yapısı (%)	Faaliyet Konusu
Diğer	50.82
Mh Perakendecilik Veticaret A	49.18

Gelir Tablosu (mn ₺)	2023G	2024G	2025T	2026T	2027T	2028T	Bilanço (mn ₺)	2023G	2024G	2025T	2026T	2027T	2028T
Net Satış Gelirleri	343,393	384,851	411,584	441,406	473,302	509,904	Dönen Varlıklar	71,637	75,579	85,496	82,962	83,390	89,196
Brüt Kar (Zarar)	64,141	89,085	101,769	110,890	120,639	131,271	Nakit ve Nakit Benzerleri	24,242	29,535	37,850	32,788	30,050	33,067
Operasyonel Giderler	-69,900	-81,463	-88,597	-94,940	-101,562	-108,239	Ticari Alacaklar	700	1,831	2,350	2,521	2,703	2,864
Esas Faaliyet Karı	-5,760	7,622	13,172	15,950	19,077	23,032	Stoklar	41,475	40,809	42,748	45,604	48,660	51,380
Faali. Diğer Gelirler (Giderler)	-6,866	-20,035	-18,990	-17,213	-13,200	-13,312	Diğer Dönen Varlıklar	5,219	3,403	2,548	2,049	1,978	1,886
Özkaynak Yönt. Değ. Yat. K (Z)	0	0	0	0	0	0	Duran Varlıklar	102,614	120,998	124,749	131,826	138,675	142,809
Net Yatırım Gelirleri (Giderleri)	666	353	0	0	0	0	Özkaynak Yönt. Değ. Yat.	0	0	0	0	0	0
Net Finansman Gelir (Gideri)	32,316	22,464	18,955	10,310	6,873	8,409	Maddi Duran Varlıklar	38,384	42,343	48,646	55,928	62,920	68,677
Vergi Öncesi Kar (Zarar)	20,356	10,404	13,137	9,048	12,750	18,129	Maddi Olmayan Duran Varlıklar	2,040	2,705	2,893	3,103	3,327	3,525
Vergi Giderleri (Gelirleri)	3,562	1,838	3,284	2,714	3,825	5,439	Diğer Uzun Vadeli Varlıklar	29,313	28,483	24,369	23,522	22,699	21,645
Azınlık Payları	145	307	0	0	0	0	Toplam Varlıklar	174,250	196,577	210,244	214,788	222,065	232,005
Net Kar	16,988	8,919	9,853	6,334	8,925	12,690	Kısa Vadeli Yükümlülükler	84,914	93,028	97,178	97,237	97,250	95,580
Düzeltilmiş Net Kar	16,988	8,919	9,853	6,334	8,925	12,690	Finansal Borçlar	2,180	1,302	1,302	1,302	1,302	1,281
Vergi Sonrası Faaliyet Karı	-9,322	5,784	9,888	13,236	15,252	17,593	Ticari Borçlar	70,719	75,598	79,189	79,228	79,228	77,919
FAVÖK	5,943	20,693	27,151	30,942	35,152	40,350	Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	8,561	11,111	11,606	11,613	11,615	11,416
Büyümler & Opr. Perf.	2023G	2024G	2025T	2026T	2027T	2028T	Uzun Vadeli Yükümlülükler	20,767	27,986	28,717	29,287	29,889	29,787
Büyümler							Finansal Borçlar	1,639	281	281	281	281	276
Net Satışlar	-	12.1%	6.9%	7.2%	7.2%	7.7%	Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	6,977	6,669	7,132	7,649	8,202	8,690
Faaliyet Karı	-	n.a	73%	21%	20%	21%	Özkaynaklar	68,570	75,564	84,349	88,264	94,926	106,638
FAVÖK	-	248%	31%	14%	14%	15%	Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	68,135	75,075	83,860	87,776	94,437	106,157
Net Kar	-	-48%	10%	-36%	41%	42%	Rezerv ve Diğer Kalemler	7,327	6,999	7,485	7,485	8,026	8,504
Operasyonel Performans							Dönem Net Karı (Zararı)	16,988	8,919	9,853	6,334	8,925	12,690
Brüt Marj	18.7%	23.1%	24.7%	25.1%	25.5%	25.7%	Azınlık Payları	435	489	489	489	489	480
Faaliyet Kar Marjı	-1.7%	2.0%	3.2%	3.6%	4.0%	4.5%	Toplam Kaynaklar	174,250	196,577	210,244	214,788	222,065	232,005
FAVÖK Marjı	1.7%	5.4%	6.6%	7.0%	7.4%	7.9%	Nakit Akım (mn ₺)	2023G	2024G	2025T	2026T	2027T	2028T
Efektif Vergi Oranı	-22.9%	-23.1%	-25.0%	-24.2%	-20.3%	-16.8%	İşletme Faal. Kay. Net Nakit	8,868	37,798	34,474	21,037	22,686	30,207
Net Kar Marjı	4.9%	2.3%	2.4%	1.4%	1.9%	2.5%	Düzeltilme Öncesi Kar	2,328	80	9,853	6,334	8,925	12,690
Özkaynak Karlılığı	-	12.5%	12.4%	7.4%	9.8%	12.7%	Amortisman & İtfa Payları	4,433	10,246	13,978	14,991	16,075	17,318
Aktif Karlılığı	-	4.8%	4.8%	3.0%	4.1%	5.6%	İşletme Sermayesindeki Değ.	-15,115	25,199	21,558	23,120	24,791	26,708
Yatırım Sermayesi Karlılığı	-	12.9%	21.1%	29.0%	31.5%	34.4%	Diğer Faaliyetlerden Nakit Akışı	17,222	2,272	-10,916	-23,408	-27,105	-26,509
Operasyonel Nakit Akışı / Satışlar	2.6%	9.8%	8.4%	4.8%	4.8%	5.9%	Yatırım Faal. Kay. Nakit	-800	-4,933	-4,221	-3,815	-3,593	-3,328
Serbest Nakit Akışı / Satışlar	2.3%	8.5%	7.4%	3.9%	4.0%	5.3%	Sabit Sermaye Yatırımları	-1,018	-6,854	-5,864	-5,300	-4,991	-4,623
Rasyo Analizi	2023G	2024G	2025T	2026T	2027T	2028T	Diğer Yat. Faal. Nakit Akışı	218	1,921	1,643	1,485	1,399	1,296
Düzeltilmiş F / K (x)	5.7	10.8	9.8	15.2	10.8	7.6	Serbest Nakit Akım	8,068	32,864	30,253	17,223	19,093	26,880
FD / FAVÖK (x)	16.2	4.7	3.5	3.1	2.7	2.4	Finansman Faal. Kay.Nakit	-6,535	-16,252	-14,949	-14,958	-16,596	-18,647
FD / Satışlar (x)	0.3	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2	Finansal Borçlardaki Değişim	0	0	375	306	253	249
PD / Defter Değeri (x)	1.4	1.3	1.2	1.1	1.0	0.9	Temettü Ödemeleri	-167	-2,312	-2,554	-1,642	-2,313	-3,289
Hisse Başı Kazanç (₺)	93.83	49.26	54.42	34.98	49.29	70.09	Diğer Fin. Faal. Nakit Akışı	-8067	-13,940	-12,770	-13,623	-14,536	-15,606
Hisse Başı Temettü (₺)	2.58	9.38	13.16	19.05	15.18	25.46	Net Nakit Değişimi	-166	16,612	15,304	2,264	2,497	8,233
Temettü Verimi	0.7%	1.9%	2.4%	3.0%	2.1%	2.9%							
Net Borç (Nakit) (mn ₺)	-20,423	-27,952	-36,267	-31,205	-28,467	-31,510							
Net Borç / FAVÖK (x)	a.d	a.d	a.d	a.d	a.d	a.d							
Net Borç / Özsermaye (x)	a.d	a.d	a.d	a.d	a.d	a.d							

Kaynak: İş Yatırım

Not: Tüm rakamlar, UMS-29 kapsamında 2025 yıl sonu satın alma gücü cinsinden sunulmaktadır. Çarpanlar USD cinsinden gösterilmektedir.

2026 Görünümü

2026'ya bakıldığında, Migros'un sektör ortalamasının üzerinde nominal büyüme performansını sürdürmesini; dayanıklı LFL performansı, seçici alan genişlemesi ve online kanalların offline satışların üzerinde büyümeye devam etmesiyle sınırlı da olsa reel büyüme üretmesini bekliyoruz. Marj dinamiklerinde ise fiyatlama gücünden ziyade operasyonel verimlilik kazanımlarının ön planda olduğu kademeli bir iyileşme öngörüyoruz.

Katalistler

- Gıda enflasyonu ve dayanıklı trafik dinamikleriyle desteklenen güçlü LFL satış büyümesinin sürmesi.
- Online kanallardaki büyümenin marjları bozmadan devam etmesi.
- Operasyonel verimlilik artışlarıyla marj iyileşmesi.
- Faiz oranlarındaki düşüşün nakit akımı ve değerlemeyi desteklemesi.

Riskler

- Artan fiyat rekabetinin marj normalleşmesini sınırlaması.
- Tüketici talebindeki toparlanmanın beklenenden yavaş gerçekleşmesi.

İndirgenmiş Nakit Akışı Tablosu

İNA (TL mn)	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T
Satışlar	373,319	506,799	655,779	842,983	1,059,625	1,296,560
Düzeltilmiş FAVÖK*	5,547	12,291	20,720	27,195	37,057	50,256
Düzeltilmiş FAVÖK Marjı, %	1.5%	2.4%	3.2%	3.2%	3.5%	3.9%
Finansman Düzeltmeleri**	(5,134)	(4,760)	(4,839)	(6,107)	(6,078)	(6,654)
Vergi Gideri	(879)	(2,341)	(3,332)	(4,338)	(5,953)	(8,162)
İşletme Sermayesindeki Değişimler	4,452	11,267	13,090	16,701	19,615	21,977
Yatırım Harcamaları	(10,826)	(13,430)	(17,050)	(21,623)	(26,809)	(32,349)
Serbest Nakit Akışı	(1,706)	7,787	13,429	17,935	23,911	31,723
İndirgeme Katsayısı	1.00	1.34	1.74	2.24	2.83	3.48
İndirgenmiş Nakit Akışı	(1,706)	5,819	7,723	7,999	8,462	9,120

*FAVÖK, UFRS 16 etkileri, ticari alacaklara uygulanan faiz etkisi ve kredi kartı komisyonlarına göre düzeltilmiştir.

** Finansman düzeltmeleri, kredi kartı komisyon giderlerinden oluşmaktadır.

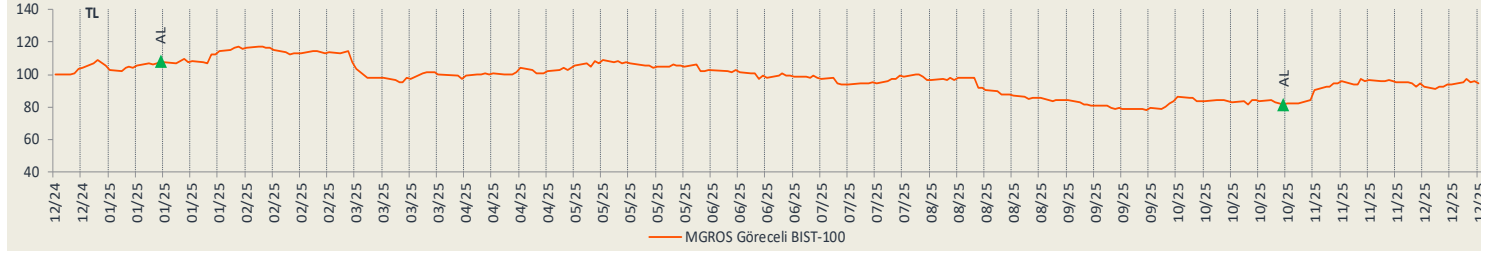
Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM)

AOSM	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T
Risksiz Faiz Oranı	31.0%	29.0%	25.0%	24.0%	21.0%	18.0%
Hisse Risk Primi	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%
Beta	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00
Özsermaye Maliyeti	37.0%	35.0%	31.0%	30.0%	27.0%	24.0%
Borç Maliyeti	33.0%	31.0%	27.0%	26.0%	23.0%	20.0%
Vergi Sonrası Borç Maliyeti	24.8%	23.3%	20.3%	19.5%	17.3%	15.0%
B/(B+Ö)	10%	10%	10%	10%	10%	10%
AOSM	35.8%	33.8%	29.9%	29.0%	26.0%	23.1%

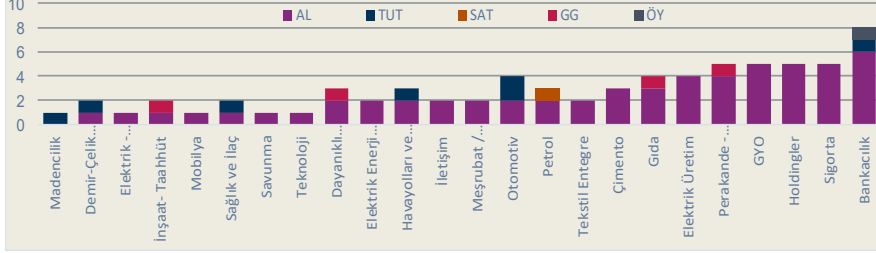
Kaynak: İş Yatırım

Migros

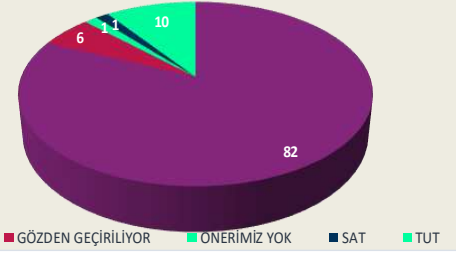
Göreceli Getiri / Öneriler



Şirket Sayısı



Takip Listesi Dağılımı



Burada yer alan bilgiler İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından bilgilendirme amacı ile hazırlanmıştır. 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. Herhangi bir yatırım aracının alım-satım önerisi ya da getiri vaadi olarak yorumlanmamalıdır. Bu görüşler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

Burada yer alan fiyatlar, veriler ve bilgilerin tam ve doğru olduğu garanti edilemez; içerik, haber verilmeksizin değiştirilebilir. Tüm veriler, İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan alınmıştır. Bu kaynakların kullanılması nedeni ile ortaya çıkabilecek hatalardan İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş. sorumlu değildir.

Bu içeriğe ilişkin tüm telif hakları İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'ye aittir. Bu içerik, açık iznim olmaksızın başkaları tarafından herhangi bir amaçla, kısmen veya tamamen çoğaltılamaz, dağıtılamaz, yayımlanamaz veya değiştirilemez.

Hisse Senedi / Büyük Şirket / Perakende - Ticaret

Bim Birleşik Mağazalar A.Ş

24/12/2025

AL

Defansif liderlik korunuyor

BIMAS, pazar liderliği, disiplinli düşük maliyetli iş modeli ve istikrarlı güçlü karlılığıyla sektörün en defansif şirketi konumunu korumaktadır. Bununla birlikte, 2025 yılında şirketin büyüme profili kendi tarihsel ortalamalarına kıyasla zayıflamış; bu durum, zayıflayan aynı mağaza gelir büyüme ivmesi ve son yıllara göre net mağaza açılışlarındaki yavaşlamayı yansıtmaktadır. Yılın büyük bölümünde trafik dinamikleri baskı altında kalırken, sınırlı reel sepet büyümesi ciro ivmesini kısıtlamıştır. Ayrıca, BIMAS'ın taze meyve ve sebze kategorilerine maruziyetinin bulunmaması, diğer gıda perakendecilerinde nominal aynı mağaza gelir büyümesini destekleyen yüksek gıda enflasyonundan faydalanma kapasitesini azaltmıştır.

9A25 döneminde BIMAS, nominal bazda %31,9 LFL büyümesi kaydetmiş olup, bu performans şirketin yaklaşık %29 seviyesindeki iç enflasyon oranının üzerinde gerçekleşmiştir. Büyüme ağırlıklı olarak sepet büyüklüğündeki artıştan kaynaklanmış; bu çerçevede yönetim, şirket içi metodolojiye göre sınırlı da olsa pozitif reel aynı mağaza gelir büyümesine işaret etmektedir. Ancak, manşet TÜFE baz alındığında reel LFL performansı 1Y25'te negatif kalmış, yalnızca 3Ç25'te (+%2,3) pozitive dönmüştür; bu iyileşmede baz etkisinin de rol oynadığı görülmektedir. Sonuç olarak, yıl geneli reel aynı mağaza gelir büyümesi hâlen hafif negatif seyretmektedir. Yükselen kira giderleri ile artan mağaza kurulum maliyetleri, 2025'te net mağaza açılışlarını baskılamıştır.

File Market. Daha premium bir format sunan File Market, sağlıklı ve istikrarlı bir büyüme performansı sergilemiş; sepet dinamikleri ve ürün karmaşasına olumlu katkı sunmaya devam etmiştir. Bununla birlikte, bu aşamada mevcut ölçeği çekirdek mağaza ağına kıyasla sınırlı kalmaktadır.

BIMAS güçlü karlılık performansını sürdürmüştür. FAVÖK marjları sıkı maliyet disiplini ve operasyonel kaldıraç sayesinde sağlam seyrini korumuş ve 2025 hedefleriyle uyumlu ilerlemiştir. Görece düşük finansman giderleri ve etkin işletme sermayesi yönetimi, net kar performansının da benzerlerine kıyasla olumlu ayrışmasını sağlamıştır.

Mevcut değerlendirme, BIMAS'ın dayanıklı gelir üretim profili ve defansif özelliklerini yansıtmaktadır. Şirketin aktif hisse geri alım programı, zayıflayan büyüme ivmesine rağmen hisse fiyatı için ilave aşağı yönlü koruma sağlayarak değerlemenin makul seviyelerde dengelenmesine katkı sunmuştur. Zayıf LFL büyümesi ve yavaşlayan mağaza açılışları dikkate alındığında, kısa vadede yukarı yönlü potansiyelin sınırlı olduğunu düşünüyoruz.

Yükselme Potansiyeli 53%

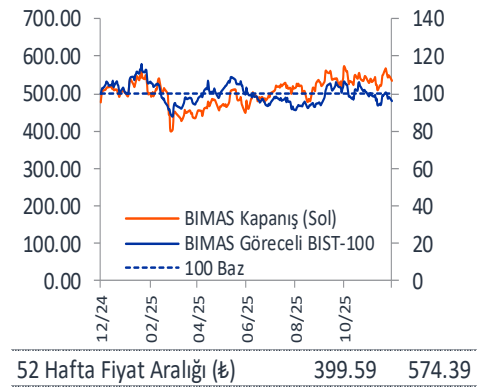
Fiyat Bilgileri	TL
Kapanış	535.50
12 Aylık Hedef Fiyat*	819.93
12 Aylık Önc.Hedef Fiyat	825.24
Piyasa Değeri (mn)	321,300
Halka Açık PD (mn)	219,159
Ort. İşlem Hacmi (3Ay)	3106.9
Hisse sayısı (Adet mn)	600
Takas Saklama Oranı (%)	68
Yabancı Oranı (%)	49

*Güncelleme tarihi: 24/12/2025

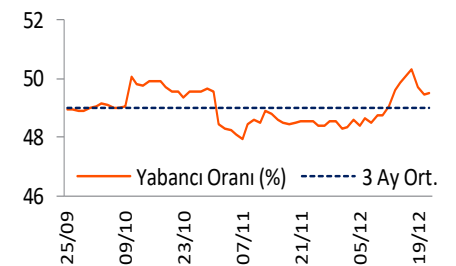
Fiyat Perf. (%)	1 Ay	Yıllık	12 Ay
TL	-1.4	3.8	11.8
ABD \$	-2.5	-14.3	-8.2
BIST-100 Relatif	-4.6	-9.6	-4.7

Çarpanlar (\$)	2024	2025	2026
F/K	14.2	13.8	15.1
PD/DD	2.2	2.0	1.8
FD/FAVÖK	12.7	10.2	7.7

Fiyat / BIST-100'e Göreceli Fiyat



Yabancı Oranı (%) Cari (%) : 49.50



Emin Yetkin Ertürk

eyerturk@isyatirim.com.tr

+90 212 350 25 04

Bim Birleşik Mağazalar A.Ş

Ortaklık Yapısı (%)	Faaliyet Konusu
Diğer	72.92
Merkez Bereket Gıda Sanayi Ve	15.41
Naspak Gıda Sanayi Ve Ticaret Anonim Şirketi	11.67

Gelir Tablosu (mn ₺)	2023G	2024G	2025T	2026T	2027T	2028T	Bilanço (mn ₺)	2023G	2024G	2025T	2026T	2027T	2028T
Net Satış Gelirleri	621,203	680,632	724,942	777,398	838,036	905,956	Dönen Varlıklar	103,002	96,994	118,712	132,240	146,361	169,887
Brüt Kar (Zarar)	97,751	118,970	139,929	156,229	170,046	184,712	Nakit ve Nakit Benzerleri	13,217	10,794	23,010	23,720	24,321	31,011
Operasyonel Giderler	-91,398	-111,968	-127,137	-132,935	-141,871	-151,971	Ticari Alacaklar	30,498	31,088	33,112	35,508	38,278	41,380
Esas Faaliyet Karı	6,353	7,002	12,792	23,294	28,175	32,741	Stoklar	51,687	48,583	50,602	53,730	57,780	62,386
Faali. Diğer Gelirler (Giderler)	1,137	-57	-56	-55	-55	-55	Diğer Dönen Varlıklar	7,599	6,529	11,987	19,282	25,982	35,110
Özkaynak Yönt. Değ. Yat. K (Z)	0	0	0	0	0	0	Duran Varlıklar	177,171	211,968	217,435	229,683	237,356	247,083
Net Yatırım Gelirleri (Giderleri)	-4,506	-6,677	-6,615	-7,053	-7,664	-8,340	Özkaynak Yönt. Değ. Yat.	0	0	0	0	0	0
Net Finansman Gelir (Gideri)	1,605	5,380	5,361	5,429	5,553	5,697	Maddi Duran Varlıklar	93,886	118,003	114,969	119,654	119,838	121,043
Vergi Öncesi Kar (Zarar)	41,694	33,973	33,515	30,598	30,528	34,545	Maddi Olmayan Duran Varlıklar	303	243	249	267	288	311
Vergi Giderleri (Gelirleri)	12,482	9,590	8,379	7,650	7,632	8,636	Diğer Uzun Vadeli Varlıklar	2,795	2,279	3,506	5,640	7,600	10,270
Azınlık Payları	9	34	37	39	42	46	Toplam Varlıklar	280,173	308,962	336,147	361,923	383,717	416,970
Net Kar	29,221	24,417	25,173	22,988	22,938	25,954	Kısa Vadeli Yükümlülükler	102,273	97,822	101,266	107,500	113,720	121,037
Düzeltilmiş Net Kar	29,221	24,417	25,173	22,988	22,938	25,954	Finansal Borçlar	0	0	0	0	0	0
Vergi Sonrası Faaliyet Karı	-6,129	-2,588	4,414	15,644	20,543	24,105	Ticari Borçlar	85,385	79,403	82,704	87,815	94,435	101,963
FAVÖK	19,967	29,551	36,809	49,048	55,938	62,755	Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	7,419	6,693	6,929	7,430	6,408	5,542
Büyümler & Opr. Perf.	2023G	2024G	2025T	2026T	2027T	2028T	Uzun Vadeli Yükümlülükler	45,992	55,854	60,887	64,513	63,809	63,661
Büyümler							Finansal Borçlar	0	0	0	0	0	0
Net Satışlar	-	9.6%	6.5%	7.2%	7.8%	8.1%	Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	12,555	18,088	19,717	21,144	18,235	15,770
Faaliyet Karı	-	10%	83%	82%	21%	16%	Özkaynaklar	131,907	155,286	173,994	189,910	206,188	232,272
FAVÖK	-	48%	25%	33%	14%	12%	Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	130,716	154,109	172,675	188,496	204,663	230,624
Net Kar	-	-16%	3%	-9%	0%	13%	Rezerv ve Diğer Kalemler	35,981	46,667	46,667	46,667	46,667	46,667
Operasyonel Performans							Dönem Net Karı (Zararı)	29,204	24,349	25,136	22,949	22,896	25,908
Brüt Marj	15.7%	17.5%	19.3%	20.1%	20.3%	20.4%	Azınlık Payları	1,191	1,177	1,319	1,414	1,525	1,648
Faaliyet Kar Marjı	1.0%	1.0%	1.8%	3.0%	3.4%	3.6%	Toplam Kaynaklar	280,173	308,962	336,147	361,923	383,717	416,970
FAVÖK Marjı	3.2%	4.3%	5.1%	6.3%	6.7%	6.9%	Nakit Akım (mn ₺)	2023G	2024G	2025T	2026T	2027T	2028T
Efektif Vergi Oranı	-39.2%	-37.0%	-25.0%	-20.2%	-16.9%	-14.0%	İşletme Faal. Kay. Net Nakit	39,607	40,877	39,817	38,435	39,363	43,709
Net Kar Marjı	4.7%	3.6%	3.5%	3.0%	2.7%	2.9%	Düzeltilme Öncesi Kar	29,221	24,417	25,173	22,988	22,938	25,954
Özkaynak Karlılığı	-	17.1%	15.4%	12.7%	11.7%	11.9%	Amortisman & İtfa Payları	13,614	22,548	24,016	25,754	27,763	30,013
Aktif Karlılığı	-	8.3%	7.8%	6.6%	6.2%	6.5%	İşletme Sermayesindeki Değ.	2,979	3,468	806	608	428	462
Yatırım Sermayesi Karlılığı	-	-2.8%	4.1%	12.7%	14.9%	15.6%	Diğer Faaliyetlerden Nakit Akışı	-6,207	-9,556	-10,178	-10,915	-11,766	-12,720
Operasyonel Nakit Akışı / Satışlar	6.4%	6.0%	5.5%	4.9%	4.7%	4.8%	Yatırım Faal. Kay. Nakit	22,952	22,178	23,026	24,173	24,484	26,402
Serbest Nakit Akışı / Satışlar	10.1%	9.3%	8.7%	8.1%	7.6%	7.7%	Sabit Sermaye Yatırımları	22,952	22,178	23,026	24,173	24,484	26,402
Rasyo Analizi	2023G	2024G	2025T	2026T	2027T	2028T	Diğer Yat. Faal. Nakit Akışı	0	0	0	0	0	1
Düzeltilmiş F / K (x)	11.9	14.2	13.8	15.1	15.1	13.4	Serbest Nakit Akım	62,560	63,056	62,843	62,608	63,847	70,112
FD / FAVÖK (x)	18.9	12.7	10.2	7.7	6.7	6.0	Finansman Faal. Kay. Nakit	-15,450	-20,747	-18,606	-20,062	-20,728	-21,734
FD / Satışlar (x)	0.6	0.6	0.5	0.5	0.4	0.4	Finansal Borçlardaki Değişim	0	0	0	0	0	0
PD / Defter Değeri (x)	2.7	2.2	2.0	1.8	1.7	1.5	Temettü Ödemeleri	-6,494	-9,403	-6,524	-7,105	-6,761	-6,635
Hisse Başı Kazanç (₺)	48.12	40.21	41.46	37.86	37.78	42.74	Diğer Fin. Faal. Nakit Akışı	-8956	-11,344	-12,082	-12,957	-13,967	-15,099
Hisse Başı Temettü (₺)	10.70	15.49	10.74	14.51	16.43	19.51	Net Nakit Değişimi	4,164	-2,424	14,771	5,164	4,388	10,911
Temettü Verimi	3.5%	3.090%	1.818%	2.144%	2.1%	2.1%							
Net Borç (Nakit) (mn ₺)	-13,217	-10,794	-23,010	-23,720	-24,321	-31,011							
Net Borç / FAVÖK (x)	a.d	a.d	a.d	a.d	a.d	a.d							
Net Borç / Özsermaye (x)	a.d	a.d	a.d	a.d	a.d	a.d							

Kaynak: İş Yatırım

Not: Tüm rakamlar, UMS-29 kapsamında 2025 yıl sonu satın alma gücü cinsinden sunulmaktadır. Çarpanlar USD cinsinden gösterilmektedir.

Bim Birleşik Mağazalar A.Ş

Bu çerçevede yatırım teması, kısa vadeli bir getiri potansiyelinden ziyade öngörülebilir gelir yaratımı üzerine kurulu olmaya devam ediyor.

2026'ya bakıldığında, BİMAS'ın süregelen maliyet disiplini ve operasyonel verimlilik sayesinde marj gücünü korumasını bekliyoruz. Bununla birlikte, trafik dinamiklerinde anlamlı bir iyileşme sağlanmadığı ya da mağaza açılışları yeniden hız kazanmadığı sürece, ciro büyümesinin daha zayıf performans göstermesi beklenebilir. File Market'in, marj tarafına pozitif katkı sunmaya devam etmesi beklemekle beraber; BİMAS'ın genel büyüme dinamiklerinin, daha güçlü tüketim ve hızlı mağaza genişlemesi dönemlerine kıyasla daha ılımlı seyretmesini bekliyoruz.

İndirgenmiş Nakit Akışı Tablosu

İNA (TL mn)	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T
Satışlar	620,539	844,822	1,117,435	1,459,279	1,884,407	2,385,663
Düzeltilmiş FAVÖK (UFRS16 Hariç)	38,661	53,968	75,305	100,722	136,503	178,729
Vergi Gideri	(8,717)	(12,140)	(13,630)	(18,278)	(24,893)	(32,703)
İşletme Sermayesindeki Değişimler	3,482	10,010	11,443	12,680	17,471	22,870
Yatırım Harcamaları	(19,213)	(25,335)	(31,855)	(41,074)	(52,519)	(65,411)
Serbest Nakit Akışı	14,212	26,503	41,263	54,050	76,561	103,484
İndirgeme Katsayısı	1.00	1.34	1.75	2.27	2.87	3.54
İndirgenmiş Nakit Akışı	14,212	19,719	23,544	23,833	26,709	29,255

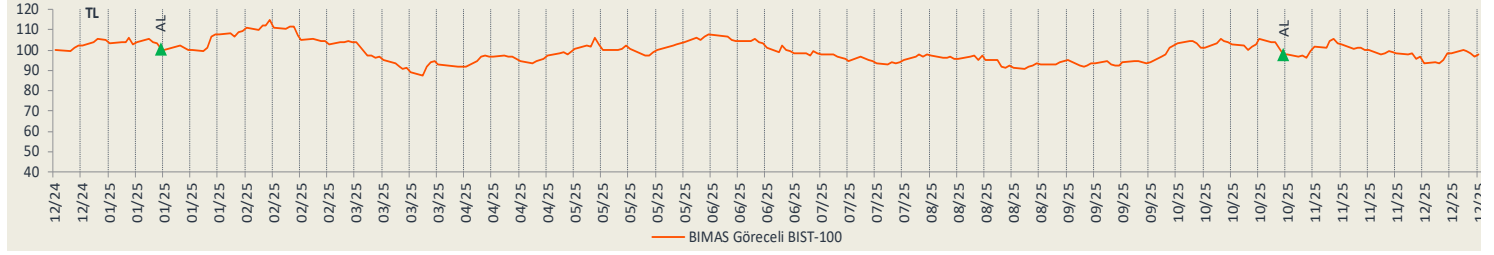
Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM)

AOSM	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T
Risksiz Faiz Oranı	31.0%	29.0%	25.0%	24.0%	21.0%	18.0%
Hisse Risk Primi	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%
Beta	0.90	0.90	0.90	0.90	0.90	0.90
Özsermaye Maliyeti	36.4%	34.4%	30.4%	29.4%	26.4%	23.4%
Borç Maliyeti	31.0%	29.0%	25.0%	24.0%	21.0%	18.0%
Vergi Sonrası Borç Maliyeti	23.3%	23.2%	20.0%	19.2%	16.8%	14.4%
B/(B+Ö)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
AOSM	36.4%	34.4%	30.4%	29.4%	26.4%	23.4%

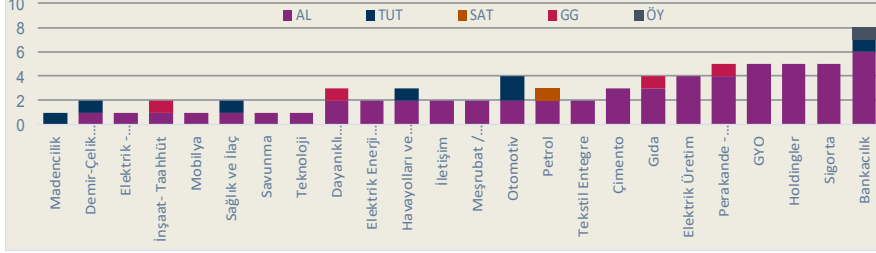
Kaynak: İş Yatırım

Bim Birleşik Mağazalar A.Ş.

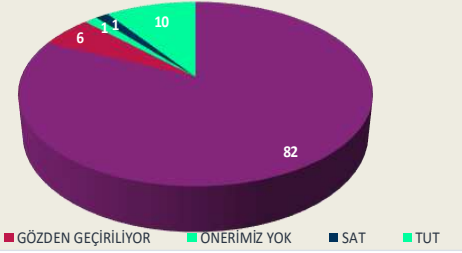
Göreceli Getiri / Öneriler



Şirket Sayısı



Takip Listesi Dağılımı



Burada yer alan bilgiler İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından bilgilendirme amacı ile hazırlanmıştır. 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. Herhangi bir yatırım aracının alım-satım önerisi ya da getiri vaadi olarak yorumlanmamalıdır. Bu görüşler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

Burada yer alan fiyatlar, veriler ve bilgilerin tam ve doğru olduğu garanti edilemez; içerik, haber verilmeksizin değiştirilebilir. Tüm veriler, İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan alınmıştır. Bu kaynakların kullanılması nedeni ile ortaya çıkabilecek hatalardan İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş. sorumlu değildir.

Bu içeriğe ilişkin tüm telif hakları İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'ye aittir. Bu içerik, açık iznimiz olmaksızın başkaları tarafından herhangi bir amaçla, kısmen veya tamamen çoğaltılamaz, dağıtılamaz, yayımlanamaz veya değiştirilemez.

Hisse Senedi / Büyük Şirket / Perakende - Ticaret

Şok Marketler

24/12/2025

AL

Operasyonel Toparlanma ve Cazip Değerleme Görünümü

SOKM, zayıf operasyonel performansın ardından toparlanma odaklı bir yatırım teması sunmaktadır. Şirket, karlılığı yeniden tesis etmek amacıyla maliyet disiplini sıkılaştıran, mağaza bazlı performansı iyileştirmeyi hedefleyen ve mağaza formatını yeniden kurgulayan kademeli bir dönüşüm sürecinden geçmektedir. Büyüme profili daha büyük rakiplerine kıyasla halen kırılğan olsa da, son dönem göstergeleri SOKM'un operasyonel olarak dipten dönüş hareketi içinde olduğuna işaret etmektedir.

9A25 itibarıyla toparlanmaya dair sinyaller daha görünür hale gelmiştir. Aynı mağaza satış performansı çeyrekler bazında iyileşme gösterirken, trafik trendleri istikrar kazanmaya başlamıştır. Operasyonel Gider/Satış oranındaki belirgin gerileme, 2024'te yaşanan ücret şokunun ardından normalleşmenin başladığını ortaya koymaktadır. En kritik gelişme ise, FAVÖK'ün 2025 itibarıyla yeniden pozitif bölgeye geçmesi olmuştur. Bununla birlikte, net karlılık seviyeleri halen sınırlı olup, ciro büyümesinin sektör ortalamasının gerisinde kalması, toparlanmanın kalıcılığı açısından disiplinli bir uygulama performansını öne çıkarmaktadır.

Yeni mağaza formatı SOK 2.0, dönüşümün en önemli unsuru. SOK 2.0 konsepti ile daha büyük ve daha verimli mağazalara geçiş stratejisi, küçük formatın sepet büyüklüğü ve trafik yakalama açısından taşıdığı yapısal sınırlamaları aşmayı hedeflemektedir. İlk veriler, yeni formatın mağaza performanslarını desteklediğine işaret etse de, mevcut mağaza ağının büyüklüğü nedeniyle dönüşümün etkilerinin zamana yayılarak kademeli bir etki göstermesini bekleriz. Dolayısıyla stratejik yön doğru olmakla birlikte, değer yaratımının hızı uygulama başarısına bağlı kalmaya devam etmektedir.

SOKM, benzerlerine kıyasla iskontolu bir değerlendirme ile işlem görmektedir. Maliyet disiplindeki iyileşme ve marjlardaki kademeli normalleşme, karlılık tarafında yukarı yönlü potansiyel sunmaktadır. Ancak bu potansiyelin, ancak operasyonel iyileşmenin süreklilik kazanması halinde ortaya çıkabileceğini değerlendiriyoruz.

2026'ya bakıldığında, marjların operasyonel giderlerin normalleşmesi ve verimlilik kazanımlarıyla kademeli olarak iyileşmesini; ciro büyümesinin ise sınırlı bir trafik toparlanması ve format dönüşümleriyle desteklenmesini bekliyoruz. Rekabetçi baskıların yüksek seyretmesi nedeniyle toparlanmanın kademeli bir patika halinde gerçekleşmesi daha olası görünmektedir.

Yükselme Potansiyeli 93%

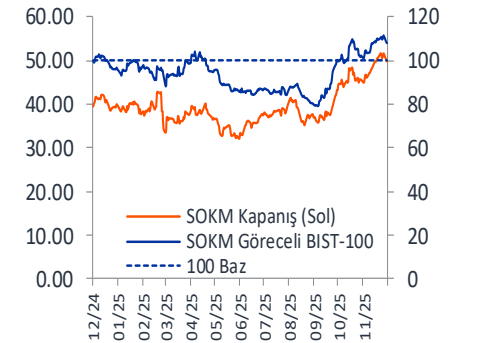
Fiyat Bilgileri	TL
Kapanış	50.10
12 Aylık Hedef Fiyat*	96.27
12 Aylık Önc.Hedef Fiyat	96.27
Piyasa Değeri (mn)	29,724
Halka Açık PD (mn)	13,593
Ort. İşlem Hacmi (3Ay)	317.5
Hisse sayısı (Adet mn)	593
Takas Saklama Oranı (%)	46
Yabancı Oranı (%)	37

*Güncelleme tarihi: 24/12/2025

Fiyat Perf. (%)	1 Ay	Yılıçi	12 Ay
TL	9.3	20.8	25.7
ABD \$	8.1	-0.3	3.3
BIST-100 Relatif	5.8	5.2	7.2

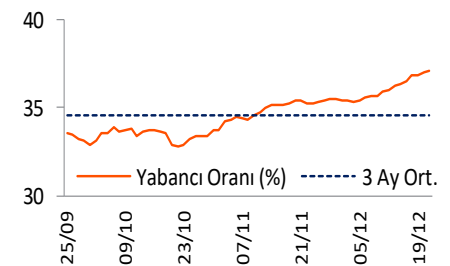
Çarpanlar (\$)	2024	2025	2026
F/K	a.d.	10.6	a.d.
PD/DD	0.8	0.8	0.8
FD/FAVÖK	a.d.	5.8	4.0

Fiyat / BIST-100'e Göreceli Fiyat



52 Hafta Fiyat Aralığı (₺) 31.94 51.55

Yabancı Oranı (%) Cari (%) : 36.98



Emin Yetkin Ertürk

eyerturk@isyatirim.com.tr

+90 212 350 25 04

Şok Marketler

Ortaklık Yapısı (%)	Faaliyet Konusu
Diğer	46.35
Turkish Retail Investments B.V	24.27
Gözde Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı Anonim Ş	23.66
European Bank For Reconsrtruction And Development	5.72

Gelir Tablosu (mn ₺)	2023G	2024G	2025T	2026T	2027T	2028T	Bilanço (mn ₺)	2023G	2024G	2025T	2026T	2027T	2028T
Net Satış Gelirleri	174,198	264,848	276,092	289,828	304,726	320,504	Dönen Varlıklar	38,293	42,920	57,379	60,340	62,666	64,635
Brüt Kar (Zarar)	34,281	48,411	53,936	59,218	64,590	69,219	Nakit ve Nakit Benzerleri	6,336	7,575	19,807	21,263	21,985	22,149
Operasyonel Giderler	-35,246	-58,652	-55,567	-57,198	-59,572	-61,433	Ticari Alacaklar	238	342	428	450	473	497
Esas Faaliyet Karı	-965	-10,241	-1,631	2,020	5,018	7,786	Stoklar	27,676	31,090	31,912	33,126	34,494	36,096
Fa'al. Diğer Gelirler (Giderler)	-696	-1,182	-2,133	-1,968	-2,051	-2,102	Diğer Dönen Varlıklar	4,043	3,913	5,231	5,501	5,713	5,893
Özkaynak Yönt. Değ. Yat. K (Z)	0	0	0	0	0	0	Duran Varlıklar	41,692	56,039	44,464	40,743	38,938	39,075
Net Yatırım Gelirleri (Giderleri)	437	2,272	2,304	1,892	1,633	1,404	Özkaynak Yönt. Değ. Yat.	0	0	0	0	0	0
Net Finansman Gelir (Gideri)	-3,777	-3,609	-7,341	-7,591	-7,911	-8,106	Maddi Duran Varlıklar	14,430	21,231	17,961	13,594	11,208	10,826
Vergi Öncesi Kar (Zarar)	7,726	-1,381	3,885	749	-237	1,876	Maddi Olmayan Duran Varlıklar	1,415	1,937	2,590	2,724	2,829	2,917
Vergi Giderleri (Gelirleri)	1,901	-1,461	971	187	-59	469	Diğer Uzun Vadeli Varlıklar	110	129	173	182	189	195
Azınlık Payları	0	0	0	0	0	0	Toplam Varlıklar	79,985	98,959	101,843	101,083	101,604	103,710
Net Kar	5,825	80	2,914	562	-178	1,407	Kısa Vadeli Yükümlülükler	36,609	49,204	50,548	50,664	50,750	50,828
Düzeltilmiş Net Kar	5,825	80	2,914	562	-178	1,407	Finansal Borçlar	0	0	0	0	0	0
Vergi Sonrası Faaliyet Karı	-2,866	-8,780	-2,603	1,833	5,077	7,317	Ticari Borçlar	29,413	39,931	40,987	41,007	41,007	41,007
FAVÖK	5,056	5	5,503	8,012	10,058	12,026	Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	3,877	5,531	5,682	5,695	5,704	5,713
Büyümler & Opr. Perf.	2023G	2024G	2025T	2026T	2027T	2028T	Uzun Vadeli Yükümlülükler	10,819	11,995	12,435	12,699	12,945	13,168
Büyümler							Finansal Borçlar	0	0	0	0	0	0
Net Satışlar	-	52.0%	4.2%	5.0%	5.1%	5.2%	Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	4,638	3,323	3,445	3,518	3,586	3,648
Faaliyet Karı	-	n.a	n.a	n.a	148%	55%	Özkaynaklar	32,557	37,760	38,859	37,720	37,908	39,714
FAVÖK	-	-100%	103770%	46%	26%	20%	Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	32,557	37,760	38,859	37,720	37,908	39,714
Net Kar	-	-99%	3532%	-81%	n.m	n.m	Rezerv ve Diğer Kalemler	25,956	36,903	35,352	36,680	37,684	37,975
Operasyonel Performans							Dönem Net Karı (Zararı)	5,825	80	2,914	562	-178	1,407
Brüt Marj	19.7%	18.3%	19.5%	20.4%	21.2%	21.6%	Azınlık Payları	0	0	0	0	1	1
Faaliyet Kar Marjı	-0.6%	-3.9%	-0.6%	0.7%	1.6%	2.4%	Toplam Kaynaklar	79,985	98,959	101,843	101,083	101,604	103,710
FAVÖK Marjı	2.9%	0.0%	2.0%	2.8%	3.3%	3.8%	Nakit Akım (mn ₺)	2023G	2024G	2025T	2026T	2027T	2028T
Efektif Vergi Oranı	-32.2%	-138.6%	-25.0%	-20.2%	-16.9%	-14.0%	İşletme Faal. Kay. Net Nakit	8,868	37,798	116,483	40,853	20,427	68,151
Net Kar Marjı	3.3%	0.0%	1.1%	0.2%	-0.1%	0.4%	Düzeltilme Öncesi Kar	2,328	80	2,914	562	-178	1,407
Özkaynak Karlılığı	-	0.2%	7.6%	1.5%	a.d	3.6%	Amortisman & İtfa Payları	4,433	10,246	13,352	11,213	9,431	7,936
Aktif Karlılığı	-	0.1%	2.9%	0.6%	a.d	1.4%	İşletme Sermayesindeki Değ.	-15,115	25,199	29,246	35,859	45,814	57,566
Yatırım Sermayesi Karlılığı	-	-41.5%	-12.0%	7.6%	19.3%	25.6%	Diğer Faaliyetlerden Nakit Akışı	17,222	2,272	70,972	-6,780	-34,640	1,242
Operasyonel Nakit Akışı / Satışlar	5.1%	14.3%	42.2%	14.1%	6.7%	21.3%	Yatırım Faal. Kay. Nakit	-800	-4,933	-5,726	-7,020	-8,969	-11,270
Serbest Nakit Akışı / Satışlar	4.6%	12.4%	40.1%	11.7%	3.8%	17.7%	Sabit Sermaye Yatırımları	-1,018	-6,854	-7,955	-9,754	-12,461	-15,658
							Diğer Yat. Faal. Nakit Akışı	218	1,921	2,229	2,733	3,492	4,388
							Serbest Nakit Akım	8,068	32,864	110,758	33,833	11,458	56,881
							Finansman Faal. Kay.Nakit	-6,535	-16,252	-96,732	-28,544	-7,341	-52,901
							Finansal Borçlardaki Değişim	0	0	0	0	0	0
							Temettü Ödemeleri	-167	-2,312	-83,963	-16,186	5,121	-40,543
							Diğer Fin. Faal. Nakit Akışı	-8067	-13,940	-12770	-12,358	-12,462	-12,359
							Net Nakit Değişimi	-166	16,612	14,025	5,289	4,117	3,979
Rasyo Analizi	2023G	2024G	2025T	2026T	2027T	2028T							
Düzeltilmiş F / K (x)	5.3	a.d	10.6	a.d	a.d	21.9							
FD / FAVÖK (x)	6.3	a.d	5.8	4.0	3.2	2.6							
FD / Satışlar (x)	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1							
PD / Defter Değeri (x)	0.9	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8							
Hisse Başı Kazanç (₺)	9.82	0.14	4.91	0.95	n.m	2.37							
Hisse Başı Temettü (₺)	2.79	3.07	n.m	2.46	0.59	3.36							
Temettü Verimi	4.5%	5.124%	0.000%	3.988%	0.8%	3.9%							
Net Borç (Nakit) (mn ₺)	3,163	4,840	-6,937	-8,119	-8,587	-8,520							
Net Borç / FAVÖK (x)	0.63	a.d	a.d	a.d	a.d	a.d							
Net Borç / Özsermaye (x)	0.10	0.13	a.d	a.d	a.d	a.d							

Kaynak: İş Yatırım

Not: Tüm rakamlar, UMS-29 kapsamında 2025 yıl sonu satın alma gücü cinsinden sunulmaktadır. Çarpanlar USD cinsinden gösterilmektedir.

Katalistler

- Aynı mağaza satış büyümesi ve trafik trendlerinde kalıcı iyileşme.
- Operasyonel giderlerde normalleşmenin ve marj toparlanmasının devam etmesi.
- Yeni mağaza formatının başarılı şekilde hayata geçirilmesi.

Riskler

- Operasyonel aksaklıkların karlılık toparlanmasını geciktirmesi.
- Rekabetçi baskıların fiyatlama esnekliğini sınırlaması.

İndirgenmiş Nakit Akışı Tablosu

İNA (TL mn)	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T
Satışlar	247,063	326,715	414,428	518,579	640,743	771,672
Düzeltilmiş FAVÖK*	5,281	9,163	13,697	18,940	25,624	33,272
Düzeltilmiş FAVÖK Marjı, %	2.1%	2.8%	3.3%	3.7%	4.0%	4.3%
Finansman Düzeltmeleri**	(3,338)	(4,415)	(5,600)	(7,007)	(8,658)	(10,427)
Vergi Gideri	(1,193)	(2,122)	(3,210)	(4,467)	(6,075)	(7,919)
İşletme Sermayesindeki Değişim	2,387	2,812	3,097	4,773	4,571	4,899
Yatırım Harcamaları	(6,177)	(8,168)	(10,361)	(12,964)	(16,019)	(19,292)
Serbest Nakit Akışı	300	1,686	3,223	6,283	8,102	10,961
İndirgeme Katsayısı	1.00	1.35	1.77	2.30	2.92	3.62
İndirgenmiş Nakit Akışı	300	1,249	1,822	2,733	2,775	3,027

*FAVÖK, UFRS 16 etkileri, ticari alacaklara uygulanan faiz etkisi ve kredi kartı komisyonlarına göre düzeltilir

** Finansman düzeltmeleri, kredi kartı komisyon giderlerinden oluşmaktadır.

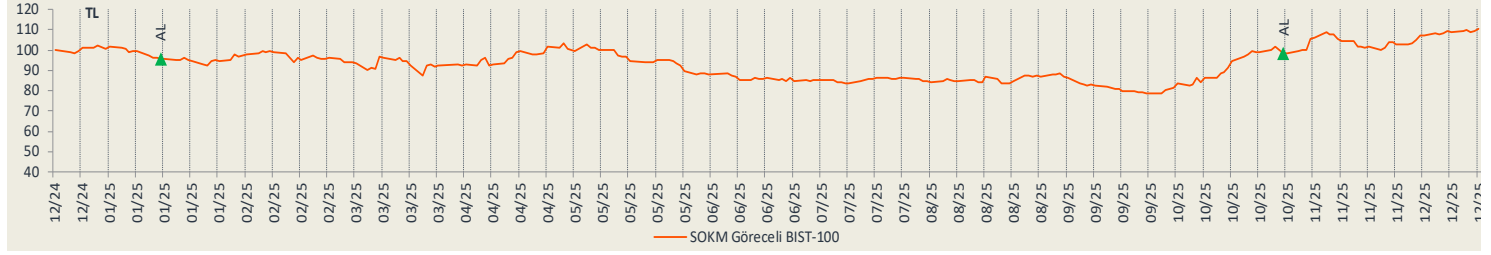
Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM)

AOSM	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T
Risksiz Faiz Oranı	31.0%	29.0%	25.0%	24.0%	21.0%	18.0%
Hisse Risk Primi	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%
Beta	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00
Özsermaye Maliyeti	37.0%	35.0%	31.0%	30.0%	27.0%	24.0%
Borç Maliyeti	33.0%	31.0%	27.0%	26.0%	23.0%	20.0%
Vergi Sonrası Borç Maliyeti	24.8%	24.8%	21.6%	20.8%	18.4%	16.0%
B/(B+Ö)	0%	0%	0%	0%	0%	0%
AOSM	37.0%	35.0%	31.0%	30.0%	27.0%	24.0%

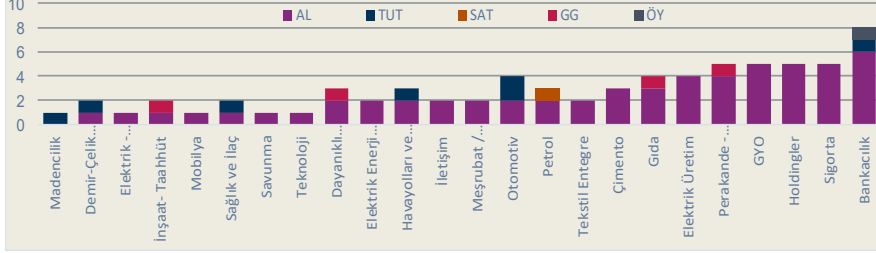
Kaynak: İş Yatırım

Şok Marketler

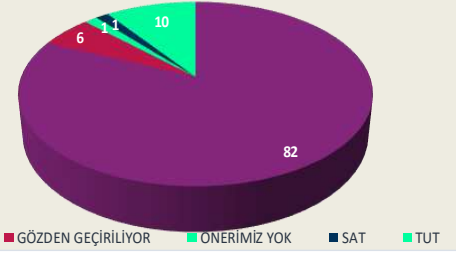
Göreceli Getiri / Öneriler



Şirket Sayısı



Takip Listesi Dağılımı



Burada yer alan bilgiler İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından bilgilendirme amacı ile hazırlanmıştır. 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. Herhangi bir yatırım aracının alım-satım önerisi ya da getiri vaadi olarak yorumlanmamalıdır. Bu görüşler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

Burada yer alan fiyatlar, veriler ve bilgilerin tam ve doğru olduğu garanti edilemez; içerik, haber verilmeksizin değiştirilebilir. Tüm veriler, İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından güvenilir olduğuna İNANılan kaynaklardan alınmıştır. Bu kaynakların kullanılması nedeni ile ortaya çıkabilecek hatalardan İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş. sorumlu değildir.

Bu içeriğe ilişkin tüm telif hakları İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'ye aittir. Bu içerik, açık iznimiz olmaksızın başkaları tarafından herhangi bir amaçla, kısmen veya tamamen çoğaltılamaz, dağıtılamaz, yayımlanamaz veya değiştirilemez.

Hisse Senedi / Büyük Şirket / Tekstil Entegre

Mavi Giyim Sanayi Tic.A.S

24/12/2025

AL

Güçlü temel görünüm, cazip değerlendirme

Mavi'nin mevcut değerlemesinin güçlü temel göstergelerini yansıtmadığına, hisse fiyatının şirket özelindeki bir bozulmadan ziyade sektör genelindeki endişelerden etkilendiğine inanıyoruz. Şirketin 3Ç finansal sonuçları, bu endişeleri desteklemekten uzak olup, aksine sağlam operasyonel performansa ve dayanıklı kârlılığa işaret etmektedir.

3Ç marj performansı özellikle güçlü gerçekleşmiştir. Güçlü marka değeri, olumlu ürün karması, esnek tedarik yapısı ve fiyatlama disiplini sayesinde brüt kâr marjında 3Ç25'te yıllık bazda 1,30 puanlık artış kaydedilmiştir. Buna ek olarak, faaliyet giderleri üzerindeki sıkı kontrol, kârlılığı ilave olarak desteklemiş ve nakit FAVÖK marjında yıllık bazda 3,10 puanlık genişlemeye yol açmıştır. Önümüzdeki dönemde, maliyet tarafındaki disiplinin sürmesiyle, marj gücünün 4Ç'de de devam etmesini bekliyoruz.

Gelecek büyümeyi desteklemek adına mağaza açılışları ve genişlemelerinin hız kazanması beklenmektedir. Şirket, Türkiye'de 10 net yeni mağaza ve 12 mağaza genişlemesi ile Kuzey Amerika'da 8 yeni mağaza hedefini içeren 2025 yılı beklentilerini korumuştur. Bununla birlikte, AVM projelerindeki gecikmeler ve yeni genel merkez yatırımı nedeniyle artan yatırım harcaması yükünü azaltma amacıyla, 9A25'te net mağaza artışının yalnızca iki mağaza ile sınırlı kalması, bu hedeflerin altında kalınabileceğine işaret etmektedir. İleriye dönük olarak, yönetim 2026 yılında mağaza açılış sayısını iki katına çıkarmayı ve mağaza genişlemelerine devam etmeyi hedefleyen çok daha agresif bir büyüme stratejisi planlamaktadır. Buna paralel olarak, Şirket veri altyapısı, işletme sermayesi iyileştirmeleri ve robotik yatırımlarına devam ederek kârlılığı ve uzun vadeli büyümeyi desteklemeyi amaçlamaktadır.

2026 yılı için, ertelenen mağaza açılışlarının katkısıyla yaklaşık %2 seviyesinde sınırlı bir reel büyümeye dönüş öngörüyoruz. Yönetim yönlendirmesine göre, bu mağaza açılışlarının tek başına ciro büyümesine 1–2 puan katkı sağlaması beklenmektedir. Mağaza genişlemelerinin ötesinde, talep koşullarındaki normalleşme ve sürdürülen fiyatlama disiplini ile %1 seviyesinde bire-bir satış büyümesi varsayıyoruz. Kârlılık tarafında ise, operasyonel kaldıraç, kontrollü faaliyet gideri artışı, genel olarak istikrarlı brüt kâr marjı varsayımları ve daha düşük kredi kartı komisyon giderleri sayesinde, IAS-29 ve IFRS-16 öncesi ve finansman düzeltmeleri dâhil nakit FAVÖK marjında 1,3 puanlık artış öngörüyoruz.

Yükselme Potansiyeli 69%

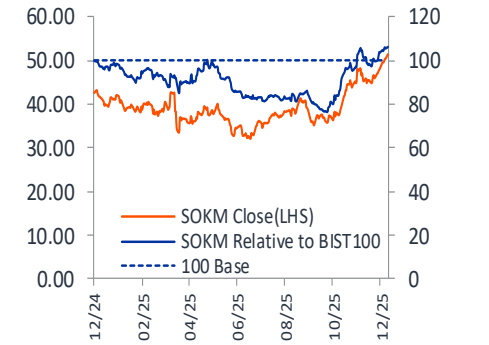
Fiyat Bilgileri	TL
Kapanış	41.58
12 Aylık Hedef Fiyat*	69.16
12 Aylık Önc.Hedef Fiyat	69.16
Piyasa Değeri (mn)	33,036
Halka Açık PD (mn)	23,971
Ort. İşlem Hacmi (3Ay)	469.7
Hisse sayısı (Adet mn)	795
Takas Saklama Oranı (%)	73
Yabancı Oranı (%)	34

*Güncelleme tarihi: 24/12/2025

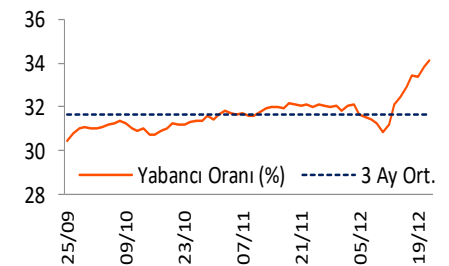
Fiyat Perf. (%)	1 Ay	Yıllık	12 Ay
TL	6.2	-2.7	3.1
ABD \$	5.1	-19.7	-15.3
BIST-100 Relatif	2.8	-15.3	-12.1

Çarpanlar (\$)	2024	2025	2026
F/K	9.3	12.4	8.5
PD/DD	2.4	2.3	2.2
FD/FAVÖK	3.3	3.5	3.1

Price / Relative Price



Yabancı Oranı (%) Cari (%) : 33.86



Ezgi Akalan

eakalan@isyatirim.com.tr

+90 212 350 25 86

Mavi Giyim Sanayi Tic.A.Ş

Ortaklık Yapısı (%)

Diğer	72.82
Seyhan Akarlılar	9.06
Fatma Elif Akarlılar	9.06
Hayriye Fethiye Akarlılar	9.06

Faaliyet Konusu

1991 yılında İstanbul'da kurulan Mavi, 34 yıllık denim uzmanlığına sahip, global bir lifestyle markasıdır. Şirket; perakende, toptan ve online kanallar aracılığıyla, Türkiye, ABD, Kanada, Almanya ve Rusya'nın da aralarında bulunduğu 34 ülkede yaklaşık 4.000 satış noktasında, 485'i Mavi mağazası ile hizmet vermektedir.

Income Statement (mn ₺)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
Net Sales	34,444	50,460	48,417	49,423	51,647
Gross Profit (Loss)	16,602	25,376	24,164	25,586	26,791
Operating Expenses	-12,353	-19,265	-18,811	-18,777	-19,564
Core Operating Profit	4,250	6,111	5,354	6,808	7,227
Non-operating Income (Exp.)	268	229	220	225	235
Net Financial Income (Exp.)	-1,061	-1,542	-2,002	-1,906	-1,456
PBT	3,497	4,808	3,572	5,127	6,005
Tax Expense (Income)	1,196	1,305	929	1,282	1,501
Net Profit	2,301	3,503	2,643	3,845	4,505
Recurring Net Profit	2,301	3,503	2,643	3,845	4,505
NOPAT	913	1,944	2,461	1,684	1,598
EBITDA	6,359	9,360	8,743	9,774	10,326

Growth & Operating Perf.	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
Growth					
Net Sales	-	46.5%	-4.0%	2.1%	4.5%
EBIT	-	44%	-12%	27%	6%
EBITDA	-	47%	-7%	12%	6%
Net Profit	-	52%	-25%	45%	17%

Operating Performance	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
Gross Margin	48.2%	50.3%	49.9%	51.8%	51.9%
EBIT Margin	12.3%	12.1%	11.1%	13.8%	14.0%
EBITDA Margin	18.5%	18.5%	18.1%	19.8%	20.0%
Effective Tax Rate	-44.8%	-35.6%	-26.0%	-20.2%	-16.9%
Net Profit Margin	6.7%	6.9%	5.5%	7.8%	8.7%
ROE	-	26.9%	19.1%	26.6%	29.1%
ROA	-	13.6%	9.9%	13.6%	15.4%
ROIC	-	24.4%	28.9%	20.0%	20.1%
OCF / Sales	16.4%	18.1%	16.0%	19.1%	19.6%
FCF / Sales	18.0%	17.4%	14.2%	17.7%	19.3%

Ratio Analysis	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
Adj. P / E (x)	14.2	9.3	12.4	8.5	7.2
EV / EBITDA (x)	4.8	3.3	3.5	3.1	3.0
EV / Sales (x)	0.9	0.6	0.6	0.6	0.6
P / B (x)	2.6	2.4	2.3	2.2	2.0
EPS (₺)	11.59	8.82	3.33	4.84	5.67
DPS (₺)	2.83	2.79	1.01	1.00	1.80
Dividend Yield	2.4%	2.9%	2.4%	2.0%	3.2%
Net Debt (Cash) (mn ₺)	-4,697	-5,178	-4,521	-5,795	-7,447
Net Debt / EBITDA (x)	n.m	n.m	n.m	n.m	n.m
Net Debt / Equity (x)	n.m	n.m	n.m	n.m	n.m

Source: İS Investment

Balance Sheet (mn ₺)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
Current Assets	18,888	18,547	20,755	21,404	22,635
Cash and Cash Equivalents	9,037	8,294	8,227	9,255	10,298
Short-Term Trade Receivables	2,443	2,691	3,434	3,505	3,663
Inventories	6,720	6,697	8,270	7,802	7,795
Other Current Assets	688	864	824	841	879
Long Term Assets	6,986	7,108	7,127	7,431	7,149
Tangible Fixed Assets	2,258	2,950	2,382	2,031	1,151
Intangible Fixed Assets	607	649	586	547	449
Total Assets	25,874	25,655	27,882	28,835	29,784
Short Term Liabilities	11,405	10,786	12,506	12,608	12,622
Short-Term Financial Loans	2,611	2,169	2,580	2,409	1,984
Short-Term Trade Payables	6,327	6,317	8,571	8,817	9,193
Other Short-Term Liabilities	2,467	2,300	1,354	1,383	1,444
Long Term Liabilities	2,055	1,219	1,387	1,318	1,145
Long-Term Financial Loans	1,730	947	1,126	1,051	866
Other Long-Term Liabilities	325	272	261	267	279
Equity	12,414	13,650	13,989	14,909	16,017
Parent Shareholders Capital	12,414	13,650	13,989	14,909	16,017
Reserves and Other Items	325	571	0	0	0
Current Year Income (Losses)	3,321	3,568	2,643	3,845	4,504
Total Liabilities & Equity	25,874	25,655	27,882	28,835	29,784

Cash Flow (mn ₺)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
Net Cash from Operations	5,638	9,143	7,765	9,419	10,120
Earnings Before Adjustments	2,301	3,503	2,643	3,845	4,504
Depreciation & Amortisation	2,109	3,249	3,389	2,965	3,099
Change in Working Capital	-566	-236	-788	36	-172
Other Operating Cash Flow	2,816	4,125	3,958	4,040	4,222
Cash from Inv. Operations	561	-374	-892	-671	-131
Capital Expenditures	-766	-2,319	-2,758	-2,575	-2,121
Other Inv. Cash Flow	1327	1,944	1866	1,904	1,990
Free Cash Flow	6,199	8,769	6,872	8,748	9,989
Cash from Fin. Operations	-4,072	-6,742	-3,706	-4,487	-5,540
Change in Financial Debt	-500	-1,225	1,327	472	-57
Dividends Paid	-563	-1,107	-802	-639	-969
Other Financing Cash Flow	-5767	-4,474	-5502	-5,960	-6,443
Net Change in Cash	-630	1,963	1,896	2,621	2,520

Not: Tüm rakamlar, UMS-29 kapsamında 2025 yıl sonu satın alma gücü cinsinden sunulmaktadır. Çarpanlar USD cinsinden gösterilmektedir.

Operasyonel performansın ötesinde, Mavi'nin güçlü işletme sermayesi yönetimi ve sağlıklı bilanço yapısı, şirketi sektör içerisinde ayrıştırmaya devam etmektedir. Yönetim, kazanç kalitesi ve marj sürdürülebilirliğine odaklanmayı sürdürmektedir. Tüm bu güçlü temellere rağmen, hisse yaklaşık 3,6x 2026T FD/FAVÖK çarpanıyla işlem görmektedir. Mevcut değerlendirme seviyelerinin, şirketin temel kazanç gücünü ve nakit yaratım kapasitesini yeterince yansıtmadığını düşünüyoruz.

Katalistler

- Sürdürülen maliyet disiplini ve güçlü nakit yaratımı.
- Yeni mağaza formatı ile başarılı mağaza açılışları ve mağaza başına m² artışı.
- 2026 yılına ilişkin beklentilerin öngörülerimizin üzerinde gerçekleşmesi.

Riskler

- Talep üzerinde baskı yaratabilecek makroekonomik olumsuzluklar.
- Devam eden yoğun rekabet baskısı.
- ABD pazarında hedeflenen performansın yakalanamaması.

İndirgenmiş Nakit Akışı Tablosu

İNA (TL mn)	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	2032T
Gelirler	41,920	54,718	69,599	89,024	110,937	134,022	160,133	189,996
Düzeltilmiş FAVÖK*	6,047	7,811	10,042	12,382	14,524	16,423	19,694	23,346
Düzeltilmiş FAVÖK marjı	14.4%	14.3%	14.4%	13.9%	13.1%	12.3%	12.3%	12.3%
Finansman Düzeltmeleri**	-612	-759	-931	-1,191	-1,477	-1,784	-2,132	-2,529
Vergiler	(1,162)	(1,696)	(2,184)	(2,678)	(3,110)	(3,477)	(4,172)	(4,945)
İşletme Sermayesindeki Değişim	496	460	827	1,079	1,178	1,220	1,443	1,651
Yatırım Harcamaları	(2,388)	(2,851)	(2,859)	(3,028)	(2,810)	(3,297)	(3,844)	(4,454)
Serbest Nakit Akışları	1,389	2,803	4,172	5,597	7,426	8,429	10,234	12,296
İskonto	0.93	0.69	0.54	0.42	0.33	0.27	0.22	0.19
İndirgenmiş Serbest Nakit Akışları	1,288	1,946	2,235	2,331	2,460	2,274	2,285	2,291

* FAVÖK, IFRS-16 ve vade farkı faiz etkisi için düzeltilmiştir.

** Finansman düzeltmeleri, kredi kartı komisyon giderlerinden oluşmaktadır.

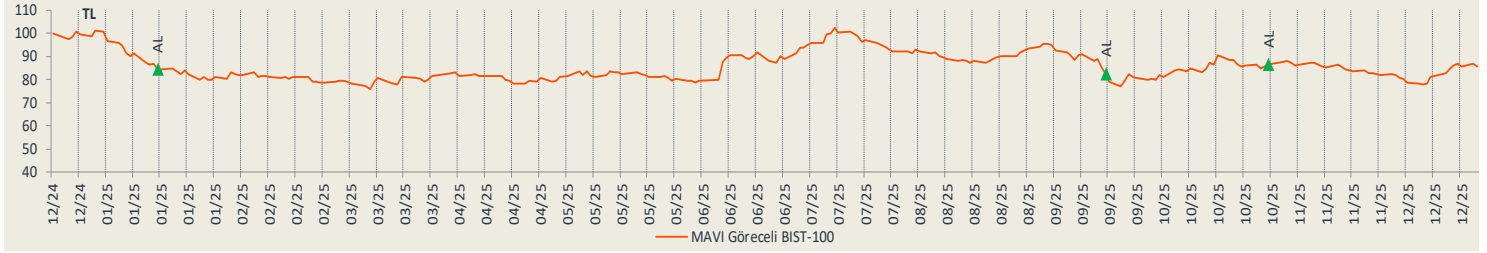
Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM)

AOSM	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	2032T
Risksiz Faiz Oranı	31%	29%	25%	24%	21%	18%	16%	15%
Hisse Risk Primi	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%
Beta	0.90	0.90	0.90	0.90	0.90	0.90	0.90	0.90
Özsermaye Maliyeti	36%	34%	30%	29%	26%	23%	21%	20%
Borç Maliyeti	36%	34%	30%	29%	26%	23%	21%	20%
Vergi Sonrası Borç Maliyeti	27%	26%	23%	22%	20%	17%	16%	15%
B/(B+Ö)	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%
AOSM	35%	34%	30%	29%	26%	23%	21%	20%

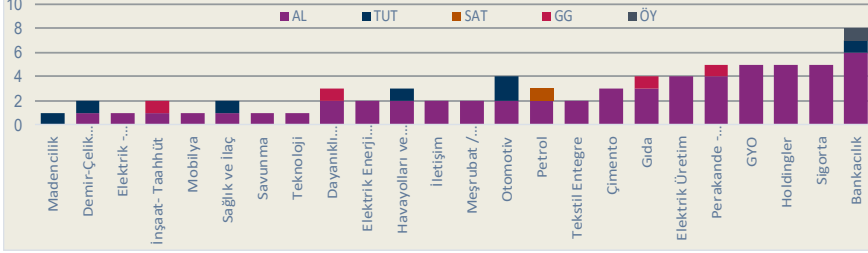
Kaynak: İş Yatırım

Mavi Giyim Sanayi Tic.A.Ş

Göreceli Getiri / Öneriler



Şirket Sayısı



Takip Listesi Dağılımı



Burada yer alan bilgiler İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından bilgilendirme amacı ile hazırlanmıştır. 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. Herhangi bir yatırım aracının alım-satım önerisi ya da getiri vaadi olarak yorumlanmamalıdır. Bu görüşler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

Burada yer alan fiyatlar, veriler ve bilgilerin tam ve doğru olduğu garanti edilemez; içerik, haber verilmeksizin değiştirilebilir. Tüm veriler, İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan alınmıştır. Bu kaynakların kullanılması nedeni ile ortaya çıkabilecek hatalardan İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş. sorumlu değildir.

Bu içeriğe ilişkin tüm telif hakları İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'ye aittir. Bu içerik, açık iznimiz olmaksızın başkaları tarafından herhangi bir amaçla, kısmen veya tamamen çoğaltılamaz, dağıtılamaz, yayımlanamaz veya değiştirilemez.

Hisse Senedi / Büyük Şirket / Tekstil Entegre

Koton

24/12/2025

AL

Uluslararası büyüme ile desteklenen uzun vadeli bir hikâye

Yükselme Potansiyeli 100%

Zorlu makro koşullara rağmen dayanıklı yurtiçi operasyonlar. 9A25'te Koton'un yurtiçi satışları, zayıf talep ve yoğun rekabete rağmen yatay seyrederken, yurtiçi brüt kâr marjı yıllık bazda 2 puan düşüşle %61'e gerilemiştir. Yurtiçi mağaza kanalında pazarın üzerinde bir performans sergilenmesine rağmen (yurtiçi satış alanı verimliliği USD bazında yıllık %24 artmıştır), kârlılık odaklı strateji nedeniyle e-ticaret kanalındaki büyüme sınırlı kalmıştır. Önümüzdeki dönemde, devam eden dezenflasyon süreci ve faizlerde kademeli düşüş ile birlikte, Şirket'in yurtiçi pazardaki güçlü konumunun daha kârlı bir büyümeye dönüşmesini bekliyoruz.

Uluslararası satışlarda toparlanma ivme kazanıyor. 9A25'te Koton'un uluslararası gelirleri (toplam gelirlerin %26'sı) USD bazında yıllık %9 artmış; bu artış uluslararası e-ticaret kanallarındaki güçlü momentum (TL bazında +%33) ve GCC bölgesinde Apparel Group ile kurulan yeni ortaklıkla hayata geçirilen dönüşümün olumlu etkisi ile desteklenmiştir. İyileşme 3Ç'de daha belirgin hale gelmiş, yüksek enflasyon ve güçlü TL'ye rağmen dört çeyrek üst üste daralmanın ardından TL bazında ilk reel büyüme (+%1) kaydedilmiştir. Öte yandan, özellikle CIS bölgesinde LfL büyüme zayıf kalmış; 9A25'te hacimler %16, reel TL bazında satışlar %18 (USD bazında -%10) gerilemiştir. Buna karşın, GCC bölgesinin katkısı giderek güçlenmekte, bire-bir satış büyümesi USD bazında +%14 seviyesine yükselmektedir. Koton, 2025'te bölgede net 9 yeni mağaza açmış olup 2026'da ilave mağaza açılışları planlamaktadır. Ayrıca, CIS bölgesinde verimlilik artırıcı girişimler devam etmektedir.

İşletme sermayesindeki iyileşme ile nakit akışı toparlanıyor; ancak zayıf FAVÖK marjları nedeniyle negatif bölgede kalıyor. Koton, daha iyi işletme sermayesi yönetimi (stok seviyelerinde yıllık %8 düşüş), temkinli faaliyet gideri yönetimi ve kontrollü yatırım harcamaları sayesinde 9A25'te TL1,63 mlr serbest nakit akımı üretmiştir. Ancak sabit kira yükümlülüklerine ilişkin kira ödemeleri ve kredi kartı komisyonları düşüldüğünde, serbest nakit akışı -TL626 mn seviyesinde gerçekleşmiştir. Sabit kira giderleri 9A25'te yaklaşık 2 puan artarak toplam satışların %7,7'sine yükselmiş; bu durum IFRS-16'ya göre düzeltilmiş marjlar üzerinde belirgin baskı yaratmış ve özellikle yurtiçi gelirlerin yatay seyrettiği bir ortamda operasyonel kaldıraç sınırlamıştır.

Kur-enflasyon makasının daralmasını, buna karşın TL'nin reel değerlenmesinin orta vadede devam etmesini bekliyoruz. TL'nin reel değerlenmesi, kur farkı kazançlarının FAVÖK'e katkısını azaltmakta ve uluslararası operasyonların kârlılık ağırlığı dikkate alındığında, anlamlı reel büyüme sağlanmasını zorlaştırmaktadır.

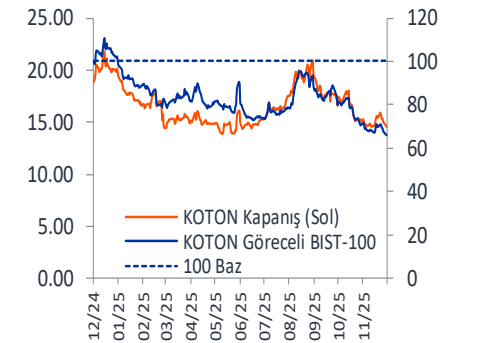
Fiyat Bilgileri	TL
Kapanış	14.73
12 Aylık Hedef Fiyat*	29.21
12 Aylık Önc.Hedef Fiyat	29.21
Piyasa Değeri (mn)	12,221
Halka Açık PD (mn)	1,609
Ort. İşlem Hacmi (3Ay)	72.4
Hisse sayısı (Adet mn)	830
Takas Saklama Oranı (%)	13
Yabancı Oranı (%)	4

*Güncelleme tarihi: 24/12/2025

Fiyat Perf. (%)	1 Ay	Yıllık	12 Ay
TL	-3.2	-26.3	-23.9
ABD \$	-4.3	-39.2	-37.5
BIST-100 Relatif	-6.4	-35.8	-35.1

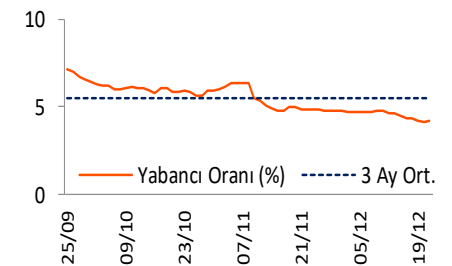
Çarpanlar (\$)	2024	2025	2026
F/K	a.d.	a.d.	21.5
PD/DD	1.5	1.5	1.5
FD/FAVÖK	3.4	3.3	2.6

Fiyat / BIST-100'e Göreceli Fiyat



52 Hafta Fiyat Aralığı (₺) 13.93 21.76

Yabancı Oranı (%) Cari (%) : 4.14



Ezgi Akalan

eakalan@isyatirim.com.tr

+90 212 350 25 86

Koton

Ortaklık Yapısı (%)

Nemo Apparel B.V.	39.6
Yılmaz Yılmaz	23.61
Şükrîye Gülden Yılmaz	23.61
Diğer	13.18

Faaliyet Konusu

Koton, Türkiye'nin önde gelen hazır giyim ve moda perakende markalarından biri olup 1988 yılında İstanbul'da kurulmuştur. Günümüzde Koton, 30'dan fazla ülkede 450'nin üzerinde mağaza ile faaliyet göstermekte ve çevrim içi kanallar aracılığıyla 70'ten fazla ülkeye trend odaklı ürünler sunmaktadır.

Gelir Tablosu (mn ₺)	2023G	2024G	2025T	2026T	2027T
Net Satış Gelirleri	32,520	32,863	32,623	34,174	36,548
Brüt Kar (Zarar)	16,923	17,692	17,309	18,644	20,103
Operasyonel Giderler	-13,739	-15,147	-14,965	-14,835	-15,554
Esas Faaliyet Karı	3,184	2,545	2,344	3,808	4,549
Faal. Diğer Gelirler (Giderler)	-183	-2,390	-627	-1,053	-1,103
Net Finansman Gelir (Gideri)	-1,529	-2,111	-2,813	-2,713	-2,373
Vergi Öncesi Kar (Zarar)	4,915	-721	-13	744	1,358
Vergi Giderleri (Gelirleri)	-1,357	-721	-7	-171	-312
Net Kar	9,151	-1,443	-25	567	1,040
Düzeltilmiş Net Kar	9,151	-1,443	-25	567	1,040
Vergi Sonrası Faaliyet Karı	2,504	2,746	3,829	3,744	3,765
FAVÖK	7,045	6,012	6,180	7,724	8,627

Büyümler & Opr. Perf.	2023G	2024G	2025T	2026T	2027T
Büyümler					
Net Satışlar	-	1.1%	-0.7%	4.8%	6.9%
Faaliyet Karı	-	-20%	-8%	62%	19%
FAVÖK	-	-15%	3%	25%	12%
Net Kar	-	n.m	n.m	n.m	83%

Operasyonel Performans					
Brüt Marj	52.0%	53.8%	53.1%	54.6%	55.0%
Faaliyet Kar Marjı	9.8%	7.7%	7.2%	11.1%	12.4%
FAVÖK Marjı	21.7%	18.3%	18.9%	22.6%	23.6%
Efektif Vergi Oranı	-36.2%	131.0%	54.4%	-18.5%	-15.6%
Net Kar Marjı	28.1%	-4.4%	-0.1%	1.7%	2.8%
Özkaynak Karlılığı	-	a.d	a.d	7.1%	12.6%
Aktif Karlılığı	-	a.d	a.d	2.2%	3.9%
Yatırım Sermayesi Karlılığı	-	19.0%	24.9%	24.7%	25.0%
Operasyonel Nakit Akışı / Satışlar	10.3%	0.8%	-4.9%	1.5%	0.5%
Serbest Nakit Akışı / Satışlar	7.5%	-2.4%	-7.9%	-1.5%	-2.3%

Rasyo Analizi	2023G	2024G	2025T	2026T	2027T
Düzeltilmiş F / K (x)	1.3	a.d	a.d	21.5	11.7
FD / FAVÖK (x)	2.9	3.3	3.3	2.6	2.3
FD / Satışlar (x)	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
PD / Defter Değeri (x)	1.6	1.5	1.5	1.5	1.5
Hisse Başı Kazanç (₺)	11.50	n.m	n.m	0.68	1.25
Hisse Başı Temettü (₺)	n.m	n.m	n.m	n.m	n.m
Temettü Verimi	-	0.0%	0.0%		
Net Borç (Nakit) (mn ₺)	2,167	3,530	4,318	3,219	3,478
Net Borç / FAVÖK (x)	0.31	0.59	0.70	0.42	0.40
Net Borç / Özsermaye (x)	0.28	0.44	0.55	0.40	0.42

Kaynak: İş Yatırım

Bilanço (mn ₺)	2023G	2024G	2025T	2026T	2027T
Dönen Varlıklar	13,883	16,040	16,283	16,874	17,389
Nakit ve Nakit Benzerleri	679	766	742	1,160	783
Ticari Alacaklar	2,168	2,332	2,234	2,247	2,403
Stoklar	9,673	10,451	10,339	10,358	10,877
Diğer Dönen Varlıklar	1,363	2,491	2,968	3,109	3,325
Duran Varlıklar	9,357	9,303	9,958	9,481	9,973
Maddi Duran Varlıklar	2,692	2,490	2,999	3,199	3,477
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	726	833	834	756	560
Toplam Varlıklar	23,241	25,343	26,241	26,355	27,362
Kısa Vadeli Yükümlülükler	11,791	13,940	15,176	14,923	15,480
Finansal Borçlar	2,642	4,265	5,036	4,360	4,245
Ticari Borçlar	6,307	6,813	6,961	7,230	7,701
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	2,532	2,388	2,077	1,939	1,893
Uzun Vadeli Yükümlülükler	3,817	3,313	3,172	3,321	3,514
Finansal Borçlar	204	32	24	20	17
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	3,248	3,104	2,623	2,380	2,264
Özkaynaklar	7,632	8,090	7,894	8,112	8,368
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	7,632	8,087	7,887	8,101	8,353
Rezerv ve Diğer Kalemler	3,907	3,417	3,518	3,589	3,665
Dönem Net Karı (Zararı)	3,413	-520	-25	567	1,040
Toplam Kaynaklar	23,241	25,343	26,241	26,355	27,362

Nakit Akım (mn ₺)	2023G	2024G	2025T	2026T	2027T
İşletme Faal. Kay. Net Nakit	3,362	261	-1,590	498	197
Düzeltilme Öncesi Kar	3,413	-517	-20	573	1,046
Amortisman & İtfa Payları	3,861	3,467	3,836	3,915	4,078
İşletme Sermayesindeki Değ.	-1,738	-2,982	-1,201	-1,013	-1,222
Diğer Faaliyetlerden Nakit Akışı	4,180	3,905	-4,205	-2,977	-3,705
Yatırım Faal. Kay. Nakit	-938	-1,061	-977	-1,000	-1,035
Sabit Sermaye Yatırımları	-937	-1,060	-976	-999	-1,034
Diğer Yat. Faal. Nakit Akışı	-1	-2	-1	-1	-1
Serbest Nakit Akım	2,424	-801	-2,568	-502	-839
Finansman Faal. Kay.Nakit	-2,561	1,093	1,626	213	596
Finansal Borçlardaki Değişim	-153	2,111	1,780	298	582
Temettü Ödemeleri	0	0	0	6	-143
Diğer Fin. Faal. Nakit Akışı	-2408	-2,573	-154	-92	157
Net Nakit Değişimi	-136	293	-941	-290	-243

Not: Tüm rakamlar, UMS-29 kapsamında 2025 yıl sonu satın alma gücü cinsinden sunulmaktadır. Çarpanlar USD cinsinden gösterilmektedir.

Koton

Bu dinamik, konsolide seviyede marj genişlemesini de sınırlamaktadır. İleriye dönük olarak, TL'nin reel değerlenme hızının yavaşlamasıyla birlikte, uluslararası marjlarda kademeli ancak sınırlı bir toparlanma öngörüyoruz.

Koton, özellikle uluslararası ayak izinin genişlemesi ve serbest nakit akımında gördüğümüz iyileşme alanı sayesinde uzun vadeli potansiyel sunmakla birlikte, hisseye yönelik daha agresif bir olumlu duruşa geçmeden önce marj istikrarına ve sürdürülebilir nakit yaratımına dair daha net sinyaller görmeyi tercih ediyoruz. Yönetim, uluslararası operasyonları ana büyüme alanı olarak öne çıkarsa da, güçlü TL, kur gelirlerinin katkısındaki azalma ve yapısal olarak yüksek sabit maliyetlerin birleşik etkisi nedeniyle kısa vadede kârlılık üzerindeki riskler devam edebilir. Hisse, IFRS-16, diğer gelir/giderler ve kredi kartı komisyonları için düzeltilmiş 2026T FD/Düzeltilmiş FAVÖK çarpanıyla 3,8x seviyesinden işlem görmektedir.

Katalistler

- Sürdürülen maliyet disiplini.
- Uluslararası pazarlarda Lfl büyüme ve brüt kâr marjlarında iyileşme.
- Daha iyi işletme sermayesi yönetimi.

Riskler

- Talep üzerinde baskı yaratabilecek makroekonomik olumsuzluklar.
- Devam eden rekabet baskısı.
- Yeni girilen uluslararası pazarlarda hedeflenen performansın yakalanamaması.

İndirgenmiş Nakit Akışı Tablosu—IAS29 Etkileri Dahil

İNA (TL mn)	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	2032T
Gelirler	32,623	42,376	53,930	68,068	82,684	99,204	116,243	135,749
reel büyüme	-0.7%	4.8%	6.9%	4.3%	4.7%	4.3%	2.8%	3.3%
Düzeltilmiş FAVÖK*	3,117	5,103	7,121	9,417	10,502	12,968	15,180	17,823
Düzeltilmiş FAVÖK marjı	9.6%	12.0%	13.2%	13.8%	12.7%	13.1%	13.1%	13.1%
Finansman Düzeltmeleri**	-621	-721	-890	-1,095	-1,303	-1,517	-1,733	-1,993
Vergiler	382	(501)	(825)	(1,194)	(1,298)	(1,721)	(2,287)	(2,702)
İşletme Sermayesindeki Değişim	1,201	1,256	1,804	2,408	2,555	2,944	3,043	3,465
Yatırım Harcamaları	(976)	(1,239)	(1,526)	(1,885)	(1,939)	(1,954)	(2,281)	(2,650)
Serbest Nakit Akışları	702	1,387	2,076	2,836	3,407	4,833	5,837	7,013
İskonto	0.92	0.69	0.53	0.42	0.33	0.27	0.22	0.19
İndirgenmiş Serbest Nakit Akışları	646	958	1,110	1,181	1,131	1,309	1,312	1,310

* FAVÖK, IFRS-16 ve vade farkı faiz etkisi ve diğer gelir/giderler için düzeltilmiştir.

** Finansman düzeltmeleri, kredi kartı komisyon giderlerinden oluşmaktadır.

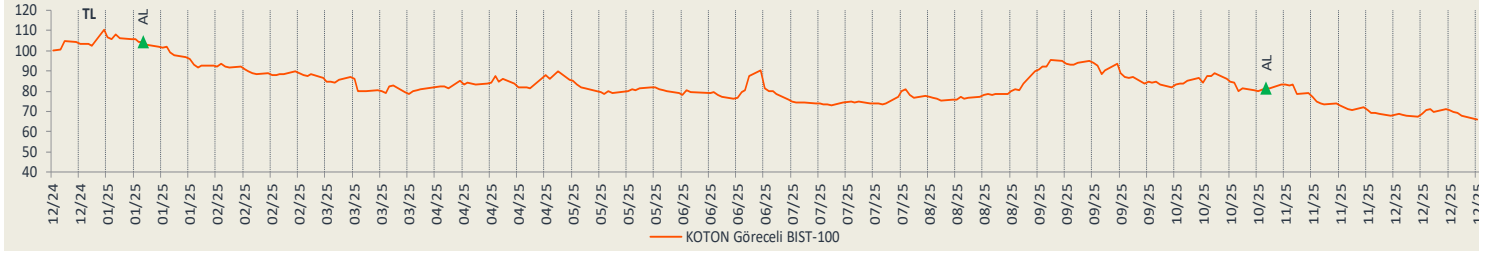
Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM)

AOSM	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	2032T
Risksiz Faiz Oranı	31%	29%	25%	24%	21%	18%	16%	15%
Hisse Risk Primi	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%
Beta	0.90	0.90	0.90	0.90	0.90	0.90	0.90	0.90
Özsermaye Maliyeti	36%	34%	30%	29%	26%	23%	21%	20%
Borç Maliyeti	36%	34%	30%	29%	26%	23%	21%	20%
Vergi Sonrası Borç Maliyeti	56%	26%	23%	22%	20%	18%	16%	20%
B/(B+Ö)	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%
AOSM	39%	33%	29%	28%	25%	23%	21%	20%

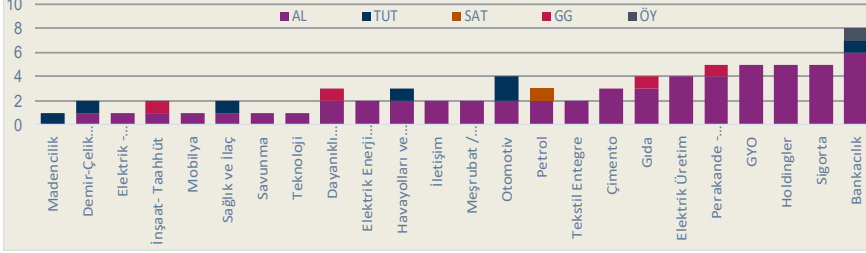
Kaynak: İş Yatırım

Koton

Göreceli Getiri / Öneriler



Şirket Sayısı



Takip Listesi Dağılımı



Burada yer alan bilgiler İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından bilgilendirme amacı ile hazırlanmıştır. 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. Herhangi bir yatırım aracının alım-satım önerisi ya da getiri vaadi olarak yorumlanmamalıdır. Bu görüşler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

Burada yer alan fiyatlar, veriler ve bilgilerin tam ve doğru olduğu garanti edilemez; içerik, haber verilmeksizin değiştirilebilir. Tüm veriler, İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan alınmıştır. Bu kaynakların kullanılması nedeni ile ortaya çıkabilecek hatalardan İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş. sorumlu değildir.

Bu içeriğe ilişkin tüm telif hakları İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'ye aittir. Bu içerik, açık iznimiz olmaksızın başkaları tarafından herhangi bir amaçla, kısmen veya tamamen çoğaltılamaz, dağıtılamaz, yayımlanamaz veya değiştirilemez.

Hisse Senedi / Büyük Şirket / Perakende - Ticaret

Teknosa İç ve Dış Tic.

24/12/2025

AL

Faiz indirim döngüsünün ana faydalanıcısı

Görece daha düşük marjlı iş modeli ve yüksek finansman maliyetleri nedeniyle Teknosa, 2025 yılında nakit yaratımı açısından perakende kapsamımızdaki en zorlanan şirket olmuştur. Şirket, kredi kartı komisyon giderleri ve kira ödemeleri dâhil olmak üzere, 9A25'te TL4,2 mlr düzeltilmiş negatif serbest nakit akımı kaydetmiştir. Faiz indirimlerindeki gecikme, talebi olumsuz etkilerken finansman maliyetlerini yüksek seviyelerde tutmuş ve bu durum hissenin yeniden değerlendirilmesini (re-rating) ötelemiştir. İleriye dönük olarak, 2026 yılında devam etmesini beklediğimiz gevşeme döngüsünün, verimlilik artırıcı önlemlerle birlikte, kârlılıkta daha belirgin bir iyileşmeyi desteklemesini bekliyoruz.

Türkiye tüketici elektroniği pazarı, kalıcı yüksek faiz ortamı ve tüketici satın alma gücündeki süregelen aşınmayı yansıtarak 9A25'te yıllık bazda %3 daralmıştır. Aynı dönemde Teknosa, kârlılık odaklı stratejisi, mağaza kapanışları ve artan rekabet nedeniyle pazardan daha zayıf bir performans sergilemiş; reel bazda %9 ciro daralması kaydetmiştir. 2026'ya baktığımızda, i) gevşeme döngüsü, ii) pandemi döneminde satın alınan bilgisayarların yenileme döngüsü ve iii) yapay zekâ adaptasyonu, SDA talebi ve Türkiye genelinde 5G teknolojisinin yaygınlaşması ile desteklenen daha elverişli bir talep ortamı öngörüyoruz. Bu çerçevede, 2026 yılında düşük tek haneli pazar büyümesi bekliyor; bu toparlanmanın özellikle yılın ikinci yarısında daha görünür hale geleceğini düşünüyoruz.

Kârlılık ve verimliliği artırmaya yönelik daha agresif adımlar atılmaktadır. Şirket, mağaza sayısını azaltırken ortalama mağaza m²'sini artırarak mağaza ağını rasyonelleştirmeye devam etmekte; bu sayede metrekaşe başına satış verimliliğini ve maliyet disiplini güçlendirmektedir. Buna paralel olarak, stok devir hızının artırılması ve tedarikçi vadelerinin uzatılmasına odaklanan işletme sermayesi optimizasyonu çalışmaları sürmektedir. Ayrıca, satış ekibinin etkinliğini artırmaya yönelik mağaza içi uygulamalar ile stok yönetimini iyileştirmeyi hedefleyen yapay zekâ destekli projelerin, 2026 yılında operasyonel performansa daha anlamlı katkı sağlaması beklenmektedir.

Finansman maliyetlerinde kademeli rahatlama. Kredi kartı komisyonları (KKK) 9A25'te satışların %4,6'sı seviyesinde yüksek seyrini korumuştur (2024: %4,7; 2023: %3,2). Komisyon oranlarının %35 ile sınırlandırılmış olması — politika faizinin (%38) altında — nedeniyle, anlamlı bir rahatlamanın kademeli olarak ortaya çıkmasını bekliyoruz.

Yükselme Potansiyeli 63%

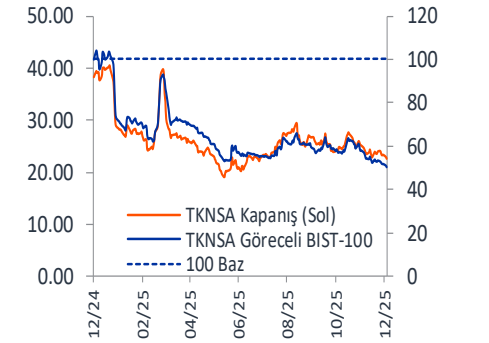
Fiyat Bilgileri	TL
Kapanış	22.86
12 Aylık Hedef Fiyat*	36.78
12 Aylık Önc.Hedef Fiyat	36.78
Piyasa Değeri (mn)	4,595
Halka Açık PD (mn)	2,296
Ort. İşlem Hacmi (3Ay)	128.7
Hisse sayısı (Adet mn)	201
Takas Saklama Oranı (%)	50
Yabancı Oranı (%)	5

*Güncelleme tarihi: 24/12/2025

Fiyat Perf. (%)	1 Ay	Yıllık	12 Ay
TL	-10.2	-43.8	-42.9
ABD \$	-11.2	-53.6	-53.1
BIST-100 Relatif	-13.1	-51.0	-51.3

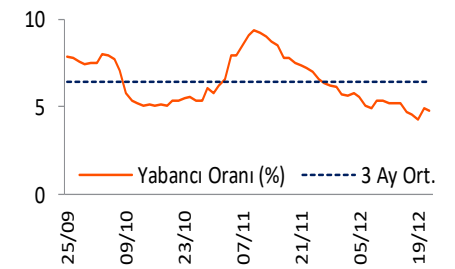
Çarpanlar (\$)	2024	2025	2026
F/K	17.3	-5.1	21.8
PD/DD	10.0	-7.6	-76.6
FD/FAVÖK	0.8	1.0	0.9

Fiyat / BIST-100'e Göreceli Fiyat



52 Hafta Fiyat Aralığı (₺) 18.93 40.50

Yabancı Oranı (%) Cari (%) : 4.89



Ezgi Akalan

eakalan@isyatirim.com.tr

+90 212 350 25 86

Teknosa İç ve Dış Tic.

Ortaklık Yapısı (%)

Hacı Ömer Sabancı Holding Anı	50
Diğer	50

Faaliyet Konusu

Teknoloji market

Gelir Tablosu (mn ₺)	2023G	2024G	2025T	2026T	2027T
Net Satış Gelirleri	50,692	80,219	73,986	77,958	83,762
Brüt Kar (Zarar)	8,719	15,386	12,948	13,643	14,239
Operasyonel Giderler	4,764	8,102	7,325	7,500	8,159
Esas Faaliyet Karı	3,955	7,284	5,623	6,142	6,081
Faai. Diğer Gelirler (Giderler)	-1,277	-3,373	-3,367	-2,737	-2,364
Net Finansman Gelir (Gideri)	-1,732	-4,194	-4,070	-3,802	-3,459
Vergi Öncesi Kar (Zarar)	1,158	337	-1,105	261	936
Vergi Giderleri (Gelirleri)	197	74	-221	52	187
Net Kar	961	263	-884	209	748
Düzeltilmiş Net Kar	961	263	-884	209	748
Vergi Sonrası Faaliyet Karı	3,164	5,827	4,498	4,914	4,865
FAVÖK	4,513	8,247	6,511	7,078	7,086

Büyümler & Opr. Perf.	2023G	2024G	2025T	2026T	2027T
Büyümler					
Net Satışlar	-	58.2%	-7.8%	5.4%	7.4%
Faaliyet Karı	-	84%	-23%	9%	-1%
FAVÖK	-	83%	-21%	9%	0%
Net Kar	-	-73%	n.m	n.m	259%

Operasyonel Performans	2023G	2024G	2025T	2026T	2027T
Brüt Marj	17.2%	19.2%	17.5%	17.5%	17.0%
Faaliyet Kar Marjı	7.8%	9.1%	7.6%	7.9%	7.3%
FAVÖK Marjı	8.9%	10.3%	8.8%	9.1%	8.5%
Efektif Vergi Oranı	22.3%	28.8%	20.0%	16.1%	13.6%
Net Kar Marjı	1.9%	0.3%	-1.2%	0.3%	0.9%
Özkaynak Karlılığı	-	81.2%	a.d	a.d	a.d
Aktif Karlılığı	-	1.3%	a.d	1.0%	3.4%
Yatırım Sermayesi Karlılığı	-	-178.8%	-108.3%	-111.6%	-99.1%
Operasyonel Nakit Akışı / Satışlar	4.0%	2.8%	2.1%	3.1%	4.0%
Serbest Nakit Akışı / Satışlar	2.9%	1.7%	1.4%	2.1%	3.0%

Rasyo Analizi	2023G	2024G	2025T	2026T	2027T
Düzeltilmiş F / K (x)	4.7	17.3	a.d	21.8	6.1
FD / FAVÖK (x)	1.4	0.8	1.0	0.9	0.9
FD / Satışlar (x)	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
PD / Defter Değeri (x)	23.6	10.0	a.d	a.d	7.0
Hisse Başı Kazanç (₺)	4.78	1.31	n.m	1.04	3.72
Hisse Başı Temettü (₺)	n.m	n.m	n.m	n.m	n.m
Temettü Verimi	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Net Borç (Nakit) (mn ₺)	1,539	475	330	-1,247	-2,487
Net Borç / FAVÖK (x)	0.34	0.06	0.05	a.d	a.d
Net Borç / Özsermaye (x)	7.99	1.04	a.d	21.02	a.d

Kaynak: İş Yatırım

Bilanço (mn ₺)	2023G	2024G	2025T	2026T	2027T
Dönen Varlıklar	12,811	19,608	15,814	18,092	20,139
Nakit ve Nakit Benzerleri	758	3,797	3,001	4,768	5,941
Ticari Alacaklar	1,220	1,582	1,216	1,281	1,377
Stoklar	10,222	13,260	10,703	11,101	11,809
Diğer Dönen Varlıklar	612	969	894	942	1,012
Duran Varlıklar	3,915	4,763	3,602	3,263	3,076
Maddi Duran Varlıklar	2,838	2,923	2,046	1,650	1,387
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	554	1,013	793	809	826
Toplam Varlıklar	16,726	24,371	19,416	21,355	23,215
Kısa Vadeli Yükümlülükler	15,598	22,864	18,915	20,354	21,552
Finansal Borçlar	1,246	2,832	2,017	2,312	2,255
Ticari Borçlar	12,987	17,923	15,051	16,211	17,714
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	1,365	2,109	1,848	1,832	1,584
Uzun Vadeli Yükümlülükler	935	1,051	1,099	1,060	1,016
Finansal Borçlar	935	1,051	1,099	1,060	1,016
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	0	0	0	0	0
Özkaynaklar	193	455	-598	-59	646
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	193	455	-598	-59	646
Rezerv ve Diğer Kalemler	-1,032	-71	85	-430	-239
Dönem Net Karı (Zararı)	961	263	-884	209	748
Toplam Kaynaklar	16,726	24,371	19,416	21,355	23,215

Nakit Akım (mn ₺)	2023G	2024G	2025T	2026T	2027T
İşletme Faal. Kay. Net Nakit	2,013	2,251	1,563	2,380	3,311
Düzeltilme Öncesi Kar	961	263	-884	209	748
Amortisman & İltfa Payları	558	963	888	935	1,005
İşletme Sermayesindeki Değ.	-1,073	-1,922	-864	-1,423	-1,135
Diğer Faaliyetlerden Nakit Akışı	-177	-197	-127	-94	-70
Yatırım Faal. Kay. Nakit	-537	-898	-545	-773	-838
Sabit Sermaye Yatırımları	-638	-1,048	-703	-935	-1,005
Diğer Yat. Faal. Nakit Akışı	101	150	158	163	167
Serbest Nakit Akım	1,476	1,352	1,018	1,608	2,472
Finansman Faal. Kay.Nakit	-986	-2,399	-2,228	-3,398	-2,392
Finansal Borçlardaki Değişim	538	1,485	1,508	57	701
Temettü Ödemeleri	0	0	0	0	0
Diğer Fin. Faal. Nakit Akışı	-1525	-3,884	-3736	-3,455	-3,093
Net Nakit Değişimi	-1,344	3,039	103	2,348	1,934

Not: Tüm rakamlar, UMS-29 kapsamında 2025 yıl sonu satın alma gücü cinsinden sunulmaktadır. Çarpanlar USD cinsinden gösterilmektedir.

Teknosa İç ve Dış Tic.

2026 yılı için, KKK/satış oranının %3,7'ye gerilemesini öngörerek, bu gelişmenin net kârlılık üzerinde sınırlı da olsa destekleyici olacağını düşünüyoruz. Bu baskıyı azaltmak amacıyla Şirket, tüketici kredilerinin ve alternatif ödeme çözümlerinin kullanımını artırmayı hedeflerken, bankalarla yeniden müzakere süreçlerini sürdürmektedir.

Genel olarak, 2026 yılında Teknosa'nın %2 reel ciro büyümesi ve FAVÖK marjında 1,2 puanlık iyileşme kaydetmesini bekliyoruz. Bu görünüm; devam eden stratejik girişimler, enflasyon muhasebesinin etkisinin azalması ve 2025 yılında kaydedilen mağaza kapanışlarına ilişkin tek seferlik etkilerin ortadan kalkması ile desteklenmektedir. IAS-29 hariç bazda, düzeltilmiş FAVÖK marjının 2026'da yıllık bazda 0,6 puan genişlemesini öngörüyoruz. Kredi kartı komisyon giderleri için düzeltme yapıldığında, hisse için 2026T 4,5x FD/Düzeltilmiş FAVÖK (IAS-29 öncesi) çarpanlarını hesaplıyoruz.

Katalistler

- Faiz indirimlerinin beklentiler doğrultusunda ilerlemesi ve kredi kartı taksit sayısındaki artış.
- Sürdürülen maliyet disiplini.
- Nakit dönüşüm döngüsünde iyileşme.

Riskler

- Makroekonomik zorluklar ve faiz indirim döngüsünde kesinti yaşanması.
- Fiyatlama esnekliğini sınırlayan rekabet baskısı.
- Stratejik aksiyonların hayata geçirilememesi.

İndirgenmiş Nakit Akışı Tablosu

İNA (TL mn)	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E
Gelirler	73,986	96,667	123,599	153,632	189,647	228,632	270,947	318,288
Düzeltilmiş FAVÖK*	2,489	3,903	6,066	6,703	8,133	9,818	11,572	13,662
Düzeltilmiş FAVÖK marjı	3.4%	4.0%	4.9%	4.4%	4.3%	4.3%	4.3%	4.3%
Finansman Düzeltmeleri**	-3,255	-3,577	-3,955	-3,841	-4,741	-5,487	-6,503	-7,639
Vergiler	(1,523)	(1,908)	(2,486)	(2,821)	(3,373)	(3,853)	(4,421)	(5,099)
İşletme Sermayesindeki Değişim	-864	-1,817	-1,622	-1,460	-1,432	-1,533	-1,679	-1,928
Yatırım Harcamaları	(703)	(1,160)	(1,483)	(1,844)	(2,276)	(2,744)	(3,251)	(3,819)
Serbest Nakit Akışları	-1,379	50	996	1,168	1,013	1,455	1,638	2,006
İskonto	1.08	1.45	1.89	2.43	3.07	3.87	4.77	5.78
İndirgenmiş Serbest Nakit Akışları	-1,275	34	528	480	330	376	343	347

* FAVÖK, IFRS-16 ve vade farkı faiz etkisi için düzeltilmiştir.

** Finansman düzeltmeleri, kredi kartı komisyon giderlerinden oluşmaktadır.

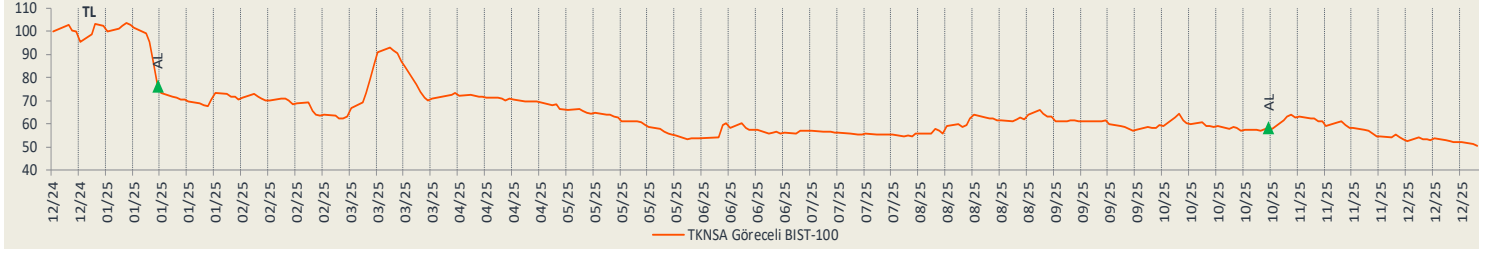
Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM)

AOSM	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	2032T
Risksiz Faiz Oranı	31%	29%	25%	24%	21%	18%	16%	15%
Hisse Risk Primi	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%
Beta	0.90	0.90	0.90	0.90	0.90	0.90	0.90	0.90
Özsermaye Maliyeti	36%	34%	30%	29%	26%	23%	21%	20%
Borç Maliyeti	51%	41%	32%	30%	28%	25%	23%	22%
Vergi Sonrası Borç Maliyeti	36%	34%	30%	29%	26%	23%	21%	20%
B/(B+Ö)	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%
AOSM	36%	34%	30%	29%	26%	23%	21%	20%

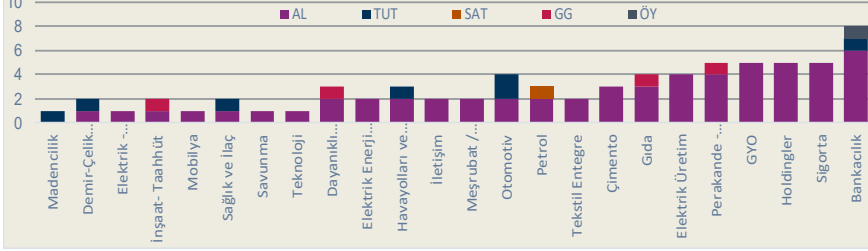
Kaynak: İş Yatırım

Teknosa İç ve Dış Tic.

Göreceli Getiri / Öneriler



Şirket Sayısı



Takip Listesi Dağılımı



Burada yer alan bilgiler İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından bilgilendirme amacı ile hazırlanmıştır. 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. Herhangi bir yatırım aracının alım-satım önerisi ya da getiri vaadi olarak yorumlanmamalıdır. Bu görüşler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

Burada yer alan fiyatlar, veriler ve bilgilerin tam ve doğru olduğu garanti edilemez; içerik, haber verilmeksizin değiştirilebilir. Tüm veriler, İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan alınmıştır. Bu kaynakların kullanılması nedeni ile ortaya çıkabilecek hatalardan İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş. sorumlu değildir.

Bu içeriğe ilişkin tüm telif hakları İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'ye aittir. Bu içerik, açık iznimiz olmaksızın başkaları tarafından herhangi bir amaçla, kısmen veya tamamen çoğaltılamaz, dağıtılamaz, yayımlanamaz veya değiştirilemez.