

# TÜRKİYE TÜKETİM SEKTÖRÜ

## Aynı oyuncular farklı hikayeler...

- 2026, 2025'e kıyasla daha iyi.** 2026'nın tüketim sektörü için 2025'e göre daha sağlam bir zemin sunmasını bekliyoruz. Dezenflasyon süreciyle birlikte geçen yıl sektöre hâkim olan agresif promosyon ortamı giderek sürdürülemez hâle geliyor. Asgari ücret artışı ile enflasyon arasındaki farkın geçen yıla kıyasla belirgin biçimde daralması, şirketlere 2026'da fiyatlama yapabilme için daha fazla olanak sağlıyor. 2025'te ağırlıklı olarak yüksek gelir grubunun desteklediği talebin, 2026'da daha geniş bir tabana yayılacağını; bunun da fiyatları ve daha sınırlı ölçüde hacimleri destekleyeceğini düşünüyoruz.
- Perakendeciler yapısal olarak daha güçlü konumda.** Zorlu makro ortamda geleneksel kanal pazar payı kaybetmeye devam ederken, modern perakendecilerin pazarlık gücü artıyor. Bu durum üreticilerin fiyatlama gücünü kısmen sınırlarken, perakendecilerin daha dayanıklı olduğunu gösteriyor. 2026'da satın alma gücündeki kademeli toparlanmanın öncelikle gıda perakendecilerine (MGROS, SOKM, BIMAS) yansıtılacağını; hacimlerin normalleşmesi yoluyla üreticileri de dolaylı olarak (CCOLA, ULKER, AEFES) destekleyeceğini öngörüyoruz.
- Maliyet disiplini marjların temel belirleyicisi olmaya devam ediyor.** Perakendeciler 9A25'te, tedarikçilere daha erken ödeme, düşük kayıp-kaçak oranı, daha uzun personel devam süreleri ve operasyonel verimlilikler sayesinde güçlü bir VAFÖK marjı artışı sağladı. Bu maliyet kontrolü uygulamalarının 2026'da da sürmesini ve marjları desteklemeye devam etmesini bekliyoruz. Enflasyonist fiyatlama avantajı zayıfladıkça, maliyet tarafındaki uygulamalar daha belirleyici olacak.
- Uluslararası operasyonlar üreticiler için kritik önemini koruyor.** Yurt içinde daha zorlu bir görünümle karşılaşan üreticiler açısından uluslararası faaliyetler yapısal bir büyüme ayağı olmaya devam ediyor. Faaliyet gösterilen yurtdışı pazarlar daha güçlü makro dinamikler ve kişi başı tüketimde daha düşük seviyeler sunarak uzun vadeli hacim fırsatları yaratıyor. Bu nedenle 2025'te görülen güçlü uluslararası katkının 2026'ya da taşınmasını bekliyoruz.
- En çok tercih ettiklerimiz: MGROS ve CCOLA.** İnceleme kapsamımızdaki tüketim sektörü şirketleri içinde 2026 için öne çıkan gıda perakendecisi olarak, çeşitlendirilmiş mağaza formatları ve süregelen maliyet optimizasyonu sayesinde **MGROS'u** öne çıkarıyoruz. **CCOLA** ise güçlü uluslararası ağı ve yurt içi marjlardaki toparlanma beklentisiyle cazip bir risk-getiri profili sunuyor; bu toparlanmanın mevcut değerlemelere tam yansımadığını düşünüyoruz. **İnceleme kapsamımızdaki tüketim sektörü şirketlerinin tamamı için "AL" önerimizi yineliyoruz.**

| Şirket Adı               | Hisse Kodu | Kapanış Fiyatı | Hedef Fiyat | Getiri Potansiyeli | Öneri | Piyasa Değeri (milyon USD) | Fiili dolaşım payı | 3 aylık ort. Hacim |            | F/K   |       | FD/VAFÖK |       |
|--------------------------|------------|----------------|-------------|--------------------|-------|----------------------------|--------------------|--------------------|------------|-------|-------|----------|-------|
|                          |            |                |             |                    |       |                            |                    | Milyon TL          | Milyon USD | 2025T | 2026T | 2025T    | 2026T |
| Anadolu Efes Biracılık   | AEFES      | 16,4           | 25,0        | 52%                | AL    | 2.254                      | 32%                | 1.130              | 27         | 7,3   | 5,9   | 5,3      | 3,7   |
| Ag Anadolu Grubu Holding | AGHOL      | 31,1           | 50,0        | 61%                | AL    | 1.757                      | 34%                | 147                | 3          | 14,1  | 7,7   | 4,2      | 3,0   |
| Bim Birleşik Mağazalar   | BIMAS      | 619,0          | 920,0       | 49%                | AL    | 8.622                      | 68%                | 3.463              | 82         | 21,4  | 14,5  | 9,3      | 6,2   |
| Coca Cola İçecek         | CCOLA      | 62,2           | 100,0       | 61%                | AL    | 4.040                      | 25%                | 398                | 9          | 11,0  | 6,8   | 6,5      | 4,6   |
| Mavi Giyim               | MAVI       | 45,0           | 68,0        | 51%                | AL    | 830                        | 73%                | 352                | 8          | 14,3  | 8,2   | 3,8      | 3,0   |
| Migros                   | MGROS      | 591,5          | 940,0       | 59%                | AL    | 2.486                      | 51%                | 1.309              | 31         | 18,1  | 11,0  | 3,9      | 2,7   |
| Şok Marketler Ticaret    | SOKM       | 54,8           | 84,0        | 53%                | AL    | 754                        | 51%                | 335                | 8          | n.m.  | 21,7  | 4,6      | 2,7   |
| Tab Gıda Sanayi          | TABGD      | 227,7          | 335,0       | 47%                | AL    | 1.381                      | 20%                | 181                | 4          | 20,1  | 12,8  | 5,9      | 4,3   |
| Ülker                    | ULKER      | 118,2          | 190,0       | 61%                | AL    | 1.013                      | 39%                | 592                | 14         | 7,5   | 2,6   | 3,8      | 2,8   |

Eren Erciş  
eren.ercis@ykyatirim.com.tr  
+90 212 319 83 66

Mustafa Görkem Göker  
gorkem.goker@ykyatirim.com.tr  
+90 212 319 79 49

## YÖNETİCİ ÖZETİ

Bu rapor, Türk tüketici sektörüne odaklanarak, hem sektörel hem de şirket bazında görüş ve tahminlerimizi sunmaktadır. Temel analizimize ek olarak, küresel gıda ve emtia fiyatları ile şirketlerin yıllık maliyet artışı arasındaki ilişkiyi incelemektedir. Bu analizin kaçınılmaz olarak bazı sınırlamalar içerdiğini belirtmekte fayda var. Örneğin, yalnızca regresyon tabanlı bir yaklaşımla, önceden alımların ve riskten korunma stratejilerinin maliyet üzerindeki etkisini tam olarak yakalamak mümkün değildir. Bununla birlikte, şirketler arasındaki temel farklılıkları vurgulamak için, Ek 1'de sunulan bir dizi önemli yapısal hususu dahil ettik.

**Asgari ücret artışı  
talep için destekleyici  
olacak**

**2026'yı, 2025'e kıyasla tüketim sektörü için yapısal olarak daha iyi bir yıl olarak görüyoruz.** Bu görüşün ardındaki temel etken, asgari ücret artışı ile manşet TÜFE arasındaki farkın daralmasıdır. 2025'te talep büyük ölçüde yüksek gelirli tüketici grupları tarafından desteklenirken, 2026'da satın alım gücündeki toparlanmayla beraber talebin daha bir tabana yayılmasını bekliyoruz. Bu durumun hacimleri desteklemesini ve reel satın alma gücündeki istikrarın daha sağlıklı fiyatlandırma dinamiklerine olanak sağlamasını bekliyoruz. Rakamlarla ifade etmek gerekirse, 2025'te ortalama enflasyon ~%35 iken, yıllık asgari ücret artışı %30 oldu; bu da reel ücretlerde önemli bir erozyona işaret ediyor. 2026 için asgari ücret artışı %27 olarak belirlendi; bu da yaklaşık %27'lik ortalama enflasyon beklentimizle büyük ölçüde uyumlu. **Bunun reel satın alma gücünü istikrara kavuşturmaya yardımcı olacağına inanıyoruz. Sonuç olarak, hane halkı tüketiminde gıda ve alkolsüz içeceklerin payında mütevazı bir artış bekliyoruz.**

**Gıda perakendecileri  
için çift haneli  
VAFÖK büyümesi  
bekliyoruz.**

**Gıda perakendecilerinin 2026'da da marjlarını artırmalarını bekliyoruz.** İnceleme kapsamımızdaki gıda perakendecileri, tedarikçilere daha erken ödemeler, daha uzun personel çalışma süreleri, dijitalleşme girişimleri, güçlendirilmiş lojistik ağları, iyileştirilmiş kayıp-kaçak oranları ve daha iyi raf bulunabilirliği sayesinde, 9A25'te bir toplam olarak yıllık ~%70'lik reel VAFÖK büyümesiyle güçlü bir operasyonel performans sergiledi. Önemlisi, bu kazanımlar yoğun promosyon faaliyetlerine rağmen elde edildi. Bu maliyet verimliliğinin 2026 yılına da taşınmasını bekliyoruz. Gıda perakendecileri arasında, dijital fiyat etiketleri, self servis kasalar ve güneş enerjisi santrali (GES) projeleri gibi dijitalleşme girişimlerinin desteğiyle Migros'un 2026'da %14'lük reel VAFÖK büyümesi ve %7,1'lik marj elde etmesini öngörüyoruz. Şok içinse, mağaza başına yaklaşık 1,5 kat daha yüksek gelir elde eden SOK 2.0 mağazalarının artan katkısıyla, ~%40'lık reel VAFÖK büyümesi ve %3,5'lik marj ile daha güçlü bir toparlanma bekliyoruz. Bim için, düşük gelirli tüketicilerin satın alma gücündeki toparlanmadan faydalanarak, %6,8'lik bir marj ile ~%20'lik reel VAFÖK büyümesi öngörüyoruz.

**Uluslararası operasyonlar, üreticiler için temel büyüme bacağı olmaya devam ediyor.** 9A25'te CCOLA'nın uluslararası hacimleri %14 artarken, ULKER'in hacimleri 1Ç25'te olumsuz koşullar nedeniyle yatay kaldı. AEFES'in (Rusya hariç) bira operasyonlarında ise %1'lik bir düşüş kaydedildi. Aynı dönemde, iç pazardaki hacimler sırasıyla %2'lik bir düşüş ve %1,5'lik bir artışla

neredeyse yatay kaldı. Bu farklılığı öncelikle 2025'te tüketicilerin temel gıda tüketimine öncelik vermesi ve üreticilerin özellikle 2Y25'te marjlarını korumak için fiyatlandırma stratejileri uygulaması nedeniyle iç pazardaki zayıflığa bağlıyoruz. 2026'ya baktığımızda, özellikle Kazakistan ve Özbekistan olmak üzere uluslararası pazarların hacimleri desteklemeye devam edeceğini, satın alma gücünün toparlanmasıyla iç pazarın ise fiyatlandırma açısından daha elverişli hale geleceğini öngörüyoruz.

**En beğendiklerimiz: MGROS ve CCOLA** Satın alma gücünün toparlandığı, promosyon yoğunluğunun azaldığı ve maliyet verimliliğinin giderek daha belirleyici hale geldiği bir ortamda, perakendeciler arasında ilk tercihimiz **MGROS**. Üreticiler arasında ise, güçlü uluslararası hacim büyümesi ve iyileşen iç piyasa marjlarıyla desteklenen **CCOLA**, birincil tercihimizdir. **İnceleme kapsamımızdaki tüketici sektörü şirketlerinin tamamı için “AL” tavsiyemizi koruyoruz.**

#### **Yiyecek ve İçecek şirketleri için özet görüşümüz:**

##### **Uluslararası operasyonlar, anlamlı bir tampon görevi görüyor.**

Coca-Cola İçecek ve Anadolu Efes için 2025'te yurtiçi operasyonlar açısından temel zorluklar: **(i)** nispeten zayıf turizm, **(ii)** yerel oyuncuların rekabeti ve **(iii)** VAFÖK marjını artıran yerinde satış talebindeki azalma. 2026'da talebin kademeli olarak toparlanmasını beklerken, bu toparlanmanın öncelikle üreticilerden ziyade gıda perakendecileri tarafından karşılanacağına inanıyoruz. Buna göre, uluslararası operasyonlar, özellikle Orta Asya, daha yapıcı bir makro ekonomik ortam ve iyileşen tüketim dinamikleriyle desteklenerek, inceleme kapsamımızdaki içecek şirketleri için temel gelir ve operasyonel marj desteği olarak öne çıkmaktadır.

CCI için baz senaryomuzda, Özbekistan ve Kazakistan'daki ivmenin devam etmesini bekliyoruz. 2025'te yıllık %9, 2026'da ise %6 hacim artışı öngörüyoruz; bu da 2025'te yıllık %4 ve 2026'da yıllık %6 gelir artışına karşılık geliyor. Bu görünüm, Türkiye'deki daha dengeli bir fiyatlandırma ortamı tarafından desteklenmektedir. Fiyatlandırma disiplini iyileştikçe, VAFÖK marjının 2025'teki %17,0'dan 2026'da %18,6'ya genişlemesini bekliyoruz. **CCI için 12 aylık 100 TL/hisse hedef fiyatla “AL” önerimizi yineliyoruz.**

AEFES için, Rusya operasyonlarını İNA değerlemesinden hariç tutarak, yalnızca defter değeri üzerinden taşınan bir finansal yatırım olarak ele alıyoruz. Rusya operasyonlarının yokluğuna rağmen, şirketin uluslararası operasyonlarının gizli değerler barındırdığına inanıyoruz. Bununla birlikte, Türkiye operasyonlarındaki yüksek borç yükü ve değişen tüketici davranışlarından kaynaklanan nakit akışları üzerindeki baskıyı vurgulamak istiyoruz. 2025'te (Rusya ve CCI hariç) reel gelirden yıllık %4'lük bir daralma bekliyoruz. Rusya operasyonlarını dışarıda bırakarak, 2026'da yıllık %5'lik reel gelir artışı öngörüyoruz. Tüm olumsuzluklara rağmen, mevcut seviyeleri hala cazip buluyoruz ve uzun vadeli opsiyonellik ile kısa vadeli finansman kısıtlamaları arasındaki dengeyi yansıtarak, **12 aylık hedef fiyatımızı 25 TL/hisse (önceki 29,7 TL/hisse'den) olarak belirliyor ve “AL” önerimizi yineliyoruz.**

**Uluslararası büyüme fırsatları, yurtiçindeki zorlukları kompanse ediyor.**

**Gizli değer mevcut, ancak AEFES için nakit akışı hâlâ bir kısıtlama unsuru olmaya devam ediyor.**

**ULKER: marj gelişimi ve azalan NİS yükü**

1Y25'te Ülker, kakao alımlarından kaynaklanan yüksek stok seviyeleri ve marj baskısıyla karşı karşıya kaldı. Buna rağmen, talep odaklı fiyatlandırma zorlukları (örneğin, bisküvilerin simit gibi temel alternatiflerden daha düşük fiyatlandırılması) karşısında disiplinli maliyet yönetimi sayesinde VAFÖK marjı yıllık yalnızca 1 puan azalarak %17,8'e geriledi. 2026'da, satın alma gücünün toparlanmasıyla Türkiye'de fiyatlandırma esnekliği için alan görüyor; uluslararası pazarlar ise hacim odaklı büyümeyi fiyatlandırmanın önüne geçiren, “bir bozuk paraya bir ürün” stratejisiyle hacimleri destekleyecektir. Bununla birlikte, atıştırmalıkların Türk tüketicileri için öncelikli bir kategori olmaması nedeniyle, hacimlerin genel olarak yatay kalmasını ve fiyatlandırma dinamiklerinin büyük ölçüde 2025'e benzemesini bekliyoruz. Kakao fiyatlarının düşüş eğiliminde olmasıyla, net marj kazanımları riskten korunma nedeniyle sınırlı kalsa da, 1Y26'DA manşet VAFÖK marjında genişleme bekliyoruz. Genel olarak, 2025'te yıllık %4 gelir artışı ve %18 VAFÖK marjı, ardından 2026'da %5 reel gelir artışı ve %19 VAFÖK marjı öngörüyoruz. Net işletme sermayesi (NİS) ihtiyacındaki baskısının azalmasıyla desteklenen net borç/VAFÖK'ün 2025 sonunda 1,9x'e (3Ç25: 2,0x, 4Ç24: 1,4x) ve 2026'da 1,4x'e gerilemesini bekliyoruz. **Ülker için 12 aylık 190 TL/hisse hedef fiyatla “AL” önerimizi yineliyoruz.**

**Gıda perakendecileri için özet görüşümüz:****Güçlü karlar, artan marjlar**

Gıda perakendeciliği, 2026 için en çok tercih ettiğimiz sektör olmaya devam ediyor. 2025'teki olağanüstü yoğun promosyon ortamının bu yıl da devam etmesini beklemiyoruz. Talepteki toparlanmanın, sektör genelinde halihazırda uygulanan maliyet düşürme girişimleriyle birlikte, sağlam bir operasyonel marj artışına dönüşmesini bekliyoruz. Buna ek olarak, modern perakendecilerin tedarikçilere karşı yapısal olarak güçlü pazarlık gücü, operasyonel karlılığı desteklemeye devam ediyor. Fiyatlandırma dinamikleri hala ciro büyümesini sınırlayabilirken, takip ettiğimiz üç gıda perakendecisinin (BIMAS, MGROS ve SOKM) 2025'te VAFÖK marjı beklentilerini aşmasını bekliyoruz. Önümüzdeki üç yıl içinde toplamda %5 gelir ve %30 VAFÖK (+2,2 puan) yıllık bileşik büyüme oranı (YBBO) bekliyoruz.

2025'te, Şok ve Migros'un aksine, Bim olabildiğince promosyon faaliyetlerinden kaçındı. Bu durum müşteri trafiğini olumsuz etkilerken ve dolaylı olarak rakiplerine fayda sağlarken, özellikle temel gıda enflasyonunun genel TÜFE'nin gerisinde kaldığı bir ortamda Bim'in marj profilini güçlendirdi. Sonuç olarak, gelir büyümesi yönetimin 2025 beklentisine göre bir nebze düşük kaldı. 2025'te %5 reel gelir büyümesi ve %5,9 VAFÖK marjı öngörüyoruz. Asgari ücret artışı ve daha geniş talep dağılımının desteğiyle 2026'da, fiyat baskılarının azalmasıyla gelir büyümesinin reel olarak %6 olmasını ve marjların %6,8'e yükselmesini bekliyoruz. **Bim, en defansif gıda perakende hissesi tercihimiz olmaya devam ediyor ve Bim için 12 aylık 920 TL/hisse hedef fiyatla “AL” önerimizi yineliyoruz.**

Marjlar büyürken defansif bir tercih olmaya devam ediyor.

Artan marjlarla en hızlı büyüyen gıda perakendecisi.

Operasyonel toparlanma ivme kazanıyor.

2025 acı vericiydi, 2026 umut verici görünüyor, ancak geçtiğimiz yıllara kıyasla hala zayıf.

Migros, çeşitlendirilmiş segmentleri ve yüksek gelirli tüketicilere olan erişimi sayesinde, takip ettiğimiz gıda perakendecileri arasında en güçlü gelir artışıyla öne çıkıyor. Ayrıca, VAFÖK performansı, kayıp akaçk oranındaki düşüş, dijital fiyat etiketleri ve self servis kasa sistemleri gibi maliyet verimliliği önlemleriyle yapısal olarak desteklenmiştir. Talebin 2026'da güçlü kalmasını ve devam eden dijitalleşmenin marjları artırmaya devam etmesini bekliyoruz. Buna göre, 2025'te %6 gelir artışı ve ~%6,5 VAFÖK marjı, ardından 2026'da %6 reel gelir büyümesi ve %7,1 VAFÖK marjı öngörüyoruz. **Migros için 12 aylık 940TL/hisse hedef fiyatla AL tavsiyemizi yineliyoruz.**

Zorlu geçen 2024'ün ardından, ŞOK 2025'te raf bulunabilirliği ve lojistik verimliliğine odaklanarak operasyonel bir dönüşüm gerçekleştirdi. 9A25'te VAFÖK 4,2 milyar TL'ye (%2,1 marj) ulaşırken, 2024 yılının tamamında neredeyse sıfırdı. 2026'da, devam eden mağaza genişlemesiyle (yani yaklaşık %80'i SOK 2.0 formatında) desteklenen gelirden reel ~%5'lik bir büyüme ve VAFÖK marjının %3,5'a ulaşmasını bekliyoruz. **3Ç25 sonuçlarının ardından, yatırımcı güveninin önemli ölçüde arttığına ve hissenin yeniden değerlendirilmeyi hak ettiğine inanıyoruz. SOKM için 12 aylık 84 TL/hisse hedef fiyatla "AL" tavsiyemizi koruyoruz.**

#### Hazır giyim için özet görüşümüz:

##### Düşen hacimler iyileşen marjlarla telafi edildi.

Tekstil sektörü, düşük maliyetli üretim yapan ülkelerden gelen yoğunlaşan küresel rekabet, artan hammadde fiyatları ve yükselen lojistik maliyetleri nedeniyle 2025'te zorlu bir dönemle karşı karşıya kaldı; tüm bunlar ürün düzeyinde sürekli fiyat baskısına yol açtı. Aynı zamanda, Türkiye'deki sıkı para politikası koşulları ve artan ekonomik belirsizlik, tüketicileri temel harcamalara öncelik vermeye zorlayarak, isteğe bağlı giyim talebinde daralmaya neden oldu. Buna karşılık, birçok giyim perakendecisi satış hacimlerini korumak için agresif promosyonlara yöneldi.

Mavi, 2025'te bu promosyon döngüsünden bilinçli olarak kaçınarak, kısa vadeli hacim desteğinden ziyade operasyonel marjların korumasına öncelik verdi. Bu strateji daha düşük trafik ve gelirlerle sonuçlansa da şirketin zorlu bir ortamda operasyonel karlılığını korumasını sağladı. Örneğin, Koton'un son 12 aylık gelirleri, yoğunlaştırılmış promosyonlara rağmen yıllık %3 düştü ve bu da yıllık %35'lik VAFÖK düşüşüne (-5 puan marj düşüşü) yol açtı. Bu durum aynı zamanda Mavi'nin sektördeki göreceli direncini de göstermektedir.

Mavi'nin 2025'de, %4'lük reel gelir daralması ve buna karşılık %18'lik VAFÖK marjı elde etmesini bekliyoruz. 2026'ya baktığımızda, satın alma gücündeki kademeli toparlanmanın giyim talebine sınırlı bir rahatlama sağlayacağını, ancak tüketimin gıda ve temel ihtiyaç kategorilerinin gerisinde kalmaya devam edeceğini öngörüyoruz. 2025'in zayıf bazına kıyasla, 2026'da yıllık %3'lük reel gelir artışı öngörüyoruz; VAFÖK marjı ise hacme dayalı büyümeden ziyade devam eden fiyatlandırma disiplini yansıtarak %18 seviyesinde genel olarak yatay kalacaktır.

**Mavi'nin gösterdiği marj dayanıklılığı ve 2026'da nispeten iyileşen talep dinamikleri göz önüne alındığında, 12 aylık 68 TL/hisse hedef fiyatla AL önerimizi yineliyoruz.**

#### **Restoran işletmecileri için özet görüşümüz:**

##### **Ölçek ve fiyatlandırma gücü, marj genişlemesini destekliyor.**

2025'te TAB Gıda, piyasa fırsatlarından etkin bir şekilde yararlanarak 9A25 döneminde fiş hacmini ~%15 artırdı. Ancak bu büyüme büyük ölçüde değer odaklı ekonomik menülerden (örneğin çift menü) kaynaklandı ve bu da VAFÖK marjında yıllık ~1 puanlık bir daralmaya yol açtı. Nispeten agresif fiyatlandırmaya rağmen (örneğin 150 TL'ye çift kişilik tavuk burger menüsü), TAB'ın sahip olduğu güçlü ölçek ekonomisi marj erozyonunu sınırladı.

Bu arada, BIGCH'nin son 12 aylık gelirleri yıllık %5 artarken, VAFÖK marjı yıllık 3 puan azaldı. Bu durum, sektördeki diğer şirketlerin marjlarını korumakta zorlandığı bir dönemde, TABGD'nin sahip olduğu ölçek ekonomisi ve sektördeki konumunu desteklemektedir.

2024 sonunda YUM! Brands Türkiye pazarından çekildi. Bunun sonucunda, Popeyes ve Sbarro'nun (TAB Gıda'nın restoranları) ana rakipleri olan KFC ve Pizza Hut da pazardan çekildi. Bu durum, promosyonların da desteğiyle, TAB Gıda'nın satış hacmindeki artışı destekledi. Ancak, bu durumun hisse senedi fiyatının ana itici gücü olmadığını ve uzun vadeli stratejisini de beğendiğimizi vurgulamak isteriz. KFC, 4Ç25'te HD Holding aracılığıyla geri dönmüş olsa da, TAB Gıda'nın sektör liderliğini pekiştirmesini ve bu pozisyonu korumasını bekliyoruz.

2026'ya baktığımızda, devam eden hızlı restoran genişlemesi, sınırlı rekabet baskısı ve hanehalkı satın alma gücündeki kademeli toparlanmanın desteğiyle reel ciro büyümesinin %7'ye (2025'teki %14'e kıyasla) normalleşmesini bekliyoruz. Marj cephesinde ise, TAB'ın fiyat avantajı ve yapısal olarak marjı artırıcı olan giderek daha fazla franchise ağırlıklı büyüme stratejisi sayesinde 2026'da VAFÖK marjının %21'e (2025'teki %20,5'ten) yükseleceğini öngörüyoruz. **TABGD için 12 aylık hedef fiyatımızı 335 TL/hisse olarak belirledik ve "AL" tavsiyemizi koruyoruz.**

## DEĞERLEME ÖZETİ

Bu raporla, makroekonomik ortamdaki değişiklikler ışığında tahminlerimizde yaptığımız revizyonlar doğrultusunda, inceleme kapsamımızdaki tüketici sektörü şirketlerine ilişkin hedef fiyatlarımızı güncelliyoruz.

Tablo 1: Hedef fiyatlar ve öneriler

| Hisse Kodu | Kapanış Fiyatı | Yeni Hedef Fiyat | Getiri Potansiyeli | Yeni Öneri | Eski Hedef fiyat | Eski Öneri |
|------------|----------------|------------------|--------------------|------------|------------------|------------|
| AEFES      | 16,4           | 25,0             | 52%                | AL         | 29,7             | AL         |
| AGHOL      | 31,1           | 50,0             | 61%                | AL         | 53,2             | AL         |
| BIMAS      | 619,0          | 920,0            | 49%                | AL         | 844,0            | AL         |
| CCOLA      | 62,2           | 100,0            | 61%                | AL         | 78,0             | AL         |
| MAVI       | 45,0           | 68,0             | 51%                | AL         | 63,0             | AL         |
| MGROS      | 591,5          | 940,0            | 59%                | AL         | 905,0            | AL         |
| SOKM       | 54,8           | 84,0             | 53%                | AL         | 62,0             | AL         |
| TABGD      | 227,7          | 335,0            | 47%                | AL         | 274,0            | AL         |
| ULKER      | 118,2          | 190,0            | 61%                | AL         | 171,0            | AL         |

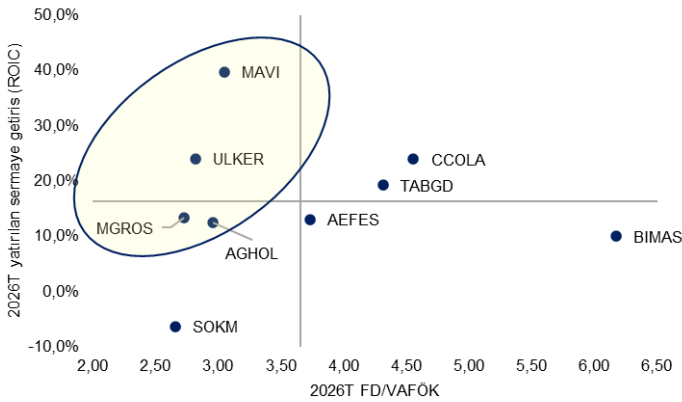
Kaynak: YKY Araştırma (\*) 12 Ocak 2026 kapanışları

Tablo 2: Değerleme Özeti

| Şirket Adı               | Hisse Kodu | Kapanış Fiyatı | Hedef Fiyat | Getiri Potansiyeli | Öneri | Piyasa Değeri (milyon USD) | Fiili dolaşım payı | 3 aylık ort. Hacim |            | F/K   |       | FD/VAFÖK |       |
|--------------------------|------------|----------------|-------------|--------------------|-------|----------------------------|--------------------|--------------------|------------|-------|-------|----------|-------|
|                          |            |                |             |                    |       |                            |                    | Milyon TL          | Milyon USD | 2025T | 2026T | 2025T    | 2026T |
| Anadolu Efes Biracılık   | AEFES      | 16,4           | 25,0        | 52%                | AL    | 2.254                      | 32%                | 1.130              | 27         | 7,3   | 5,9   | 5,3      | 3,7   |
| Ag Anadolu Grubu Holding | AGHOL      | 31,1           | 50,0        | 61%                | AL    | 1.757                      | 34%                | 147                | 3          | 14,1  | 7,7   | 4,2      | 3,0   |
| Bim Birleşik Mağazalar   | BIMAS      | 619,0          | 920,0       | 49%                | AL    | 8.622                      | 68%                | 3.463              | 82         | 21,4  | 14,5  | 9,3      | 6,2   |
| Coca Cola İçecek         | CCOLA      | 62,2           | 100,0       | 61%                | AL    | 4.040                      | 25%                | 398                | 9          | 11,0  | 6,8   | 6,5      | 4,6   |
| Mavi Giyim               | MAVI       | 45,0           | 68,0        | 51%                | AL    | 830                        | 73%                | 352                | 8          | 14,3  | 8,2   | 3,8      | 3,0   |
| Migros                   | MGROS      | 591,5          | 940,0       | 59%                | AL    | 2.486                      | 51%                | 1.309              | 31         | 18,1  | 11,0  | 3,9      | 2,7   |
| Şok Marketler Ticaret    | SOKM       | 54,8           | 84,0        | 53%                | AL    | 754                        | 51%                | 335                | 8          | n.m.  | 21,7  | 4,6      | 2,7   |
| Tab Gıda Sanayi          | TABGD      | 227,7          | 335,0       | 47%                | AL    | 1.381                      | 20%                | 181                | 4          | 20,1  | 12,8  | 5,9      | 4,3   |
| Ülker                    | ULKER      | 118,2          | 190,0       | 61%                | AL    | 1.013                      | 39%                | 592                | 14         | 7,5   | 2,6   | 3,8      | 2,8   |

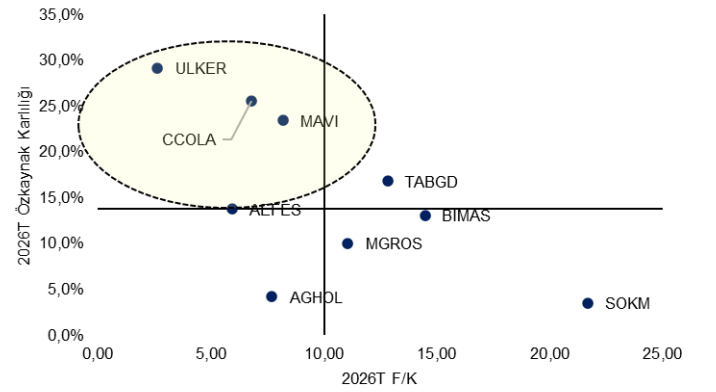
Kaynak: YKY Araştırma

Şekil 1: 2026T Yatırılan sermaye getirisi (ROIC) ve FD/VAFÖK



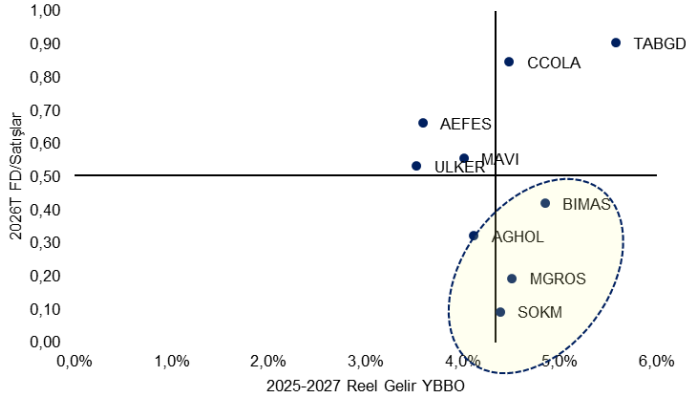
Kaynak: Rasyonet, YKY Araştırma

Şekil 2: 2026T Özkaynak karlılığı (ROE) ve F/K



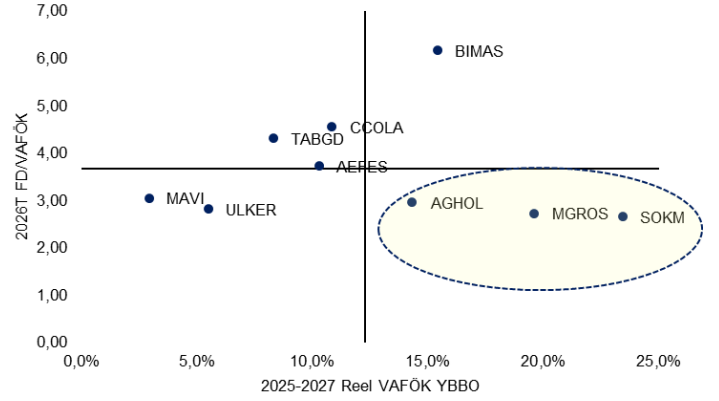
Kaynak: Rasyonet, YKY Araştırma

**Şekil 3: 2025-2027 Gelir YBBO ve 2026T FD/Satışlar**



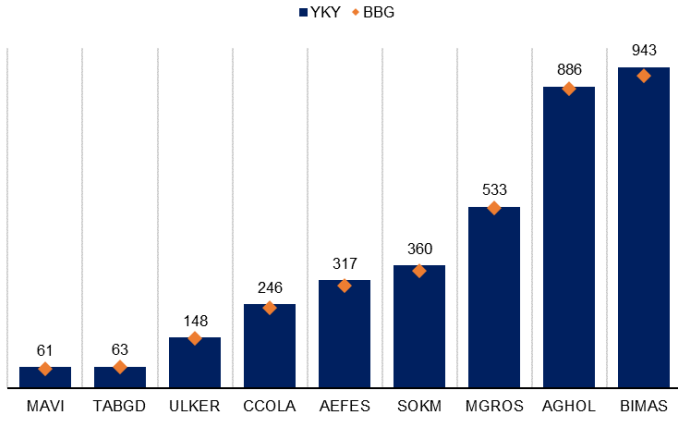
Kaynak: Rasyonet, YKY Araştırma

**Şekil 4: 2025-2027 VAFÖK YBBO ve 2026T FD/VAFÖK**



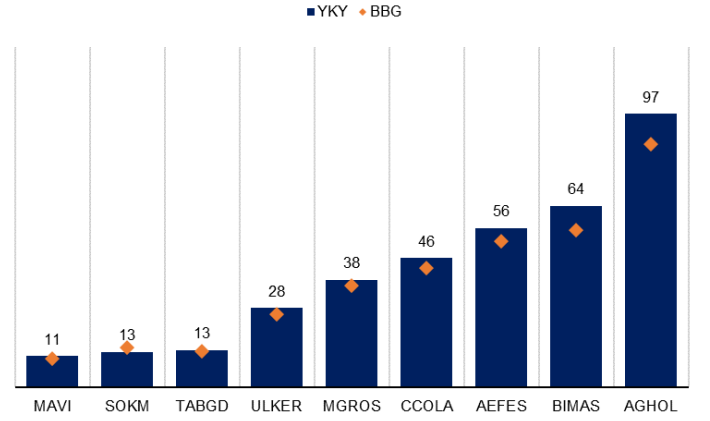
Kaynak: Rasyonet, YKY Araştırma

**Şekil 5: 2026T Gelirler: YKY vs. Bloomberg Konsensüs**



Kaynak: Bloomberg, YKY Araştırma

**Şekil 6: 2026T VAFÖK: YKY vs. Bloomberg Konsensüs**



Kaynak: Bloomberg, YKY Araştırma

## GENEL GÖRÜNÜM

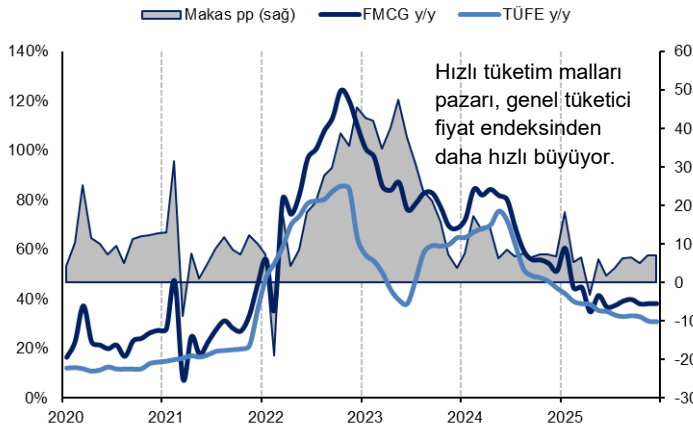
## Enflasyona Dayalı Büyümeden Uygulama Odaklı Performansa

2025, tüketici satın alma gücünde belirgin bir düşüş, sektör genelinde promosyonlara aşırı bağımlılık ve yüksek faiz oranları nedeniyle ertelenen talep ile damgasını vurdu ve bu da tüketim sektörü şirketleri için önemli ölçüde daha zorlu bir büyüme ortamı yarattı. Bununla birlikte, 3Ç25 sonuçları, gelir büyümesinin ilk beklentilerimizin gerisinde kalmasına rağmen, istikrara dair ilk somut işaretleri gösterdi.

Manşet TÜFE, 2025 yılını %31 ile kapattı ve ortalama %35 oldu. Nielsen verilerine göre, Türkiye'deki alkol ve tütün hariç hızlı tüketim malları (FMCG) pazarı aynı dönemde yıllık ~%40 büyüyerek enflasyonu önemli ölçüde geride bıraktı. Büyüme, ağırlıklı olarak %57,6'lık yıllık büyüme kaydeden modern süpermarketler (400-1.000 m<sup>2</sup>) tarafından geldi ve modern kanalın pazar payındaki sürekli artışını vurguladı. Buna karşılık, bakkallar makroekonomik ortamdan en olumsuz etkilenenler oldu. Bakkal gelirleri 2025'te yıllık %30 arttı ve genel enflasyonun gerisinde kaldı; bunu büyük ölçüde organize perakendecilerin üstün pazarlık gücüne, ölçek avantajlarına ve lojistik ağlarına bağlıyoruz. Aynı dönemde, gıda ve alkolsüz içecek enflasyonu ortalama yıllık %33 arttı ve genel TÜFE'den 2 puan daha yüksek oldu.

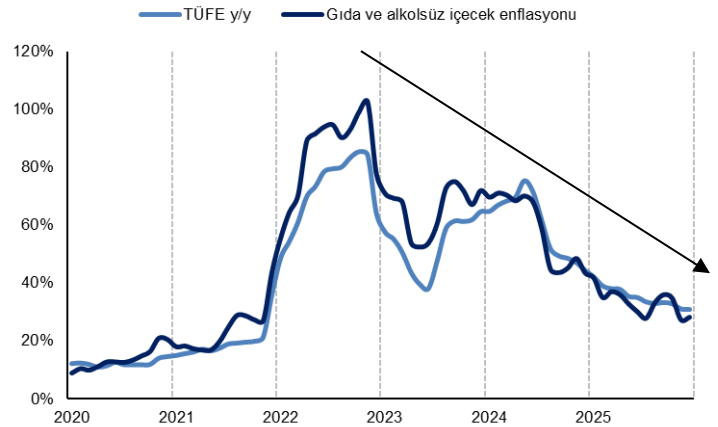
2026'da devam eden dezenflasyonun, faiz indirimlerinin ve reel satın alma gücündeki kademeli toparlanmanın, özellikle en dirençli harcama kategorisi olan gıda tüketimini destekleyeceğini öngörüyoruz. Bununla birlikte, hane halkı bütçelerinde kira giderlerinin artan payının, daha ılımlı bir hızda da olsa, devam etmesi ve potansiyel olarak talep toparlanma hızını sınırlaması muhtemeldir. Daha da önemlisi, enflasyon kaynaklı fiyat artışlarının etkisi azaldıkça, operasyonel uygulama giderek daha belirleyici hale gelecek. Perakendeciler enflasyon kaynaklı fiyat artışlarına güvenerek büyümeyi sürdürme yeteneğini kademeli olarak kaybettikçe, trafik yönetimi, sadakat programları, ürün karması optimizasyonu ve maliyet disiplini ön plana çıkacaktır.

Şekil 7: Türkiye FMCG pazarı ve TÜFE yıllık büyüme



Kaynak: Nielsen verisi, TUIK, YKY Araştırma

Şekil 8: Gıda ve manşet enflasyon



Kaynak: TUIK, YKY Araştırma

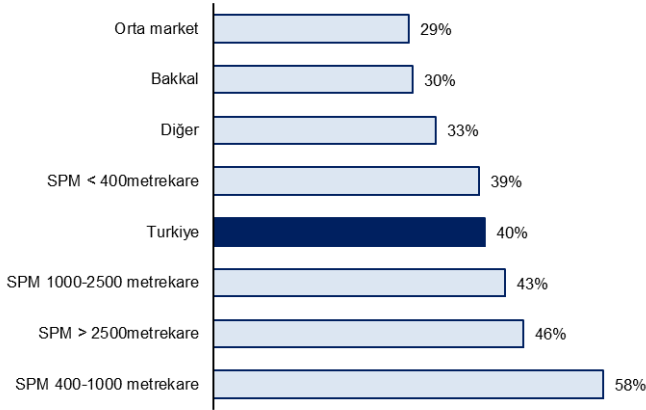
### Modern Formatlar ve Temel Ürünler Talebi Yakalamaya Devam Ediyor

2025 yılında en hızlı büyüyen hızlı tüketim malları kanalı, 400-1.000 metrekare satış alanına sahip süpermarketler oldu ve yıllık %58'lik bir büyüme kaydetti (9A25: +%59 yıllık). Bu arada Migros'un gelirleri 9A25'te yıllık %46 artarken, BIM'in gelirleri %43 ve SOK'un gelirleri %42 arttı (TMS29 öncesi veriler).

Buna karşılık, orta ölçekli marketler ve küçük bakkallar sırasıyla %29 ve %30'luk yıllık büyüme oranlarıyla geride kaldı. Ürün tarafında ise, yemeklik yağlar %62'lik yıllık büyüme oranıyla en güçlü ciro artışını gösterirken, peynir %30'luk yıllık büyüme oranıyla en yavaş büyüyen kategori oldu.

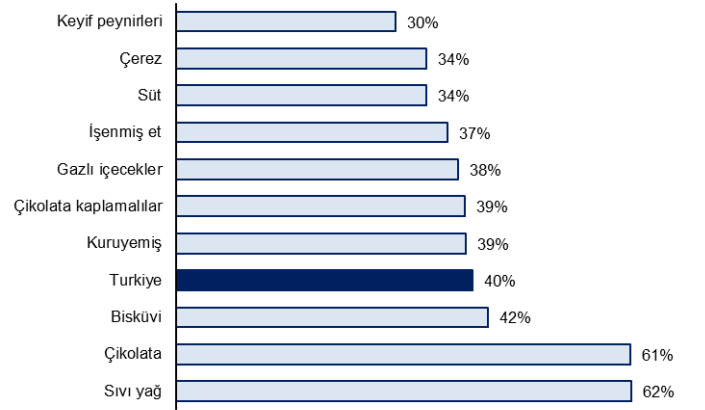
400-1.000 metrekarelik süpermarket segmentinin üstün performansını öncelikle, makro baskılar karşısında talebin daha dirençli olduğunu kanıtlayan yüksek gelirli tüketiciler arasında daha güçlü bir çekiciliğe ve daha sadık, tekrarlayan bir müşteri tabanına bağlıyoruz. Bizim görüşümüze göre, bu kanal ayrıca daha geniş ürün yelpazesinden, markalı ürünlerin daha yüksek penetrasyonundan ve daha etkili promosyon uygulamalarından da faydalananak, genel tüketimin baskı altında olduğu bir dönemde bile talebi karşılayabiliyor.

Şekil 9: Kanala göre FMCG büyümesi



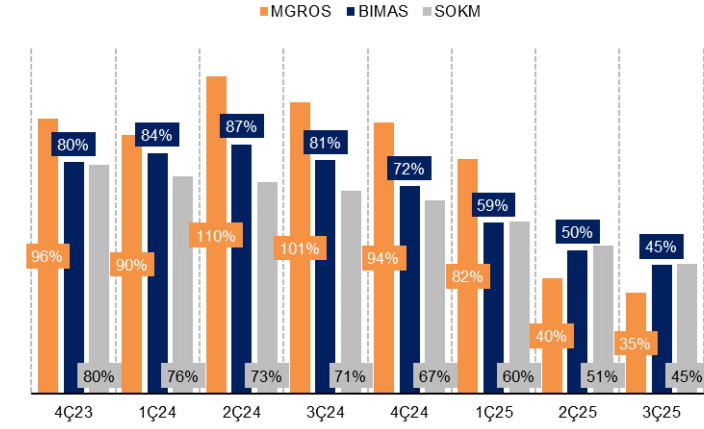
Kaynak: Nielsen verisi, YKY Araştırma

Şekil 10: FMCG Ürün gelirleri büyümesi



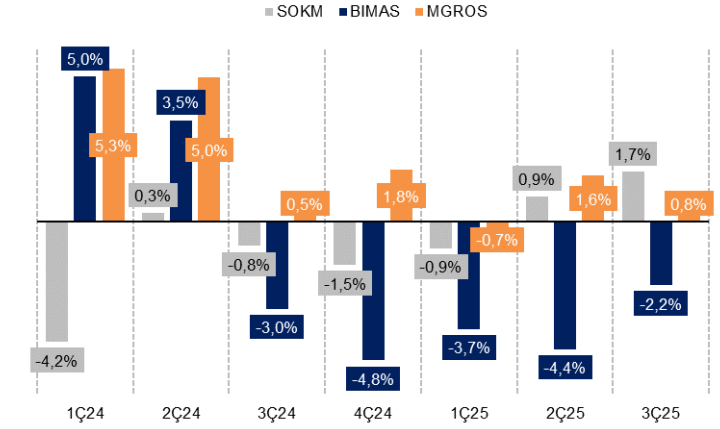
Kaynak: Nielsen verisi, YKY Araştırma

Şekil 11: Gıda perakendecilerinin son 12 aylık gelir büyümesi



Kaynak: Şirket finansalları, YKY Araştırma

Şekil 12: Çeyreklik benzer mağaza trafik büyümesi



Kaynak: Şirketler, YKY Araştırma

### Asgari ücret artışı: Talep için destekleyici & marj baskısı kısa vadeli

Asgari ücret, 2025'teki %30'luk artışın ardından 2026 için %27 artırıldı. Ortalama TÜFE'nin 2025'te ~%35'e ulaştığı göz önüne alındığında, geçen yılki artış, reel satın alma gücünde kabaca ~5 puanlık bir daralmaya işaret ediyordu. 2026 için, ortalama enflasyonun asgari ücret artışıyla büyük ölçüde paralel olarak %27 civarında yakınsamasını bekliyoruz. Sonuç olarak, reel satın alma gücünde ~5 puanlık bir iyileşme öngörüyoruz; bu da tüketici talebinde mütevazı ancak somut bir toparlanmaya dönüşmelidir.

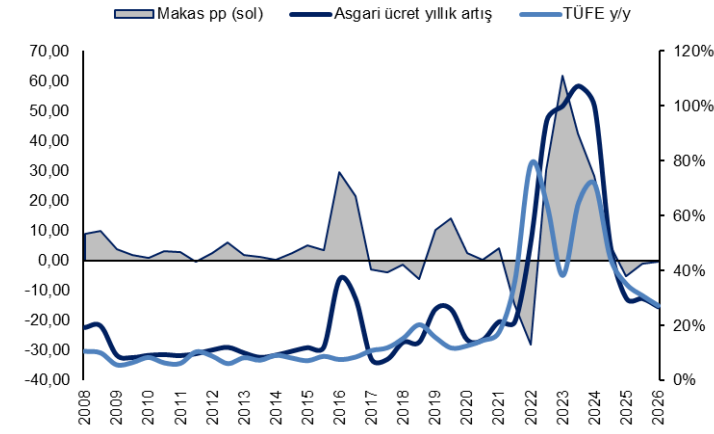
**Bu bağlamda, artan harcanabilir gelirin hem ev dışı tüketimi hem de markalı yiyecek ve içecek talebini destekleyeceği göz önüne alındığında, TABGD ve yiyecek-içecek üreticilerinin (CCOLA, ULKER, AEFES) başlıca faydalanıcılar olmasını bekliyoruz.** Ancak gıda perakendecileri için kısa vadeli etki daha karmaşık. Personel giderleri (ikinci en büyük maliyet kalemi), talep dinamikleri ikinci yarıda baskın hale gelmeden önce, 2026'nın ilk yarısında marjları baskılayabilir.

Sendikali bir ücret yapısı altında faaliyet gösteren ve maaşları enflasyona paralel olarak artıran MGROS'un, 1Y26'da en belirgin marj baskısını yaşaması muhtemeldir. Bununla birlikte, fiyatlandırma esnekliği, ölçeği ve ürün karmaşıklığı sayesinde, MGROS'un daha hızlı normalleşmesini ve nihayetinde 2Y26'da benzerleri arasında en düşük personel maliyeti/gelir oranını sağlamasını bekliyoruz. 2026'nın tamamındaysa SOKM'nin sektördeki en yüksek personel maliyeti/gelir oranını korumasını bekliyoruz.

Ayrıca, talepteki toparlanmanın, özellikle 2Y26'da, ücret kaynaklı maliyet baskılarını fazlasıyla telafi edeceğine ve sektör genelinde reel VAFÖK marjının genişlemesinin önünü açacağına inanıyoruz. Bununla birlikte, asgari ücretin hala daha açlık sınırının altında kaldığına dikkat çekiyoruz; bu da talepteki toparlanmanın isteğe bağlı harcamalardan kaynaklanmadığı anlamına geliyor. Bunun yerine, bu durum, tüketicilerin gıda tüketimini daha fazla azaltma yeteneklerinin sınırlı olmasını ve temel harcamalarını karşılama ihtiyacını

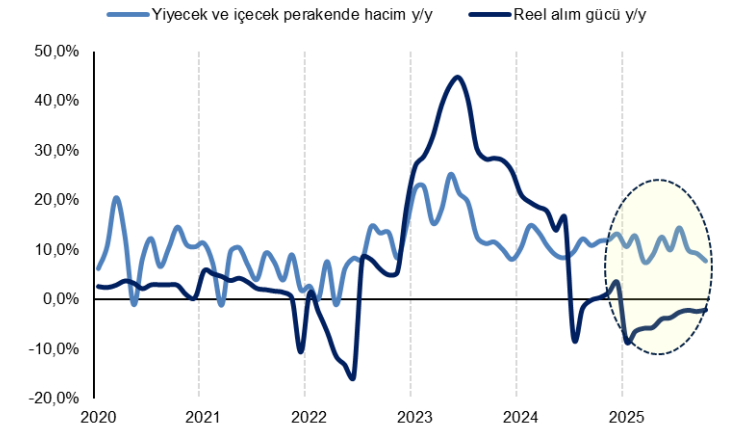
yansıtır; yani, temel olmayan kategorilerde geniş tabanlı bir toparlanmayı göstermiyor.

Şekil 13: Asgari ücret artışı ve TÜFE



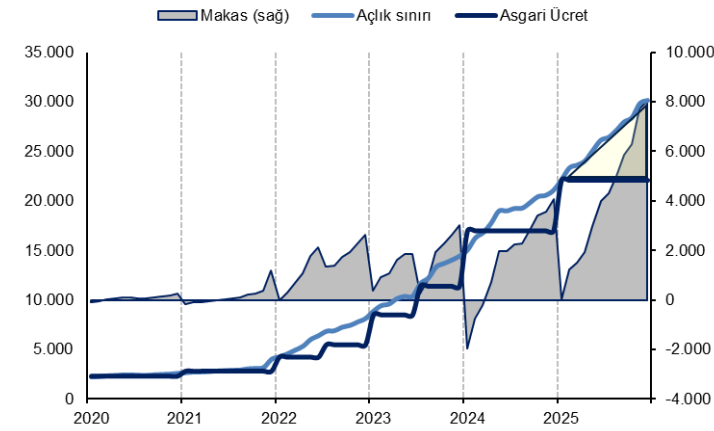
Kaynak: TÜİK, YKY Araştırma

Figure 14: Gıda perakende satış hacmi ve reel alım gücü



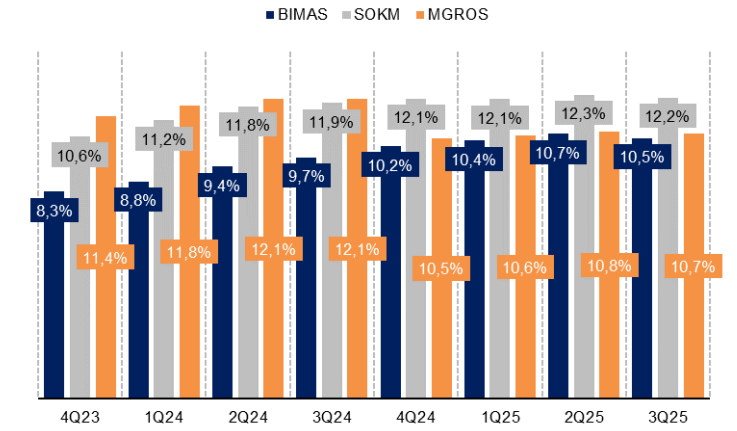
Kaynak: TÜİK, YKY Araştırma

Şekil 15: Asgari ücret ve açıklık sınırı



Kaynak: Türkiye işçi sendikaları konfederasyonu, YKY Araştırma

Şekil 16: Personel giderleri/Gelirler



Kaynak: Şirket finansalları, YKY Araştırma

### Artan Kira Yükü: Hâlâ Bir Engel, ama ağırlığı düşüyor.

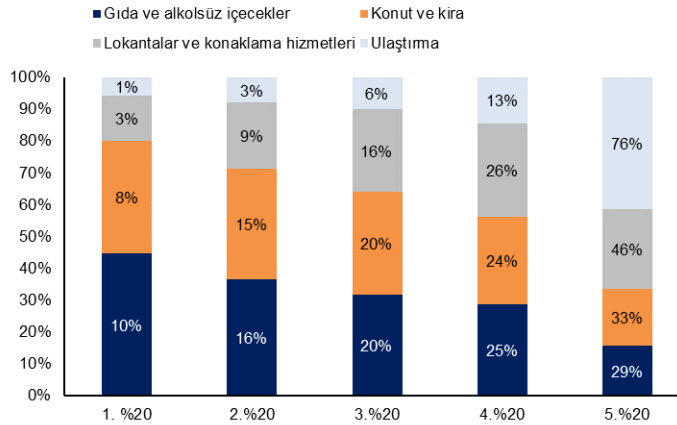
Kira enflasyonu, hane halkı talebini kısıtlayan en önemli faktör olarak ortaya çıktı. 2025'te kira enflasyonu ortalama %78 civarında seyrederek, ortalama %35 olan genel TÜFE'yi önemli ölçüde geride bıraktı. TÜİK'in Haziran 2025 (2024 verileri) hane halkı tüketim anketine göre, kira harcamalarının payı 2 puan artarak 2024 yılında %26'ya yükselirken, gıda tüketiminin payı aynı dönemde %3 azalarak %18'e düştü. Bu değişim, artan konut maliyetlerinin hem isteğe bağlı harcamaları hem de özellikle temel tüketimi nasıl giderek daha fazla kısıtladığını açıkça göstermektedir.

İleriye dönük olarak, kira artışları genellikle son 12 aylık ortalama TÜFE'ye endeksli olarak yapılmaktadır. Enflasyonun düşüş gösterdiği bir ortamda, bu durum 2026'daki kira artışlarının asgari ücret artışlarının üzerinde kalacağı anlamına gelir; çünkü bu artışlar mevcut dinamiklerden ziyade tarihsel enflasyonu yansıtmaya devam edecektir. Sonuç olarak, genel enflasyon ılımlı olsa bile, hane halkı toplam harcamalarındaki kira payının artmaya devam etmesini bekliyoruz.

Önemli olarak, kira enflasyonunun talebi en çok baskılayan faktör olmaya devam etmesine rağmen, 2025'te başında son 12 aylık ortalama TÜFE'nin 2024'te ~%59 olduğu zamana kıyasla marjinal etkisinin daha az şiddetli olacağına inanıyoruz. Enflasyonun düşüş eğiliminde olması ve reel satın alma gücünün istikrar kazanmasıyla birlikte, tüketim görünümünün göreceli olarak iyileşmesini bekliyoruz. **Biz, kiranın talebin yukarı yönlü hareketini sınırlamaya devam edeceğini, ancak geçen yılki kadar tüketim üzerinde rol oynamayacağını düşünüyoruz.**

Tüketicinin yüksek gelirli hane halkı grupları arasında yoğunlaşmasıyla daha da artmaktadır. Hane halkları beş gelir dilimine (her biri %20) ayrıldığında, **en üst %40'lık gelir grubu toplam gıda harcamalarının %54'ünü ve toplam kira harcamalarının %57'sini oluşturmaktadır**. Bu yoğunlaşma, kira enflasyonunun gıda tüketiminin büyük kısmını yönlendiren tüketici kesimlerini orantısız bir şekilde etkilediğini ve kiranın talebi döngüsel değil yapısal bir şekilde kısıtladığını göstermektedir.

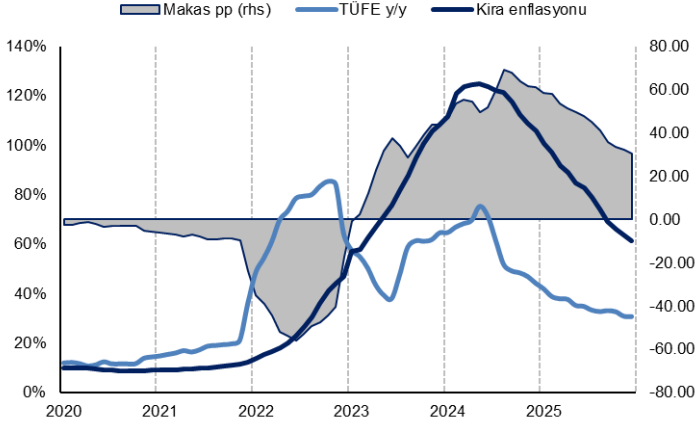
**Şekil 17: Gelir gruplarına göre hane halkı tüketimi**



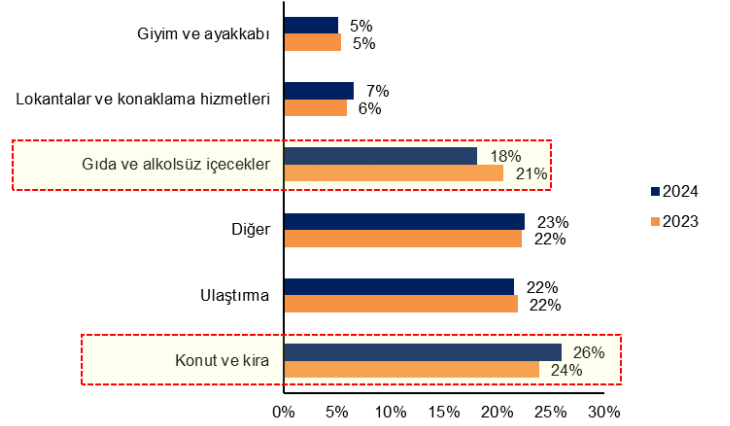
Kaynak: TUIK, YKY Araştırma

Bizce, bu dinamik, toplam tüketici talebi için en önemli olumsuz risklerden birini temsil etmektedir. Özellikle yüksek gelirli haneler arasında, artan kira maliyetleri harcanabilir gelirin giderek artan bir payını emdikçe, gıda ve hızlı tüketim malları tüketimi üzerindeki yayılma etkisi, yalnızca genel satın alma gücü göstergelerinin gösterdiğinden daha belirgin olabilir. Bu, kademeli olarak iyileşen enflasyon ortamına rağmen, talep toparlanma hızına ilişkin temkinli duruşumuzu desteklemektedir. Asgari ücret artışının tetiklediği daha geniş tabanlı bir talep

ivmesi, harcamaları temel ihtiyaçlarla daha sıkı bağlantılı olan düşük gelirli gruplar arasında tüketimi destekleyerek bu baskıları kısmen dengeleyecektir. Bu bağlamda, asgari ücret artışı, isteğe bağlı harcamalara dayalı bir toparlanmayı tetiklemekten ziyade, talep için istikrarlı bir taban görevi görmektedir. Genel olarak, tüketici talebindeki toparlanmanın, kalıcı kira maliyeti baskıları ve reel satın alma gücündeki mütevazı iyileşmeler arasındaki etkileşimle şekillenmesini bekliyoruz.

**Şekil 18: Kira ve manşet TÜFE**

Kaynak: TUIK, YKY Araştırma

**Şekil 19: Hane halkı tüketiminin dağılımı**

Kaynak: TUIK, YKY Araştırma

### Turizm: Hacim için bir tampon görevi görüyor

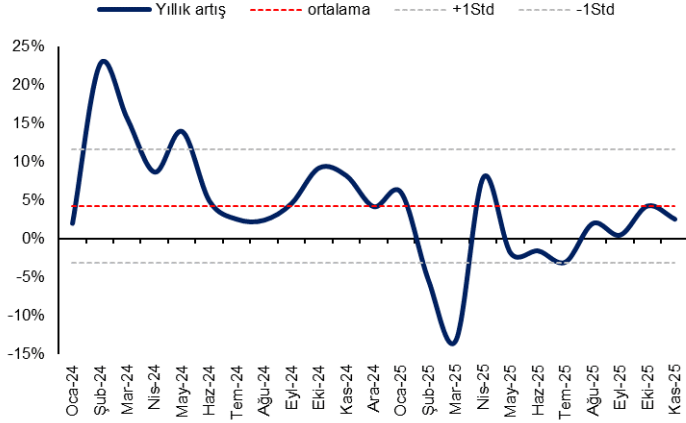
Turizmdeki toparlanma, içecek talebine seçici bir destek sağlıyor. Turist sayıları 11A25'te genel olarak yatay kaldı ve bu durum büyük ölçüde 1Ç25'deki zayıflıktan kaynaklanıyor. Bununla birlikte, 3Ç25'te turist sayılarındaki toparlanma, özellikle Coca-Cola İçecek (CCI) ve Anadolu Efes gibi içecek üreticilerinin finansal performansına, özellikle de yoğun sezonda, önemli bir hacimsel destek sağladı.

Turist sayısında herhangi bir düşüş olması durumunda, içecek üreticilerinin yanı sıra, en olumsuz etkileneceğini düşündüğümüz gıda perakendecisi Migros'tur (mağazalarının yaklaşık %10'u sezonluk mağazalardır), onu Sok (%6) ve Bim (%3) takip etmektedir.

Ayrıca, 4Ç25'te gelen turist sayısındaki iyileşme eğiliminin, iç turizmdeki düşüşü kısmen telafi etmeye yardımcı olmasını bekliyoruz. Önemli olarak, turistler 2025 yılında toplam harcamalarının %21'ini yiyecek ve içeceklerle ayırdı (2024'te bu oran %19 idi), bu da turizm odaklı tüketimin sektör için artan önemini vurguluyor.

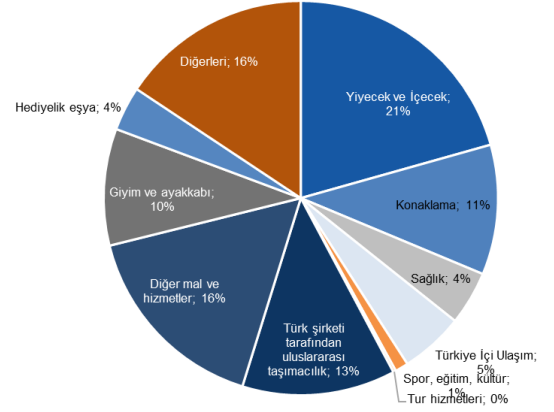
Bununla birlikte, turizm hacimleri desteklemeye devam etse de, güçlü TL nedeniyle reel gelir büyümesinin baskı altında kalması muhtemeldir; bu durum fiyat esnekliğini sınırlamakta ve döviz kuruna bağlı gelir artışını kısıtlamaktadır. Bu bağlamda, turizm bir büyüme motoru olmaktan ziyade bir tampon görevi görerek hacimleri istikrara kavuşturmakta, ancak tek başına geniş tabanlı bir gelir artışını tetiklemekte yetersiz kalmaktadır.

Şekil 20: Turist sayılarındaki yıllık artış



Kaynak: İstanbul kültür ve turizm bakanlığı, YKY Araştırma

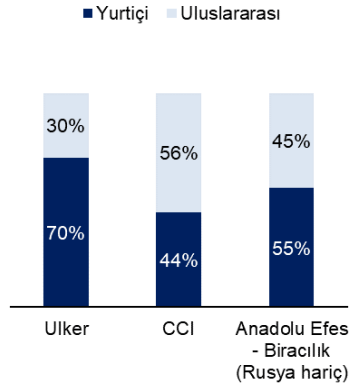
Şekil 21: Turistlerin harcamaları



Kaynak: TUIK, YKY Araştırma

### Uluslararası pazarlar: Üreticiler için ana itici güç

Uluslararası operasyonlar, inceleme kapsamımızdaki üreticiler için hacimler açısından birincil itici güç olmaya devam ediyor. Yurtdışı faaliyetlerini sadece döngüsel bir büyüme aracı olarak değil, aynı zamanda uzun vadeli değer yaratma bir itici gücü olarak da görüyoruz. Bu bağlamda, Kazakistan, Coca-Cola İçecek (CCI), Anadolu Efes ve Ülker'in önemli ölçüde faaliyet gösterdiği en stratejik pazarlardan biri olarak öne çıkıyor. **Bakır fiyatlarındaki keskin artışın, ulusal gelir büyümesini destekleyeceğini ve dolayısıyla ülkedeki tüketim dinamiklerini güçlendireceğini düşünüyoruz.**



Genel olarak, üreticilerin uluslararası alanda varlık göstermelerini yapısal olarak tercih ediyoruz; çünkü faaliyet gösterdikleri coğrafyalar ağırlıklı olarak Avrupa ve Türkiye'ye kıyasla daha yüksek büyüme potansiyeline ve önemli ölçüde daha düşük kişi başı tüketimle sahip gelişmekte olan pazarlardır. Bu kombinasyon, iç talebin baskı altında kaldığı dönemlerde bile hacme dayalı büyüme için bir avantaj sunmaktadır.

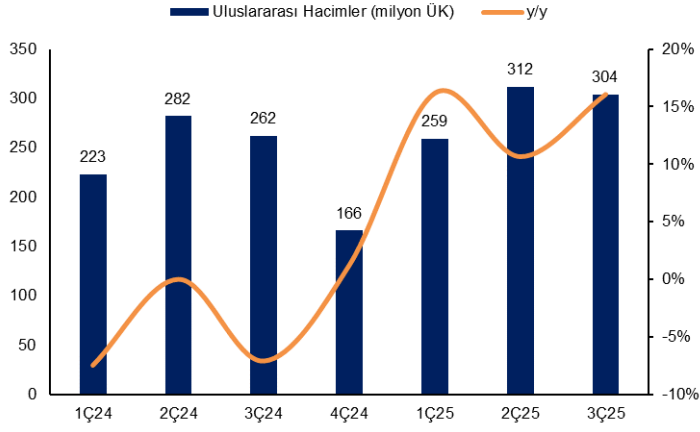
Aşağıda, IMF projeksiyonlarına dayanarak, üreticilerin faaliyet gösterdiği coğrafyalar için uzun vadeli makro görünümü sunuyoruz (Tablo 3). Buna göre, üreticiler için modellerimizde IMF'in makroekonomik tahminlerini baz aldık.

Tablo 3: Ülke Kartı

| Yıllık kişi başı Gayri safi yurtiçi hasılat artışı (USD, cari fiyatlarla) |                 | 2022   | 2023   | 2024  | 2025   | 2026  | 2027  | 2028  | 2029  | 2030  |
|---------------------------------------------------------------------------|-----------------|--------|--------|-------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|
| CCI                                                                       | Kazakistan      | 7,0%   | 7,5%   | 6,0%  | 7,3%   | 5,5%  | 4,8%  | 3,7%  | 4,2%  | 4,3%  |
|                                                                           | Özbekistan      | 14,3%  | 11,3%  | 9,1%  | 17,4%  | 13,4% | 9,4%  | 8,6%  | 8,1%  | 8,3%  |
|                                                                           | Azerbaycan      | 43,1%  | -8,7%  | 1,4%  | 1,7%   | 3,4%  | 4,5%  | 4,8%  | 4,8%  | 4,8%  |
|                                                                           | Pakistan        | 5,1%   | -12,1% | 8,3%  | 8,9%   | -     | -     | -     | -     | -     |
|                                                                           | Irak            | 33,2%  | -8,4%  | 0,5%  | -7,2%  | 0,7%  | 2,9%  | 3,6%  | 3,8%  | 3,8%  |
| Anadolu Efes                                                              | Kazakistan      | 7,0%   | 7,5%   | 6,0%  | 7,3%   | 5,5%  | 4,8%  | 3,7%  | 4,2%  | 4,3%  |
|                                                                           | Moldova         | 8,6%   | 18,4%  | 12,1% | 9,7%   | 9,0%  | 11,1% | 11,3% | 11,3% | 11,2% |
|                                                                           | Gürcistan       | 33,8%  | 21,7%  | 10,9% | 10,8%  | 7,5%  | 5,6%  | 5,6%  | 5,6%  | 5,6%  |
|                                                                           | Ukrayna         | -3,7%  | 13,6%  | 7,3%  | 11,5%  | 5,3%  | 4,3%  | 6,8%  | 6,7%  | 6,5%  |
| Ulker                                                                     | Kazakistan      | 7,0%   | 7,5%   | 6,0%  | 7,3%   | 5,5%  | 4,8%  | 3,7%  | 4,2%  | 4,3%  |
|                                                                           | Mısır           | 10,6%  | -18,5% | -4,5% | -10,6% | 12,2% | 7,5%  | 8,6%  | 8,1%  | 6,9%  |
|                                                                           | Suudi Arabistan | 20,6%  | -6,1%  | -2,9% | 0,3%   | 1,7%  | 2,7%  | 3,0%  | 3,0%  | 2,8%  |
| Ortalama Enflasyon                                                        |                 | 2022   | 2023   | 2024  | 2025   | 2026  | 2027  | 2028  | 2029  | 2030  |
| CCI                                                                       | Kazakistan      | 15,0%  | 14,5%  | 8,7%  | 11,4%  | 11,2% | 10,5% | 9,1%  | 7,7%  | 5,9%  |
|                                                                           | Özbekistan      | 11,4%  | 10,0%  | 9,6%  | 9,1%   | 7,3%  | 6,3%  | 5,0%  | 5,0%  | 5,0%  |
|                                                                           | Azerbaycan      | 13,9%  | 8,8%   | 2,2%  | 5,7%   | 4,5%  | 4,0%  | 4,0%  | 4,0%  | 4,0%  |
|                                                                           | Pakistan        | 12,2%  | 29,2%  | 23,4% | 4,5%   | 6,0%  | 6,5%  | 6,5%  | 6,5%  | 6,5%  |
|                                                                           | Irak            | 5%     | 4%     | 3%    | 2%     | 3%    | 3%    | 3%    | 4%    | 4%    |
| Anadolu Efes                                                              | Kazakistan      | 15,0%  | 14,5%  | 8,7%  | 11,4%  | 11,2% | 10,5% | 9,1%  | 7,7%  | 5,9%  |
|                                                                           | Moldova         | 28,7%  | 13,4%  | 4,7%  | 7,7%   | 5,5%  | 5,0%  | 5,0%  | 5,0%  | 5,0%  |
|                                                                           | Gürcistan       | 11,9%  | 2,5%   | 1,1%  | 3,9%   | 3,4%  | 3,0%  | 3,0%  | 3,0%  | 3,0%  |
|                                                                           | Ukrayna         | 20,2%  | 12,9%  | 6,5%  | 12,6%  | 7,6%  | 5,3%  | 5,0%  | 5,0%  | 5,0%  |
| Ulker                                                                     | Kazakistan      | 15,0%  | 14,5%  | 8,7%  | 11,4%  | 11,2% | 10,5% | 9,1%  | 7,7%  | 5,9%  |
|                                                                           | Mısır           | 8,5%   | 24,4%  | 33,3% | 20,4%  | 11,8% | 9,6%  | 6,7%  | 5,5%  | 5,3%  |
|                                                                           | Suudi Arabistan | 2,5%   | 2,3%   | 1,7%  | 2,1%   | 2,0%  | 2,0%  | 2,0%  | 2,0%  | 2,0%  |
| Yıllık Nüfus Artışı                                                       |                 | 2022   | 2023   | 2024  | 2025   | 2026  | 2027  | 2028  | 2029  | 2030  |
| CCI                                                                       | Kazakistan      | 3,4%   | 1,3%   | 1,3%  | 1,1%   | 1,0%  | 1,1%  | 1,0%  | 1,0%  | 1,0%  |
|                                                                           | Özbekistan      | 2,1%   | 2,2%   | 2,5%  | 2,1%   | 2,1%  | 2,1%  | 2,1%  | 2,1%  | 2,1%  |
|                                                                           | Azerbaycan      | 0,3%   | 0,7%   | 1,2%  | 1,2%   | 1,3%  | 1,1%  | 1,2%  | 1,2%  | 1,2%  |
|                                                                           | Pakistan        | 2,0%   | 2,0%   | 1,9%  | 1,9%   | 1,9%  | 1,9%  | 1,9%  | 1,9%  | 1,9%  |
|                                                                           | Irak            | 2,6%   | 2,5%   | 2,5%  | 2,5%   | 2,5%  | 2,4%  | 2,4%  | 2,4%  | 2,3%  |
| Anadolu Efes                                                              | Kazakistan      | 3,4%   | 1,3%   | 1,3%  | 1,1%   | 1,0%  | 1,1%  | 1,0%  | 1,0%  | 1,0%  |
|                                                                           | Moldova         | -2,3%  | -3,1%  | -2,8% | -1,7%  | -1,7% | -1,7% | -1,7% | -1,8% | -1,8% |
|                                                                           | Gürcistan       | -1,1%  | 1,4%   | -1,1% | -0,3%  | 0,0%  | 0,0%  | -0,3% | 0,0%  | 0,0%  |
|                                                                           | Ukrayna         | -15,8% | -1,4%  | -2,0% | -1,4%  | 1,6%  | 1,9%  | -0,1% | -0,1% | -0,1% |
| Ulker                                                                     | Kazakistan      | 3,4%   | 1,3%   | 1,3%  | 1,1%   | 1,0%  | 1,1%  | 1,0%  | 1,0%  | 1,0%  |
|                                                                           | Mısır           | 1,5%   | 1,5%   | 2,0%  | 2,0%   | 2,0%  | 2,0%  | 2,0%  | 2,0%  | 3,0%  |
|                                                                           | Suudi Arabistan | 4,5%   | 4,8%   | 4,7%  | 2,0%   | 2,0%  | 2,0%  | 2,0%  | 2,0%  | 2,0%  |

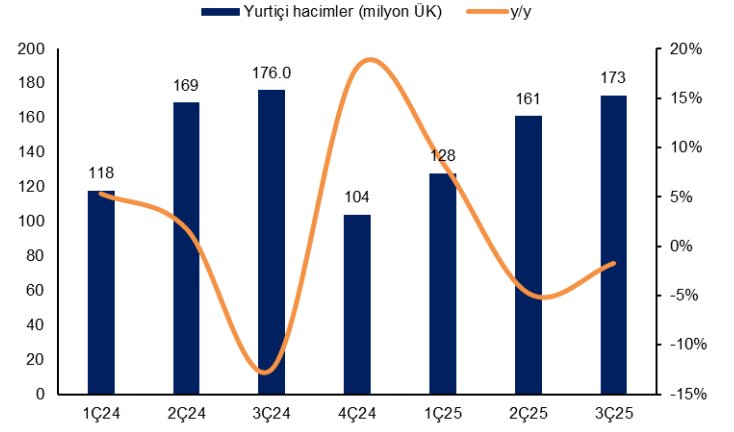
Kaynak: IMF, YKY Araştırma

**Şekil 22: CCI Uluslararası hacimler**



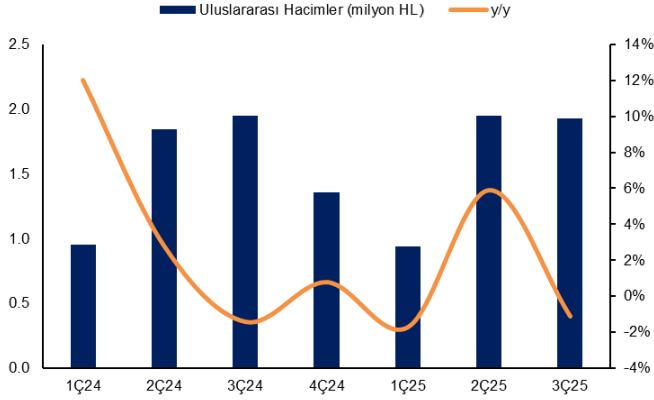
Kaynak: Şirket, YKY Araştırma

**Şekil 23: CCI Yurtiçi hacimler**



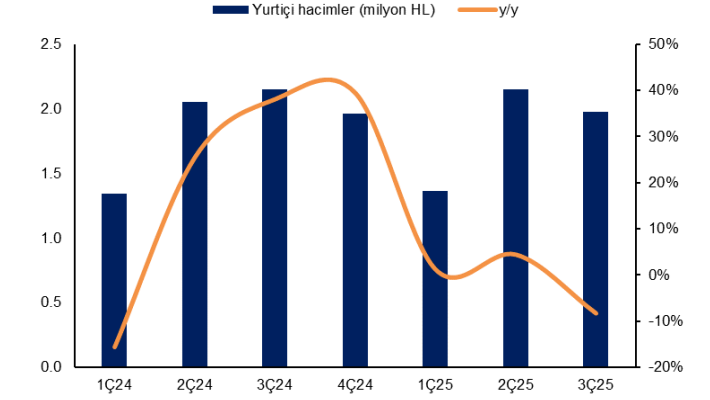
Kaynak: Şirket, YKY Araştırma

**Şekil 24: Anadolu Efes uluslararası hacimler (Rusya hariç)**



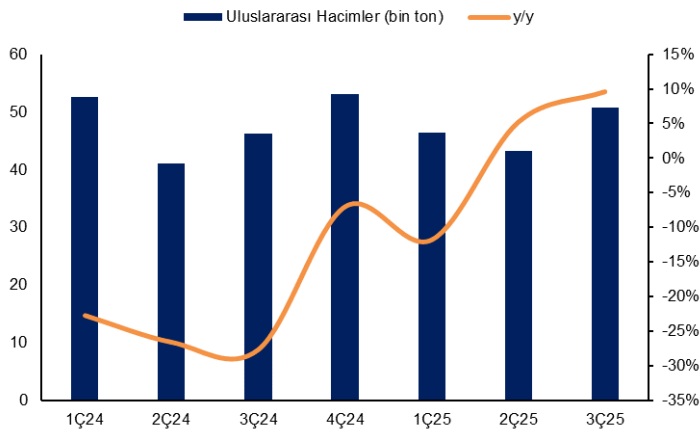
Kaynak: Şirket, YKY Araştırma

**Şekil 25: Anadolu Efes Yurtiçi hacimler**



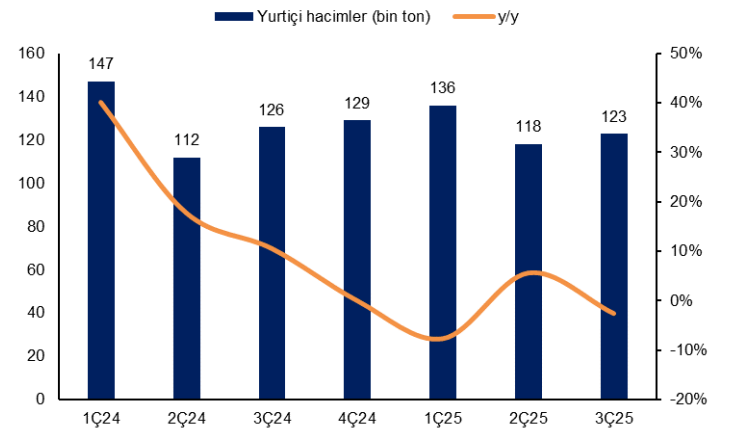
Kaynak: Şirket, YKY Araştırma

**Şekil 26: Ulker Uluslararası hacimler**



Kaynak: Şirket, YKY Araştırma

**Şekil 27: Ulker Yurtiçi hacimler**



Kaynak: Şirket, YKY Araştırma

## EK 1. Brüt Kar Marjlarının Küresel Gıda Fiyatlarına Duyarlılığı

İnceleme kapsamımızdaki hızlı tüketim malları şirketlerinin brüt karlılığının küresel gıda fiyatlarındaki hareketlere duyarlılığını değerlendirmek için bir regresyon analizi gerçekleştirdik. Beklendiği gibi, sonuçlar üreticilerin girdi maliyeti dalgalanmalarına perakendecilerden yapısal olarak daha fazla maruz kaldığını ve bunun da emtia fiyat dalgalanmalarına daha doğrudan maruz kalmalarını yansıttığını göstermektedir.

Çerçevemizin sağlamlığını test etmek için, modelin geçmişe dönük olarak çalıştırılmasıyla, geçmişteki marj trendlerini yakalama yeteneği değerlendirildi. Girdi maliyetleri ve brüt kar marjları arasındaki ilişki yönsel tutarlılık gösterse de, genel istatistiksel anlamlılık nispeten zayıf kaldı. Bu sonucu büyük ölçüde şirketlerin önceden satın alma stratejilerine, riskten korunma uygulamalarına ve stokla ilgili kazanç veya kayıplara bağlıyoruz; bunların tümü, hammadde fiyat hareketlerinin şirketlerin marjlarına yansımaları öngörme amacındadır.

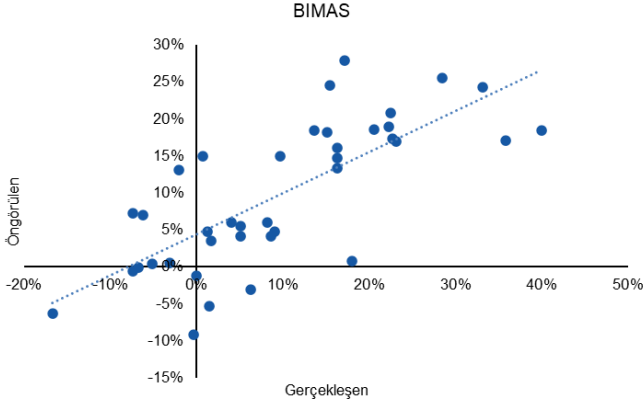
Hatırlatmak gerekirse, muhasebe uygulamaları çoğu zaman gerçek durumu yeterince yansıtmaz. Analizlerimizin şirketlerin UFRS raporlarından türetildiğine ve bu raporlarda mevcut olabilecek eksiklikleri dikkate almanın faydalı olduğuna inanıyoruz.

Satılan malların maliyetini tahmin ederken, USD cinsinden girdi fiyatlarını temel aldık ve bu nedenle mal maliyeti dinamiklerini USD cinsinden modelledik. Analiz edilen şirketler arasında Ülker, en yüksek açıklayıcı gücü gösterirken, CCI en zayıf ilişkiyi sergiledi.

Analizimizde kullanılan emtia sepeti şeker, kakao, buğday, palm yağı, arpa, süt ürünleri, Brent, et, gıdasal yağlar ve alüminyumdan oluşmaktadır. Her girdi her şirket için doğrudan ilgili olmasa da, amaç emtia fiyat hareketlerinin toplam etkisini yakalamak ve farklı iş modellerinin küresel gıda ve ambalaj maliyetlerindeki dalgalanmalara nasıl tepki verdiğini değerlendirmektir.

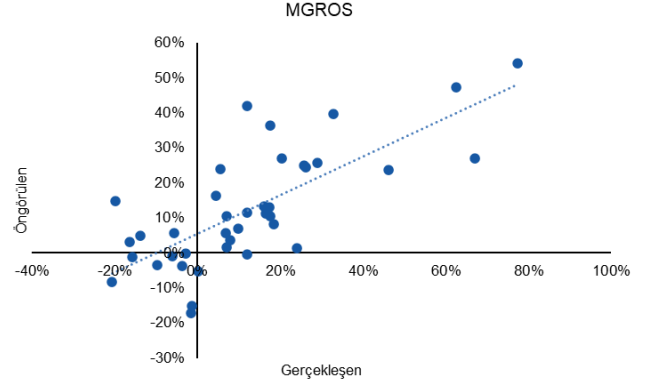
**Genel olarak, bu çalışmayı kesin bir tahmin aracı olmaktan ziyade yönlendirici bir araç olarak görüyoruz; bu da şirketleri girdi maliyeti dalgalanmalarına yapısal olarak maruz kalmaları ve döngü boyunca marj baskılarını yönetme yetenekleri temelinde ayırt etmemize yardımcı oluyor.**

**Şekil 28: BIMAS gerçekleşen maliyet değişimi ve öngörülen**



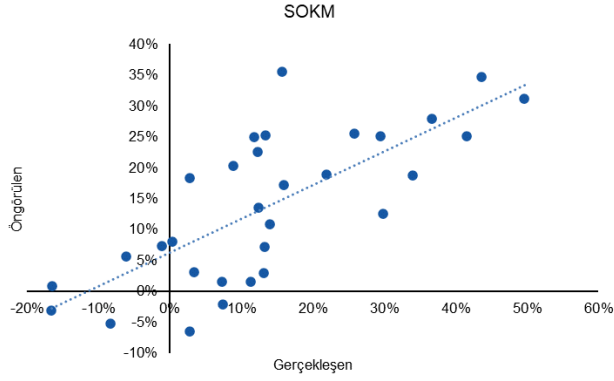
Kaynak: Bloomberg, Şirket, YKY Araştırma

**Şekil 29: MGROS gerçekleşen maliyet değişimi ve öngörülen**



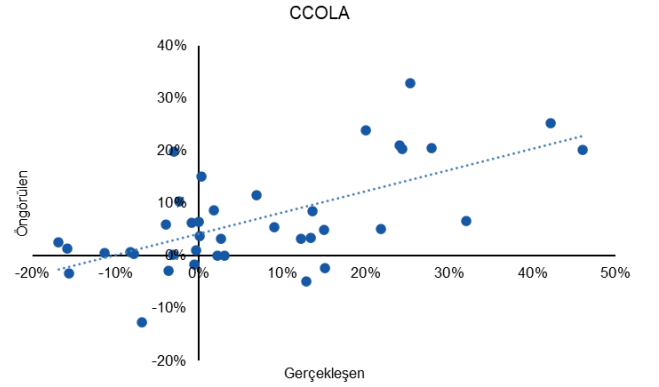
Kaynak: Bloomberg, Şirket, YKY Araştırma

**Şekil 30: SOKM gerçekleşen maliyet değişimi ve öngörülen**



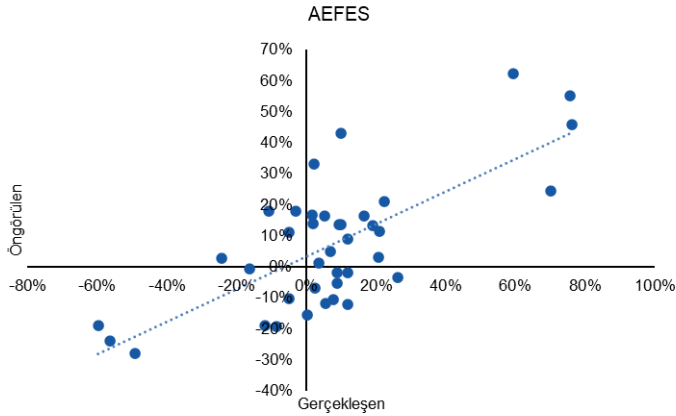
Kaynak: Bloomberg, Şirket, YKY Araştırma

**Şekil 31: CCOLA gerçekleşen maliyet değişimi ve öngörülen**



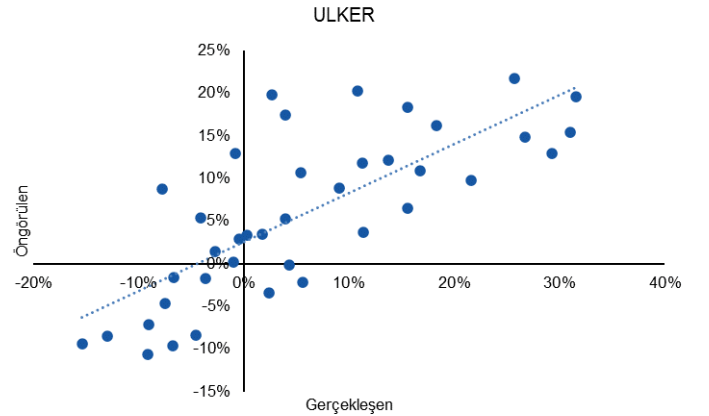
Kaynak: Bloomberg, Şirket, YKY Araştırma

**Şekil 32: AEFES gerçekleşen maliyet değişimi ve öngörülen**



Kaynak: Bloomberg, Şirket, YKY Araştırma

**Şekil 33: ULKER gerçekleşen maliyet değişimi ve öngörülen**



Kaynak: Bloomberg, Şirket, YKY Araştırma

## ANADOLU EFES

## Köpük yok, kanıt var

Anadolu Efes için AL tavsiyemizi koruyor ve 12 aylık hedef fiyatımızı 25TL/hisse olarak revize ediyoruz (önceki: 29,7 TL). Rusya operasyonlarına geçici yönetim atamasının ardından hisse, son bir yılda BIST-100'ün %23 gerisinde performans gösterdi. 2026'da karmaşık bir tablo görüyoruz. Yurt içinde satın alma gücünde toparlanmaya dair sinyaller görülse de değişen tüketici tercihleri ve yüksek promosyon yoğunluğu fiyatlar üzerinde baskı yaratmaya devam ediyor. Rusya'dan nakit girişinin kesilmesi ve Türkiye operasyonlarının işletme sermayesi ihtiyacının, yüksek faiz ortamına denk gelmesi eş zamanlı olduğundan yurt içi nakit akışı olumsuz etkilendi. Rusya'nın konsolidasyon dışı kalması ölçeği azaltmış olsa da şirketin mevcut faaliyet alanlarında gizli değer barındırdığı görüşündeyiz. Bununla birlikte, Rusya hikâyesine ilişkin netlik, anlamlı bir yeniden değerlendirme için kritik önem taşımaya devam ediyor. 2026 tahminlerimize göre hisse, 6,8x FD/VAFÖK ile işlem görmekte olup, mevcut risk-getiri dengesi dikkate alındığında bu seviyeyi genel olarak makul buluyoruz.

- Marjlar dirençli.** Görece düşük marjlı Rusya operasyonlarının konsolidasyonu bira operasyonları VAFÖK marjını %15–16 bandında sınırlıyordu. Ancak, fiyatlama zorluklarına rağmen, Rusya hariç bira marjı 9A25 itibarıyla ~%15 ile hala baskı altında kalmakta. 2026'dan itibaren marjların, fiyatlama disiplini ve Rusya dışı operasyonların daha güçlü marj profilleri desteğiyle ~%16'ya yükselmesini öngörüyoruz.
- 2026'da reel büyümeye dönüş.** 2025'te (Rusya ve CCI hariç) yıllık %4 reel gelir daralması bekliyoruz. Rusya'nın konsolidasyon dışı kalmaya devam etmesi varsayımıyla, 2026'da yıllık %4 reel gelir artışı öngörüyoruz. Bu artışın normalleşme etkileri ve tüketici dinamiklerindeki sınırlı iyileşmeden kaynaklanmasını bekliyoruz.
- Nakit akışı toparlanması kritik.** Yüksek borçluluk ve finansman koşulları, Türkiye'de nakit üretimini sınırlamaya devam ediyor. Türkiye operasyonları, mevcut durumda uluslararası operasyonlarının gerisinde bulunuyor. Marj toparlanması ve daha dengeli bir finansman yapısıyla, yurt içi nakit üretiminde zaman içinde kademeli bir iyileşme

## Konsolide Finansallar ve Çarpanlar

| (milyon TL)*              | 2024    | Δ    | 2025T   | Δ    | 2026T   | Δ   | 2027T   | Δ  |
|---------------------------|---------|------|---------|------|---------|-----|---------|----|
| Net satışlar              | 231.354 | 0%   | 244.373 | -19% | 316.861 | 5%  | 384.070 | 3% |
| VAFÖK                     | 38.191  | -2%  | 39.392  | -21% | 56.240  | 15% | 70.187  | 5% |
| Net Kar                   | 13.117  | -59% | 13.339  | -22% | 16.323  | 2%  | 19.634  | 6% |
| F/K (x)                   | 8,9     |      | 7,0     |      | 5,7     |     | 4,8     |    |
| FD/VAFÖK (x)              | 5,9     |      | 8,2     |      | 6,8     |     | 6,0     |    |
| FD/Satış (x)              | 1,0     |      | 1,3     |      | 1,2     |     | 1,1     |    |
| Hisse Başına Kar (TL)     | 22,2    |      | 2,3     |      | 2,8     |     | 3,3     |    |
| Temettü Verimi (*)        | 0,9%    |      | 0,8%    |      | 2,1%    |     | 2,7%    |    |
| Serbest Nakit Akış Verimi | 11,7%   |      | -1,3%   |      | 0,8%    |     | 29,5%   |    |

(\*) Bakıyerler ilgili dönemin dönem sonu TÜFE'sine endeksli

(\*\*) temettü verimi ödeme yılına göre hesaplanmıştır, FD'de en son açıklanan net borç kullanılmıştır

Kaynak: Şirket Finansallar, YKY Araştırma

ANADOLU  
EFES

Öneri

AL

Hedef Fiyat

TL25,00

Potansiyel Getiri

52%

## Fiyat Bilgileri

| Kodu                               | AEFES.TI / AEFES.IS |
|------------------------------------|---------------------|
| İşlem Gördüğü Pazar (*)            | Yıldız Pazar        |
| Kapanış Fiyatı                     | TL16,40             |
| Piyasa Değeri (TL/US\$ mn)         | 97.105 / 2.255      |
| Hisse Sayısı (mn)                  | 5.921               |
| Saklama Oranı                      | 32%                 |
| 3 ay ort. işlem hacmi (TL/US\$ mn) | 1.136,05 / 26,85    |

## Fiyat Aralığı (Yüksek / Düşük) (TL)

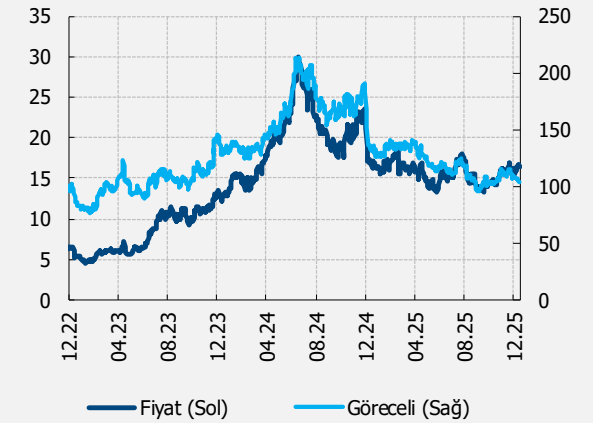
|                        |               |
|------------------------|---------------|
| 1 Aylık                | 16,83 / 15,58 |
| 1 Yıllık               | 18,84 / 13,27 |
| Sene başından itibaren | 16,60 / 15,71 |

## Performans (TL)

## Nominal

## Göreceli

|                        |     |      |
|------------------------|-----|------|
| 1 Aylık                | 0%  | -7%  |
| 3 Aylık                | 19% | 4%   |
| 1 Yıllık               | -1% | -22% |
| Sene başından itibaren | 4%  | -4%  |



| Finansal Özet (milyon TL) - TMS29 dahil* | 2023    | 2024    | 2025T   | 2026T   | 2027T   |
|------------------------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| <b>Gelir Tablosu</b>                     |         |         |         |         |         |
| Net satışlar                             | 159.877 | 231.354 | 244.373 | 316.861 | 384.070 |
| Brüt Kar                                 | 59.000  | 91.008  | 90.628  | 123.742 | 151.577 |
| Faaliyet giderleri                       | 39.526  | 64.271  | 66.365  | 87.723  | 105.177 |
| VAFÖK (**)                               | 27.046  | 38.191  | 39.392  | 56.240  | 70.187  |
| Amortisman                               | 7.571   | 11.454  | 15.129  | 20.220  | 23.787  |
| Faaliyet gelirleri                       | 19.474  | 26.737  | 24.263  | 36.020  | 46.400  |
| Finansal gelir/gider (***)               | 21.417  | 4.993   | -2.486  | 1.107   | 5.702   |
| Diğer gelir/gider                        | 561     | -734    | 3.950   | 2.025   | 2.395   |
| İştirak Karı / Zararı                    | -144    | -4      | 7       | -2      | -2      |
| Vergi öncesi kar                         | 41.309  | 30.992  | 25.733  | 39.150  | 54.495  |
| Vergi                                    | -7.911  | -7.652  | -6.495  | -13.037 | -17.245 |
| Azınlık hisseleri / diğer                | 11.413  | 10.228  | 5.899   | 9.790   | 17.617  |
| Net Kar                                  | 22.129  | 13.117  | 13.339  | 16.323  | 19.634  |
| <b>Bilanço</b>                           |         |         |         |         |         |
| Nakit ve nakit benzerleri                | 41.648  | 54.460  | 47.666  | 64.860  | 96.354  |
| Stoklar                                  | 24.878  | 30.209  | 24.947  | 31.336  | 37.725  |
| Ticari alacaklar                         | 15.381  | 21.785  | 37.834  | 49.057  | 59.463  |
| Diğer alacaklar                          | 8.222   | 14.843  | 16.247  | 20.133  | 22.407  |
| Dönen Varlıklar                          | 90.128  | 121.297 | 126.694 | 165.386 | 215.948 |
| Maddi duran varlıklar                    | 57.615  | 81.244  | 91.818  | 114.981 | 135.029 |
| Finansal yatırımlar                      | 11      | 38      | 55.870  | 71.857  | 88.237  |
| Diğer duran varlıklar                    | 117.471 | 149.643 | 158.105 | 198.191 | 222.070 |
| Duran Varlıklar                          | 175.098 | 230.925 | 305.794 | 385.030 | 445.335 |
| Toplam Varlıklar                         | 265.226 | 352.222 | 432.488 | 550.416 | 661.284 |
| Kısa vadeli finansal borçlar             | 22.788  | 32.047  | 46.318  | 60.161  | 73.164  |
| Ticari borçlar                           | 33.059  | 49.518  | 45.208  | 56.785  | 68.363  |
| Diğer kısa vadeli yükümlülükler          | 22.650  | 25.762  | 29.524  | 39.449  | 47.047  |
| Kısa Vadeli Yükümlülükler                | 78.498  | 107.327 | 121.049 | 156.396 | 188.574 |
| Uzun vadeli finansal borçlar             | 36.280  | 46.636  | 58.169  | 77.821  | 94.642  |
| Diğer uzun vadeli yükümlülükler          | 20.571  | 28.491  | 31.088  | 41.590  | 49.667  |
| Uzun Vadeli Yükümlülükler                | 56.850  | 75.127  | 89.257  | 119.412 | 144.309 |
| Azınlık Payları                          | 65.320  | 85.726  | 116.356 | 143.811 | 171.498 |
| Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar            | 129.878 | 169.768 | 105.826 | 130.797 | 156.902 |
| Toplam Kaynaklar                         | 265.226 | 352.222 | 432.488 | 550.416 | 661.284 |
| <b>Nakit Akış Tablosu</b>                |         |         |         |         |         |
| İşletme faaliyetlerinden                 | 23.833  | 32.413  | 48.263  | 23.619  | 54.894  |
| Yatırım faaliyetlerinden                 | -10.898 | -18.660 | -49.464 | -22.883 | -27.303 |
| Finansman faaliyetlerinden               | -8.399  | -16.846 | -22.858 | 5.118   | -7.319  |
| Temettü Ödemesi                          | -1.262  | -1.391  | -754    | -2.001  | -2.519  |
| Serbest Nakit Akışı                      | 12.934  | 13.754  | -1.202  | 736     | 27.591  |
| Net Borç                                 | 17.409  | 24.185  | 56.821  | 73.122  | 71.452  |
| <b>Ana Çarpanlar</b>                     |         |         |         |         |         |
| Brüt kar marjı                           | 36,9%   | 39,3%   | 37,1%   | 39,1%   | 39,5%   |
| VAFÖK marjı                              | 16,9%   | 16,5%   | 16,1%   | 17,7%   | 18,3%   |
| Net Kar marjı                            | 13,8%   | 5,7%    | 5,5%    | 5,2%    | 5,1%    |
| Sermaye Karlılığı                        | 17,0%   | 8,8%    | 9,7%    | 13,8%   | 13,6%   |
| Reel Gelir Büyümesi                      | 3%      | 0%      | -19%    | 5%      | 3%      |
| Reel VAFÖK Büyümesi                      | 7%      | -2%     | -21%    | 15%     | 5%      |
| Reel Net Kar Büyümesi                    | 44%     | -59%    | -22%    | 2%      | 6%      |
| Net Borç / Özkaynaklar (x)               | 0,1     | 0,1     | 0,5     | 0,6     | 0,5     |
| Net Borç / VAFÖK (x)                     | 0,6     | 0,6     | 1,4     | 1,3     | 1,0     |

Kaynak: Şirket Finansalları, YKY Araştırma

(\*) Bakıyalar ilgili dönemin dönem sonu TÜFE'sine endeksli

(\*\*) VAFÖK= (Satışlar-SMMM-Faaliyet Gideri+Amortisman) UFRS sonuçları ile uyumlu şirket sonuçlarından farklılık gösterebilir

(\*\*\*) Finansal gelir/gider parasal kazanç/kayıp içermektedir

## Sirket Tanımı

1969 yılında kurulan Anadolu Efes, Avrupa'nın 5. ve dünyanın 10. büyük bira üreticisidir. Bira işletmesi 6 ülkede (Türkiye, Rusya, Ukrayna, Kazakistan, Moldova ve Gürcistan) 21 bira fabrikasıyla faaliyet göstermektedir. Toplam üretim kapasitesi 52,3 milyon hektolitreye (Rusya hariç 20,6 milyon hektolitreye) olup yüzden fazla markaya hizmet vermektedir.

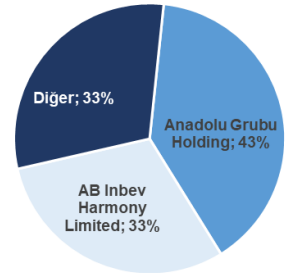
Şirket, 12 ülkeye hizmet veren ve en büyük on Coca-Cola şişeleme şirketinden biri olan Coca-Cola İçecek'in %50,3'üne sahiptir. Alkolsüz içecek faaliyetleri konsolide net satışların yaklaşık %75'ini, bira faaliyetleri ise %25'ini oluşturmaktadır.

## Potansiyel katalistler ve riskler

**Potansiyel katalistler:** i) Beklenenden daha güçlü talep; ii) Daha iyi operasyonel marjlar; iii) Rusya operasyonlarının geri dönüşü

**Potansiyel riskler:** i) Rekabet, ii) Mevzuat değişiklikleri/vergi artışı; iii) Hammadde fiyatlarındaki dalgalanmalar.

## Ortaklık Yapısı



## Değerleme

Anadolu Efes <AEFES TI> için 12 aylık hedef fiyatımızı, parçaların toplamı (SOTP) değerlendirme yöntemine dayanarak hisse başına 25 TL olarak belirledik. Şirketin faaliyet gösterdiği farklı coğrafyalar için farklı ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti (AOSM) varsaydık ve her coğrafyayı ayrı ayrı değerlendirdik. Mevcut belirsizlik nedeniyle Rusya operasyonlarını defter değeri üzerinden değerlendirdik.

**Şekil 1: YKY-AEFES Değerleme Özeti / TMS29 Öncesi**

|                             | 12 aylık hedef değer | metot         | Sahipik | AEFES payı     |
|-----------------------------|----------------------|---------------|---------|----------------|
| Bira Operasyonları          | 57.354               | İNA           | 100%    | 57.354         |
| CCI                         | 282.942              | İNA           | 50%     | 142.207        |
| Rusya Operasyonları         | 55.870               | Defter Değeri | 100%    | 55.870         |
| Azınlıklar (Biracılık)      |                      |               |         | 105.550        |
| <b>12 Aylık Hedef Değer</b> |                      |               |         | <b>149.881</b> |
| Ödenmiş Sermaye             |                      |               |         | 5.921          |
| <b>12 Aylık hedef fiyat</b> |                      |               |         | <b>25</b>      |
| Kapanış fiyatı              |                      |               |         | 16             |
| Getiri                      |                      |               |         | 52%            |

Kaynak: YKY Araştırma

## ANADOLU GRUBU HOLDING

## Göründüğünden daha fazlası var

AGHOL için AL tavsiyemizi devam ettiriyor, grup şirketlerine ilişkin güncellenmiş tahminlerimiz ve revize edilen makro varsayımlarımız doğrultusunda 12 aylık hedef fiyatımızı 50TL/hisse olarak güncelliyoruz (önceki: 53,2 TL). Ana varlıklardaki (MGROS ve CCI) olumlu momentumun sürmesini bekliyoruz. Anadolu Efes'in Rusya operasyonlarının konsolidasyon dışında kalmasına rağmen, Holding'in 2025/2026 yıllarında sırasıyla yıllık %4,5 / %5,3 reel gelir artışı ve %8 / %14 VAFÖK artışı bekliyoruz. Hisse, 2025 boyunca BIST-100'ün altında performans gösterdi. Grubun defansif çekirdek iş karması, coğrafi olarak çeşitlendirilmiş gelir yapısı, azalan borçluluğu (2025T: 0,9x Net Borç/VAFÖK) ve düşük net işletme sermayesi ihtiyacı dikkate alındığında, bu performans farkının tersine dönmesini bekliyoruz. Tahminlerimize göre AGHOL %37 net aktif değer (NAD) iskontosu ile işlem görmektedir.

- Perakende ve meşrubat faaliyetleri güçlü.** Perakende ve meşrubat iş kolları sağlam görünümünü koruyor. Seçici fiyat artışları ve dirençli hacim beklentisi desteğiyle, CCOLA'nın 2025'te yıllık %4 reel gelir artışı ve yıllık %1 reel VAFÖK artışı kaydetmesini bekliyoruz. Gıda perakendesi tarafında, iyileşen talep dinamikleri ve maliyet verimliliğine odaklanan dijitalleşme yatırımları etkisiyle Migros'un 2025'te yıllık %6 reel gelir artışı ve yıllık %34 VAFÖK artışı; 2026'da, %5 gelir artışı ve %11 VAFÖK artışı bekliyoruz. Buna karşılık, bira operasyonları zayıf seyrini sürdürmekte olup 2025'te gelirlerde ~%4, VAFÖK'te %10 düşüş öngörüyoruz (Rusya hariç). **Konsolide bazda (Rusya hariç), 2025/2026 yıllarında sırasıyla yıllık %4,5 / %5,3 reel gelir artışı ve %8 / %14 VAFÖK artışı bekliyoruz.**
- Borçluluk azaltımı planlandığı şekilde ilerliyor.** 2025'te hem ana hem de diğer iş kollarında kaydedilen güçlü performansın ardından, konsolide Net Borç/VAFÖK oranı 3Ç25'te 2Ç25'teki 1,5x'den 1,1x'e geriledi. Ana faaliyetlere yönelik olumlu beklentilerimiz doğrultusunda, 2025 ve 2026'da da borçluluğun azalmaya devam etmesini böylece, Net Borç/VAFÖK oranının sırasıyla 0,9x ve 0,8x seviyelerine iyileşmesini bekliyoruz.

## Konsolide Finansallar ve Çarpanlar

| (milyon TL)*              | 2024    | Δ    | 2025T   | Δ    | 2026T   | Δ   | 2027T     | Δ   |
|---------------------------|---------|------|---------|------|---------|-----|-----------|-----|
| Net satışlar              | 563.783 | 4%   | 680.756 | -8%  | 886.039 | 5%  | 1.080.732 | 3%  |
| VAFÖK                     | 56.370  | 14%  | 67.528  | -9%  | 96.533  | 16% | 129.277   | 13% |
| Net Kar                   | 5.181   | -82% | 5.375   | -21% | 9.825   | 48% | 18.947    | 63% |
| F/K (x)                   | 14,9    |      | 12,8    |      | 7,0     |     | 3,6       |     |
| FD/VAFÖK (x)              | 4,8     |      | 5,8     |      | 4,9     |     | 4,2       |     |
| FD/Satış (x)              | 0,5     |      | 0,6     |      | 0,5     |     | 0,5       |     |
| Hisse Başına Kar (TL)     | 21,3    |      | 2,2     |      | 4,0     |     | 7,8       |     |
| Temettü Verimi (*)        | 0,9%    |      | 1,8%    |      | 1,9%    |     | 3,4%      |     |
| Serbest Nakit Akış Verimi | 31,3%   |      | 1,0%    |      | 28,3%   |     | 43,4%     |     |

(\*) Bakıyerler ilgili dönemin dönem sonu TÜFE'sine endeksli

(\*\*) temettü verimi ödeme yılına göre hesaplanmıştır, FD'de en son açıklanan net borç kullanılmıştır

Kaynak: Şirket Finansallar, YKY Araştırma



Öneri

ANADOLU GRUBU

AL

Hedef Fiyat

TL50,00

Potansiyel Getiri

61%

## Fiyat Bilgileri

| Kodu                               | AGHOL.TI / AGHOL.IS |
|------------------------------------|---------------------|
| İşlem Gördüğü Pazar (*)            | Yıldız Pazar        |
| Kapanış Fiyatı                     | TL31,08             |
| Piyasa Değeri (TL/US\$ mn)         | 75.691 / 1.758      |
| Hisse Sayısı (mn)                  | 2.435               |
| Saklama Oranı                      | 34%                 |
| 3 ay ort. işlem hacmi (TL/US\$ mn) | 147,90 / 3,49       |

## Fiyat Aralığı (Yüksek / Düşük) (TL)

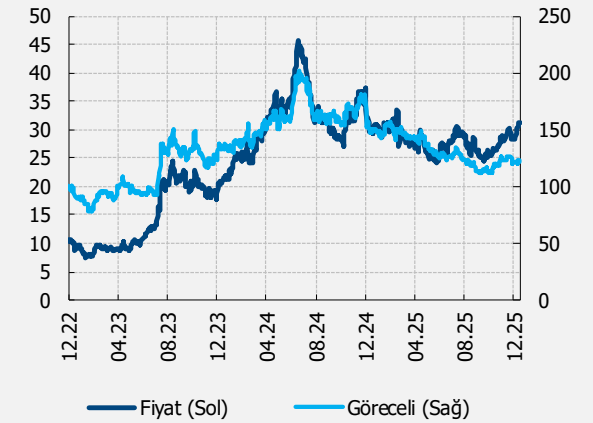
|                        |               |
|------------------------|---------------|
| 1 Aylık                | 31,26 / 28,18 |
| 1 Yıllık               | 33,49 / 24,30 |
| Sene başından itibaren | 31,26 / 28,70 |

## Performans (TL)

## Nominal

## Göreceli

|                        |     |      |
|------------------------|-----|------|
| 1 Aylık                | 4%  | -4%  |
| 3 Aylık                | 24% | 8%   |
| 1 Yıllık               | 4%  | -18% |
| Sene başından itibaren | 8%  | 0%   |



12 Ocak 2026 tarihi ile güncellenmiştir.

Göreceli performanslar BIST-100 Getiri Endeksine göre hesaplanmıştır

(\*) Pazar işlem kuralları için: www.borsaitanbul.com.tr/sayfa/506/pazarlar

Eren Ercis

eren.ercis@kyyatirim.com.tr

+90 212 319 83 66

Mustafa Görkem Göker

gorkem.goker@kyyatirim.com.tr

+90 212 319 79 49

| Finansal Özet (milyon TL) - TMS29 dahil* | 2023    | 2024    | 2025T   | 2026T   | 2027T     |
|------------------------------------------|---------|---------|---------|---------|-----------|
| <b>Gelir Tablosu</b>                     |         |         |         |         |           |
| Net satışlar                             | 375.468 | 563.783 | 680.756 | 886.039 | 1.080.732 |
| Brüt Kar                                 | 99.198  | 164.106 | 194.770 | 262.719 | 332.380   |
| Faaliyet giderleri                       | 79.451  | 130.375 | 159.965 | 212.047 | 260.918   |
| VAFÖK (**)                               | 34.152  | 56.370  | 67.528  | 96.533  | 129.277   |
| Amortisman                               | 14.405  | 22.639  | 32.723  | 45.861  | 57.815    |
| Faaliyet gelirleri                       | 19.747  | 33.731  | 34.805  | 50.672  | 71.461    |
| Finansal gelir/gider (***)               | 42.584  | 18.420  | 17.571  | 30.908  | 39.902    |
| Diğer gelir/gider                        | -2.791  | -15.271 | -14.841 | -16.217 | -14.879   |
| İştirak Karı /Zararı                     | 1.677   | -3.172  | -3.641  | -4.189  | -4.819    |
| Vergi öncesi kar                         | 61.217  | 33.708  | 33.894  | 61.174  | 91.665    |
| Vergi                                    | -10.303 | -10.216 | -12.177 | -28.702 | -38.042   |
| Azınlık hisseleri / diğer                | 29.624  | 21.518  | 16.342  | 22.647  | 34.677    |
| Net Kar                                  | 19.639  | 5.181   | 5.375   | 9.825   | 18.947    |
| <b>Bilanço</b>                           |         |         |         |         |           |
| Nakit ve nakit benzerleri                | 63.506  | 84.878  | 84.032  | 116.827 | 172.708   |
| Stoklar                                  | 52.812  | 71.172  | 66.777  | 85.789  | 115.084   |
| Ticari alacaklar                         | 18.445  | 25.951  | 44.121  | 57.183  | 69.675    |
| Diğer alacaklar                          | 12.081  | 18.137  | 19.771  | 23.749  | 25.530    |
| Dönen Varlıklar                          | 146.843 | 200.138 | 214.701 | 283.548 | 382.996   |
| Maddi duran varlıklar                    | 81.863  | 119.808 | 142.332 | 183.649 | 221.756   |
| Finansal yatırımlar                      | 7.083   | 8.971   | 60.287  | 77.534  | 95.228    |
| Diğer duran varlıklar                    | 156.010 | 214.783 | 251.751 | 321.794 | 372.526   |
| Duran Varlıklar                          | 244.957 | 343.562 | 454.369 | 582.978 | 689.510   |
| Toplam Varlıklar                         | 391.800 | 543.700 | 669.070 | 866.526 | 1.072.506 |
| Kısa vadeli finansal borçlar             | 40.122  | 52.587  | 59.606  | 76.767  | 93.669    |
| Ticari borçlar                           | 73.651  | 112.345 | 124.308 | 160.301 | 202.376   |
| Diğer kısa vadeli yükümlülükler          | 26.408  | 31.392  | 40.128  | 52.580  | 62.182    |
| Kısa Vadeli Yükümlülükler                | 140.182 | 196.324 | 224.042 | 289.647 | 358.227   |
| Uzun vadeli finansal borçlar             | 55.834  | 86.476  | 87.559  | 114.838 | 141.326   |
| Diğer uzun vadeli yükümlülükler          | 16.203  | 15.696  | 39.459  | 52.649  | 62.919    |
| Uzun Vadeli Yükümlülükler                | 72.037  | 102.171 | 127.018 | 167.487 | 204.245   |
| Azınlık Payları                          | 115.172 | 155.688 | 199.621 | 255.027 | 315.041   |
| Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar            | 64.410  | 89.517  | 118.390 | 154.365 | 194.993   |
| Toplam Kaynaklar                         | 276.628 | 388.012 | 669.070 | 866.526 | 1.072.506 |
| <b>Nakit Akış Tablosu</b>                |         |         |         |         |           |
| İşletme faaliyetlerinden                 | 41.822  | 56.895  | 37.600  | 65.065  | 84.914    |
| Yatırım faaliyetlerinden                 | -20.898 | -32.663 | -36.944 | -45.558 | -55.001   |
| Finansman faaliyetlerinden               | -3.610  | -18.296 | -27.858 | -12.804 | -10.307   |
| Temettü Ödemesi                          | -200    | -700    | -1.250  | -1.297  | -2.371    |
| Serbest Nakit Akışı                      | 20.924  | 24.232  | 656     | 19.507  | 29.912    |
| Net Borç                                 | 25.366  | 45.213  | 63.133  | 74.778  | 62.287    |
| <b>Ana Çarpanlar</b>                     |         |         |         |         |           |
| Brüt kar marjı                           | 26,4%   | 29,1%   | 28,6%   | 29,7%   | 30,8%     |
| VAFÖK marjı                              | 9,1%    | 10,0%   | 9,9%    | 10,9%   | 12,0%     |
| Net Kar marjı                            | 5,2%    | 0,9%    | 0,8%    | 1,1%    | 1,8%      |
| Sermaye Karlılığı                        | 30,5%   | 6,7%    | 5,2%    | 7,2%    | 10,8%     |
| Reel Gelir Büyümesi                      | -29%    | 4%      | -8%     | 5%      | 3%        |
| Reel VAFÖK Büyümesi                      | -33%    | 14%     | -9%     | 16%     | 13%       |
| Reel Net Kar Büyümesi                    | -24%    | -82%    | -21%    | 48%     | 63%       |
| Net Borç / Özkaynaklar (x)               | 0,4     | 0,5     | 0,5     | 0,5     | 0,3       |
| Net Borç / VAFÖK (x)                     | 0,6     | 0,5     | 0,9     | 0,8     | 0,5       |

Kaynak: Şirket Finansalları, YKY Araştırma

(\*) Bakıyerler ilgili dönemin dönem sonu TÜFE'sine endeksli

(\*\*) VAFÖK= (Satışlar-SMMM-Faaliyet Gideri+Amortisman) UFRS sonuçları ile uyumlu şirket sonuçlarından farklılık gösterir

(\*\*\*) Finansal gelir/gider parasal kazanç/kayıp içermektedir

## Sirket Tanımı

1950 yılında kurulan Anadolu Grubu Holding, 20 ülkede 100 üretim tesisiyle yedi sektörde faaliyet göstermektedir.

Holding, içecek (AEFES & CCOLA), gıda perakendeciliği (MGROS), otomotiv (ASUZU, Anadolu Motor, Çelik Motor), enerji ve sanayi (ADEL, Paravani ve Aslancık) sektörlerinde faaliyet göstermektedir.

Ana faaliyet alanları (bira, alkolsüz içecekler ve gıda perakendeciliği), konsolide net satışların %94'ünü ve VAFÖK'ün %97'sini oluşturmaktadır.

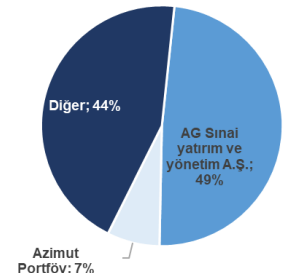
Grup ayrıca Türkiye'nin ilk büyük elektrikli otomobil üreticisi olan TOGG'da %23 hisseye sahiptir.

## Potansiyel katalistler ve riskler

**Potansiyel katalistler:** i) Grup şirketlerine yönelik beklenenden daha güçlü talep; ii) Daha iyi operasyonel marjlar; iii) Önümüzdeki yıllarda TOGG'un halka arzı.

**Potansiyel riskler:** i) Makroekonomik ve jeopolitik zorluklar, ii) Mevzuat değişiklikleri ve vergi artışı; iii) Hammade fiyatlarındaki dalgalanmalar.

## Ortaklık Yapısı



## Değerleme

Anadolu Grubu Holding <AGHOL TI> için 12 aylık hedef fiyatımızı, parçaların toplamı (SOTP) değerlendirme yöntemine dayanarak hisse başına 50 TL olarak belirledik.

**Figure 1: YKY-AGHOL Valuation Summary / PrelAS29**

| Şirket                                          | Kodu  | AGHOL Payı | Metot | Güncel piyasa değeri (milyon TL) | AGHOL payı (milyon TL) | 12 aylık hedef değer | AGHOL Payı (milyon TL) |
|-------------------------------------------------|-------|------------|-------|----------------------------------|------------------------|----------------------|------------------------|
| <b>Halka Açık Şirketler</b>                     |       |            |       |                                  |                        |                      | <b>161.195</b>         |
| Anadolu Efes                                    | AEFES | 43%        | SOTP  | 97.757                           | 42.084                 | 149.881              | 64.524                 |
| Migros                                          | MGROS | 49%        | DCF   | 109.990                          | 54.093                 | 170.013              | 83.612                 |
| Adel                                            | ADEL  | 57%        | MCAP  | 8.316                            | 4.731                  | 8.316                | 4.731                  |
| Anadolu Isuzu                                   | ASUZU | 55%        | MCAP  | 15.032                           | 8.328                  | 15.032               | 8.328                  |
| <b>Halka Açık Olmayan Şirketler</b>             |       |            |       |                                  |                        |                      | <b>7.159</b>           |
| <b>Varlıkların toplam 12 aylık hedef değeri</b> |       |            |       |                                  |                        |                      | <b>168.353</b>         |
| Holding Net borç (nakit)                        |       |            |       |                                  |                        |                      | 3.025                  |
| Güncel NAD                                      |       |            |       |                                  |                        |                      | 165.328                |
| <b>%25 Holding iskontosu</b>                    |       |            |       |                                  |                        |                      | <b>123.996</b>         |
| Güncel Piyasa Değeri                            |       |            |       |                                  |                        |                      | 76.665                 |
| <b>12 Aylık hedef fiyat</b>                     |       |            |       |                                  |                        |                      | <b>50</b>              |
| Güncel fiyat                                    |       |            |       |                                  |                        |                      | 31                     |
| Getiri                                          |       |            |       |                                  |                        |                      | 61%                    |

Kaynak: YKY Araştırma

## BİM

## Trafik toparlanması

Bim <BIMAS TI> için 12 aylık 920TL/hisse (önceki 844 TL/hisse) hedef fiyatla "AL" önerimizi devam ettiriyoruz. 9A25'te, manşet TÜFE ile "bimflasyon" arasındaki farkın artması nedeniyle reel benzer mağaza gelir büyümesi baskı altında kaldı. Bununla birlikte, Bim, yeni mağaza açılışları ve File'ın artan katkısıyla desteklenen reel konsolide büyümeyi sürdürdü. 2026 için, (i) müşteri trafiğindeki toparlanma, (ii) temel gıdalardaki fiyat artışlarıyla manşet TÜFE ile "bimflasyon" arasındaki farkın daralması ve (iii) tedarikçilere yapılan erken ödemeler yoluyla devam eden brüt kar marjı iyileşmesi sayesinde daha iyi bir görünüm öngörüyoruz. Buna göre, önümüzdeki üç yıl için %5'lik reel gelir YBBO ve ~%7'lik ortalama VAFÖK marjı öngörüyoruz. Hisse 2026 tahminlerimize göre 5,2x FD/VAFÖK ile işlem görüyor. Bu, geçmiş 10 yıllık ileriye dönük FD/VAFÖK'üne göre ~%45'lik bir iskonto anlamına geliyor.

- Benzer mağaza trafik toparlanması potansiyeli.** 9A25'te, Bim'in benzer mağazalardaki müşteri trafiği yıllık %3 düştü; bu düşüşün temel nedeni alışveriş sıklığındaki azalma olup, sepet büyüklüğündeki artışla (~%3) kısmen dengelenmiştir. Asgari ücret artışı ve iyileşen alım gücüyle desteklenen trafik artışının, özellikle 1Y26 olmak üzere, 2026'da kademeli olarak toparlanmasını bekliyoruz. Sonuç olarak, 2026 yılında %6 reel gelir artışı ve yıllık %1 benzer mağaza trafiği artışı öngörüyoruz (2025'te %3'lük düşüşe kıyasla).
- Marjlar iyileşiyor.** VAFÖK 9A25'te yıllık %50 arttı; bu artışın temel nedeni tedarikçilere ödeme günlerinin kısalmasıdır. Temel gıda kategorilerindeki daha zayıf fiyatlandırma dinamiklerine rağmen, Bim fiyatlandırma disiplinini korudu. Temel gıda kategorilerinde daha elverişli bir fiyatlandırma ortamıyla, 2026'da marj genişlemesinin devam etmesini bekliyoruz. (2025T: 5,9%, 2026T: %6,8)
- File operasyonları destekleyici.** Bim'in süpermarket kolu olan File'ın, daha büyük mağaza formatları, daha geniş ürün yelpazesi (normal Bim mağazalarındaki yaklaşık 1.000'e karşılık yaklaşık 4.200) ve yapısal olarak daha yüksek operasyonel marjları sayesinde önümüzdeki yıllarda daha güçlü bir performans sergilemesini bekliyoruz (9A25: yıllık %35 büyümeye, konsolide gelirlerin yaklaşık %10'u).

## Konsolide Finansallar ve Çarpanlar

| (milyon TL)*              | 2023    | Δ    | 2024    | Δ    | 2025T   | Δ   | 2026T     | Δ   |
|---------------------------|---------|------|---------|------|---------|-----|-----------|-----|
| Net satışlar              | 519.567 | 10%  | 716.884 | 5%   | 942.602 | 6%  | 1.154.341 | 3%  |
| VAFÖK                     | 22.558  | 14%  | 42.377  | 43%  | 64.112  | 22% | 82.712    | 9%  |
| Net Kar                   | 18.587  | -17% | 17.393  | -29% | 25.641  | 19% | 37.974    | 25% |
| F/K (x)                   | 15,3    |      | 17,9    |      | 12,1    |     | 8,2       |     |
| FD/VAFÖK (x)              | 13,5    |      | 8,2     |      | 5,2     |     | 3,7       |     |
| FD/Satış (x)              | 0,6     |      | 0,5     |      | 0,4     |     | 0,3       |     |
| Hisse Başına Kar (TL)     | 30,6    |      | 29,0    |      | 42,7    |     | 63,3      |     |
| Temettü Verimi (*)        | 1,7%    |      | 2,5%    |      | 2,5%    |     | 3,0%      |     |
| Serbest Nakit Akış Verimi | 5,0%    |      | 9,0%    |      | 10,0%   |     | 14,1%     |     |

(\*) Bakıyerler ilgili dönemin dönem sonu TÜFE'sine endeksli

(\*\*) temettü verimi ödeme yılına göre hesaplanmıştır, FD'de en son açıklanan net borç kullanılmıştır

Kaynak: Şirket Finansallar, YKY Araştırma



## Öneri

AL

## Hedef Fiyat

TL920,00

## Potansiyel Getiri

49%

## Fiyat Bilgileri

| Kodu                               | BIMAS.TI / BIMAS.IS |
|------------------------------------|---------------------|
| İşlem Gördüğü Pazar (*)            | Yıldız Pazar        |
| Kapanış Fiyatı                     | TL619,00            |
| Piyasa Değeri (TL/US\$ mn)         | 371.400 / 8.625     |
| Hisse Sayısı (mn)                  | 600                 |
| Saklama Oranı                      | 68%                 |
| 3 ay ort. işlem hacmi (TL/US\$ mn) | 3.490,48 / 82,42    |

## Fiyat Aralığı (Yüksek / Düşük) (TL)

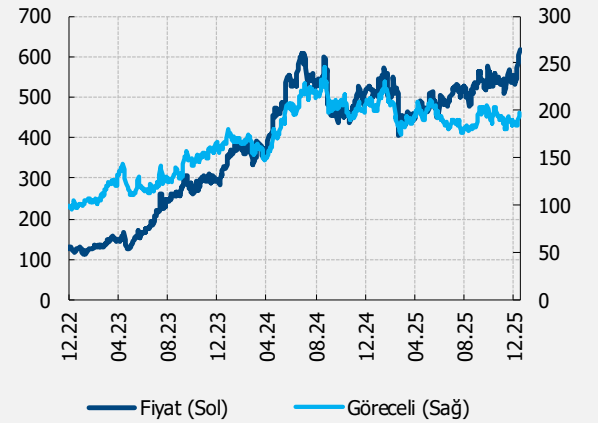
|                        |                 |
|------------------------|-----------------|
| 1 Aylık                | 619,00 / 530,00 |
| 1 Yıllık               | 619,00 / 404,39 |
| Sene başından itibaren | 619,00 / 536,50 |

## Performans (TL)

## Nominal

## Göreceli

|                        |     |     |
|------------------------|-----|-----|
| 1 Aylık                | 12% | 3%  |
| 3 Aylık                | 15% | 0%  |
| 1 Yıllık               | 20% | -5% |
| Sene başından itibaren | 15% | 6%  |



12 Ocak tarihi ile güncellenmiştir.

Göreceli performanslar BIST-100 Getiri Endeksine göre hesaplanmıştır

(\*) Pazar işlem kuralları için: www.borsaistanbul.com.tr/sayfa/506/pazarlar

Eren Ercis

eren.ercis@ykyatirim.com.tr

+90 212 319 83 66

Mustafa Görkem Göker

gorkem.goker@ykyatirim.com.tr

+90 212 319 79 49

| Finansal Özet (milyon TL) - TMS29 dahil* | 2023    | 2024    | 2025T   | 2026T   | 2027T     |
|------------------------------------------|---------|---------|---------|---------|-----------|
| <b>Gelir Tablosu</b>                     |         |         |         |         |           |
| Net satışlar                             | 328.442 | 519.567 | 716.884 | 942.602 | 1.154.341 |
| Brüt Kar                                 | 51.683  | 90.817  | 138.463 | 185.687 | 228.906   |
| Faaliyet giderleri                       | 48.324  | 85.472  | 122.212 | 159.501 | 192.262   |
| VAFÖK (**)                               | 13.751  | 22.558  | 42.377  | 64.112  | 82.712    |
| Amortisman                               | 10.392  | 17.213  | 26.126  | 37.926  | 46.068    |
| Faaliyet gelirleri                       | 3.359   | 5.345   | 16.251  | 26.187  | 36.644    |
| Finansal gelir/gider (***)               | 17.236  | 16.525  | 13.218  | 14.604  | 19.942    |
| Diğer gelir/gider                        | 1.450   | 4.063   | 3.498   | 2.446   | 3.124     |
| İştirak Karı / Zararı                    | 0       | 0       | 0       | 0       | 0         |
| Vergi öncesi kar                         | 22.045  | 25.934  | 32.967  | 43.236  | 59.709    |
| Vergi                                    | -6.599  | -7.321  | -15.340 | -17.069 | -21.009   |
| Azınlık hisseleri / diğer                | 5       | 26      | 235     | 526     | 727       |
| Net Kar                                  | 15.441  | 18.587  | 17.393  | 25.641  | 37.974    |
| <b>Bilanço</b>                           |         |         |         |         |           |
| Nakit ve nakit benzerleri                | 6.988   | 8.240   | 22.429  | 49.791  | 89.018    |
| Stoklar                                  | 27.328  | 37.086  | 58.771  | 76.004  | 93.372    |
| Ticari alacaklar                         | 16.125  | 23.731  | 35.481  | 46.114  | 56.717    |
| Diğer alacaklar                          | 4.018   | 4.984   | 7.606   | 10.221  | 13.496    |
| Dönen Varlıklar                          | 54.459  | 74.041  | 124.287 | 182.130 | 252.603   |
| Maddi duran varlıklar                    | 49.639  | 90.079  | 123.305 | 159.611 | 188.943   |
| Finansal yatırımlar                      | 4.414   | 5.446   | 7.137   | 8.821   | 10.453    |
| Diğer duran varlıklar                    | 39.621  | 66.283  | 92.506  | 109.702 | 128.541   |
| Duran Varlıklar                          | 93.674  | 161.807 | 222.948 | 278.134 | 327.937   |
| Toplam Varlıklar                         | 148.133 | 235.849 | 347.234 | 460.264 | 580.540   |
| Kısa vadeli finansal borçlar             | 4.659   | 8.146   | 11.658  | 13.778  | 16.089    |
| Ticari borçlar                           | 45.145  | 60.613  | 93.498  | 120.914 | 148.546   |
| Diğer kısa vadeli yükümlülükler          | 4.271   | 5.914   | 13.834  | 18.149  | 23.285    |
| Kısa Vadeli Yükümlülükler                | 54.074  | 74.673  | 118.990 | 152.841 | 187.920   |
| Uzun vadeli finansal borçlar             | 17.679  | 28.830  | 40.094  | 47.386  | 55.332    |
| Diğer uzun vadeli yükümlülükler          | 6.638   | 13.807  | 22.654  | 29.717  | 38.123    |
| Uzun Vadeli Yükümlülükler                | 24.317  | 42.637  | 62.748  | 77.103  | 93.455    |
| Azınlık Payları                          | 630     | 899     | 1.560   | 1.928   | 2.285     |
| Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar            | 69.742  | 118.539 | 163.936 | 228.273 | 296.541   |
| Toplam Kaynaklar                         | 148.133 | 235.849 | 347.234 | 460.146 | 580.200   |
| <b>Nakit Akış Tablosu</b>                |         |         |         |         |           |
| İşletme faaliyetlerinden                 | 20.941  | 31.204  | 59.535  | 62.816  | 74.003    |
| Yatırım faaliyetlerinden                 | -12.135 | -16.930 | -31.551 | -31.672 | -30.075   |
| Finansman faaliyetlerinden               | -8.070  | -15.872 | -16.353 | -9.073  | -13.913   |
| Temettü Ödemesi                          | -3.036  | -6.072  | -7.800  | -7.827  | -9.336    |
| Serbest Nakit Akışı                      | 8.806   | 14.274  | 27.984  | 31.144  | 43.928    |
| Net Borç                                 | 10.936  | 23.291  | 29.323  | 11.373  | -17.597   |
| <b>Ana Çarpanlar</b>                     |         |         |         |         |           |
| Brüt kar marjı                           | 15,7%   | 17,5%   | 19,3%   | 19,7%   | 19,8%     |
| VAFÖK marjı                              | 4,2%    | 4,3%    | 5,9%    | 6,8%    | 7,2%      |
| Net Kar marjı                            | 4,7%    | 3,6%    | 2,4%    | 2,7%    | 3,3%      |
| Sermaye Karlılığı                        | 22,1%   | 19,7%   | 12,3%   | 13,1%   | 14,5%     |
| Reel Gelir Büyümesi                      | 18%     | 10%     | 5%      | 6%      | 3%        |
| Reel VAFÖK Büyümesi                      | 1%      | 14%     | 43%     | 22%     | 9%        |
| Reel Net Kar Büyümesi                    | -7%     | -17%    | -29%    | 19%     | 25%       |
| Net Borç / Özkaynaklar (x)               | 0,2     | 0,2     | 0,2     | 0,0     | a.d.      |
| Net Borç / VAFÖK (x)                     | 0,8     | 1,0     | 0,7     | 0,2     | a.d.      |

Kaynak: Şirket Finansalları, YKY

(\*) Bakıyer ilgili dönemin dönem sonu TÜFE'sine endeksli

(\*\*) VAFÖK= (Satışlar-SMMM-Faaliyet Gideri+Amortisman) UFRS sonuçları ile uyumlu şirket sonuçlarından farklılık gösterir

(\*\*\*) Finansal gelir/gider parasal kazanç/kayıp içermektedir

## Sirket Tanımı

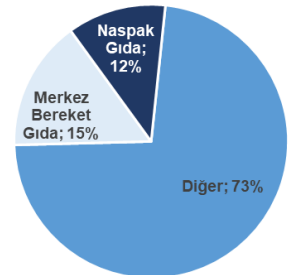
BİM, 1995 yılında Türkiye'de Alman Aldi'ye büyük ölçüde benzeyen indirimli satış modelini uygulayan ilk market zinciri olarak faaliyetlerine başladı ve şu anda gelir açısından Türkiye'nin en büyük perakendecisi ve en geniş ikinci mağaza ağına sahip. Şirketin Fas ve Mısır'da da varlığı bulunuyor. BİM, en düşük fiyata yüksek kaliteli gıda ve temel tüketim malları sunuyor ve ürün yelpazesini yaklaşık 1.000 ürün çeşidiyle sınırlı tutuyor. Ana strateji, toplam ürün yelpazesindeki özel markaların payını artırmak ve tedarikçilerden elde edilen tüm maliyet indirimlerini müşterilere yansıtarak müşteri trafiğini artırmaktır. Bu nedenle, karlılık fiyatlandırmadan ziyade hacim artışından kaynaklanmaktadır.

## Potansiyel riskler ve katalistler

**Potansiyel katalistler:** i) Beklenenden daha iyi satışlar, ii) Rakiplerin daha yavaş büyümesi, iii) Genişletilmiş ürün yelpazesi (örneğin dondurulmuş ve pişirmeye hazır geleneksel gıdalar)

**Potential risks:** i) benzer mağazalardaki satışlarda düşüş, özellikle müşteri trafiğinde azalma; ii) tüketicilerin alışveriş iştahını azaltan olumsuz makro gelişmeler ve iii) regülasyondaki değişiklikler

## Ortaklık Yapısı



## Değerleme

12 aylık hedef fiyatımızı hisse başına 920 TL olarak belirledik ve "AL" tavsiyesinde bulunduk. 12 aylık hedef fiyatımız tamamen İNA metodolojisine dayanmaktadır. 2026 için %26 risksiz faiz oranı kullandık, bu oran tahmin ufkumuzda %14'e düştü, %6 öz sermaye risk primi ve 0,9 Beta kullandık. 2026 tahminlerimize göre, hedef çarpanımız yaklaşık 8x FD/VAFÖK'tür.

Şekil 1: YKY- BİMAS İNA Tablosu / TMS29 Öncesi

| TLmn                              | 2026T          | 2027T            | 2028T            | 2029T            | 2030T            | 2031T            | 2032T            | 2033T            | 2034T            |
|-----------------------------------|----------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
| <b>Satış Gelirleri</b>            | <b>871.435</b> | <b>1.085.624</b> | <b>1.341.509</b> | <b>1.562.250</b> | <b>1.778.265</b> | <b>2.013.966</b> | <b>2.279.597</b> | <b>2.560.097</b> | <b>2.876.278</b> |
| y/y büyüme                        | 33,8%          | 24,6%            | 23,6%            | 16,5%            | 13,8%            | 13,3%            | 13,2%            | 12,3%            | 12,4%            |
| <b>FVÖK</b>                       | <b>38.370</b>  | <b>50.825</b>    | <b>62.988</b>    | <b>73.114</b>    | <b>82.898</b>    | <b>93.912</b>    | <b>107.411</b>   | <b>119.869</b>   | <b>134.183</b>   |
| FVÖK marjı                        | 4,4%           | 4,7%             | 4,7%             | 4,7%             | 4,7%             | 4,7%             | 4,7%             | 4,7%             | 4,7%             |
| <b>(-) Vergi</b>                  | <b>9.592</b>   | <b>12.706</b>    | <b>15.747</b>    | <b>18.279</b>    | <b>20.725</b>    | <b>23.478</b>    | <b>26.853</b>    | <b>29.967</b>    | <b>33.546</b>    |
| Vergi oranı                       | 25%            | 25%              | 25%              | 25%              | 25%              | 25%              | 25%              | 25%              | 25%              |
| <b>VSNFK</b>                      | <b>28.777</b>  | <b>38.119</b>    | <b>47.241</b>    | <b>54.836</b>    | <b>62.174</b>    | <b>70.434</b>    | <b>80.558</b>    | <b>89.901</b>    | <b>100.637</b>   |
| (+) Amortisman ve itfa            | 11.138         | 14.338           | 16.869           | 19.279           | 21.365           | 23.100           | 24.367           | 25.679           | 26.906           |
| (-) Sermaye harcamaları           | 26.061         | 24.936           | 21.538           | 20.501           | 17.749           | 14.755           | 10.764           | 11.151           | 10.429           |
| (-) NIS artışı                    | -190           | -102             | -478             | -407             | -393             | -426             | -482             | -507             | -570             |
| <b>Serbest nakit akışı</b>        | <b>14.044</b>  | <b>27.622</b>    | <b>43.049</b>    | <b>54.020</b>    | <b>66.183</b>    | <b>79.205</b>    | <b>94.643</b>    | <b>104.936</b>   | <b>117.684</b>   |
| Serbest Nakit Akış Marjı          | 2%             | 3%               | 3%               | 3%               | 4%               | 4%               | 4%               | 4%               | 4%               |
| y/y büyüme                        | 21%            | 97%              | 56%              | 25%              | 23%              | 20%              | 19%              | 11%              | 12%              |
| <b>İskonto oranı</b>              | <b>30,6%</b>   | <b>24,7%</b>     | <b>21,9%</b>     | <b>20,2%</b>     | <b>18,8%</b>     | <b>18,8%</b>     | <b>18,8%</b>     | <b>18,8%</b>     | <b>18,8%</b>     |
| <b>İskonto faktörü</b>            | <b>0,77</b>    | <b>0,61</b>      | <b>0,50</b>      | <b>0,42</b>      | <b>0,35</b>      | <b>0,30</b>      | <b>0,25</b>      | <b>0,21</b>      | <b>0,18</b>      |
| <b>İndirgenmiş nakit akışları</b> | <b>10.751</b>  | <b>16.962</b>    | <b>21.687</b>    | <b>22.633</b>    | <b>23.342</b>    | <b>23.516</b>    | <b>23.654</b>    | <b>22.077</b>    | <b>20.843</b>    |
| <b>İndirgenmiş Nakit Akışı</b>    | <b>185.467</b> |                  |                  |                  |                  |                  |                  |                  |                  |
| Terminal Değer                    | 1.124.150      |                  |                  |                  |                  |                  |                  |                  |                  |
| <b>İndirgenmiş Terminal Değer</b> | <b>199.093</b> |                  |                  |                  |                  |                  |                  |                  |                  |
| Toplamın %'si olarak Terminal     | 52%            |                  |                  |                  |                  |                  |                  |                  |                  |
| Terminal Büyüme Oranı             | 9%             |                  |                  |                  |                  |                  |                  |                  |                  |
| <b>Hedef İşletme Değeri</b>       | <b>384.560</b> |                  |                  |                  |                  |                  |                  |                  |                  |
| <b>Net Borç (2025 sonu)</b>       | <b>-22.429</b> |                  |                  |                  |                  |                  |                  |                  |                  |
| <b>İştirakler</b>                 | <b>7.137</b>   |                  |                  |                  |                  |                  |                  |                  |                  |
| <b>Azınlık Payları</b>            | <b>1.560</b>   |                  |                  |                  |                  |                  |                  |                  |                  |
| <b>Hedef Sermaye Değeri</b>       | <b>412.565</b> |                  |                  |                  |                  |                  |                  |                  |                  |
| <b>12A Hedef Sermaye Değeri</b>   | <b>551.047</b> |                  |                  |                  |                  |                  |                  |                  |                  |
| Piyasa değeri                     | 371.400        |                  |                  |                  |                  |                  |                  |                  |                  |
| <b>Potansiyel</b>                 | <b>48%</b>     |                  |                  |                  |                  |                  |                  |                  |                  |

Kaynak: YKY Araştırma

## COCA COLA ICECEK

## Hala Büyüme Yolunda

Coca-Cola İçecek <CCOLA TI> için 12 aylık hedef fiyatımızı 100TL/hisse'ye yükseltiyor ve AL tavsiyemizi yineliyoruz. Şirketin 2Y25'teki stratejik dönüşümünü ve 2026 için daha yapıcı bir görünümü (özellikle uluslararası operasyonlardan kaynaklanan) vurguladığımız önceki [güncellememizin](#) ardından, CCOLA'ya ilişkin olumlu görüşümüzü koruyoruz. Olumlu görüşümüz (i) uluslararası pazarlarda güçlü hacim büyüme potansiyeli, (ii) yerel rakiplerin yoğun promosyon ortamına rağmen Türkiye'deki fiyat avantajı ve (iii) sağlam serbest nakit akışı üretimi ile desteklenmektedir. Önümüzdeki üç yıl içinde, %4'lük reel gelir YBBO'su, ~%18'lik VAFÖK marjı ve ~%20'lik yatırılan sermaye getirisi (ROIC) öngörüyoruz; bu haliyle hisse 2026 tahminlerimize göre mevcut 4,9x FD/VAFÖK ve 6,8x F/K'dan daha yüksek çarpanları hak ediyor.

- Hacme dayalı büyümeden fiyatlandırma disiplinine.** CCOLA'nın 1Y25'teki performansı, zorlu makroekonomik ortamda bilinçli bir şekilde hacme öncelik veren bir stratejiydi. Konsolide gelirler yıllık %3 düşerken (Türkiye: %-3, uluslararası: %-3), promosyonlar ve uygun fiyatlılık odaklı konumlandırma sayesinde toplam hacimler yıllık %9 arttı (Türkiye: %1, uluslararası: %13). 2Y25'te yönetim, özellikle Türkiye'de uygun fiyatlılığı korurken fiyat/ürün optimizasyonunu hedefleyerek hassas fiyatlandırmaya yöneldi. Sonuç olarak, Türkiye gelirleri 9A25'te yıllık %2 düşerken, hacimler büyük ölçüde yatay kaldı. Bu daha dengeli yaklaşımın 2026 yılına da taşınmasını ve fiyatlandırmanın giderek daha büyük bir rol oynamasını bekliyoruz. Buna göre, 2026 yılında Türkiye için %3 reel gelir artışı ve %1 hacim artışı ile birlikte VAFÖK marjının ~%16 olmasını bekliyoruz.
- Uluslararası pazarlar için Güçlü görünüm.** (i) Genç demografik profil, (ii) düşük kişi başı tüketim ve (iii) özellikle Özbekistan ve Kazakistan'da (9A25'te sırasıyla %17 ve %32 büyüme) daha elverişli orta vadeli ekonomik görünümle desteklenen CCOLA'nın uluslararası varlığını yapısal olarak Güçlü olduğuna inanıyoruz. 2026 için, ~%8'lik hacim büyümesi ve %9'luk reel ciro büyümesi ve ~%20'lik (toplam VAFÖK'ün ~%70'i) VAFÖK marjı öngörüyoruz.

## Konsolide Finansallar ve Çarpanlar

| (milyon TL)*              | 2024    | Δ    | 2025T   | Δ    | 2026T   | Δ   | 2027T   | Δ   |
|---------------------------|---------|------|---------|------|---------|-----|---------|-----|
| Net satışlar              | 137.683 | -6%  | 187.552 | 4%   | 245.932 | 6%  | 299.836 | 3%  |
| VAFÖK                     | 24.143  | -7%  | 31.904  | 1%   | 45.748  | 16% | 57.426  | 6%  |
| Net Kar                   | 14.813  | -50% | 15.765  | -19% | 25.592  | 31% | 33.865  | 12% |
| F/K (x)                   | 11,4    |      | 9,3     |      | 6,8     |     | 5,1     |     |
| FD/VAFÖK (x)              | 8,4     |      | 6,1     |      | 4,9     |     | 3,9     |     |
| FD/Satış (x)              | 1,5     |      | 1,0     |      | 0,9     |     | 0,7     |     |
| Hisse Başına Kar (TL)     | 5,3     |      | 5,6     |      | 9,1     |     | 12,1    |     |
| Temettü Verimi (*)        | 1,0%    |      | 2,0%    |      | 2,9%    |     | 3,9%    |     |
| Serbest Nakit Akış Verimi | 2,2%    |      | 9,6%    |      | 17,7%   |     | 21,1%   |     |

(\*) Bakıyalar ilgili dönemin dönem sonu TÜFE'sine endeksli

(\*\*) temettü verimi ödeme yılına göre hesaplanmıştır, FD'de en son açıklanan net borç kullanılmıştır

Kaynak: Şirket Finansalları, YKY Araştırma



## Öneri

AL

## Hedef Fiyat

TL100,00

## Potansiyel Getiri

61%

## Fiyat Bilgileri

| Kodu                               | CCOLA.TI / CCOLA.IS |
|------------------------------------|---------------------|
| İşlem Gördüğü Pazar (*)            | Yıldız Pazar        |
| Kapanış Fiyatı                     | TL62,20             |
| Piyasa Değeri (TL/US\$ mn)         | 174.040 / 4.042     |
| Hisse Sayısı (mn)                  | 2.798               |
| Saklama Oranı                      | 25%                 |
| 3 ay ort. işlem hacmi (TL/US\$ mn) | 401,80 / 9,50       |

## Fiyat Aralığı (Yüksek / Düşük) (TL)

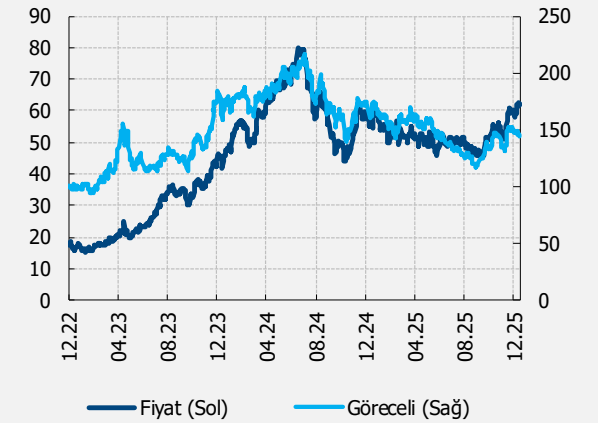
|                        |               |
|------------------------|---------------|
| 1 Aylık                | 62,45 / 58,05 |
| 1 Yıllık               | 62,45 / 45,50 |
| Sene başından itibaren | 62,45 / 58,80 |

## Performans (TL)

## Nominal

## Göreceli

|                        |     |      |
|------------------------|-----|------|
| 1 Aylık                | 6%  | -3%  |
| 3 Aylık                | 33% | 16%  |
| 1 Yıllık               | 10% | -13% |
| Sene başından itibaren | 6%  | -3%  |



28 Temmuz 2025 tarihi ile güncellenmiştir.

Göreceli performanslar BIST-100 Getiri Endeksine göre hesaplanmıştır

(\*) Pazar işlem kuralları için: [www.borsaistanbul.com/tr/sayfa/506/pazarlar](http://www.borsaistanbul.com/tr/sayfa/506/pazarlar)

Eren Ercis

[eren.ercis@ykyatirim.com.tr](mailto:eren.ercis@ykyatirim.com.tr)

+90 212 319 83 66

Mustafa Görkem Göker

[gorkem.goker@ykyatirim.com.tr](mailto:gorkem.goker@ykyatirim.com.tr)

+90 212 319 79 49

| Finansal Özet (milyon TL) - TMS29 dahil* | 2023    | 2024    | 2025T   | 2026T   | 2027T   |
|------------------------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| <b>Gelir Tablosu</b>                     |         |         |         |         |         |
| Net satışlar                             | 101.043 | 137.683 | 187.552 | 245.932 | 299.836 |
| Brüt Kar                                 | 33.040  | 48.590  | 65.221  | 89.487  | 110.050 |
| Faaliyet giderleri                       | -18.809 | -30.224 | -41.178 | -54.037 | -65.152 |
| VAFÖK (**)                               | 17.918  | 24.143  | 31.904  | 45.748  | 57.426  |
| Amortisman                               | 3.687   | 5.777   | 7.862   | 10.298  | 12.529  |
| Faaliyet gelirleri                       | 14.230  | 18.366  | 24.042  | 35.450  | 44.898  |
| Finansal gelir/gider (***)               | 11.525  | 1.136   | -2.327  | 1.560   | 3.555   |
| Diğer gelir/gider                        | 218     | 445     | 19      | -460    | -561    |
| İştirak Karı /Zararı                     | -17     | -5      | 4       | -7      | -9      |
| Vergi öncesi kar                         | 25.956  | 19.942  | 21.738  | 36.542  | 47.883  |
| Vergi                                    | -4.796  | -5.051  | -5.825  | -10.766 | -13.777 |
| Azınlık hisseleri / diğer                | 581     | 78      | 148     | 184     | 241     |
| Net Kar                                  | 20.580  | 14.813  | 15.765  | 25.592  | 33.865  |
| <b>Bilanço</b>                           |         |         |         |         |         |
| Nakit ve nakit benzerleri                | 22.130  | 23.349  | 39.537  | 65.130  | 97.037  |
| Stoklar                                  | 12.983  | 15.381  | 17.428  | 22.288  | 27.038  |
| Ticari alacaklar                         | 8.815   | 12.929  | 25.692  | 33.689  | 41.073  |
| Diğer alacaklar                          | 4.327   | 9.097   | 8.826   | 11.802  | 13.996  |
| Dönen Varlıklar                          | 48.255  | 60.757  | 91.483  | 132.909 | 179.145 |
| Maddi duran varlıklar                    | 35.235  | 54.256  | 74.485  | 97.147  | 119.268 |
| Finansal yatırımlar                      | 0       | 0       | 1       | 1       | 1       |
| Diğer duran varlıklar                    | 26.669  | 33.314  | 43.791  | 55.621  | 69.524  |
| Duran Varlıklar                          | 61.904  | 87.570  | 118.276 | 152.769 | 188.792 |
| Toplam Varlıklar                         | 110.158 | 148.327 | 209.759 | 285.678 | 367.937 |
| Kısa vadeli finansal borçlar             | 18.259  | 21.648  | 25.658  | 33.529  | 41.172  |
| Ticari borçlar                           | 18.596  | 25.618  | 40.218  | 51.434  | 62.395  |
| Diğer kısa vadeli yükümlülükler          | 4.652   | 5.722   | 10.907  | 13.481  | 15.975  |
| Kısa Vadeli Yükümlülükler                | 41.508  | 52.988  | 76.784  | 98.444  | 119.542 |
| Uzun vadeli finansal borçlar             | 19.441  | 28.363  | 35.463  | 46.388  | 56.967  |
| Diğer uzun vadeli yükümlülükler          | 4.255   | 5.323   | 6.220   | 7.687   | 9.109   |
| Uzun Vadeli Yükümlülükler                | 23.695  | 33.686  | 41.682  | 54.075  | 66.077  |
| Azınlık Payları                          | 5.668   | 7.949   | 10.805  | 13.897  | 16.633  |
| Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar            | 44.955  | 61.653  | 80.487  | 119.262 | 165.686 |
| Toplam Kaynaklar                         | 110.158 | 148.327 | 198.954 | 271.781 | 351.304 |
| <b>Nakit Akış Tablosu</b>                |         |         |         |         |         |
| İşletme faaliyetlerinden                 | 12.543  | 16.747  | 31.448  | 50.561  | 59.458  |
| Yatırım faaliyetlerinden                 | -8.577  | -12.970 | -17.338 | -19.718 | -22.721 |
| Finansman faaliyetlerinden               | -4.071  | -10.409 | -5.173  | -14.579 | -16.879 |
| Temettü Ödemesi                          | -750    | -2.000  | -3.000  | -5.118  | -6.773  |
| Serbest Nakit Akışı                      | 3.966   | 3.776   | 14.110  | 30.843  | 36.737  |
| Net Borç                                 | 15.569  | 26.662  | 21.584  | 14.787  | 1.102   |
| <b>Ana Çarpanlar</b>                     |         |         |         |         |         |
| Brüt kar marjı                           | 32,7%   | 35,3%   | 34,8%   | 36,4%   | 36,7%   |
| VAFÖK marjı                              | 17,7%   | 17,5%   | 17,0%   | 18,6%   | 19,2%   |
| Net Kar marjı                            | 20,4%   | 10,8%   | 8,4%    | 10,4%   | 11,3%   |
| Sermaye Karlılığı                        | 55,9%   | 27,8%   | 22,2%   | 25,6%   | 23,8%   |
| Reel Gelir Büyümesi                      | 8%      | -6%     | 4%      | 6%      | 3%      |
| Reel VAFÖK Büyümesi                      | 12%     | -7%     | 1%      | 16%     | 6%      |
| Reel Net Kar Büyümesi                    | 48%     | -50%    | -19%    | 31%     | 12%     |
| Net Borç / Özkaynaklar (x)               | 0,3     | 0,4     | 0,3     | 0,1     | 0,0     |
| Net Borç / VAFÖK (x)                     | 0,9     | a.d.    | 0,7     | 0,3     | 0,0     |

Kaynak: Şirket Finansalları, YKY

(\*) Bakıyerler ilgili dönemin dönem sonu TÜFE'sine endeksli

(\*\*) VAFÖK= (Satışlar-SMMM-Faaliyet Gideri+Amortisman) UFRS sonuçları ile uyumlu şirket sonuçlarından farklılık gösterir

(\*\*\*) Finansal gelir/gider parasal kazanç/kayıp içermektedir

## Sirket Tanımı

Coca-Cola İçecek, 12 ülkede 35 tesisle faaliyet göstermektedir. Toplam üretim kapasitesi yılda yaklaşık 2,2 milyar UC'dir. 25'ten fazla markanın dağıtımını gerçekleştirmekte ve toplamda 1,4 milyon satış noktasına sahiptir.

Şirket, Türkiye ve diğer on bir ülkede (Ürdün, Kırgızistan, Tacikistan, Azerbaycan, Türkmenistan, Kazakistan, Pakistan, Irak, Özbekistan, Suriye ve Bangladeş) faaliyet göstermekte ve yaklaşık 600 milyon kişiye hizmet vermektedir.

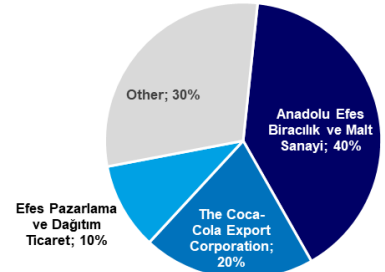
2025 yılının 2. çeyreği sonunda, toplam satış hacmindeki yurtiçi ve yurtdışı operasyonların payları sırasıyla %34 ve %66'dır. 2025 yılının ilk 9 ayı sonunda, toplam satış hacmindeki gazlı içecek kategorisinin payı yaklaşık %80, durgun ve su kategorilerinin payı ise yaklaşık %10'dur.

## Potansiyel katalist ve riskler

**Potansiyel katalistler:** i) Beklenenden daha güçlü talep; ii) Daha iyi operasyonel marjlar; iii) Orta Doğu'daki jeopolitik gerilimlerin azalması ve iv) Yeni pazarlara giriş.

**Potansiyel riskler:** i) Düşük hacimler, ii) kötüleşen net işletme sermayesi, iii) yerel para birimlerinin değer kaybı, iv) CCI'nin faaliyet gösterdiği bölgelerde artan jeopolitik gerilim ve v) hammadde fiyatlarındaki dalgalanmalar.

## Ortaklık Yapısı



## Değerleme

Değerlememiz tamamen İNA yöntemine dayanmaktadır. İNA yöntemimiz, yaklaşık 280 milyar TL'lik bir öz sermaye değerine işaret etmekte ve bu da 12 aylık hisse başına 100 TL hedef fiyat sunmaktadır.

## Şekil 1: YKY- CCOLA İNA Tablosu / TMS29 Öncesi

| Milyon TL                         | 2026T          | 2027T          | 2028T          | 2029T          | 2030T          | 2031T          | 2032T          | 2033T          | 2034T          |
|-----------------------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| <b>Satış Gelirleri</b>            | <b>226.865</b> | <b>281.884</b> | <b>335.841</b> | <b>388.619</b> | <b>437.150</b> | <b>491.126</b> | <b>555.364</b> | <b>628.017</b> | <b>710.192</b> |
| y/y büyüme                        | 29,0%          | 24,3%          | 19,1%          | 15,7%          | 12,5%          | 12,3%          | 13,1%          | 13,1%          | 13,1%          |
| <b>FVÖK</b>                       | <b>35.339</b>  | <b>45.359</b>  | <b>55.321</b>  | <b>64.660</b>  | <b>72.690</b>  | <b>81.609</b>  | <b>92.206</b>  | <b>104.147</b> | <b>117.600</b> |
| FVÖK marjı                        | 15,6%          | 16,1%          | 16,5%          | 16,6%          | 16,6%          | 16,6%          | 16,6%          | 16,6%          | 16,6%          |
| <b>(-) Vergi</b>                  | <b>8.835</b>   | <b>11.340</b>  | <b>13.830</b>  | <b>16.165</b>  | <b>18.173</b>  | <b>20.402</b>  | <b>23.051</b>  | <b>26.037</b>  | <b>29.400</b>  |
| Vergi oranı                       | 25%            | 25%            | 25%            | 25%            | 25%            | 25%            | 25%            | 25%            | 25%            |
| <b>VSNFK</b>                      | <b>26.504</b>  | <b>34.019</b>  | <b>41.491</b>  | <b>48.495</b>  | <b>54.518</b>  | <b>61.207</b>  | <b>69.154</b>  | <b>78.110</b>  | <b>88.200</b>  |
| (+) Amortisman ve itfa            | 6.957          | 8.629          | 10.288         | 11.907         | 13.391         | 15.038         | 17.012         | 19.246         | 21.774         |
| (-) Sermaye harcamaları           | 18.218         | 21.360         | 25.188         | 29.146         | 32.786         | 36.834         | 41.652         | 47.101         | 53.264         |
| (-) NIS artışı                    | 2.516          | 2.597          | 2.569          | 2.447          | 2.229          | 2.480          | 2.932          | 3.309          | 3.733          |
| <b>Serbest nakit akışı</b>        | <b>12.728</b>  | <b>18.691</b>  | <b>24.022</b>  | <b>28.809</b>  | <b>32.893</b>  | <b>36.931</b>  | <b>41.582</b>  | <b>46.947</b>  | <b>52.977</b>  |
| Serbest Nakit Akış Marjı          | 6%             | 7%             | 7%             | 7%             | 8%             | 8%             | 7%             | 7%             | 7%             |
| y/y büyüme                        | 199%           | 47%            | 29%            | 20%            | 14%            | 12%            | 13%            | 13%            | 13%            |
| <b>İskonto oranı</b>              | <b>28,4%</b>   | <b>22,7%</b>   | <b>20,1%</b>   | <b>18,5%</b>   | <b>17,2%</b>   | <b>17,2%</b>   | <b>17,2%</b>   | <b>17,2%</b>   | <b>17,2%</b>   |
| <b>İskonto faktörü</b>            | <b>0,78</b>    | <b>0,63</b>    | <b>0,53</b>    | <b>0,45</b>    | <b>0,38</b>    | <b>0,32</b>    | <b>0,28</b>    | <b>0,24</b>    | <b>0,20</b>    |
| <b>İndirgenmiş nakit akışları</b> | <b>9.913</b>   | <b>11.862</b>  | <b>12.694</b>  | <b>12.844</b>  | <b>12.518</b>  | <b>11.997</b>  | <b>11.530</b>  | <b>11.112</b>  | <b>10.704</b>  |
| <b>İndirgenmiş Nakit Akışı</b>    | <b>94.470</b>  |                |                |                |                |                |                |                |                |
| Terminal Değer                    | 746.923        |                |                |                |                |                |                |                |                |
| <b>İndirgenmiş Terminal Değer</b> | <b>150.911</b> |                |                |                |                |                |                |                |                |
| Toplamın %'si olarak Terminal     | 62%            |                |                |                |                |                |                |                |                |
| Terminal Büyüme Oranı             | 9%             |                |                |                |                |                |                |                |                |
| <b>Hedef İşletme Değeri</b>       | <b>245.381</b> |                |                |                |                |                |                |                |                |
| Net Borç (2025 sonu)              | 21.584         |                |                |                |                |                |                |                |                |
| İştirakler                        | 1              |                |                |                |                |                |                |                |                |
| Azınlık Payları                   | 10.805         |                |                |                |                |                |                |                |                |
| <b>Hedef Sermaye Değeri</b>       | <b>212.992</b> |                |                |                |                |                |                |                |                |
| <b>12A Hedef Sermaye Değeri</b>   | <b>282.942</b> |                |                |                |                |                |                |                |                |
| Piyasa değeri                     | 174.040        |                |                |                |                |                |                |                |                |
| <b>Potansiyel</b>                 | <b>63%</b>     |                |                |                |                |                |                |                |                |

Source: YKY Research

## MAVI GIYIM

## Disiplin karşılığını verir.

Mavi Giyim için, %51'lük getiri potansiyeli sunan, 12 aylık 68TL/hisse hedef fiyatla AL önerimizi devam ettiriyoruz. Yukarı yönlü revizyonumuz şu faktörlerden kaynaklanmaktadır: (i) zorlu bir 2025 sonrasında daha olumlu bir görünüm, (ii) güçlü nakit üretimi ve (iii) cazip değerlendirme çarpanları. 2026 için yıllık %3 büyüme ve %18 VAFÖK marjı tahmin ediyoruz. 2026 tahminlerimize göre, Mavi, uluslararası benzerlerine göre ~%70 iskonto ile 2,6x FD/VAFÖK çarpanıyla işlem görmektedir.

- 2025 Mavi için zorlu bir yıldır.** Zayıf makroekonomik ortamda, giyim enflasyonu manşet TÜFE'nin gerisinde kaldı; sektör genelindeki yoğun promosyonlar ise 9A25'te benzer mağaza satışlarında yıllık %8'lik bir düşüşe yol açtı. Buna rağmen şirket, fiyat savaşlarından kaçınarak ve kampanyalar yoluyla sepet büyümesine odaklanarak VAFÖK marjını korudu ve 9A25'te ~%20'lik bir VAFÖK marjı elde etti (2025T: %19). Buna göre, 2025 için reel gelirlerde %4'lük bir düşüş ve %19'luk bir VAFÖK marjı tahmin ediyoruz. 2026 için ise, düşük baz ve iyileşen talep koşullarının desteğiyle daha destekleyici bir makroekonomik ortam beklentisiyle; reel gelirde %3'lük büyüme ve %18'lik VAFÖK marjı öngörüyoruz.
- 2026'da mağaza açılışları artacak.** Sıkı finansman koşulları nedeniyle, bazı alışveriş merkezleri planlanan açılışlarını 2026'ya erteledi; bu da Mavi'nin 2025 hedef mağaza açılışlarının bir kısmının gelecek yıla kaymasına neden olabilir. 9A25'te Mavi, Türkiye'de net iki mağaza açtı ve dokuz mağazayı yeniledi (2025 hedefi net 10 açılış ve 12 yenileme idi). Açılışlardaki bu artışla birlikte, 2026'da mağaza genişlemesinin gelir artışını destekleyeceğini öngörüyoruz.
- Güçlü nakit üretimi devam ediyor.** Mavi'nin, güçlü operasyonel karlılığı ve verimli net işletme sermayesi (NIS) yönetimiyle desteklenen sağlam nakit yaratma profilini korumasını bekliyoruz. Şirket, son altı çeyrekte ortalama %18 serbest nakit akışı marjı elde ederek net nakit pozisyonunu ve düşük borçluluk profilini desteklemiştir. Bu nedenle, 2026 için ~%11 marj öngörüyoruz.

## Konsolide Finansallar ve Çarpanlar

| (milyon TL)*              | 2024   | Δ  | 2025T  | Δ    | 2026T  | Δ   | 2027T  | Δ  |
|---------------------------|--------|----|--------|------|--------|-----|--------|----|
| Net satışlar              | 38.519 | 3% | 47.980 | -4%  | 60.821 | 3%  | 76.023 | 6% |
| VAFÖK                     | 7.329  | 0% | 8.957  | -6%  | 11.086 | 1%  | 13.899 | 6% |
| Net Kar                   | 2.724  | 7% | 2.502  | -29% | 4.350  | 41% | 5.378  | 5% |
| F/K (x)                   | 12,9   |    | 12,0   |      | 8,2    |     | 6,6    |    |
| FD/VAFÖK (x)              | 4,3    |    | 2,6    |      | 2,6    |     | 2,1    |    |
| FD/Satış (x)              | 0,8    |    | 0,5    |      | 0,5    |     | 0,4    |    |
| Hisse Başına Kar (TL)     | 6,9    |    | 3,1    |      | 5,5    |     | 6,8    |    |
| Temettü Verimi (*)        | 2,2%   |    | 3,7%   |      | 2,8%   |     | 4,0%   |    |
| Serbest Nakit Akış Verimi | 18,9%  |    | 14,5%  |      | 18,8%  |     | 22,5%  |    |

(\*) Bakıyerler ilgili dönemin dönem sonu TÜFE'sine endeksli

(\*\*) temettü verimi ödeme yılına göre hesaplanmıştır, FD'de en son açıklanan net borç kullanılmıştır

Kaynak: Şirket Finansalları, YKY Araştırma

mavi

Öneri

AL

Hedef Fiyat

TL68,00

Potansiyel Getiri

51%

## Fiyat Bilgileri

| Kodu                               | MAVI.TI / MAVI.IS |
|------------------------------------|-------------------|
| İşlem Gördüğü Pazar (*)            | Yıldız Pazar      |
| Kapanış Fiyatı                     | TL45,00           |
| Piyasa Değeri (TL/US\$ mn)         | 35.753 / 830      |
| Hisse Sayısı (mn)                  | 795               |
| Saklama Oranı                      | 73%               |
| 3 ay ort. işlem hacmi (TL/US\$ mn) | 353,24 / 8,33     |

## Fiyat Aralığı (Yüksek / Düşük) (TL)

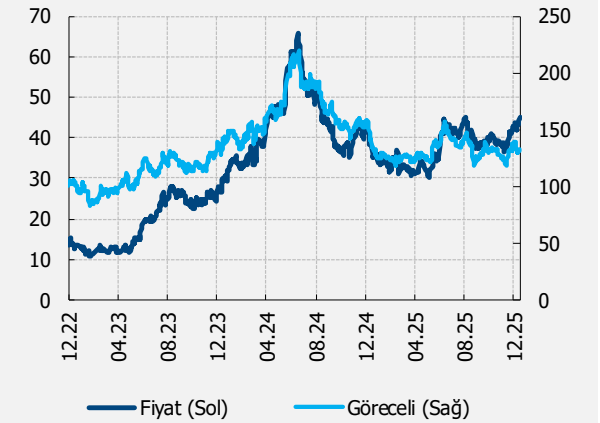
|                        |               |
|------------------------|---------------|
| 1 Aylık                | 45,00 / 39,12 |
| 1 Yıllık               | 45,00 / 30,30 |
| Sene başından itibaren | 45,00 / 41,88 |

## Performans (TL)

## Nominal

## Göreceli

|                        |     |     |
|------------------------|-----|-----|
| 1 Aylık                | 15% | 6%  |
| 3 Aylık                | 17% | 2%  |
| 1 Yıllık               | 17% | -7% |
| Sene başından itibaren | 3%  | -5% |



12 Ocak 2026 tarihi ile güncellenmiştir.

Göreceli performanslar BIST-100 Getiri Endeksine göre hesaplanmıştır

(\*) Pazar işlem kuralları için: www.borsaistanbul.com/tr/sayfa/506/pazarlar

Eren Ercis

eren.ercis@ykyatirim.com.tr

+90 212 319 83 66

Mustafa Görkem Göker

gorkem.goker@ykyatirim.com.tr

+90 212 319 79 49

| Finansal Özet (milyon TL) - TMS29 dahil* | 2023   | 2024    | 2025T   | 2026T   | 2027T   |
|------------------------------------------|--------|---------|---------|---------|---------|
| <b>Gelir Tablosu</b>                     |        |         |         |         |         |
| Net satışlar                             | 26.293 | 38.519  | 47.980  | 60.821  | 76.023  |
| Brüt Kar                                 | 12.674 | 19.371  | 24.173  | 30.143  | 37.803  |
| Faaliyet giderleri                       | -9.430 | -14.706 | -18.968 | -23.495 | -29.484 |
| VAFÖK (**)                               | 5.150  | 7.329   | 8.957   | 11.086  | 13.899  |
| Amortisman                               | 1.906  | 2.663   | 3.752   | 4.438   | 5.580   |
| Faaliyet gelirleri                       | 3.244  | 4.665   | 5.205   | 6.648   | 8.319   |
| Finansal gelir/gider (***)               | -867   | -1.178  | -2.378  | -1.625  | -2.113  |
| Diğer gelir/gider                        | 292    | 182     | 317     | 424     | 528     |
| İştirak Karı / Zararı                    | 0      | 0       | 0       | 0       | 0       |
| Vergi öncesi kar                         | 2.669  | 3.670   | 3.144   | 5.447   | 6.733   |
| Vergi                                    | -913   | -995    | -795    | -1.362  | -1.683  |
| Azınlık hisseleri / diğer                | -27    | -49     | -153    | -265    | -328    |
| Net Kar                                  | 1.784  | 2.724   | 2.502   | 4.350   | 5.378   |
| <b>Bilanço</b>                           |        |         |         |         |         |
| Nakit ve nakit benzerleri                | 4.854  | 6.331   | 6.497   | 8.658   | 11.685  |
| Stoklar                                  | 3.609  | 5.112   | 8.433   | 10.645  | 13.215  |
| Ticari alacaklar                         | 1.312  | 2.054   | 3.625   | 4.595   | 5.743   |
| Diğer alacaklar                          | 370    | 660     | 854     | 1.072   | 1.297   |
| Dönen Varlıklar                          | 10.146 | 14.158  | 19.409  | 24.970  | 31.940  |
| Maddi duran varlıklar                    | 1.213  | 2.252   | 4.007   | 5.627   | 7.942   |
| Finansal yatırımlar                      | 0      | 0       | 0       | 0       | 0       |
| Diğer duran varlıklar                    | 2.539  | 3.174   | 5.206   | 6.893   | 8.513   |
| Duran Varlıklar                          | 3.752  | 5.426   | 9.213   | 12.520  | 16.455  |
| Toplam Varlıklar                         | 13.898 | 19.584  | 28.622  | 37.490  | 48.395  |
| Kısa vadeli finansal borçlar             | 1.403  | 1.656   | 2.339   | 1.616   | 2.008   |
| Ticari borçlar                           | 3.398  | 4.822   | 6.703   | 8.478   | 10.525  |
| Diğer kısa vadeli yükümlülükler          | 1.325  | 1.756   | 2.892   | 3.595   | 4.292   |
| Kısa Vadeli Yükümlülükler                | 6.126  | 8.233   | 11.933  | 13.690  | 16.825  |
| Uzun vadeli finansal borçlar             | 929    | 723     | 1.020   | 1.518   | 1.886   |
| Diğer uzun vadeli yükümlülükler          | 175    | 208     | 254     | 315     | 375     |
| Uzun Vadeli Yükümlülükler                | 1.104  | 930     | 1.273   | 1.833   | 2.261   |
| Azınlık Payları                          | 361    | 206     | 139     | 171     | 202     |
| Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar            | 6.668  | 10.420  | 15.277  | 21.797  | 29.107  |
| Toplam Kaynaklar                         | 13.898 | 19.584  | 28.483  | 37.319  | 48.193  |
| <b>Nakit Akış Tablosu</b>                |        |         |         |         |         |
| İşletme faaliyetlerinden                 | 4.586  | 6.216   | 5.073   | 7.085   | 8.957   |
| Yatırım faaliyetlerinden                 | 372    | 442     | -724    | -369    | -911    |
| Finansman faaliyetlerinden               | -3.334 | -5.234  | -6.057  | -6.055  | -6.596  |
| Temettü Ödemesi                          | -1.232 | -2.057  | -2.482  | -2.888  | -3.295  |
| Serbest Nakit Akışı                      | 4.958  | 6.658   | 4.350   | 6.716   | 8.046   |
| Net Borç                                 | -2.523 | -3.953  | -3.139  | -5.523  | -7.791  |
| <b>Ana Çarpanlar</b>                     |        |         |         |         |         |
| Brüt kar marjı                           | 48,2%  | 50,3%   | 50,4%   | 49,6%   | 49,7%   |
| VAFÖK marjı                              | 19,6%  | 19,0%   | 18,7%   | 18,2%   | 18,3%   |
| Net Kar marjı                            | 6,8%   | 7,1%    | 5,2%    | 7,2%    | 7,1%    |
| Sermaye Karlılığı                        | 35,8%  | 31,9%   | 19,5%   | 23,5%   | 21,1%   |
| Reel Gelir Büyümesi                      | 25%    | 3%      | -4%     | 3%      | 6%      |
| Reel VAFÖK Büyümesi                      | 23%    | 0%      | -6%     | 1%      | 6%      |
| Reel Net Kar Büyümesi                    | -6%    | 7%      | -29%    | 41%     | 5%      |
| Net Borç / Özkaynaklar (x)               | a.d.   | a.d.    | a.d.    | a.d.    | a.d.    |
| Net Borç / VAFÖK (x)                     | a.d.   | a.d.    | a.d.    | a.d.    | a.d.    |

Kaynak: Şirket Finansalları, YKY

(\*) Bakıyalar ilgili dönemin dönem sonu TÜFE'sine endeksli

(\*\*) VAFÖK= (Satışlar-SMMM-Faaliyet Gideri+Amortisman) UFRS sonuçları ile uyumlu şirket sonuçlarından farklılık göster

(\*\*\*) Finansal gelir/gider parasal kazanç/kayıp içermektedir

## Sirket Tanımı

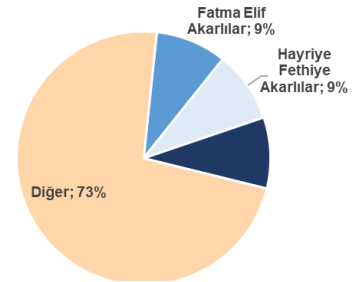
Mavi, uluslararası bir unisex giyim ve aksesuar markasıdır. Şirket, tasarımını kendi bünyesinde yaptığı ve üretimini dışarıdan yaptırdığı ürünlerini, çoğunlukla perakende mağazaları aracılığıyla, ancak toptan satış ve e-ticaret kanalları üzerinden de son kullanıcılara satmaktadır. Mavi'nin konsolide gelirlerinin yaklaşık %80-85'i Türkiye'de bu kanallardan elde edilmektedir. Öte yandan, yurt içi perakende gelirlerinin yaklaşık %80'i aynı mağazalardan (yani benzer ürünler) elde edilmektedir ki bu da karlılık için önemli bir parametredir.

## Potansiyel katalistler ve riskler

**Potansiyel katalistler:** i) Beklenenden daha güçlü talep, ii) daha iyi benzer mağaza satışları ve marj genişlemesi ve iii) daha güçlü yurtdışı sonuçları.

**Potansiyel riskler:** i) Piyasa trendlerinin fark edilmemesi ii) tüketici güveninde bozulma ve iii) kredi kartı sınırlamaları gibi olumsuz yasal müdahaleler iv) tüketici satın alma gücünde toparlanma olmaması.

## Ortaklık Yapısı



## Değerleme

Hedef fiyatımızı belirlerken tamamen TL tabanlı İNA modelimize güveniyoruz ve 2026 için %31'den başlayıp kademeli olarak %19'a düşen TL tabanlı bir AOSM'yi, %26'dan %14'e düşen risksiz faiz oranına, %6'lık öz sermaye risk primine ve 0,8x'lik beta katsayısına bağlı olarak kullanıyoruz. 2026 tahminlerimize göre, MAVI şu anda 2,6x FD/VAFÖK oranında işlem görüyor ki bu da uluslararası benzerlerine göre ~%70'lik bir iskonto anlamına geliyor.

Şekil 1: YKY- MAVI İNA Tablosu / TMS29 öncesi

| Milyon TL                         | 2026E         | 2027E         | 2028E         | 2029E         | 2030E          | 2031E          | 2032E          | 2033E          | 2034E          |
|-----------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| <b>Satış Gelirleri</b>            | <b>55.282</b> | <b>70.245</b> | <b>85.279</b> | <b>99.139</b> | <b>113.151</b> | <b>129.089</b> | <b>147.001</b> | <b>167.087</b> | <b>189.564</b> |
| y/y büyüme                        | 30,1%         | 27,1%         | 21,4%         | 16,3%         | 14,1%          | 14,1%          | 13,9%          | 13,7%          | 13,5%          |
| <b>Düzeltilmiş FVÖK</b>           | <b>6.090</b>  | <b>8.917</b>  | <b>10.999</b> | <b>12.151</b> | <b>14.742</b>  | <b>16.897</b>  | <b>19.392</b>  | <b>22.050</b>  | <b>25.071</b>  |
| FVÖK marjı                        | 11,0%         | 12,7%         | 12,9%         | 12,3%         | 13,0%          | 13,1%          | 13,2%          | 13,2%          | 13,2%          |
| <b>(-) Vergi</b>                  | <b>1.522</b>  | <b>2.229</b>  | <b>2.750</b>  | <b>3.038</b>  | <b>3.685</b>   | <b>4.224</b>   | <b>4.848</b>   | <b>5.512</b>   | <b>6.268</b>   |
| Vergi oranı                       | 25%           | 25%           | 25%           | 25%           | 25%            | 25%            | 25%            | 25%            | 25%            |
| <b>VSNFK</b>                      | <b>4.567</b>  | <b>6.688</b>  | <b>8.249</b>  | <b>9.113</b>  | <b>11.056</b>  | <b>12.673</b>  | <b>14.544</b>  | <b>16.537</b>  | <b>18.803</b>  |
| (+) Amortisman ve itfa            | 829           | 1.067         | 1.343         | 1.660         | 2.010          | 2.421          | 2.900          | 3.459          | 4.109          |
| (-) Sermaye harcamaları           | 2.649         | 3.322         | 4.041         | 4.785         | 5.566          | 6.466          | 7.510          | 8.721          | 10.125         |
| (-) NIS artışı                    | 1.406         | 1.671         | 1.673         | 1.404         | 1.542          | 1.742          | 1.944          | 2.164          | 2.404          |
| <b>Serbest nakit akışı</b>        | <b>1.341</b>  | <b>2.761</b>  | <b>3.878</b>  | <b>4.585</b>  | <b>5.959</b>   | <b>6.886</b>   | <b>7.991</b>   | <b>9.111</b>   | <b>10.383</b>  |
| Serbest Nakit Akış Marjı          | 2%            | 4%            | 5%            | 5%            | 5%             | 5%             | 5%             | 5%             | 5%             |
| y/y büyüme                        | -414%         | 106%          | 40%           | 18%           | 30%            | 16%            | 16%            | 14%            | 14%            |
| <b>İskonto oranı</b>              | <b>30,6%</b>  | <b>24,7%</b>  | <b>21,9%</b>  | <b>20,2%</b>  | <b>18,8%</b>   | <b>18,8%</b>   | <b>18,8%</b>   | <b>18,8%</b>   | <b>18,8%</b>   |
| <b>İskonto faktörü</b>            | <b>0,77</b>   | <b>0,61</b>   | <b>0,50</b>   | <b>0,42</b>   | <b>0,35</b>    | <b>0,30</b>    | <b>0,25</b>    | <b>0,21</b>    | <b>0,18</b>    |
| <b>İndirgenmiş nakit akışları</b> | <b>1.027</b>  | <b>1.695</b>  | <b>1.954</b>  | <b>1.921</b>  | <b>2.102</b>   | <b>2.044</b>   | <b>1.997</b>   | <b>1.917</b>   | <b>1.839</b>   |
| <b>İndirgenmiş Nakit Akışı</b>    | <b>16.495</b> |               |               |               |                |                |                |                |                |
| Terminal Değer                    | 105.779       |               |               |               |                |                |                |                |                |
| <b>İndirgenmiş Terminal Değer</b> | <b>18.732</b> |               |               |               |                |                |                |                |                |
| Toplamın %'si olarak Terminal     | 53%           |               |               |               |                |                |                |                |                |
| Terminal Büyüme Oranı             | 8%            |               |               |               |                |                |                |                |                |
| <b>Hedef İşletme Değeri</b>       | <b>35.227</b> |               |               |               |                |                |                |                |                |
| <b>Net Borç (2025 sonu)</b>       | <b>-5.244</b> |               |               |               |                |                |                |                |                |
| <b>İştirakler</b>                 | <b>0</b>      |               |               |               |                |                |                |                |                |
| <b>Azınlık Payları</b>            | <b>139</b>    |               |               |               |                |                |                |                |                |
| <b>Hedef Sermaye Değeri</b>       | <b>40.332</b> |               |               |               |                |                |                |                |                |
| <b>12A Hedef Sermaye Değeri</b>   | <b>53.871</b> |               |               |               |                |                |                |                |                |
| Piyasa değeri                     | 35.753        |               |               |               |                |                |                |                |                |
| <b>Potansiyel</b>                 | <b>51%</b>    |               |               |               |                |                |                |                |                |

Kaynak: YKY Araştırma

## MIGROS

## Sağlam yapısıyla, performans odaklı

Migros için 12 aylık 940TL/hisse hedef fiyatla “AL” önerimizi sürdürüyoruz. Migros'un, mevcut dinamiklerden gıda perakendeciliği alanındaki önemli bir faydalanıcı olduğuna inanıyoruz; bu durum şu faktörlerle destekleniyor: (i) geniş tabanlı talep direnci, (ii) yapısal olarak büyüyen çevrimiçi iş modeli ve (iii) devam eden maliyet optimizasyon girişimleri. Önümüzdeki üç yıl içinde, %5'lik reel gelir YBBO'su, ~%8'lik VAFÖK marjı ve ~%15'lik yatırılan sermaye getirisi (ROIC) öngörüyoruz. Hisse güncel olarak 2026 tahminlerimize göre 2,5x FD/VAFÖK ve 9,4x F/K çarpanlarından işlem görüyor ve hissenin son bir yılda BIST100 endeksinin %11 altında performans göstermesinin ardından, mevcut seviyeleri cazip buluyoruz.

- Çok kanallı olması, sektör ortalamasının üzerinde gelir artışı sağlıyor.** İnceleme kapsamımızdaki en hızlı büyüyen gıda perakendecisinin Migros olmasını bekliyoruz. 2025 için, yıllık %6'lık ciro büyümesi (BIM'in %5'ine ve ŞOK'un %4'üne kıyasla) ve yaklaşık %6,5'lik VAFÖK marjı öngörüyoruz; bu da yıllık ~100 baz puanlık bir genişlemeye işaret ediyor. Orta vadede, Migros'un çok formatlı mağaza yapısı ve çok kanallı stratejileri sayesinde düşük-orta tek haneli oranlarda büyümesini sürdürmesini bekliyoruz; bu özellikler, değişen tüketici davranışlarına karşı doğal bir koruma sağlıyor. Geniş tabanlı talep hacimleri desteklemeye devam ederken, Macrocenter nispeten dirençli yüksek gelirli tüketicilere odaklanmaya devam edecek.
- Maliyet disiplini, yapısal bir marjı belirleyicisi olmaya devam etmektedir.** Düşük kayıp kaçak oranları, çevrimiçi operasyonlardan elde edilen avantaj, self-kasa sistemlerinin daha yaygın kullanımı ve dijital fiyat etiketi uygulamasının devam etmesi sayesinde Migros'un 2025'te ~%6,5'lik bir VAFÖK marjı elde etmesini bekliyoruz. Maliyet optimizasyon girişimlerinin 2026 yılında da devam etmesini bekliyoruz. Hatırlatmak gerekirse, şirketin güneş enerjisi santrali (GES) projesi devam ediyor ve bunun Migros'un enerji ihtiyacının yaklaşık %25'ini karşılayacağını ve maliyetlerde daha fazla rahatlatma sağlayacağını tahmin ediyoruz. Buna göre, tahmin dönemi boyunca ortalama %8'lik bir VAFÖK marjı öngörüyoruz.

## Konsolide Finansallar ve Çarpanlar

| (milyon TL)*              | 2023    | Δ    | 2024    | Δ    | 2025T   | Δ   | 2026T   | Δ   |
|---------------------------|---------|------|---------|------|---------|-----|---------|-----|
| Net satışlar              | 293.780 | 12%  | 408.209 | 6%   | 533.313 | 6%  | 652.887 | 3%  |
| VAFÖK                     | 15.796  | 248% | 26.874  | 30%  | 37.996  | 14% | 56.285  | 25% |
| Net Kar                   | 6.340   | -50% | 5.929   | -29% | 9.693   | 32% | 19.969  | 74% |
| F/K (x)                   | 13,5    |      | 15,4    |      | 9,4     |     | 4,6     |     |
| FD/VAFÖK (x)              | 4,9     |      | 3,7     |      | 2,5     |     | 1,5     |     |
| FD/Satış (x)              | 0,3     |      | 0,2     |      | 0,2     |     | 0,1     |     |
| Hisse Başına Kar (TL)     | 35,0    |      | 32,7    |      | 53,5    |     | 110,3   |     |
| Temettü Verimi (*)        | 2,1%    |      | 2,1%    |      | 1,9%    |     | 3,2%    |     |
| Serbest Nakit Akış Verimi | 21,1%   |      | 8,5%    |      | 18,0%   |     | 25,3%   |     |

(\*) Bakıyerler ilgili dönemin dönem sonu TÜFE'sine endeksli

(\*\*) temettü verimi ödeme yılına göre hesaplanmıştır, FD'de en son açıklanan net borç kullanılmıştır

Kaynak: Şirket Finansalları, YKY Araştırma

## MiGROS

## Öneri

AL

## Hedef Fiyat

TL940,00

## Potansiyel Getiri

59%

## Fiyat Bilgileri

| Kodu                               | MGROS.TI / MGROS.IS |
|------------------------------------|---------------------|
| İşlem Gördüğü Pazar (*)            | Yıldız Pazar        |
| Kapanış Fiyatı                     | TL591,50            |
| Piyasa Değeri (TL/US\$ mn)         | 107.094 / 2.487     |
| Hisse Sayısı (mn)                  | 181                 |
| Saklama Oranı                      | 51%                 |
| 3 ay ort. işlem hacmi (TL/US\$ mn) | 1.334,49 / 31,49    |

## Fiyat Aralığı (Yüksek / Düşük) (TL)

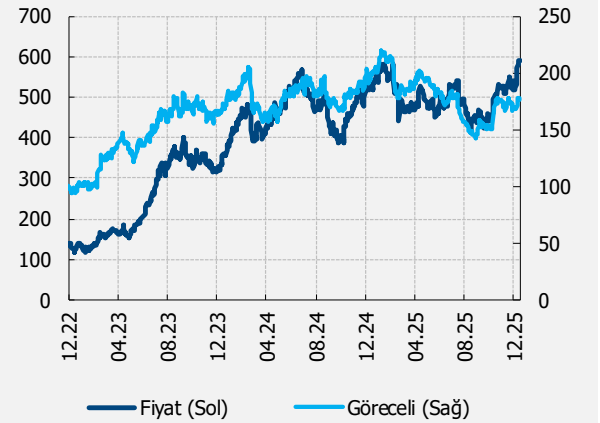
|                        |                 |
|------------------------|-----------------|
| 1 Aylık                | 592,00 / 516,00 |
| 1 Yıllık               | 592,00 / 418,94 |
| Sene başından itibaren | 592,00 / 522,00 |

## Performans (TL)

## Nominal

## Göreceli

|                        |     |      |
|------------------------|-----|------|
| 1 Aylık                | 11% | 2%   |
| 3 Aylık                | 32% | 15%  |
| 1 Yıllık               | 13% | -11% |
| Sene başından itibaren | 13% | 4%   |



12 Ocak 2026 tarihi ile güncellenmiştir.

Göreceli performanslar BIST-100 Getiri Endeksine göre hesaplanmıştır

(\*) Pazar işlem kuralları için: www.borsaistanbul.com/tr/sayfa/506/pazarlar

Eren Ercis

eren.ercis@ykyatirim.com.tr

+90 212 319 83 66

Mustafa Görkem Göker

gorkem.goker@ykyatirim.com.tr

+90 212 319 79 49

| Finansal Özet (milyon TL) - TMS29 dahil* | 2023    | 2024    | 2025T   | 2026T   | 2027T   |
|------------------------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| <b>Gelir Tablosu</b>                     |         |         |         |         |         |
| Net satışlar                             | 181.559 | 293.780 | 408.209 | 533.313 | 652.887 |
| Brüt Kar                                 | 33.912  | 68.004  | 99.706  | 133.131 | 173.668 |
| Faaliyet giderleri                       | 36.958  | 62.185  | 89.076  | 119.057 | 149.312 |
| VAFÖK (**)                               | 3.142   | 15.796  | 26.874  | 37.996  | 56.285  |
| Amortisman                               | 6.188   | 9.978   | 16.243  | 23.922  | 31.930  |
| Faaliyet gelirleri                       | -3.045  | 5.818   | 10.631  | 14.074  | 24.356  |
| Finansal gelir/gider (***)               | 17.086  | 17.148  | 19.903  | 29.605  | 33.961  |
| Diğer gelir/gider                        | -3.278  | -15.025 | -18.593 | -17.990 | -16.967 |
| İştirak Karı / Zararı                    | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       |
| Vergi öncesi kar                         | 10.763  | 7.942   | 11.941  | 25.688  | 41.349  |
| Vergi                                    | -1.883  | -1.403  | -5.711  | -15.529 | -20.631 |
| Azınlık hisseleri / diğer                | 77      | 234     | 301     | 466     | 750     |
| Net Kar                                  | 8.829   | 6.340   | 5.929   | 9.693   | 19.969  |
| <b>Bilanço</b>                           |         |         |         |         |         |
| Nakit ve nakit benzerleri                | 12.817  | 22.546  | 31.498  | 45.823  | 69.035  |
| Stoklar                                  | 21.929  | 31.152  | 34.778  | 45.595  | 66.547  |
| Ticari alacaklar                         | 370     | 1.398   | 2.180   | 2.898   | 3.831   |
| Diğer alacaklar                          | 2.760   | 2.598   | 2.719   | 2.591   | 1.871   |
| Dönen Varlıklar                          | 37.876  | 57.694  | 71.175  | 96.906  | 141.283 |
| Maddi duran varlıklar                    | 20.295  | 32.323  | 46.101  | 63.106  | 80.004  |
| Finansal yatırımlar                      | 1.156   | 3.403   | 4.344   | 5.587   | 6.885   |
| Diğer duran varlıklar                    | 32.803  | 56.639  | 81.951  | 108.861 | 132.637 |
| Duran Varlıklar                          | 54.254  | 92.365  | 132.396 | 177.553 | 219.525 |
| Toplam Varlıklar                         | 92.130  | 150.059 | 203.571 | 274.459 | 360.808 |
| Kısa vadeli finansal borçlar             | 2.979   | 4.823   | 6.263   | 7.750   | 9.801   |
| Ticari borçlar                           | 37.391  | 57.709  | 74.051  | 97.108  | 126.192 |
| Diğer kısa vadeli yükümlülükler          | 4.526   | 8.482   | 8.642   | 10.657  | 12.145  |
| Kısa Vadeli Yükümlülükler                | 44.896  | 71.014  | 88.957  | 115.514 | 148.138 |
| Uzun vadeli finansal borçlar             | 7.291   | 16.272  | 27.474  | 34.600  | 43.764  |
| Diğer uzun vadeli yükümlülükler          | 3.689   | 5.091   | 7.294   | 9.701   | 11.611  |
| Uzun Vadeli Yükümlülükler                | 10.980  | 21.363  | 34.768  | 44.302  | 55.375  |
| Azınlık Payları                          | 230     | 373     | 748     | 962     | 1.152   |
| Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar            | 36.254  | 57.682  | 79.099  | 113.681 | 156.144 |
| Toplam Kaynaklar                         | 92.130  | 150.059 | 203.571 | 274.459 | 360.808 |
| <b>Nakit Akış Tablosu</b>                |         |         |         |         |         |
| İşletme faaliyetlerinden                 | 15.367  | 27.044  | 19.470  | 31.848  | 41.930  |
| Yatırım faaliyetlerinden                 | -5.299  | -9.012  | -11.675 | -15.355 | -18.806 |
| Finansman faaliyetlerinden               | -3.344  | -6.746  | -5.845  | -9.601  | -8.388  |
| Temettü Ödemesi                          | -472    | -1.770  | -1.900  | -1.779  | -2.908  |
| Serbest Nakit Akışı                      | 10.068  | 18.032  | 7.796   | 16.494  | 23.123  |
| Net Borç                                 | -3.703  | -4.853  | 2.240   | -3.472  | -15.470 |
| <b>Ana Çarpanlar</b>                     |         |         |         |         |         |
| Brüt kar marjı                           | 18,7%   | 23,1%   | 24,4%   | 25,0%   | 26,6%   |
| VAFÖK marjı                              | 1,7%    | 5,4%    | 6,6%    | 7,1%    | 8,6%    |
| Net Kar marjı                            | 4,9%    | 2,2%    | 1,5%    | 1,8%    | 3,1%    |
| Sermaye Karlılığı                        | 24,4%   | 13,5%   | 8,7%    | 10,1%   | 14,8%   |
| Reel Gelir Büyümesi                      | 29%     | 12%     | 6%      | 6%      | 3%      |
| Reel VAFÖK Büyümesi                      | -16%    | 248%    | 30%     | 14%     | 25%     |
| Reel Net Kar Büyümesi                    | -3%     | -50%    | -29%    | 32%     | 74%     |
| Net Borç / Özkaynaklar (x)               | a.d.    | a.d.    | 0,0     | a.d.    | a.d.    |
| Net Borç / VAFÖK (x)                     | a.d.    | a.d.    | 0,1     | a.d.    | a.d.    |

Kaynak: Şirket Finansalları, YKY Araştırma

(\*) Bakıyerler ilgili dönemin dönem sonu TÜFE'sine endeksli

(\*\*) VAFÖK= (Satışlar-SMMM-Faaliyet Gideri+Amortisman) UFRS sonuçları ile uyumlu şirket sonuçlarından farklılık gösterir

(\*\*\*) Finansal gelir/gider parasal kazanç/kayıp içermektedir

## Company Description

Migros, 1954 yılında İsviçre Migros Kooperatifler Birliği ve İstanbul Belediyesi arasında bir ortak girişim olarak kurulmuştur. Koç Holding, 1975 yılında ana hissedar olmuş ve 2008 yılında hissesini BC Partners tarafından kontrol edilen Moonlight'a satmıştır. Şirketin mevcut ana hissedarı, yaklaşık %50 hissesi ve eşdeğer oy hakkıyla Anadolu Grubu <AGHOL TI>'dır.

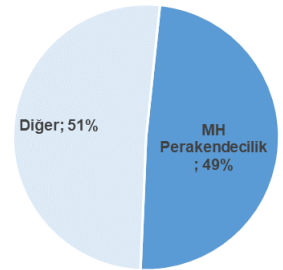
Türkiye'nin en büyük süpermarket zinciri olan Migros, şu anda 81 şehrin tamamında ~3.800 mağazada faaliyet göstermektedir. Migros'un geniş satış ağı ve etkin deneyimi, sürdürülebilir büyüme için çok önemli faktörlerdir; zira Türkiye'deki uzun vadeli güçlü varlığı, daha yüksek marka bilinirliği, daha iyi lojistik yetenekleri ve güçlü satın alma gücü anlamına gelmektedir.

## Potansiyel katalistler ve riskler

**Potansiyel katalistler:** i) çevrimiçi satışlarda artış, ii) reel satın alma gücünde artış ve iii) dijitalleşme girişimlerinin daha hızlı ilerlemesi.

**Potansiyel riskler:** i) daha düşük mağaza açılışları, ii) yoğun promosyon faaliyetlerinin devam etmesi ve iii) girdi maliyeti baskısı.

## Ortaklık Yapısı



## Değerleme

Migros <MGROS T1> için 12 aylık hedef fiyatımızı, İNA yöntemine dayanarak, hisse başına 940 TL olarak belirledik. Ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti (AOSM) hesaplamamızda, risksiz faiz oranını %26'dan başlayıp tahmin ufukumuzda %14'e düşen bir değer ve Beta katsayısını 0,9 olarak kullandık. Bu, 2026 için yaklaşık 3x'lik bir hedef FD/VAFÖK çarpanına karşılık gelmektedir.

Şekil 1: YKY-MGROS İNA Tablosu/ TMS29 Öncesi

| Milyon TL                         | 2026T          | 2027T          | 2028T          | 2029T          | 2030T          | 2031T            | 2032T            | 2033T            | 2034T            |
|-----------------------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
| <b>Satış Gelirleri</b>            | <b>493.911</b> | <b>613.797</b> | <b>734.910</b> | <b>857.609</b> | <b>989.741</b> | <b>1.131.246</b> | <b>1.289.777</b> | <b>1.450.292</b> | <b>1.631.139</b> |
| y/y büyüme                        | 33,5%          | 24,3%          | 19,7%          | 16,7%          | 15,4%          | 14,3%            | 14,0%            | 12,4%            | 12,5%            |
| <b>Düzeltilmiş FVÖK</b>           | <b>12.540</b>  | <b>17.088</b>  | <b>19.677</b>  | <b>22.795</b>  | <b>28.141</b>  | <b>30.611</b>    | <b>33.540</b>    | <b>34.054</b>    | <b>35.502</b>    |
| FVÖK marjı                        | 2,5%           | 2,8%           | 2,7%           | 2,7%           | 2,8%           | 2,7%             | 2,6%             | 2,3%             | 2,2%             |
| <b>(-) Vergi</b>                  | <b>3.135</b>   | <b>4.272</b>   | <b>4.919</b>   | <b>5.699</b>   | <b>7.035</b>   | <b>7.653</b>     | <b>8.385</b>     | <b>8.514</b>     | <b>8.876</b>     |
| Vergi oranı                       | 25%            | 25%            | 25%            | 25%            | 25%            | 25%              | 25%              | 25%              | 25%              |
| <b>VSNFK</b>                      | <b>9.405</b>   | <b>12.816</b>  | <b>14.758</b>  | <b>17.096</b>  | <b>21.106</b>  | <b>22.958</b>    | <b>25.155</b>    | <b>25.541</b>    | <b>26.627</b>    |
| (+) Amortisman ve itfa            | 5.409          | 7.471          | 9.931          | 12.792         | 16.050         | 19.785           | 24.008           | 28.815           | 34.195           |
| (-) Sermaye harcamaları           | 15.596         | 19.430         | 23.187         | 26.958         | 30.700         | 35.195           | 39.797           | 45.292           | 50.704           |
| (-) NIS artışı                    | -9.328         | -9.711         | -9.618         | -10.097        | -10.722        | -11.508          | -12.629          | -13.396          | -14.793          |
| <b>Serbest nakit akışı</b>        | <b>8.546</b>   | <b>10.568</b>  | <b>11.120</b>  | <b>13.027</b>  | <b>17.178</b>  | <b>19.057</b>    | <b>21.996</b>    | <b>22.459</b>    | <b>24.911</b>    |
| Serbest Nakit Akış Marjı          | 2%             | 1,7%           | 1,5%           | 1,5%           | 1,7%           | 1,7%             | 1,7%             | 1,5%             | 1,5%             |
| y/y büyüme                        | a.d.           | 24%            | 5%             | 17%            | 32%            | 11%              | 15%              | 2%               | 11%              |
| <b>İskonto oranı</b>              | <b>30,4%</b>   | <b>24,4%</b>   | <b>21,7%</b>   | <b>20,0%</b>   | <b>18,6%</b>   | <b>18,6%</b>     | <b>18,6%</b>     | <b>18,6%</b>     | <b>18,6%</b>     |
| <b>İskonto faktörü</b>            | <b>0,77</b>    | <b>0,62</b>    | <b>0,51</b>    | <b>0,42</b>    | <b>0,36</b>    | <b>0,30</b>      | <b>0,25</b>      | <b>0,21</b>      | <b>0,18</b>      |
| <b>İndirgenmiş nakit akışları</b> | <b>6.555</b>   | <b>6.513</b>   | <b>5.632</b>   | <b>5.496</b>   | <b>6.110</b>   | <b>5.715</b>     | <b>5.562</b>     | <b>4.788</b>     | <b>4.478</b>     |
| <b>İndirgenmiş Nakit Akışı</b>    | <b>50.851</b>  |                |                |                |                |                  |                  |                  |                  |
| Terminal Değer                    | 238.139        |                |                |                |                |                  |                  |                  |                  |
| <b>İndirgenmiş Terminal Değer</b> | <b>42.808</b>  |                |                |                |                |                  |                  |                  |                  |
| Toplamın %'si olarak Terminal     | 46%            |                |                |                |                |                  |                  |                  |                  |
| Terminal Büyüme Oranı             | 8%             |                |                |                |                |                  |                  |                  |                  |
| <b>Hedef İşletme Değeri</b>       | <b>93.659</b>  |                |                |                |                |                  |                  |                  |                  |
| <b>Net Borç (2025 sonu)</b>       | <b>-30.115</b> |                |                |                |                |                  |                  |                  |                  |
| <b>İştirakler</b>                 | <b>4.344</b>   |                |                |                |                |                  |                  |                  |                  |
| <b>Azınlık Payları</b>            | <b>748</b>     |                |                |                |                |                  |                  |                  |                  |
| <b>Hedef Sermaye Değeri</b>       | <b>127.370</b> |                |                |                |                |                  |                  |                  |                  |
| <b>12A Hedef Sermaye Değeri</b>   | <b>170.013</b> |                |                |                |                |                  |                  |                  |                  |
| Piyasa değeri                     | 107.094        |                |                |                |                |                  |                  |                  |                  |
| <b>Potansiyel</b>                 | <b>59%</b>     |                |                |                |                |                  |                  |                  |                  |

Kaynak: YKY Araştırma

## SOK MARKETLER

## Toparlanma yapısal hale geliyor

Şok Marketler için 12 aylık 84TL/hisse hedef fiyatla “AL” önerimizi devam ettiriyoruz. Zorlu bir 2024’ün ardından, 2Y25’te görülen operasyonel toparlanmanın 2026’da da devam etmesini ve daha yapıcı bir orta vadeli görünümü desteklemesini bekliyoruz. Bu durum öncelikle şunlardan kaynaklanmaktadır: (i) daha büyük ŞOK 2.0 mağaza formatının artması, (ii) güçlendirilmiş lojistik ağı ve (iii) çalışan devir oranındaki azalma. Önümüzdeki üç yıl için %4'lük reel gelir YBBO ve ~%3,5'lik VAFÖK marjı öngörüyoruz. Hisse güncel olarak 2026 tahminlerimize göre 2,8x FD/VAFÖK oranında işlem görmektedir; bu da halka arzdan bu yana ileriye dönük çaraplarının ortalamasına göre ~%40'lık bir iskonto anlamına geliyor.

- **ŞOK 2.0, önemli bir gelir artırıcı unsur haline geliyor.** Yeni ŞOK 2.0 mağazalarının katkısının 2026'da ve uzun vadede giderek daha da artmasını ve 2025'teki <%10 gelir payının yükselmesini bekliyoruz. Mağaza başına daha yüksek gelir (normal mağazalara göre yaklaşık 1,5 kat), daha güçlü VAFÖK marjları ve iyileştirilmiş ürün gamı ile desteklenen yeni formatı, ŞOK'un operasyonel toparlanmasının temel dayanaklarından biri olarak görüyoruz. 3Ç25 sonu itibarıyla şirket yaklaşık 600 adet 2.0 mağaza işletiyordu ve bunların yaklaşık %30'u eski mağazalardan dönüştürülmüştü. Şimdi yeni açılışların %80'inin 2.0 formatında olmasını bekliyoruz. 3Ç25'te benzer mağaza trafiğinin toparlanmaya başlaması ve 2026'dan sonra da devam etmesiyle, 2025 için %4 ve 2026 için %5 reel ciro büyümesi öngörüyoruz.
- **Maliyet geliştirici unsurlar 2026'da da marjlar için destekleyici.** Çalışan devir oranındaki düşüş, daha düşük kayıp kaçak ve lojistik ağının güçlenmesi (9A25'te altı yeni dağıtım merkezinin açılması dahil) halihazırda VAFÖK performansını desteklemiştir. Kayıp kaçak oranlarındaki ve raf bulunabilirliğindeki daha fazla iyileşmeyle desteklenen bu kazanımların 2026 ve sonrasına da taşınmasını bekliyoruz. Buna göre, 2025 ve 2026 için sırasıyla %2,6 ve %3,5 VAFÖK marjı öngörüyoruz.

## Konsolide Finansallar ve Çarpanlar

| (milyon TL)*              | 2024    | Δ     | 2025T   | Δ    | 2026T   | Δ    | 2027T   | Δ   |
|---------------------------|---------|-------|---------|------|---------|------|---------|-----|
| Net satışlar              | 202.174 | 5%    | 276.452 | 4%   | 360.368 | 5%   | 441.170 | 3%  |
| VAFÖK                     | 4       | -100% | 7.293   | n.m. | 12.567  | 39%  | 16.271  | 9%  |
| Net Kar                   | 61      | -99%  | -614    | n.m. | 1.497   | n.m. | 2.334   | 32% |
| F/K (x)                   | >50     |       | n.m.    |      | 21,7    |      | 13,9    |     |
| FD/VAFÖK (x)              | >50     |       |         |      | 3,7     |      | 2,2     |     |
| FD/Satış (x)              | 0,2     |       | 0,1     |      | 0,1     |      | 0,1     |     |
| Hisse Başına Kar (TL)     | 0,1     |       | -1,0    |      | 2,5     |      | 3,9     |     |
| Temettü Verimi (*)        | 4,2%    |       | 0,0%    |      | 0,0%    |      | 0,9%    |     |
| Serbest Nakit Akış Verimi | 44,3%   |       | 71,3%   |      | 69,4%   |      | 75,2%   |     |

(\*) Bakıyerler ilgili dönemin dönem sonu TÜFE'sine endeksli

(\*\*) temettü verimi ödeme yılına göre hesaplanmıştır, FD'de en son açıklanan net borç kullanılmıştır

Kaynak: Şirket Finansallar, YKY Araştırma



Öneri

AL

Hedef Fiyat

TL84,00

Potansiyel Getiri

53%

## Fiyat Bilgileri

| Kodu                               | SOKM.TI / SOKM.IS |
|------------------------------------|-------------------|
| İşlem Gördüğü Pazar (*)            | Yıldız Pazar      |
| Kapanış Fiyatı                     | TL54,75           |
| Piyasa Değeri (TL/US\$ mn)         | 32,483 / 754      |
| Hisse Sayısı (mn)                  | 593               |
| Saklama Oranı                      | 51%               |
| 3 ay ort. işlem hacmi (TL/US\$ mn) | 334.49 / 7.91     |

## Fiyat Aralığı (Yüksek / Düşük) (TL)

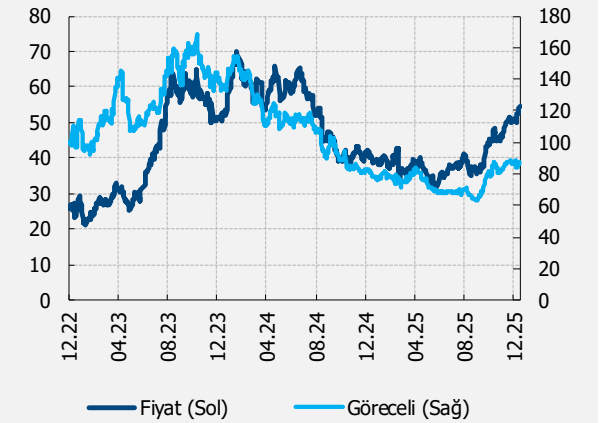
|                        |               |
|------------------------|---------------|
| 1 Aylık                | 54.75 / 49.76 |
| 1 Yıllık               | 54.75 / 31.94 |
| Sene başından itibaren | 54.75 / 49.84 |

## Performans (TL)

## Nominal

## Göreceli

|                        |     |     |
|------------------------|-----|-----|
| 1 Aylık                | 8%  | 0%  |
| 3 Aylık                | 44% | 26% |
| 1 Yıllık               | 35% | 7%  |
| Sene başından itibaren | 7%  | -1% |



12 Ocak 2026 tarihi ile güncellenmiştir.

Göreceli performanslar BIST-100 Getiri Endeksine göre hesaplanmıştır

(\*) Pazar işlem kuralları için: www.borsaistanbul.com.tr/sayfa/506/pazarlar

Eren Ercis

eren.ercis@ykyatirim.com.tr

+90 212 319 83 66

Mustafa Görkem Göker

gorkem.goker@ykyatirim.com.tr

+90 212 319 79 49

| Finansal Özet (milyon TL) - TMS29 dahil* | 2023    | 2024    | 2025T   | 2026T   | 2027T   |
|------------------------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| <b>Gelir Tablosu</b>                     |         |         |         |         |         |
| Net satışlar                             | 133.784 | 202.174 | 276.452 | 360.368 | 441.170 |
| Brüt Kar                                 | 26.317  | 36.955  | 56.212  | 73.959  | 90.942  |
| Faaliyet giderleri                       | 27.427  | 44.773  | 60.970  | 77.111  | 93.020  |
| VAFÖK (**)                               | 3.552   | 4       | 7.293   | 12.567  | 16.271  |
| Amortisman                               | 4.662   | 7.822   | 12.050  | 15.719  | 18.350  |
| Faaliyet gelirleri                       | -1.110  | -7.818  | -4.758  | -3.152  | -2.078  |
| Finansal gelir/gider (***)               | 6.990   | 5.932   | 5.202   | 6.074   | 8.238   |
| Diğer gelir/gider                        | -223    | 832     | 90      | 1.141   | -679    |
| İştirak Karı / Zararı                    | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       |
| Vergi öncesi kar                         | 5.658   | -1.054  | 535     | 4.063   | 5.481   |
| Vergi                                    | -1.408  | 1.115   | -1.148  | -2.565  | -3.147  |
| Azınlık hisseleri / diğer                | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       |
| Net Kar                                  | 4.250   | 61      | -614    | 1.497   | 2.334   |
| <b>Bilanço</b>                           |         |         |         |         |         |
| Nakit ve nakit benzerleri                | 4.213   | 5.782   | 9.226   | 13.445  | 16.250  |
| Stoklar                                  | 18.361  | 23.733  | 32.231  | 41.705  | 51.056  |
| Ticari alacaklar                         | 141     | 261     | 421     | 548     | 671     |
| Diğer alacaklar                          | 2.704   | 2.987   | 2.300   | 2.970   | 3.558   |
| Dönen Varlıklar                          | 25.418  | 32.764  | 44.177  | 58.668  | 71.535  |
| Maddi duran varlıklar                    | 9.666   | 16.207  | 22.656  | 29.173  | 36.547  |
| Finansal yatırımlar                      | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       |
| Diğer duran varlıklar                    | 18.236  | 26.571  | 36.765  | 46.176  | 55.799  |
| Duran Varlıklar                          | 27.902  | 42.778  | 59.421  | 75.349  | 92.346  |
| Toplam Varlıklar                         | 53.321  | 75.541  | 103.599 | 134.017 | 163.881 |
| Kısa vadeli finansal borçlar             | 4.405   | 5.714   | 2.970   | 3.711   | 4.505   |
| Ticari borçlar                           | 19.634  | 30.482  | 45.212  | 58.501  | 71.619  |
| Diğer kısa vadeli yükümlülükler          | 531     | 1.365   | 5.240   | 7.010   | 8.473   |
| Kısa Vadeli Yükümlülükler                | 24.570  | 37.561  | 53.421  | 69.222  | 84.597  |
| Uzun vadeli finansal borçlar             | 4.100   | 6.620   | 9.464   | 11.824  | 14.356  |
| Diğer uzun vadeli yükümlülükler          | 4.589   | 2.536   | 3.875   | 5.185   | 6.267   |
| Uzun Vadeli Yükümlülükler                | 8.690   | 9.156   | 13.339  | 17.008  | 20.623  |
| Azınlık Payları                          | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       |
| Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar            | 20.061  | 28.825  | 36.838  | 47.787  | 58.661  |
| Toplam Kaynaklar                         | 53.321  | 75.541  | 103.599 | 134.017 | 163.881 |
| <b>Nakit Akış Tablosu</b>                |         |         |         |         |         |
| İşletme faaliyetlerinden                 | 13.663  | 18.354  | 19.848  | 26.609  | 29.716  |
| Yatırım faaliyetlerinden                 | -1.768  | -3.766  | -3.104  | -4.071  | -5.280  |
| Finansman faaliyetlerinden               | -7.811  | -12.406 | -15.096 | -20.497 | -24.118 |
| Temettü Ödemesi                          | -300    | -1.500  | 0       | 0       | -299    |
| Serbest Nakit Akışı                      | 11.895  | 14.588  | 16.744  | 22.538  | 24.436  |
| Net Borç                                 | 4.293   | 6.551   | 3.208   | 2.089   | 2.612   |
| <b>Ana Çarpanlar</b>                     |         |         |         |         |         |
| Brüt kar marjı                           | 19,7%   | 18,3%   | 20,3%   | 20,5%   | 20,6%   |
| VAFÖK marjı                              | 2,7%    | 0,0%    | 2,6%    | 3,5%    | 3,7%    |
| Net Kar marjı                            | 3,2%    | 0,0%    | a.d.    | 0,4%    | 0,5%    |
| Sermaye Karlılığı                        | 21,2%   | 0,3%    | -1,9%   | 3,5%    | 4,4%    |
| Reel Gelir Büyümesi                      | 19%     | 5%      | 4%      | 5%      | 3%      |
| Reel VAFÖK Büyümesi                      | -29%    | -100%   | a.d.    | 39%     | 9%      |
| Reel Net Kar Büyümesi                    | -39%    | -99%    | a.d.    | a.d.    | 32%     |
| Net Borç / Özkaynaklar (x)               | 0,2     | 0,2     | 0,1     | 0,0     | 0,0     |
| Net Borç / VAFÖK (x)                     | 1,2     | 1.619,8 | 0,4     | 0,2     | 0,2     |

Kaynak: Şirket Finansalları, YKY

(\*) Bakıyerler ilgili dönemin dönem sonu TÜFE'sine endeksli

(\*\*) VAFÖK= (Satışlar-SMMM-Faaliyet Gideri+Amortisman) UFRS sonuçları ile uyumlu şirket sonuçlarından farklılık gösterir

(\*\*\*) Finansal gelir/gider parasal kazanç/kayıp içermektedir

## Sirket Tanımı

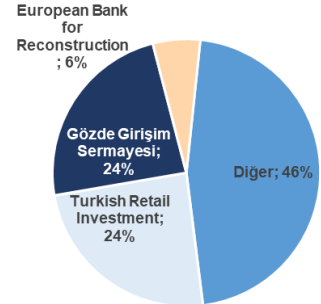
SOK, mağaza sayısı bakımından Türkiye'nin üçüncü büyük gıda perakendecisi olup, ciro bakımından dördüncü sırada yer almaktadır. Şirket, yarı süpermarket modeliyle faaliyet gösteren bir indirim marketi olup, değer önerisi daha geniş ürün yelpazesi sunarak daha iyi bir alışveriş deneyimi sağlamaktır; bunu da yalın maliyet yapısı ve operasyonel verimliliğe dayanan katı indirim modelinin temel prensiplerinden sapmadan yapmaktadır. Şirket, Türkiye'nin 81 şehrinde yaklaşık 11.000 mağaza işletmektedir.

## Potansiyel katalistler ve riskler

**Potansiyel katalistler:** i) Yeni mağaza formatında yüksek performans, ii) Daha yüksek mağaza açılışları, iii) Lojistik verimliliğinde ve üretkenliğinde artış.

**Potansiyel riskler:** i) düşük büyümeye karşı sınırlı tolerans ii) yoğun rekabet iii) olumsuz yasal müdahaleler

## Ortaklık Yapısı



## Değerleme

Şok Market <SOKM TI> için 12 aylık hedef fiyatımızı, İNA yöntemine dayanarak, hisse başına 84 TL olarak belirledik. Ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti (AOSM) hesaplamamızda, risksiz faiz oranını %26'dan başlayıp tahmin ufukumuzda %14'e kadar düşürerek ve Beta değerini 0,9 olarak kullandık.

Şekil 1: YKY- SOKM İNA Tablosu / TMS29 Öncesi

| Milyon TL                         | 2026T          | 2027T          | 2028T          | 2029T          | 2030T          | 2031T          | 2032T          | 2033T          | 2034T          |
|-----------------------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| <b>Satış Gelirleri</b>            | <b>332.521</b> | <b>403.023</b> | <b>475.872</b> | <b>552.167</b> | <b>625.139</b> | <b>703.239</b> | <b>790.604</b> | <b>888.819</b> | <b>999.232</b> |
| y/y büyüme                        | 32,7%          | 21,2%          | 18,1%          | 16,0%          | 13,2%          | 12,5%          | 12,4%          | 12,4%          | 12,4%          |
| <b>Düzeltilmiş FVÖK</b>           | <b>3.457</b>   | <b>6.803</b>   | <b>7.786</b>   | <b>9.083</b>   | <b>9.723</b>   | <b>10.563</b>  | <b>11.404</b>  | <b>12.248</b>  | <b>11.067</b>  |
| FVÖK marjı                        | 1,0%           | 1,7%           | 1,6%           | 1,6%           | 1,6%           | 1,5%           | 1,4%           | 1,4%           | 1,1%           |
| <b>(-) Vergi</b>                  | <b>864</b>     | <b>1.701</b>   | <b>1.946</b>   | <b>2.271</b>   | <b>2.431</b>   | <b>2.641</b>   | <b>2.851</b>   | <b>3.062</b>   | <b>2.767</b>   |
| Vergi oranı                       | 25%            | 25%            | 25%            | 25%            | 25%            | 25%            | 25%            | 25%            | 25%            |
| <b>VSNFK</b>                      | <b>2.593</b>   | <b>5.102</b>   | <b>5.839</b>   | <b>6.812</b>   | <b>7.292</b>   | <b>7.922</b>   | <b>8.553</b>   | <b>9.186</b>   | <b>8.300</b>   |
| (+) Amortisman ve itfa            | 2.900          | 3.388          | 3.988          | 4.573          | 5.131          | 5.738          | 6.409          | 7.156          | 7.987          |
| (-) Sermaye harcamaları           | 6.089          | 8.037          | 8.504          | 9.336          | 9.657          | 10.049         | 11.305         | 12.731         | 14.337         |
| (-) NIS artışı                    | -3.272         | -2.793         | -2.879         | -3.031         | -2.890         | -3.048         | -3.400         | -3.811         | -4.382         |
| <b>Serbest nakit akışı</b>        | <b>2.676</b>   | <b>3.246</b>   | <b>4.202</b>   | <b>5.080</b>   | <b>5.656</b>   | <b>6.659</b>   | <b>7.057</b>   | <b>7.422</b>   | <b>6.332</b>   |
| Serbest Nakit Akış Marjı          | 1%             | 1%             | 1%             | 1%             | 1%             | 1%             | 1%             | 1%             | 1%             |
| y/y büyüme                        | -24%           | 21%            | 29%            | 21%            | 11%            | 18%            | 6%             | 5%             | -15%           |
| <b>İskonto oranı</b>              | <b>30,8%</b>   | <b>24,9%</b>   | <b>22,1%</b>   | <b>20,5%</b>   | <b>19,0%</b>   | <b>19,0%</b>   | <b>19,0%</b>   | <b>19,0%</b>   | <b>19,0%</b>   |
| <b>İskonto faktörü</b>            | <b>0,76</b>    | <b>0,61</b>    | <b>0,50</b>    | <b>0,42</b>    | <b>0,35</b>    | <b>0,29</b>    | <b>0,25</b>    | <b>0,21</b>    | <b>0,17</b>    |
| <b>İndirgenmiş nakit akışları</b> | <b>2.045</b>   | <b>1.987</b>   | <b>2.106</b>   | <b>2.113</b>   | <b>1.977</b>   | <b>1.956</b>   | <b>1.741</b>   | <b>1.539</b>   | <b>1.103</b>   |
| <b>İndirgenmiş Nakit Akışı</b>    | <b>16.566</b>  |                |                |                |                |                |                |                |                |
| Terminal Değer                    | 65.537         |                |                |                |                |                |                |                |                |
| <b>İndirgenmiş Terminal Değer</b> | <b>11.415</b>  |                |                |                |                |                |                |                |                |
| Toplamin %'si olarak Terminal     | 41%            |                |                |                |                |                |                |                |                |
| Terminal Büyüme Oranı             | 8%             |                |                |                |                |                |                |                |                |
| <b>Hedef İşletme Değeri</b>       | <b>27.981</b>  |                |                |                |                |                |                |                |                |
| <b>Net Borç (2025 sonu)</b>       | <b>-9.226</b>  |                |                |                |                |                |                |                |                |
| <b>İştirakler</b>                 | <b>0</b>       |                |                |                |                |                |                |                |                |
| <b>Azınlık Payları</b>            | <b>0</b>       |                |                |                |                |                |                |                |                |
| <b>Hedef Sermaye Değeri</b>       | <b>37.207</b>  |                |                |                |                |                |                |                |                |
| <b>12A Hedef Sermaye Değeri</b>   | <b>49.789</b>  |                |                |                |                |                |                |                |                |
| Piyasa değeri                     | 32.483         |                |                |                |                |                |                |                |                |
| <b>Potansiyel</b>                 | <b>53%</b>     |                |                |                |                |                |                |                |                |

Kaynak: YKY Araştırma

## TAB GIDA

### İvme azalıyor, normalleşme başlıyor.

TAB Gıda için 12 aylık hedef fiyatımızı hisse başına 335 TL'ye (önceki 274 TL) güncelliyoruz ve AL tavsiyemizi koruyoruz. 2025'te güçlü performansın ardından, 2026'da da benzer bir ortam bekliyoruz; bu da ivme odaklı büyümeden daha normalleşmiş bir yörüngeye geçişi işaret ediyor. Görüşümüze göre, 2026, (i) reel satın alma gücü dinamikleri, (ii) ürün gamının evrimi ve (iii) ölçek odaklı rekabet avantajlarıyla şekillenecektir. Önümüzdeki üç yıl içinde, ~%10'luk reel gelir YBBO, ~%21'lik VAFÖK marjı ve ~%20'lik yatırılan sermaye getirisi (ROIC) öngörüyoruz. 2025'te BIST100'e %22 üzerindeki performansa rağmen, TAB Gıda, 2026 tahminlerimize göre hala cazip 4,3x FD/VAFÖK ve 12,8x F/K ile işlem görüyor.

- Marka ve menü esnekliği, gelir normalizasyonunu destekler.** TAB Gıda'nın yedi markadan oluşan portföyü, şirketin gelir segmentleri genelinde değişen tüketici davranışlarını yakalamasını sağlıyor. Esnek menü yapısı, promosyonların ve kampanya tasarımının hızlı bir şekilde ayarlanmasına olanak tanıyor; bu da 2025'te önemli bir büyüme etkeniydi. Asgari ücret artışının ardından, şirketin, değişen ürün gamıyla, promosyon odaklı büyümeden fiyat odaklı büyümeye kademeli olarak geçmesini bekliyoruz. 2025'te yıllık %14, 2026'da ise %7 gelir artışı tahmin ediyoruz.
- Marjlar Güçlü kalmaya devam ediyor.** 2025'teki zorlu fiyatlandırma ortamına rağmen, TAB Gıda, ölçek avantajları ve pazarlık gücü sayesinde VAFÖK marjını korudu. İleriye dönük olarak, olumlu ürün karması değişimleri sayesinde, yoğun promosyonlara olan bağımlılığın azalmasıyla daha iyi fiyatlandırma gücü elde edilmesini sağlayacak şekilde, 2026 için %21'lik VAFÖK marjı öngörüyoruz.
- Düşük yatırımlarla, hızlı fiziksel büyüme.** Şirket, 2025'te (yıllık 15 mağaza daha az) 200 adet net yeni mağaza açtı. 2026'da, yeni açılışların daha çok franchise modeliyle (toplamın ~%60'ı) olmasını bekliyoruz; bu da yatırım yoğunluğunu düşürürken büyümeyi destekleyecektir.

#### Konsolide Finansallar ve Çarpanlar

| (milyon TL)*              | 2024   | Δ    | 2025T  | Δ   | 2026T  | Δ   | 2027T  | Δ   |
|---------------------------|--------|------|--------|-----|--------|-----|--------|-----|
| Net satışlar              | 32.009 | 11%  | 47.652 | 14% | 63.129 | 7%  | 77.792 | 4%  |
| VAFÖK                     | 6.865  | 12%  | 9.751  | 8%  | 13.248 | 10% | 16.755 | 7%  |
| Net Kar                   | 1.912  | -46% | 2.957  | 18% | 4.637  | 27% | 6.051  | 10% |
| F/K (x)                   | 20,9   |      | 17,2   |     | 12,8   |     | 9,8    |     |
| FD/VAFÖK (x)              | 5,5    |      | 5,0    |     | 4,3    |     | 3,3    |     |
| FD/Satış (x)              | 1,2    |      | 1,0    |     | 0,9    |     | 0,7    |     |
| Hisse Başına Kar (TL)     | 7,3    |      | 11,3   |     | 17,7   |     | 23,2   |     |
| Temettü Verimi (*)        | 0,3%   |      | 2,0%   |     | 2,0%   |     | 3,9%   |     |
| Serbest Nakit Akış Verimi | 11,3%  |      | 11,2%  |     | 10,6%  |     | 14,9%  |     |

(\*) Bakıyerler ilgili dönemin dönem sonu TÜFE'sine endeksli

(\*\*) temettü verimi ödeme yılına göre hesaplanmıştır, FD'de en son açıklanan net borç kullanılmıştır

Kaynak: Şirket Finansallar, YKY Araştırma

# TAB

**Öneri****AL****Hedef Fiyat****TL335,00****Potansiyel Getiri****47%**

#### Fiyat Bilgileri

| Kodu                               | TABGD.TI / TABGD.IS |
|------------------------------------|---------------------|
| İşlem Gördüğü Pazar (*)            | Yıldız Pazar        |
| Kapanış Fiyatı                     | TL227,70            |
| Piyasa Değeri (TL/US\$ mn)         | 59.496 / 1.382      |
| Hisse Sayısı (mn)                  | 261                 |
| Saklama Oranı                      | 20%                 |
| 3 ay ort. işlem hacmi (TL/US\$ mn) | 173,91 / 4,11       |

#### Fiyat Aralığı (Yüksek / Düşük) (TL)

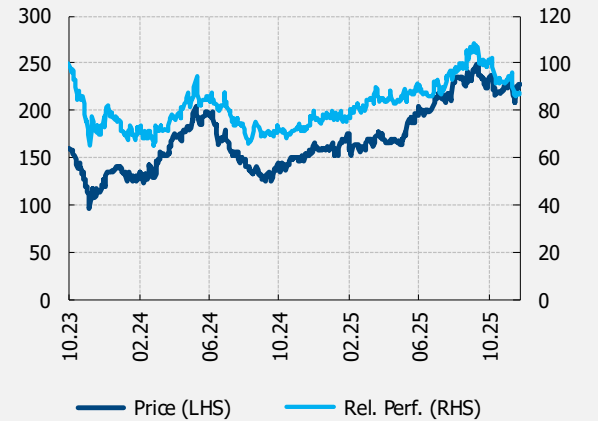
|                        |                 |
|------------------------|-----------------|
| 1 Aylık                | 232,40 / 209,10 |
| 1 Yıllık               | 249,00 / 152,59 |
| Sene başından itibaren | 227,70 / 209,10 |

#### Performans (TL)

#### Nominal

#### Göreceli

|                        |     |      |
|------------------------|-----|------|
| 1 Aylık                | 2%  | -6%  |
| 3 Aylık                | -5% | -17% |
| 1 Yıllık               | 44% | 14%  |
| Sene başından itibaren | 9%  | 0%   |



12 Ocak 2026 tarihi ile güncellenmiştir.

Göreceli performanslar BIST-100 Getiri Endeksine göre hesaplanmıştır

(\*) Pazar işlem kuralları için: www.borsaitanbul.com.tr/sayfa/506/pazarlar

**Eren Ercis****eren.ercis@ykyatirim.com.tr****+90 212 319 83 66****Mustafa Görkem Göker****gorkem.goker@ykyatirim.com.tr****+90 212 319 79 49**

| Finansal Özet (milyon TL) - TMS29 dahil* | 2023   | 2024   | 2025T  | 2026T  | 2027T  |
|------------------------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| <b>Gelir Tablosu</b>                     |        |        |        |        |        |
| Net satışlar                             | 19.988 | 32.009 | 47.652 | 63.129 | 77.792 |
| Brüt Kar                                 | 3.395  | 5.530  | 7.726  | 10.524 | 13.039 |
| Faaliyet giderleri                       | 1.605  | 2.622  | 3.679  | 4.950  | 5.886  |
| VAFÖK (**)                               | 4.233  | 6.865  | 9.751  | 13.248 | 16.755 |
| Amortisman                               | 2.443  | 3.957  | 5.704  | 7.674  | 9.601  |
| Faaliyet gelirleri                       | 1.790  | 2.908  | 4.047  | 5.574  | 7.154  |
| Finansal gelir/gider (***)               | 603    | -1.890 | -1.231 | -1.376 | -954   |
| Diğer gelir/gider                        | 316    | 1.859  | 1.314  | 2.388  | 2.230  |
| İştirak Karı / Zararı                    | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      |
| Vergi öncesi kar                         | 2.709  | 2.877  | 4.130  | 6.586  | 8.429  |
| Vergi                                    | -251   | -966   | -1.173 | -1.949 | -2.378 |
| Azınlık hisseleri / diğer                | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      |
| Net Kar                                  | 2.458  | 1.912  | 2.957  | 4.637  | 6.051  |
| <b>Bilanço</b>                           |        |        |        |        |        |
| Nakit ve nakit benzerleri                | 3.712  | 6.033  | 8.748  | 10.890 | 14.598 |
| Stoklar                                  | 265    | 393    | 656    | 725    | 892    |
| Ticari alacaklar                         | 612    | 1.385  | 2.219  | 2.452  | 3.022  |
| Diğer alacaklar                          | 805    | 1.028  | 1.685  | 2.083  | 2.468  |
| Dönen Varlıklar                          | 5.395  | 8.840  | 13.309 | 16.150 | 20.980 |
| Maddi duran varlıklar                    | 4.918  | 8.701  | 12.627 | 18.767 | 23.831 |
| Finansal yatırımlar                      | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      |
| Diğer duran varlıklar                    | 3.933  | 6.816  | 11.445 | 14.572 | 18.188 |
| Duran Varlıklar                          | 8.851  | 15.516 | 24.073 | 33.339 | 42.020 |
| Toplam Varlıklar                         | 14.246 | 24.356 | 37.381 | 49.489 | 62.999 |
| Kısa vadeli finansal borçlar             | 740    | 1.406  | 2.543  | 3.012  | 3.780  |
| Ticari borçlar                           | 1.409  | 1.963  | 4.266  | 4.710  | 5.798  |
| Diğer kısa vadeli yükümlülükler          | 794    | 1.394  | 1.716  | 2.179  | 2.653  |
| Kısa Vadeli Yükümlülükler                | 2.944  | 4.762  | 8.525  | 9.901  | 12.230 |
| Uzun vadeli finansal borçlar             | 1.264  | 2.263  | 3.819  | 4.757  | 5.970  |
| Diğer uzun vadeli yükümlülükler          | 930    | 1.488  | 2.140  | 2.698  | 3.261  |
| Uzun Vadeli Yükümlülükler                | 2.194  | 3.751  | 5.959  | 7.455  | 9.231  |
| Azınlık Payları                          | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      |
| Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar            | 9.109  | 15.843 | 22.897 | 32.134 | 41.538 |
| Toplam Kaynaklar                         | 14.246 | 24.356 | 37.381 | 49.489 | 62.999 |
| <b>Nakit Akış Tablosu</b>                |        |        |        |        |        |
| İşletme faaliyetlerinden                 | 3.367  | 5.468  | 7.052  | 7.691  | 10.391 |
| Yatırım faaliyetlerinden                 | 354    | -956   | -1.371 | -1.379 | -1.502 |
| Finansman faaliyetlerinden               | -55    | -4.175 | -4.839 | -6.233 | -7.197 |
| Temettü Ödemesi                          | 0      | -146   | -915   | -1.183 | -2.318 |
| Serbest Nakit Akışı                      | 3.721  | 4.512  | 5.680  | 6.312  | 8.890  |
| Net Borç                                 | -1.708 | -2.365 | -2.386 | -3.121 | -4.848 |
| <b>Ana Çarpanlar</b>                     |        |        |        |        |        |
| Brüt kar marjı                           | 17,0%  | 17,3%  | 16,2%  | 16,7%  | 16,8%  |
| VAFÖK marjı                              | 21,2%  | 21,4%  | 20,5%  | 21,0%  | 21,5%  |
| Net Kar marjı                            | 12,3%  | 6,0%   | 6,2%   | 7,3%   | 7,8%   |
| Sermaye Karlılığı                        | 27,0%  | 15,3%  | 15,3%  | 16,9%  | 16,4%  |
| Reel Gelir Büyümesi                      | 20%    | 11%    | 14%    | 7%     | 4%     |
| Reel VAFÖK Büyümesi                      | 85%    | 12%    | 8%     | 10%    | 7%     |
| Reel Net Kar Büyümesi                    | 33%    | -46%   | 18%    | 27%    | 10%    |
| Net Borç / Özkaynaklar (x)               | a.d.   | a.d.   | a.d.   | a.d.   | a.d.   |
| Net Borç / VAFÖK (x)                     | a.d.   | a.d.   | a.d.   | a.d.   | a.d.   |

Kaynak: Şirket Finansalları, YKY

(\*) Bakıyerler ilgili dönemin dönem sonu TÜFE'sine endeksli

(\*\*) VAFÖK= (Satışlar-SMMM-Faaliyet Gideri+Amortisman) UFRS sonuçları ile uyumlu şirket sonuçlarından farklılık göster

(\*\*\*) Finansal gelir/gider parasal kazanç/kayıp içermektedir

## Sirket Tanımı

TAB Gıda, yedi markadan oluşan kapsamlı bir marka portföyüne sahip, Türkiye'nin en büyük hızlı servis restoran (QSR) zinciridir. Şirket, 1994 yılında Kurdoğlu ailesi tarafından kurulmuş olup, 1995 yılından beri Türkiye'de Burger King'in münhasır ana bayiliğini yapmaktadır. Yıllar içinde TAB Gıda, 2006'da Sbarro, 2007'de Popeyes, 2010'da Arby's ve 2022'de Subway'i de içeren ürün ve marka portföyünü genişletmiştir. Bu beş küresel çapta tanınmış markanın yanı sıra, şirket 2013'te "Usta Dönerci" ve 2019'da "Usta Pideci" olmak üzere iki kendi markasını da yaratmıştır.

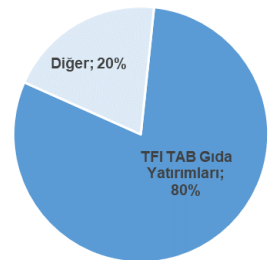
2025 yılının 3. çeyreği itibarıyla şirket, %56'sı TAB Gıda tarafından işletilen ve %44'ü alt bayilik sistemiyle işletilen 1.975 restoranlık bir zincir büyüklüğüne ulaşmıştır. Buna göre, TAB Gıda'nın gelirleri, hem kendi işlettiği mağazalardaki satışlara hem de bayilerinin satışlarına doğrudan bağlıdır. Dolayısıyla, bayilerin mali sağlığı, şirketin büyüme performansında büyük önem taşımaktadır.

## Potansiyel katalistler ve riskler

**Potansiyel katalistler:** (i) daha hızlı bir tempoda mağaza açılışları, (ii) değer (ekonomik) segmentinden temel segmente geçiş ve (iii) tüketici satın alma gücünde gerçek bir artış.

**Potansiyel riskler:** (i) müşteri trafiğinde düşüş, (ii) tedarik zinciri sorunları, (iii) verimli personel eksikliği, ürün-hizmet rekabeti, daha az karlı lokasyonlar vb. gibi büyümeyle ilişkili olağan sorunlar.

## Ortaklık Yapısı



## Değerleme

TAB Gıda <TABGD Tı> için 12 aylık hedef fiyatımızı hisse başına 335 TL olarak belirledik. Değerlememiz %100 İNA yöntemine dayanmaktadır. Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM) hesaplamamızda, 2026 için %26'dan başlayıp tahmin ufukumuzda %14'e düşen risksiz faiz oranını, 0,8 Beta katsayısını ve %6 Özkaynak risk primini kullandık. İNA değerlememiz, 2026 için 5,8x FD/VAFÖK çarpanını göstermektedir.

Şekil 1: YKY-TABGD İNA Tablosu / TMS29 Öncesi

| Milyon TL                         | 2026E         | 2027E         | 2028E         | 2029E          | 2030E          | 2031E          | 2032E          | 2033E          | 2034E          |
|-----------------------------------|---------------|---------------|---------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| <b>Satış Gelirleri</b>            | <b>58.326</b> | <b>73.135</b> | <b>88.184</b> | <b>103.329</b> | <b>117.996</b> | <b>134.185</b> | <b>152.547</b> | <b>173.371</b> | <b>196.982</b> |
| y/y büyüme                        | 36,0%         | 25,4%         | 20,6%         | 17,2%          | 14,2%          | 13,7%          | 13,7%          | 13,7%          | 13,6%          |
| <b>Düzeltilmiş FVÖK</b>           | <b>7.198</b>  | <b>9.670</b>  | <b>12.100</b> | <b>14.667</b>  | <b>17.278</b>  | <b>19.916</b>  | <b>23.071</b>  | <b>26.713</b>  | <b>30.709</b>  |
| FVÖK marjı                        | 12,3%         | 13,2%         | 13,7%         | 14,2%          | 14,6%          | 14,8%          | 15,1%          | 15,4%          | 15,6%          |
| <b>(-) Vergi</b>                  | <b>1.656</b>  | <b>2.224</b>  | <b>3.025</b>  | <b>3.667</b>   | <b>4.319</b>   | <b>4.979</b>   | <b>5.768</b>   | <b>6.678</b>   | <b>7.677</b>   |
| Vergi oranı                       | 23%           | 23%           | 25%           | 25%            | 25%            | 25%            | 25%            | 25%            | 25%            |
| <b>VSNFK</b>                      | <b>5.543</b>  | <b>7.446</b>  | <b>9.075</b>  | <b>11.000</b>  | <b>12.958</b>  | <b>14.937</b>  | <b>17.303</b>  | <b>20.035</b>  | <b>23.032</b>  |
| (+) Amortisman ve itfa            | 2.656         | 3.257         | 3.906         | 4.579          | 5.261          | 6.017          | 6.878          | 7.841          | 8.916          |
| (-) Sermaye harcamaları           | 4.208         | 4.662         | 5.266         | 6.113          | 6.597          | 7.525          | 8.552          | 9.717          | 11.037         |
| (-) NIS artışı                    | -143          | -351          | -371          | -372           | -368           | -407           | -439           | -494           | -555           |
| <b>Serbest nakit akışı</b>        | <b>4.133</b>  | <b>6.391</b>  | <b>8.086</b>  | <b>9.837</b>   | <b>11.990</b>  | <b>13.835</b>  | <b>16.068</b>  | <b>18.653</b>  | <b>21.466</b>  |
| Serbest Nakit Akış Marjı          | 7%            | 9%            | 9%            | 10%            | 10%            | 10%            | 11%            | 11%            | 11%            |
| y/y büyüme                        | 105%          | 55%           | 27%           | 22%            | 22%            | 15%            | 16%            | 16%            | 15%            |
| <b>İskonto oranı</b>              | <b>31,9%</b>  | <b>26,0%</b>  | <b>23,2%</b>  | <b>21,5%</b>   | <b>20,1%</b>   | <b>20,1%</b>   | <b>20,1%</b>   | <b>20,1%</b>   | <b>20,1%</b>   |
| <b>İskonto faktörü</b>            | <b>0,76</b>   | <b>0,60</b>   | <b>0,49</b>   | <b>0,40</b>    | <b>0,33</b>    | <b>0,28</b>    | <b>0,23</b>    | <b>0,19</b>    | <b>0,16</b>    |
| <b>İndirgenmiş nakit akışları</b> | <b>3.133</b>  | <b>3.846</b>  | <b>3.949</b>  | <b>3.953</b>   | <b>4.012</b>   | <b>3.855</b>   | <b>3.728</b>   | <b>3.604</b>   | <b>3.453</b>   |
| <b>İndirgenmiş Nakit Akışı</b>    | <b>33.533</b> |               |               |                |                |                |                |                |                |
| Terminal Değer                    | 140.302       |               |               |                |                |                |                |                |                |
| <b>İndirgenmiş Terminal Değer</b> | <b>22.569</b> |               |               |                |                |                |                |                |                |
| Toplamin %'si olarak Terminal     | 40%           |               |               |                |                |                |                |                |                |
| Terminal Büyüme Oranı             | 7%            |               |               |                |                |                |                |                |                |
| <b>Hedef İşletme Değeri</b>       | <b>56.102</b> |               |               |                |                |                |                |                |                |
| <b>Net Borç (2020 sonu)</b>       | <b>-8.622</b> |               |               |                |                |                |                |                |                |
| <b>İştirakler</b>                 | <b>0</b>      |               |               |                |                |                |                |                |                |
| <b>Azınlık Payları</b>            | <b>0</b>      |               |               |                |                |                |                |                |                |
| <b>Hedef Sermaye Değeri</b>       | <b>64.725</b> |               |               |                |                |                |                |                |                |
| <b>12A Hedef Sermaye Değeri</b>   | <b>87.384</b> |               |               |                |                |                |                |                |                |
| Piyasa değeri                     | 59.496        |               |               |                |                |                |                |                |                |
| <b>Potansiyel</b>                 | <b>47%</b>    |               |               |                |                |                |                |                |                |

Kaynak: YKY Araştırma

## ULKER

## Marjlar korunuyor, nakit akışı artıyor.

Ülker için yeni 12 aylık 190TL/hisse hedef fiyatla “AL” önerimizi sürdürüyoruz. Hâlâ promosyon odaklı bir iç piyasaya rağmen, 2026'da daha destekleyici bir talep ortamı ve uluslararası operasyonlardan daha güçlü bir katkı öngörüyoruz. Ayrıca, borçların yeniden yapılandırması ve net işletme sermayesindeki iyileşmenin ardından kısa vadeli nakit akışı baskısının hafiflemesi, nakit üretimini destekleyecektir. Önümüzdeki üç yıl içinde, gelirlerde reel %3'lük YBBO ve ~%19'luk VAFÖK marjı öngörüyoruz. 2026 tahminlerimize göre, hisse 3,3x FD/VAFÖK ile işlem görüyor ve bu da uluslararası benzerlerine göre ~%70'lik bir iskonto anlamına geliyor.

- Fiyatlandırma, yurt içi hacimdeki zayıflığı dengeliyor.** 9A25'te, Ülker'in yurtiçi ortalama satış fiyatları reel olarak yıllık %6 artarken, hacimler yıllık %1,5 azaldı ve bu da şirketin VAFÖK marjını büyük ölçüde korumasını sağladı. Asgari ücret artışının (%27) 2026 yılında yurtiçi talebi destekleyeceğini öngörüyoruz. Hacim büyümesinin düşük kalması muhtemel olsa da, fiyatlandırma stratejilerinin marjları korumaya devam etmesinin, 2026'da %4 reel gelir büyümesi (2025: %4) ve %20 VAFÖK marjı (2025: %19) ile sonuçlanmasını bekleriz.
- Uluslararası operasyonlar ana itici güç.** Önceki yıllara kıyasla daha zorlu bir iç pazar ortamına rağmen, uluslararası pazarlar, ürün başına bir madeni para stratejisi sayesinde daha elverişli bir talep ortamının desteğiyle büyümeyi sürdürmekte. 2026 için, tamamen hacim büyümesinden (2025T: %4) kaynaklanan %7'lik reel gelir artışı (2025T: %4) ve %16'lık (2025E: %16) bir VAFÖK marjı öngörüyoruz.
- Nakit akışı toparlıyor.** Kakao alımlarının öne çekilmesi nedeniyle stok seviyeleri 1Y25'te keskin bir şekilde arttı (1Ç25'te 21,8 milyar TL, 2024 yıl sonunda ise 14,8 milyar TL), bu da net işletme sermayesi üzerinde baskı oluşturdu. Bu baskının 4Ç25'ten itibaren hafifleyeceğini ve 2026 yılı boyunca normalleşerek nakit üretimini destekleyeceğini öngörüyoruz. Ayrıca, borçların ortalama vadesini 2031 yılına uzatan yeniden finansman, nakit akışı görünürlüğünü daha da iyileştirecektir.

## Konsolide Finansallar ve Çarpanlar

| (milyon TL)*              | 2023   | Δ   | 2024    | Δ    | 2025T   | Δ    | 2026T   | Δ   |
|---------------------------|--------|-----|---------|------|---------|------|---------|-----|
| Net satışlar              | 84.098 | 4%  | 114.418 | 4%   | 148.424 | 5%   | 179.581 | 2%  |
| VAFÖK                     | 15.596 | 2%  | 20.853  | 2%   | 28.078  | 9%   | 33.988  | 2%  |
| Net Kar                   | 7.401  | 52% | 5.818   | -40% | 16.516  | 130% | 22.496  | 15% |
| F/K (x)                   | 6,3    |     | 7,1     |      | 2,6     |      | 1,9     |     |
| FD/VAFÖK (x)              | 2,8    |     | 4,3     |      | 3,3     |      | 2,7     |     |
| FD/Satış (x)              | 0,5    |     | 0,8     |      | 0,6     |      | 0,5     |     |
| Hisse Başına Kar (TL)     | 20,0   |     | 15,8    |      | 42,8    |      | 58,3    |     |
| Temettü Verimi (*)        | 0,0%   |     | 8,1%    |      | 3,3%    |      | 9,5%    |     |
| Serbest Nakit Akış Verimi | 13,1%  |     | 2,8%    |      | 7,5%    |      | 19,3%   |     |

(\*) Bakıyerler ilgili dönemin dönem sonu TÜFE'sine endeksli

(\*\*) temettü verimi ödeme yılına göre hesaplanmıştır, FD'de en son açıklanan net borç kullanılmıştır

Kaynak: Şirket Finansallar, YKY Araştırma



## Öneri

AL

## Hedef Fiyat

TL190,00

## Potansiyel Getiri

61%

## Fiyat Bilgileri

| Kodu                               | ULKER.TI / ULKER.IS |
|------------------------------------|---------------------|
| İşlem Gördüğü Pazar (*)            | Yıldız Pazar        |
| Kapanış Fiyatı                     | TL118,20            |
| Piyasa Değeri (TL/US\$ mn)         | 43.648 / 1.014      |
| Hisse Sayısı (mn)                  | 369                 |
| Saklama Oranı                      | 39%                 |
| 3 ay ort. işlem hacmi (TL/US\$ mn) | 593,87 / 14,03      |

## Fiyat Aralığı (Yüksek / Düşük) (TL)

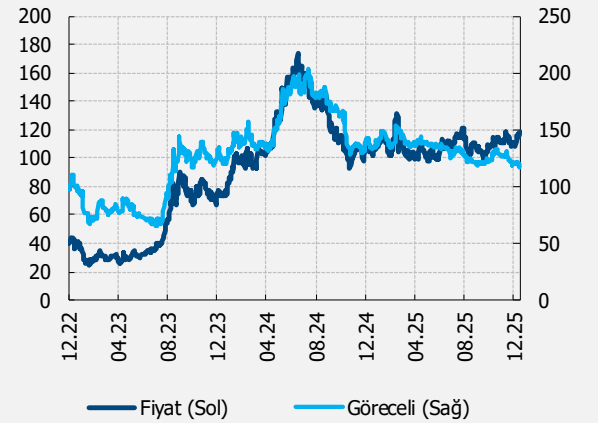
|                        |                 |
|------------------------|-----------------|
| 1 Aylık                | 118,20 / 107,50 |
| 1 Yıllık               | 131,14 / 97,64  |
| Sene başından itibaren | 118,20 / 108,00 |

## Performans (TL)

## Nominal

## Göreceli

|                        |     |      |
|------------------------|-----|------|
| 1 Aylık                | 2%  | -6%  |
| 3 Aylık                | 13% | -1%  |
| 1 Yıllık               | 11% | -12% |
| Sene başından itibaren | 9%  | 1%   |



12 Ocak 2026 tarihi ile güncellenmiştir.

Göreceli performanslar BIST-100 Getiri Endeksine göre hesaplanmıştır

(\*) Pazar işlem kuralları için: www.borsaistanbul.com.tr/sayfa/506/pazarlar

Eren Ercis

eren.ercis@kyyatirim.com.tr

+90 212 319 83 66

Mustafa Görkem Göker

gorkem.goker@kyyatirim.com.tr

+90 212 319 79 49

| Finansal Özet (milyon TL) - TMS29 dahil* | 2023    | 2024   | 2025T   | 2026T   | 2027T   |
|------------------------------------------|---------|--------|---------|---------|---------|
| <b>Gelir Tablosu</b>                     |         |        |         |         |         |
| Net satışlar                             | 55.836  | 84.098 | 114.418 | 148.424 | 179.581 |
| Brüt Kar                                 | 16.177  | 25.066 | 34.673  | 45.236  | 54.626  |
| Faaliyet giderleri                       | 6.760   | 11.291 | 16.276  | 20.361  | 24.636  |
| VAFÖK (**)                               | 10.601  | 15.596 | 20.853  | 28.078  | 33.988  |
| Amortisman                               | 1.184   | 1.821  | 2.456   | 3.203   | 3.998   |
| Faaliyet gelirleri                       | 9.416   | 13.775 | 18.397  | 24.874  | 29.990  |
| Finansal gelir/gider (***)               | -13.421 | -9.158 | -21.510 | -20.457 | -16.867 |
| Diğer gelir/gider                        | 8.781   | 6.348  | 12.831  | 25.232  | 27.260  |
| İştirak Karı / Zararı                    | 0       | 0      | 0       | 0       | 0       |
| Vergi öncesi kar                         | 4.777   | 10.965 | 9.718   | 29.648  | 40.382  |
| Vergi                                    | -554    | -2.949 | -3.579  | -12.578 | -17.131 |
| Azınlık hisseleri / diğer                | 844     | 616    | 321     | 555     | 755     |
| Net Kar                                  | 3.379   | 7.401  | 5.818   | 16.516  | 22.496  |
| <b>Bilanço</b>                           |         |        |         |         |         |
| Nakit ve nakit benzerleri                | 11.661  | 26.314 | 29.740  | 38.523  | 53.063  |
| Stoklar                                  | 8.391   | 11.831 | 25.125  | 32.511  | 39.369  |
| Ticari alacaklar                         | 12.067  | 21.900 | 31.347  | 40.664  | 51.660  |
| Diğer alacaklar                          | 4.868   | 5.066  | 7.762   | 9.758   | 11.646  |
| Dönen Varlıklar                          | 36.987  | 65.110 | 93.975  | 121.457 | 155.738 |
| Maddi duran varlıklar                    | 16.274  | 23.257 | 30.412  | 39.264  | 48.412  |
| Finansal yatırımlar                      | 4.010   | 4.906  | 6.104   | 7.544   | 8.940   |
| Diğer duran varlıklar                    | 4.318   | 4.164  | 5.282   | 6.717   | 7.999   |
| Duran Varlıklar                          | 24.602  | 32.327 | 41.797  | 53.525  | 65.351  |
| Toplam Varlıklar                         | 61.590  | 97.437 | 135.772 | 174.982 | 221.089 |
| Kısa vadeli finansal borçlar             | 5.461   | 15.274 | 2.190   | 2.462   | 2.754   |
| Ticari borçlar                           | 7.635   | 10.268 | 10.487  | 13.570  | 15.405  |
| Diğer kısa vadeli yükümlülükler          | 2.352   | 2.901  | 4.400   | 5.796   | 6.869   |
| Kısa Vadeli Yükümlülükler                | 15.447  | 28.444 | 17.077  | 21.828  | 25.028  |
| Uzun vadeli finansal borçlar             | 7.291   | 16.272 | 66.636  | 74.900  | 83.793  |
| Diğer uzun vadeli yükümlülükler          | 19.049  | 19.245 | 4.557   | 6.096   | 7.295   |
| Uzun Vadeli Yükümlülükler                | 26.340  | 35.517 | 71.192  | 80.996  | 91.088  |
| Azınlık Payları                          | 1.831   | 2.193  | 2.567   | 3.644   | 4.318   |
| Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar            | 19.802  | 33.476 | 44.936  | 68.259  | 100.655 |
| Toplam Kaynaklar                         | 61.590  | 97.437 | 135.772 | 174.727 | 221.089 |
| <b>Nakit Akış Tablosu</b>                |         |        |         |         |         |
| İşletme faaliyetlerinden                 | 7.351   | 5.788  | -2.253  | 2.601   | 7.649   |
| Yatırım faaliyetlerinden                 | -429    | 343    | 3.407   | 658     | 794     |
| Finansman faaliyetlerinden               | -4.520  | 8.520  | -5.898  | -1.494  | -1.030  |
| Temettü Ödemesi                          | 0       | 0      | -2.980  | -1.455  | -4.129  |
| Serbest Nakit Akışı                      | 6.922   | 6.131  | 1.154   | 3.260   | 8.443   |
| Net Borç                                 | -2.919  | 327    | 39.086  | 38.839  | 33.484  |
| <b>Ana Çarpanlar</b>                     |         |        |         |         |         |
| Brüt kar marjı                           | 29,0%   | 29,8%  | 30,3%   | 30,5%   | 30,4%   |
| VAFÖK marjı                              | 19,0%   | 18,5%  | 18,2%   | 18,9%   | 18,9%   |
| Net Kar marjı                            | 6,1%    | 8,8%   | 5,1%    | 11,1%   | 12,5%   |
| Sermaye Karlılığı                        | 17,1%   | 27,8%  | 14,8%   | 29,2%   | 26,6%   |
| Reel Gelir Büyümesi                      | 7%      | 4%     | 4%      | 5%      | 2%      |
| Reel VAFÖK Büyümesi                      | 58%     | 2%     | 2%      | 9%      | 2%      |
| Reel Net Kar Büyümesi                    | 243%    | 52%    | -40%    | 130%    | 15%     |
| Net Borç / Özkaynaklar (x)               | a.d.    | 0,0    | 0,9     | 0,6     | 0,3     |
| Net Borç / VAFÖK (x)                     | a.d.    | 0,0    | 1,9     | 1,4     | 1,0     |

Kaynak: Şirket Finansalları, YKY

(\*) Bakıyerler ilgili dönemin dönem sonu TÜFE'sine endeksli

(\*\*) VAFÖK= (Satışlar-SMMM-Faaliyet Gideri+Amortisman) UFRS sonuçları ile uyumlu şirket sonuçlarından farklılık göster

(\*\*\*) Finansal gelir/gider parasal kazanç/kayıp içermektedir

## Sirket Tanımı

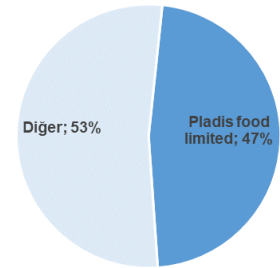
Şirket, Türkiye, Orta Doğu, Kuzey Afrika ve Orta Asya'da pazar lideri olarak önde gelen bir atıştırmalık markasıdır. Ayrıca, 2015-2017 yılları arasında ana şirket Yıldız Holding'den yapılan tesis alımlarının ardından Suudi Arabistan, Mısır, BAE ve Kazakistan'da da önemli şekerleme üretim tesisleri edinmiştir. Toplam 1,5 milyon ton kapasiteye sahip 13 üretim tesisi bulunmaktadır (9'u Türkiye'de, 2'si Suudi Arabistan'da ve 1'i Mısır ve Kazakistan'da). (Ülker, önde gelen Türk markalı şekerleme üreticisidir ve Türkiye ve MENA'ya önemli ölçüde odaklanmış, gelişmekte olan piyasalara yönelik bir şirkettir.)

## Potansiyel katalistler ve riskler

**Potansiyel katalistler:** i) hammadde fiyatlarında düşüş, ii) alacak günlerinin kısalması, iii) yeni ürün lansmanlarının katkısının artması.

**Potansiyel riskler:** i) özellikle MENA bölgesinde tahmin edilenden düşük işlem hacimleri, gelirler ve VAFÖK marjı; ii) kur riski; iii) pazar payında azalma/artış; ve iv) nakit yönetimi.

## Ortaklık Yapısı



## Değerleme

İNA değerlemesine dayanarak, Ulker <ULKER Tİ> için 12 aylık hedef fiyatımızı hisse başına 190 TL olarak belirledik. Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM) varsayımlarımızda, risksiz faiz oranını %26'dan başlayarak tahmin periyofdumuz boyunca kademeli olarak %14'e düşürüyoruz ve beta katsayısını 0,9 olarak kabul ediyoruz. İNA değerlememiz, 2026 için 5,0x hedef FD/VAFÖK anlamına geliyor. 2026 tahminlerimize göre, Ulker şu anda uluslararası benzerlerine kıyasla ~%70 iskonto ile işlem görüyor.

Şekil 1: YKY- ULKER İNA Tablosu/ TMS29 Öncesi

| Milyon TL                         | 2026T          | 2027T          | 2028T          | 2029T          | 2030T          | 2031T          | 2032T          | 2033T          | 2034T          |
|-----------------------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| <b>Satış Gelirleri</b>            | <b>137.234</b> | <b>168.829</b> | <b>199.006</b> | <b>229.178</b> | <b>259.251</b> | <b>292.766</b> | <b>330.482</b> | <b>373.069</b> | <b>418.696</b> |
| y/y büyüme                        | 31,4%          | 23,0%          | 17,9%          | 15,2%          | 13,1%          | 12,9%          | 12,9%          | 12,9%          | 12,5%          |
| <b>FVÖK</b>                       | <b>27.044</b>  | <b>33.320</b>  | <b>39.328</b>  | <b>45.355</b>  | <b>51.363</b>  | <b>58.009</b>  | <b>65.489</b>  | <b>73.941</b>  | <b>82.609</b>  |
| FVÖK marjı                        | 19,7%          | 19,7%          | 19,8%          | 19,8%          | 19,8%          | 19,8%          | 19,8%          | 19,8%          | 19,8%          |
| <b>(-) Vergi</b>                  | <b>6.761</b>   | <b>8.330</b>   | <b>9.832</b>   | <b>11.339</b>  | <b>12.841</b>  | <b>14.502</b>  | <b>16.372</b>  | <b>18.485</b>  | <b>20.652</b>  |
| Vergi oranı                       | 25%            | 25%            | 25%            | 25%            | 25%            | 25%            | 25%            | 25%            | 25%            |
| <b>VSNFK</b>                      | <b>20.283</b>  | <b>24.990</b>  | <b>29.496</b>  | <b>34.016</b>  | <b>38.522</b>  | <b>43.507</b>  | <b>49.117</b>  | <b>55.455</b>  | <b>61.957</b>  |
| (+) Amortisman ve itfa            | 1.524          | 1.903          | 2.312          | 2.745          | 3.205          | 3.735          | 4.345          | 5.049          | 5.666          |
| (-) Sermaye harcamaları           | 4.539          | 5.568          | 6.556          | 7.545          | 8.527          | 9.636          | 10.886         | 12.299         | 13.803         |
| (-) NIS artışı                    | 14.086         | 15.123         | 13.195         | 13.190         | 13.147         | 14.659         | 16.497         | 18.627         | 19.956         |
| <b>Serbest nakit akışı</b>        | <b>3.183</b>   | <b>6.202</b>   | <b>12.057</b>  | <b>16.026</b>  | <b>20.052</b>  | <b>22.946</b>  | <b>26.079</b>  | <b>29.578</b>  | <b>33.865</b>  |
| Serbest Nakit Akış Marjı          | 2%             | 4%             | 6%             | 7%             | 8%             | 8%             | 8%             | 8%             | 8%             |
| y/y büyüme                        | -145%          | 95%            | 94%            | 33%            | 25%            | 14%            | 14%            | 13%            | 14%            |
| <b>İskonto oranı</b>              | <b>27,6%</b>   | <b>22,3%</b>   | <b>20,5%</b>   | <b>18,9%</b>   | <b>18,2%</b>   | <b>18,9%</b>   | <b>18,9%</b>   | <b>19,5%</b>   | <b>19,5%</b>   |
| <b>İskonto faktörü</b>            | <b>0,78</b>    | <b>0,64</b>    | <b>0,53</b>    | <b>0,45</b>    | <b>0,38</b>    | <b>0,32</b>    | <b>0,27</b>    | <b>0,22</b>    | <b>0,19</b>    |
| <b>İndirgenmiş nakit akışları</b> | <b>2.494</b>   | <b>3.975</b>   | <b>6.415</b>   | <b>7.169</b>   | <b>7.587</b>   | <b>7.304</b>   | <b>6.985</b>   | <b>6.630</b>   | <b>6.353</b>   |
| <b>İndirgenmiş Nakit Akışı</b>    | <b>54.911</b>  |                |                |                |                |                |                |                |                |
| Terminal Değer                    | 183.804        |                |                |                |                |                |                |                |                |
| <b>İndirgenmiş Terminal Değer</b> | <b>34.480</b>  |                |                |                |                |                |                |                |                |
| Toplamın %'si olarak Terminal     | 39%            |                |                |                |                |                |                |                |                |
| Terminal Büyüme Oranı             | 7%             |                |                |                |                |                |                |                |                |
| <b>Hedef İşletme Değeri</b>       | <b>89.390</b>  |                |                |                |                |                |                |                |                |
| <b>Net Borç (2025 sonu)</b>       | <b>39.086</b>  |                |                |                |                |                |                |                |                |
| <b>İştirakler</b>                 | <b>6.104</b>   |                |                |                |                |                |                |                |                |
| <b>Azınlık Payları</b>            | <b>2.567</b>   |                |                |                |                |                |                |                |                |
| <b>Hedef Sermaye Değeri</b>       | <b>53.842</b>  |                |                |                |                |                |                |                |                |
| <b>12A Hedef Sermaye Değeri</b>   | <b>70.123</b>  |                |                |                |                |                |                |                |                |
| Piyasa değeri                     | 43.648         |                |                |                |                |                |                |                |                |
| <b>Potansiyel</b>                 | <b>61%</b>     |                |                |                |                |                |                |                |                |

Kaynak: YKY Araştırma

