

Marj gelişimi ve nakit yaratımı ile desteklenen dayanıklı büyüme

AL (önceki AL)

Kapanış Fiyatı (TL)	52,15	Hedef Fiyat – 12ay (TL/pay)	78,00				
Piyasa Değeri (TL / US\$ mn)	145.920 / 3.474	Nominal / Görece Getiri – 12ay (%)	10 / -15				
Halka Açıklık Oranı	25	Ort. İşlem Hacmi – 3ay (TLmn)	595,4				
TMS/FRS - TL milyon	3Ç25	3Ç24	Yıllık Δ	2Ç25	Çeyreklik Δ	YKYt	Piyasa Beklentisi
Net Satışlar	52.201	48.934	6,7%	51.755	0,9%	54.436	52.661
VAFÖK	11.741	9.837	19,4%	9.611	22,2%	11.352	11.368
Net Kar	7.181	6.895	4,2%	5.430	32,3%	6.777	6.968
VAFÖK Marjı	22,5%	20,1%	2,3 pp	18,6%	3,9 pp	20,9%	22.1%

Kaynak: YKY Araştırma, Şirket, KAP

3Ç25 Sonuçları

- Sonuçlar beklentilere paralel.** Coca Cola İçecek, 3Ç25 sonuçlarında yıllık %4 artışla 7,2 milyar TL net kar açıkladı ve bu hem bizim hem de piyasa beklentileriyle büyük ölçüde uyumluydu. Gelirler yıllık %7 artarak 52,2 milyar TL'ye ulaştı. Gelirlerdeki büyüme esasen yıllık %9 konsolide hacim büyümesinden kaynaklanırken, NSG/Ük 3Ç25'te yıllık %2 düştü. Uluslararası operasyonların brüt kar marjındaki yıllık 3,1 puanlık artış sayesinde, çeyreklik VAFÖK marjı yıllık 2,4 puanlık artışla %22,5 oldu. Bu, bizim ve piyasanın VAFÖK marjı tahminlerinin hafif üzerinde gerçekleşti. Böylece, VAFÖK yıllık %19 artarak 11,7 milyar TL'ye ulaştı. Ancak, VAFÖK'teki yıllık artış, %45 daha düşük parasal kazanç nedeniyle net kara sınırlı yansıdı.
- Toplam konsolide hacim, yıllık %9 artışla 477 milyon ünite kasaya ulaştı. Türkiye, Temmuz-Ağustos aylarındaki güçlü performansın ardından Eylül ayındaki zayıf talepten etkilenerek yıllık %2 düşüş yaşadı. Uluslararası operasyonlar, Kazakistan (%24), Özbekistan (%37) ve Irak (%8) liderliğinde yıllık %16 artışla 304 milyon ünite kasaya ulaşırken, Pakistan, sel kaynaklı bir haftalık dağıtım aksamasına rağmen yine de istikrarlı seyretti (%0,7). Türkiye'deki NSG/Ük, yıllık %1 artışla 141 TL'ye ulaşırken, uluslararası operasyonlar %2 düşüşle 92 TL'ye geriledi. Konsolide NSG/Ük, yıllık %2 düşüşle 109 TL'ye geriledi ve bu durum, hassas fiyat ayarlamalarını içeren değer odaklı stratejiye geçişi yansıtıyor. Şirket, hacim dayanıklılığını ve marj korumasını önceliklendirerek, değer odaklı bir büyüme modeline açıkça geçiş yaptı. Uluslararası operasyonlar, temel bir farklılaştırıcı olmaya devam ediyor.
- Net işletme sermayesi 11,1 milyar TL'den 5,1 milyar TL'ye sert bir düşüşle gerileyerek 16,4 milyar TL operasyonel nakit girişine (3Ç24'te 7.7 milyar TL) ve 11.7 milyar TL serbest nakit girişine (3Ç24'teki %13'e kıyasla %22 marj) yol açtı. Sonuç olarak, net borç çeyreklik bazda 13,7 milyar TL azalarak 24,2 milyar TL'ye geriledi ve Net borç/VAFÖK 0,8x'e (2Ç25: 1,4x) düştü. Hem özkaynak karlılığı (ROE) hem de yatırılan sermaye getirisi (ROIC), baz etkisi nedeniyle yıllık bazda biraz daha düşük olarak %19 seviyesinde gerçekleşti (3Ç24: %38 ve %21).
- Yönetim 2025 beklentisini değiştirmede. Buna göre,
 - Konsolide bazda orta tek haneli hacim büyümesi (Türkiye: Düşük-orta tek haneli büyüme, uluslararası operasyonlar: Orta-yüksek tek haneli büyüme) (2024: Konsolide: -%1, Türkiye: -%1, Uluslararası: -%3)
 - Yatay VFÖK marjıyla orta tek haneli NSG/ük büyümesi. (2024'te NSG/ük: yıllık -%4 düşüş, 2024'te VFÖK marjı (diğer gelir/gider hariç): %13) bekliyorlar.

Özet Görüşümüz

CCI, güçlü hacimler, daha iyi marjlar ve nakit akışıyla dengeli bir çeyrek geçirdi. Ancak, sonuçlar büyük ölçüde beklentilere paralel olduğundan, piyasa tepkisi sınırlı kalabilir. **Model Portföyümüzde yer alan COLA için, mevcut seviyelerden %50 getiri**

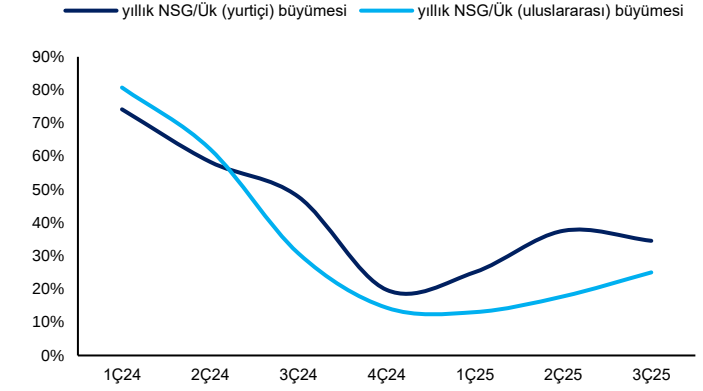
potansiyeline işaret eden, 12 aylık 78TL/hisse hedef fiyatımızı ve "AL" önerimizi yineliyoruz. 2025/2026 tahminlerimize göre, CCOLA 6,4x/4,7x FD/VAFÖK ve 10,1x/6,4x F/K çarpanlarından işlem görüyor ve güçlü yapısı ve operasyonel disiplini göz önüne alındığında, cazip bir risk-getiri profili sunuyor.

Şekil 1: Yıllık hacim büyümesi



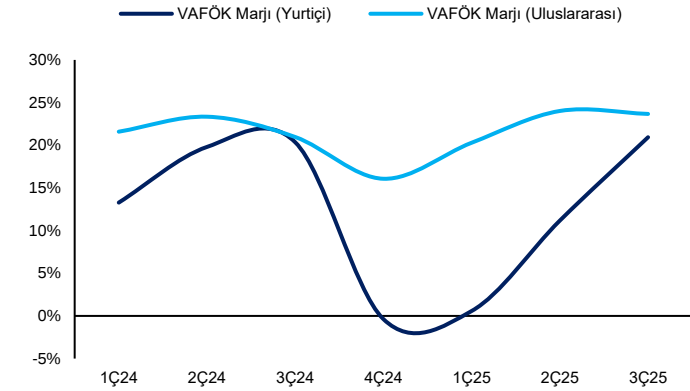
Kaynak: Şirket, YKY Araştırma

Şekil 2: Yıllık NSG/Ük büyümesi (TMS-29 öncesi)



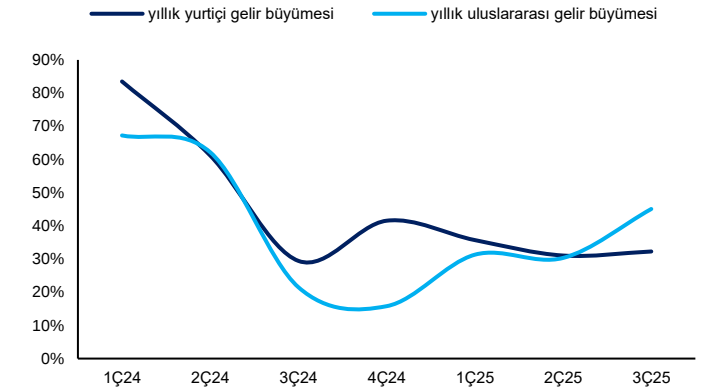
Kaynak: Şirket, YKY Araştırma (*) TMS29'a göre düzeltilmemiştir

Şekil 3: VAFÖK marjı



Kaynak: Şirket, YKY Araştırma

Şekil 4: Yıllık gelir büyümesi (TMS29 öncesi)



Kaynak: Şirket, YKY Araştırma

CCOLA-Çeyreksele Finansal Sonuçlar

Gelir Tablosu (çeyreksele)					
TLmn	3Ç24	4Ç24	1Ç25	2Ç25	3Ç25
Gelirler	48.934	27.768	41.206	51.755	52.201
Brüt Kar	17.838	8.593	12.533	18.326	19.897
Faaliyet Giderleri	-9.702	-8.526	-9.552	-10.569	-9.918
Net Faaliyet Karı	8.135	67	2.981	7.757	9.979
VAFÖK (diğ. gel (gid) hariç)	9.837	1.898	4.881	9.611	11.741
VAFÖK (diğ. gel (gid) dahil)	10.293	1.861	5.174	9.647	11.578
Net Finansman Gelir (Gider)****	19	-620	-254	-1.475	-724
Vergi Öncesi Kar Zarar	8.365	-401	2.987	6.303	9.061
Vergi	-1.442	-35	-1.509	-815	-1.833
Azınlık Hissedarları	28	4	25	59	46
Net Kar	6.895	-440	1.453	5.430	7.181

Gelir Tablosu (Son 4Ç Toplam)					
TLmn	2024/09	2024/12	2025/03	2025/06	2025/09
Gelirler	175.248	172.695	171.046	169.663	172.930
Brüt Kar	61.448	60.946	59.237	57.290	59.349
Faaliyet Giderleri	-37.229	-37.910	-38.194	-38.350	-38.566
Net Faaliyet Karı	24.218	23.036	21.042	18.940	20.784
VAFÖK (diğ. gel (gid) hariç)	31.233	30.282	28.276	26.227	28.131
VAFÖK (diğ. gel (gid) dahil)	31.755	30.934	29.141	26.975	28.261
Net Finansman Gelir (Gider)	7.323	4.681	-1.020	-2.329	-3.073
Vergi Öncesi Kar Zarar	31.771	25.013	20.784	17.255	17.951
Vergi	-4.712	-6.335	-4.892	-3.801	-4.192
Azınlık Hissedarları	154	98	133	116	134
Net Kar	26.906	18.580	15.759	13.338	13.624

Bilanço					
TLmn	2024/09	2024/12	2025/03	2025/06	2025/09
Dönen Varlıklar	82.048	76.208	83.203	85.167	83.231
Nakit ve Nakit Benzerleri	24.109	29.167	24.903	24.150	30.325
Ticari Alacaklar	26.450	16.217	27.556	31.488	26.091
Stoklar	20.790	19.293	19.395	19.679	16.683
Duran Varlıklar	111.785	109.839	110.286	111.763	111.230
Finansal Varlıklar	0	0	0	1	1
Maddi Duran Varlıklar	68.340	68.053	68.360	69.656	69.810
Kullanım Hakkı Varlıkları	955	902	794	734	905
Şerefiye	7.601	6.920	6.836	6.768	6.659
Toplam Varlıklar	193.833	186.047	193.489	196.931	194.460
KV Yükümlülükler	69.140	66.463	75.925	78.881	72.182
KV Finansal Borçlar	21.502	26.545	30.293	28.130	23.450
KV Kiralama Borçları	336	304	262	242	295
Ticari Borçlar	37.019	32.133	35.915	40.028	37.703
UV Yükümlülükler	43.470	42.252	41.120	40.784	39.172
UV Finansal Borçlar	35.557	34.009	33.441	33.563	31.976
UV Kiralama Borçları	807	783	552	497	622
Azınlık Hissedarları	9.886	9.970	10.098	10.134	10.240
Toplam Özkaynaklar	71.337	67.361	66.347	67.131	72.867
Toplam Yükümlülükler	193.833	186.047	193.489	196.931	194.460

Nakit Akım Tablosu (çeyreksele)					
TLmn	3Ç24	4Ç24	1Ç25	2Ç25	3Ç25
Faaliyetlerden Nakit	7.675	4.430	-3.216	9.912	16.423
Yatırım Faaliyetlerinden Nakit	-1.381	-2.285	-3.384	-3.783	-4.686
Finansal Faaliyetlerden Nakit	-14.822	3.348	2.693	-6.730	-5.272
Toplam Nakit Girişi	-8.527	5.493	-3.907	-601	6.465
Serbest Nakit Akımı (SNA)	6.294	2.145	-6.600	6.129	11.737
Gelirlere Oranı	13%	8%	-16%	12%	22%
Nakit Akım Tablosu (Son 4Ç Toplam)					
TLmn	2024/09	2024/12	2025/03	2025/06	2025/09
Faaliyetlerden Nakit	21.059	21.005	18.781	18.802	27.549
Yatırım Faaliyetlerinden Nakit	-15.391	-16.268	-14.743	-10.834	-14.139
Finansal Faaliyetlerden Nakit	-21.495	-13.056	-7.143	-15.511	-5.961
Toplam Nakit Girişi	-15.827	-8.320	-3.105	-7.543	7.450
Serbest Nakit Akımı (SNA)	5.668	4.737	4.038	7.968	13.410
Gelirlere Oranı	3%	3%	2%	5%	8%

Çeyreksele Büyüme & Marjlar					
Önceki Yılın Aynı Çeyreğine Göre Büyüme	3Ç24	4Ç24	1Ç25	2Ç25	3Ç25
Gelirler	-9	-8	-4	-3	7
VAFÖK (diğ. gel (gid) hariç)	-14	-33	-29	-18	19
VAFÖK (diğ. gel (gid) dahil)	-10	-31	-26	-18	12
Net Kar	-61	-106	-66	-31	4
Çeyreksele Marjlar (%)	3Ç24	4Ç24	1Ç25	2Ç25	3Ç25
Brüt Kar Marjı	36,5	30,9	30,4	35,4	38,1
VAFÖK (diğ. gel (gid) hariç)	20,1	6,8	11,8	18,6	22,5
VAFÖK (diğ. gel (gid) dahil)	21,0	6,7	12,6	18,6	22,2
Net Faaliyet Karı	16,6	0,2	7,2	15,0	19,1
Vergi Öncesi Kar Marjı	17,1	-1,4	7,2	12,2	17,4
Net Kar Marjı	14,1	-1,6	3,5	10,5	13,8

Yıllıklandırılmış Büyüme & Marjlar					
Son 4Ç Büyüme (%)	2024/09	2024/12	2025/03	2025/06	2025/09
Gelirler	-	-5,6	-7,1	-5,9	-1,3
VAFÖK (diğ. gel (gid) hariç)	-	-6,7	-13,2	-20,1	-9,9
VAFÖK (diğ. gel (gid) dahil)	-	-5,9	-11,8	-18,0	-11,0
Net Kar	-	-50,1	-56,9	-64,8	-49,4
Son 4Ç Marjlar (%)	2024/09	2024/12	2025/03	2025/06	2025/09
Brüt Kar Marjı	35,1	35,3	34,6	33,8	34,3
VAFÖK (diğ. gel (gid) hariç)	17,8	17,5	16,5	15,5	16,3
VAFÖK (diğ. gel (gid) dahil)	18,1	17,9	17,0	15,9	16,3
Net Faaliyet Karı	13,8	13,3	12,3	11,2	12,0
Vergi Öncesi Kar Marjı	18,1	14,5	12,2	10,2	10,4
Net Kar Marjı	15,4	10,8	9,2	7,9	7,9

Nakit Döngü & NİS					
	2024/09	2024/12	2025/03	2025/06	2025/09
Net Nakit Döngüsü (Gün)	3	-8	5	2	-12
Ticari Alacak Tahsilat	55	34	59	68	55
Stok Döngü	67	63	63	64	54
Ticari Borç Ödeme	119	105	117	130	121
Net İşletme Sermayesi (Ana) (*)	10.220	3.377	11.036	11.139	5.071
Gelirlere Oranı	6%	2%	6%	7%	3%

Borçluluk					
	2024/09	2024/12	2025/03	2025/06	2025/09
Net Borç (Nakit)	32.946	32.355	39.355	37.933	24.187
Net Borç / Özkaynaklar (x)	0,4x	0,4x	0,5x	0,5x	0,3x
Net Borç / VAFÖK (x)	1x	1x	1,3x	1,4x	0,8x
Esas Faal. Karı / Net Fin. Gel. (Gid.) (x)	2,3x	3x	1,8x	1,7x	1,9x
Borç / (Borç + Özkaynak)	45%	48%	49%	48%	44%

Getiri Metrikleri					
	2024/09	2024/12	2025/03	2025/06	2025/09
Özkaynak Karlılığı	38%	28%	24%	20%	19%
Net Kar Marjı	15%	11%	9%	8%	8%
Varlık Devir Hızı (x)	90,4	92,8	88,4	86,2	88,9
Finansal Kaldıraç Oranı (x)	271,7	276,2	291,6	293,4	266,9
ROIC (**)	21%	a.d.	a.d.	16%	19%

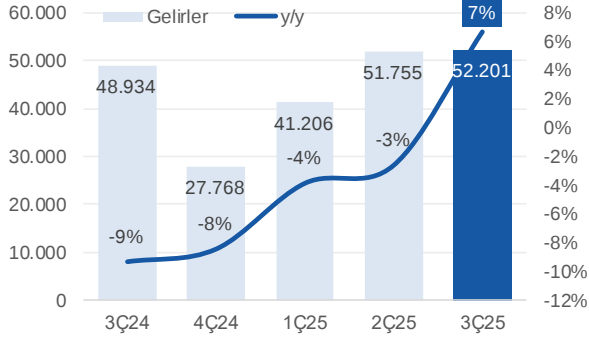
YKY Tahminler (Sonuçlar Öncesi)					
	Son 4Ç	2025T	reel Δ	2026T	reel Δ
Gelirler	172.930	186.260	3%	239.754	4%
VAFÖK (diğ. gel (gid) hariç)	28.131	29.983	-6%	41.662	12%
Serbest Nakit Akımı (SNA)	13.410	3.307	-34%	7.949	94%
Net Kar	13.624	14.448	-80%	22.836	28%
Toplam Özkaynaklar	72.867	87.526	175%	122.717	13%

Piyasa Çarpanları (x) (***)			
	Son 4Ç	2025T	2026T
FD / Gelirler	1,04	1,0	0,8
FD / VAFÖK	6,41	6,0	4,3
FD / SNA	13,45	54,5	22,7
F/K	10,71	10,1	6,4
F/DD	2,00	1,7	1,2

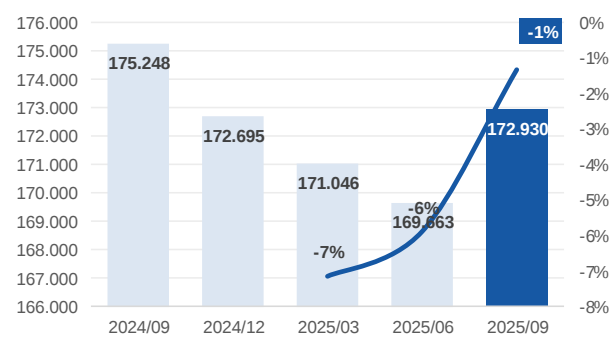
Kaynak: KAP, YKY Araştırma (*) Sadece Ticari Alacaklar, Stoklar ve Ticari Borçlar (**) Net Faaliyet Karı (Diğ. Dahil) / Net Operasyonel Varlıklar (***) FD ilgili yılın değerleri dikkate alınarak hesaplanmıştır (****) Net finansman gelir/gider kalemi parasal kazanç/kayıp içermektedir.

CCOLA -Çeyrekssel ve Son 12 Ay Finansallar

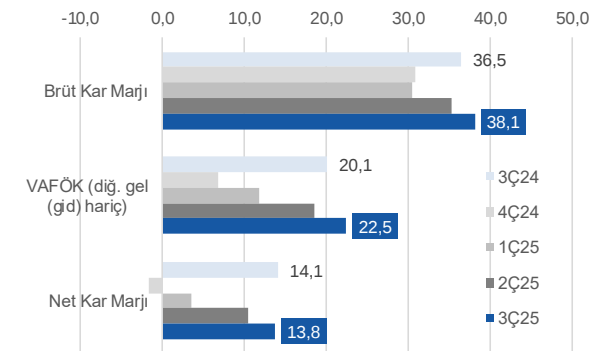
Önceki Yılın Aynı Çeyreğine Göre Büyüme (%)



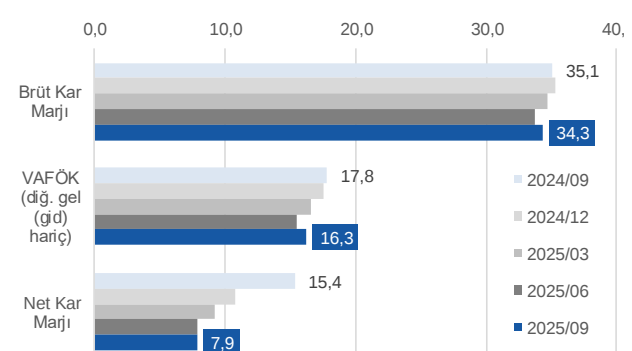
Son 4Ç Büyüme (%)



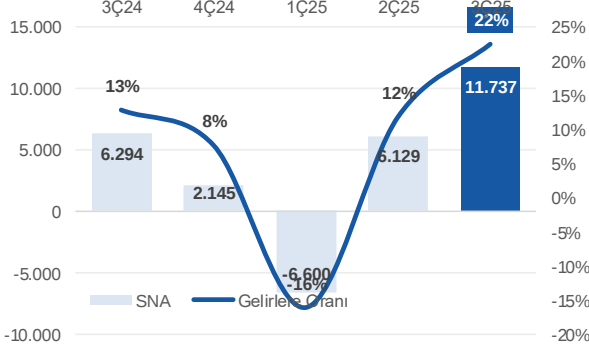
Çeyrekssel Marjlar (%)



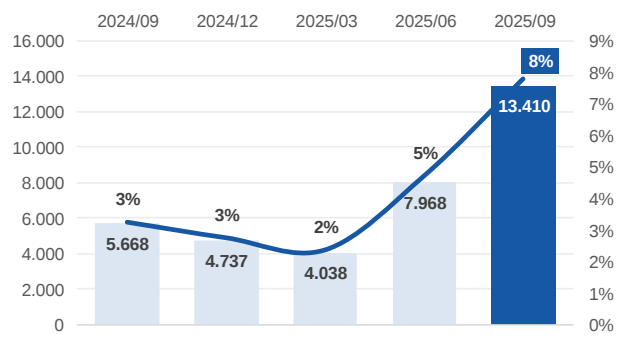
Son 4Ç Marjlar (%)



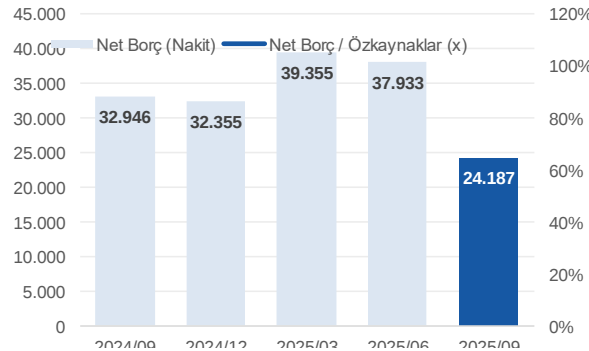
Çeyresel SNA (TLmn) & SNA Marjı



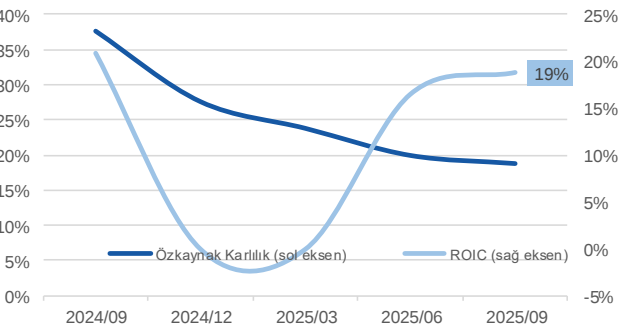
Son 4Ç SNA (TLmn) & SNA Marjı



Borçluluk



Getiri Metrikleri



Kaynak: KAP, YKY Araştırma

ÇEKİNCE:

Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti, yetkili kuruluşlar tarafından kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler ise genel niteliktedir. Bu tavsiyeler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Söz konusu rapor belli bir kişiye veya mali durumları, risk ve getiri tercihleri benzer nitelikteki bir gruba yönelik olarak hazırlanmamıştır. Belirli bir getirinin sağlanacağına dair herhangi bir vaat veya taahhütte bulunulmamaktadır. Tüm yorum ve tavsiyeler öngörü, tahmin ve fiyat hedeflerinden oluşmaktadır. Zaman içinde piyasa koşullarında meydana gelen değişiklikler nedeniyle söz konusu yorum ve tavsiyelerde değişikliğe gidilebilir. Size uygun olan yatırım araçlarının ve işlemlerin kapsam ve içeriği uygunluk testi neticesinde belirlenir. Uygunluk testi, yatırım kuruluşu tarafından pazarlanan ya da müşteri tarafından talep edilen ürün ya da hizmetin müşteriye uygun olup olmadığının değerlendirilmesi amacıyla, müşterilerin söz konusu ürün veya hizmetin taşıdığı riskleri anlayabilecek bilgi ve tecrübeye sahip olup olmadıklarının tespit edilmesidir. Bu raporda yer alan her türlü bilgi, yorum ve tavsiye uygunluk testi ile tespit edilecek risk grubunuz ve getiri beklentiniz ile uyumlu olmayabilir. Bu nedenle, uygunluk testi neticesinde risk grubunuz tespit edilmeden sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi amaç, bilgi ve tecrübenize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Burada yer alan bilgi ve veriler, araştırma grubumuz tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan derlenmiş olup, doğrulukları ayrıca araştırılmamıştır. Bu nedenle, bu bilgilerin tam veya doğru olmaması nedeniyle doğabilecek zararlardan Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ve çalışanları sorumlu değildir. Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından farklı bölümlerde istihdam edilen kişilerin veya Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin ortaklarının ve iştiraklerinin bu raporda yer alan tavsiyelerle veya görüşlerle hemfikir olmaması mümkündür. Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ile piyasanın işleyişinden kaynaklanan makul nedenlerden dolayı, Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ortakları, çalışanları, yöneticileri ve bunlarla doğrudan ve dolaylı olarak ilişkileri bulunan istihdam ilişkisi doğuracak bir sözleşme çerçevesinde veya herhangi bir sözleşme olmaksızın çalışan ve tavsiyenin hazırlanmasına katılan tüm gerçek veya tüzel kişiler ile müşterileri arasında önlemeyen çıkar çatışması ve objektifliği etkilemesi muhtemel nitelikte ilişkiler doğabilir. Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş., ortakları veya iştirakleri, Sermaye Piyasası Kurulu tarafından yetkilendirildikleri yatırım hizmetleri ve faaliyetleri ile yan hizmetlerini, bu raporda bahsi geçen şirketlere, muhtelif zamanlarda, sunmayı teklif edebilir veya sunabilir. Muhtelif zamanlarda, Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin, ortaklarını, iştiraklerinin ve işbu kapsamdaki yöneticilerinin, yetkililerinin, çalışanlarının veya temsilcilerinin, doğrudan veya dolaylı olarak, raporda bahsi geçen işlemler, menkul kıymetler veya emtialar üzerinde pozisyonları bulunabilir veya farklı nedenlerle ilgi ve ilişkileri bulunabilir. Söz konusu çıkar çatışması durumlarında Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş., internet sitesinde yer alan Çıkar Çatışması Politikası uyarınca hareket eder. Bu rapor, sadece gönderildiği kişilerin kullanımı içindir. Bu raporun tümü veya bir kısmı Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin yazılı izni olmadan çoğaltılamaz, yayınlanamaz veya üçüncü kişilere gösterilemez, ticari amaçla kullanılamaz.