

## Coca-Cola İçecek Yeniden canlanıyor

Coca-Cola İçecek <COLA TI> (CCI) için önerimizi AL (önceki: TUT) olarak güncelliyor ve 12 aylık hedef fiyatımızı, %68 getiri potansiyeline işaret eden, 78 TL/hisse (önceki: 87 TL/hisse) olarak belirliyoruz. Yılbaşından beri endeksin %27 altında performans gösteren hisse için, daha önce fiyatlandırma ve hacim konusundaki temkinli yaklaşımımızın fiyatlandığını inanıyoruz, mevcut seviyeleri alım fırsatı olarak görüyoruz.

CCI, (i) uluslararası operasyonları, (ii) uzun vadeli büyüme görünümü ve (iii) güçlü bilançosu ile, araştırma kapsamımızdaki en defansif ve yapısal olarak dirençli yiyecek & içecek sektörü şirketlerinden biri olarak öne çıkıyor. Önümüzdeki üç yıl için %4 reel yıllık bileşik büyüme oranıyla (YBBO) %17 VAFÖK marjı ve ortalama %20 yatırılan sermaye getirisi (ROIC) öngörüyoruz.

- 1Y25'te hacimlere odaklanıldı; 2Y25'te fiyatlandırma:** CCI'nın 1Y25'teki performansı, "hacim öncelikli" stratejisini yansıttı. Toplam gelirler yıllık %3 düştü (yurtiçi: -%3, uluslararası: -%3), ancak toplam hacimler promosyonlar ve uygun fiyatlı konumlandırmanın desteğiyle yıllık %9 arttı (yurtiçi: +%1, uluslararası: +%13). 2Y25'te yönetim, özellikle Türkiye'de uygun fiyatlıktan ödün vermeden fiyat/ürün karmasını optimize etmek için tasarlanmış hassas (gerekli yerlerde uygulanan kritik fiyat artışları) fiyatlandırmaya odaklanmayı planlıyor. Böylece, 2Y25'te hacim büyümesinde yavaşlamaya rağmen, finansallarda fiyat ayarlamalarının desteğiyle 3Ç25'ten itibaren kademeli bir toparlanma başlamasını bekliyoruz. Buna göre CCI'nın 2025'te, 185 milyar TL (yıllık +%4) gelir ve %16 VAFÖK marjı (yıllık -1 puan düşüş) elde etmesini bekliyoruz.
- Yapısal olarak güçlü uluslararası pazarlar.** Önümüzdeki üç yıl içinde CCI'nın uluslararası operasyonlarında %7'lik reel YBBO ve %21 VAFÖK marjı öngörüyoruz. Bu büyüme beklentimizin temelinde (i) genç nüfus, (ii) kişi başına düşen düşük tüketim ve (iii) özellikle Özbekistan ve Kazakistan olmak üzere kilit faaliyet pazarlarındaki daha iyi ekonomik görünüm yatıyor. Aynı dönemde, Türkiye'de %4 YBBO ve %13 ortalama VAFÖK marjı öngörüyoruz.
- Nakit üretimiyle beraber borçlulukta azalma.** CCI'nın net borcu 2Ç25 sonu itibarıyla 36,3 milyar TL'dir (1,5x Net Borç/VAFÖK). 2Y25'teki güçlü serbest nakit akımıyla (SNA) (yani %5 marj) etkisiyle bu oranın 2025 sonunda 1,1x'e düşmesini bekliyoruz. 2026 ve sonrası için yaklaşık %4 FCF marjı ve ~1x net borç/VAFÖK tahmin ediyoruz.

### Konsolide Finansallar ve Çarpanlar

| (milyon TL)*              | 2023    | Δ   | 2024    | Δ    | 2025T   | Δ    | 2026T   | Δ   |
|---------------------------|---------|-----|---------|------|---------|------|---------|-----|
| Net satışlar              | 101.043 | 8%  | 137.683 | -6%  | 186.260 | 4%   | 239.754 | 7%  |
| VAFÖK                     | 17.918  | 12% | 24.143  | -7%  | 29.983  | -4%  | 41.662  | 15% |
| Net Kar                   | 20.580  | 48% | 14.813  | -50% | 14.448  | -25% | 22.836  | 31% |
| F/K (x)                   | 6,5     |     | 11,3    |      | 9,0     |      | 5,7     |     |
| FD/VAFÖK (x)              | 8,7     |     | 8,4     |      | 5,9     |      | 4,2     |     |
| FD/Satış (x)              | 1,5     |     | 1,5     |      | 0,9     |      | 0,7     |     |
| Hisse Başına Kar (TL)     | 80,9    |     | 5,3     |      | 5,2     |      | 8,2     |     |
| Temettü Verimi (*)        | 1,2%    |     | 1,0%    |      | 2,3%    |      | 2,7%    |     |
| Serbest Nakit Akış Verimi | 3,0%    |     | 2,3%    |      | 2,5%    |      | 6,1%    |     |

(\*) Her yıl kendi yılsonu TÜFE'sine göre endekslenmiş ve büyümeler reel olarak gösterilmiştir.

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

Kaynak: Şirket Finansalları, YKY Araştırma

**Öneri****AL****Hedef Fiyat****TL78,00****Potansiyel Getiri****68%**

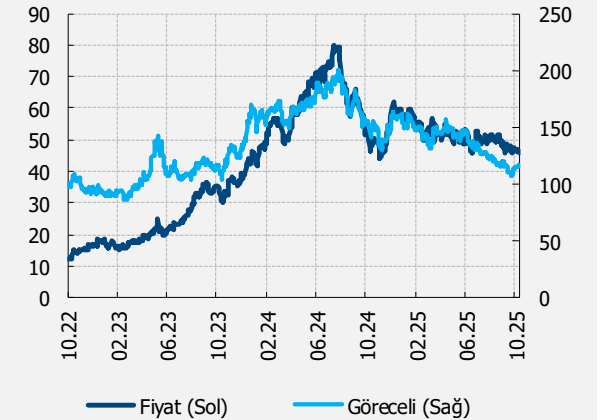
### Fiyat Bilgileri

| Kodu                               | CCOLA.TI / CCOLA.IS |
|------------------------------------|---------------------|
| İşlem Gördüğü Pazar (*)            | Yıldız Pazar        |
| Kapanış Fiyatı                     | TL46,54             |
| Piyasa Değeri (TL/US\$ mn)         | 130.223 / 3.118     |
| Hisse Sayısı (mn)                  | 2.798               |
| Saklama Oranı                      | 25%                 |
| 3 ay ort. işlem hacmi (TL/US\$ mn) | 556,76 / 13,59      |

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

|                        |               |
|------------------------|---------------|
| 1 Aylık                | 48,38 / 45,60 |
| 1 Yıllık               | 61,84 / 44,18 |
| Sene başından itibaren | 59,93 / 45,50 |

| Performans (TL)        | Nominal | Göreceli |
|------------------------|---------|----------|
| 1 Aylık                | -4%     | 1%       |
| 3 Aylık                | -5%     | -7%      |
| 1 Yıllık               | 0%      | -17%     |
| Sene başından itibaren | -21%    | -27%     |



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 Erciş****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) - IAS29 dahil* | 2022    | 2023    | 2024    | 2025T   | 2026T   |
|------------------------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| <b>Gelir Tablosu</b>                     |         |         |         |         |         |
| Net satışlar                             | 56.556  | 101.043 | 137.683 | 186.260 | 239.754 |
| Brüt Kar                                 | 17.284  | 33.040  | 48.590  | 63.865  | 84.872  |
| Faaliyet giderleri                       | -9.976  | -18.809 | -30.224 | -41.916 | -53.863 |
| VAFÖK (**)                               | 9.725   | 17.918  | 24.143  | 29.983  | 41.662  |
| Amortisman                               | 2.418   | 3.687   | 5.777   | 8.034   | 10.653  |
| Faaliyet gelirleri                       | 7.307   | 14.230  | 18.366  | 21.949  | 31.009  |
| Finansal gelir/gider (***)               | 4.295   | 11.525  | 1.136   | -2.960  | -532    |
| Diğer gelir/gider                        | -66     | 218     | 445     | 475     | 740     |
| İştirak Karı /Zararı                     | -3      | -17     | -5      | 14      | 17      |
| Vergi öncesi kar                         | 11.533  | 25.956  | 19.942  | 19.478  | 31.233  |
| Vergi                                    | -2.801  | -4.796  | -5.051  | -4.852  | -8.110  |
| Azınlık hisseleri / diğer                | 310     | 581     | 78      | 179     | 287     |
| Net Kar                                  | 8.422   | 20.580  | 14.813  | 14.448  | 22.836  |
| <b>Bilanço</b>                           |         |         |         |         |         |
| Nakit ve nakit benzerleri                | 14.009  | 21.755  | 23.254  | 25.731  | 42.439  |
| Stoklar                                  | 6.793   | 12.983  | 15.381  | 21.796  | 27.582  |
| Ticari alacaklar                         | 3.716   | 8.815   | 12.929  | 25.515  | 32.843  |
| Diğer alacaklar                          | 3.718   | 4.703   | 9.193   | 10.074  | 12.200  |
| Dönen Varlıklar                          | 28.235  | 48.255  | 60.757  | 83.117  | 115.064 |
| Maddi duran varlıklar                    | 20.439  | 35.235  | 54.256  | 77.377  | 103.036 |
| Finansal yatırımlar                      | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       |
| Diğer duran varlıklar                    | 16.421  | 26.669  | 33.314  | 44.218  | 55.218  |
| Duran Varlıklar                          | 36.860  | 61.904  | 87.570  | 121.595 | 158.254 |
| Toplam Varlıklar                         | 65.095  | 110.158 | 148.327 | 204.711 | 273.319 |
| Kısa vadeli finansal borçlar             | 996     | 18.259  | 21.648  | 28.709  | 38.102  |
| Ticari borçlar                           | 8.284   | 18.596  | 25.618  | 40.239  | 50.920  |
| Diğer kısa vadeli yükümlülükler          | 7.947   | 4.652   | 5.722   | 10.601  | 12.800  |
| Kısa Vadeli Yükümlülükler                | 17.226  | 41.508  | 52.988  | 79.549  | 101.823 |
| Uzun vadeli finansal borçlar             | 1.454   | 19.441  | 28.363  | 31.189  | 40.825  |
| Diğer uzun vadeli yükümlülükler          | 17.800  | 4.255   | 5.323   | 6.447   | 7.953   |
| Uzun Vadeli Yükümlülükler                | 19.253  | 23.695  | 33.686  | 37.636  | 48.778  |
| Azınlık Payları                          | 3.856   | 5.668   | 7.949   | 10.702  | 13.052  |
| Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar            | 28.615  | 44.955  | 61.653  | 87.526  | 122.717 |
| Toplam Kaynaklar                         | 65.095  | 110.158 | 148.327 | 204.711 | 273.319 |
| <b>Nakit Akış Tablosu</b>                |         |         |         |         |         |
| İşletme faaliyetlerinden                 | 4.219   | 12.543  | 16.747  | 20.690  | 28.863  |
| Yatırım faaliyetlerinden                 | -3.995  | -8.577  | -12.970 | -17.383 | -20.913 |
| Finansman faaliyetlerinden               | 6.981   | -4.071  | -10.409 | -7.773  | 3.419   |
| Temettü Ödemesi                          | -600    | -750    | -2.000  | -3.000  | -3.489  |
| Serbest Nakit Akışı                      | 224     | 3.966   | 3.776   | 3.307   | 7.949   |
| Net Borç                                 | -11.560 | 15.945  | 26.758  | 34.167  | 36.488  |
| <b>Ana Çarpanlar</b>                     |         |         |         |         |         |
| Brüt kar marjı                           | 30,6%   | 32,7%   | 35,3%   | 34,3%   | 35,4%   |
| VAFÖK marjı                              | 17,2%   | 17,7%   | 17,5%   | 16,1%   | 17,4%   |
| Net Kar marjı                            | 14,9%   | 20,4%   | 10,8%   | 7,8%    | 9,5%    |
| Sermaye Karlılığı                        | 29,4%   | 55,9%   | 27,8%   | 19,4%   | 21,7%   |
| Reel Gelir Büyümesi                      | a.d.    | 8%      | -6%     | 4%      | 7%      |
| Nominal Gelir Büyümesi                   | 156%    | 70%     | 43%     | 32%     | 29%     |
| Reel VAFÖK Büyümesi                      | a.d.    | 12%     | -7%     | -4%     | 15%     |
| Reel Net Kar Büyümesi                    | a.d.    | 48%     | -50%    | -25%    | 31%     |
| Net Borç / Özkaynaklar (x)               | a.d.    | 0,4     | 0,4     | 0,4     | 0,3     |
| Net Borç / VAFÖK (x)                     | a.d.    | 0,9     | a.d.    | 1,1     | 0,9     |

Kaynak: Şirket Finansalları, YKY

(\*) Bakiyeler 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

## Şirket Tanımı

Coca-Cola İçecek, 12 ülkede 35 tesiste faaliyet göstermektedir. Toplam üretim kapasitesi yıllık yaklaşık 2,2 milyar ÜK'dir. 25'ten fazla markanın dağıtımını gerçekleştiren şirket, toplam 1,4 milyon satış noktasına sahiptir.

Şirket, Türkiye'nin yanı sıra 11 ülkede (Ürdün, Kırgızistan, Tacikistan, Azerbaycan, Türkmenistan, Kazakistan, Pakistan, Irak, Özbekistan, Suriye ve Bangladeş) faaliyet göstermekte ve ~600 milyon kişiye hizmet vermektedir.

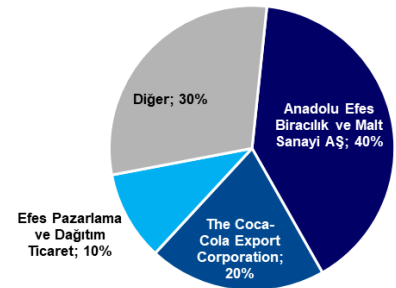
2Ç25 sonu itibarıyla, toplam satış hacminde yurt içi ve yurt dışı operasyonların payı sırasıyla %34 ve %66'dır. Gazlı içecek kategorisinin toplam satış hacmindeki payı ~%80 iken, gazsız içecek ve su kategorilerinin payları sırasıyla %10'dur.

## Potansiyel katalistler ve riskler

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

**Potansiyel riskler:** (i) Daha düşük hacimler, (ii) NİS'de kötüleşme, (iii) Yerel para birimlerinin devalüasyonu, (iv) CCI'nin faaliyet gösterdiği bölgelerde artan jeopolitik gerginlik ve (v) Hammaddede fiyatlarındaki dalgalanma.

## Ortaklık Yapısı



## Yatırım Teması

Coca-Cola İçecek <CCOLA TI> (CCI) için tavsiyemizi **AL** (önceki: Tut) olarak ve **12 aylık hedef fiyatımızı, %68 getiri potansiyeline işaret eden, 78,0 TL/hisse olarak belirledik** (önceki: 87 TL/hisse). Hisse yılbaşından beri endeksin %27 altında performans gösterdikten sonra, mevcut seviyeleri alım fırsatı olarak görüyor ve fiyatlandırma ve hacim konusundaki önceki temkinli yaklaşımımızın fiyatlandığına inanıyoruz.

**2026 tahminlerimize göre, hisse 5,5x F/K ve 4,2x FD/VAFÖK ile işlem görüyor. CCI'nın yakın vadeli kârlı büyüme görünümünün (yani, önümüzdeki üç yıl için yaklaşık %5 reel VAFÖK YBBO, ~%4'lük SNA marjı ve ~%20 ROIC) daha yüksek bir değerlemeyi hak ettiğine inanıyoruz. Bu nedenle, yaklaşan 3Ç25 finansallarında toparlanma beklentilerimiz başlamadan önce CCI'nın pozisyon almak için yeterince cazip olduğuna inanıyoruz.**

CCI, 1Y25'te (i) Türkiye'deki tüketici alım gücünün azalması ve hakim olan yüksek faiz ortamı, (ii) artan jeopolitik gerilimler ve yurtdışındaki ve Türkiye'deki yerel satıcılardan kaynaklanan fiyatlandırma zorlukları gibi zorluklardan etkilendi. Bu bağlamda, şirket stratejisi gereği, makroekonomik koşullara yanıt olarak büyük ölçüde hacimlere odaklandı ve fiyat gerçekleştirmelerinden ziyade trafik ve uygun fiyatlılığa öncelik verdi. Sonuç olarak, toplam hacimler 1Y25'te yıllık %9 artarken, talebin sürdürülmesinde kilit rol oynayan promosyon ve indirimlerle NSG/Ük (Ünite Kasa Başına Net Satış Geliri) yıllık reel %11 düştü. 2Y25'e gelindiğinde, şirket değer odaklı satışlara ve operasyonel marjları yeniden sağlamak için hassas fiyat ayarlamalarına yönelmektedir. CCI, bu strateji kapsamında operasyonel kârlılığı korumayı ve 2025 yılı için dengeli büyüme sağlamayı hedefliyor. 2Y25'te yıllık %13 reel ciro büyümesi (1Y25'te yıllık %3) ve %17 VAFÖK marjı (1Y25'te %16) ve 2025 yılı tamamında yıllık %4 reel ciro büyümesi ve %16 VAFÖK marjı öngörüyoruz.

2026'da 2025'e kıyasla daha güçlü konsolide sonuçlar görmeyi bekliyoruz. Bu temelde, Türkiye'de faiz indirim döngüsü ve satın alım gücünde kademeli iyileşme ve yurt dışında normalleşmeye dayanmaktadır. Buna göre 2026'da, yıllık %7 hacim büyümesi ve yıllık reel yatay NSG/Ük öngörüyoruz. Bu da, 2026'da hem fiyatlandırma disiplini hem de hacim büyümesinde sağlanan iyileşmenin etkisiyle yıllık %7 reel ciro büyümesi ve yıllık 1 puan VAFÖK marjı toparlanması anlamına geliyor. Büyük bir yatırım yapılmaması durumunda, CCI'nin güçlü SNA yaratımında herhangi bir kesinti beklemiyor ve mevcut 1,5x olan net borç/VAFÖK'ün 2025 sonunda 1,1x'e, ardından 2026 sonunda 0,9x'e gerilemesini bekliyoruz.

CCI için, özellikle uluslararası operasyonlarından gelen katkı sayesinde, orta ve uzun vadede güçlü bir büyüme bekliyoruz. Özellikle Özbekistan (toplam hacmin %11'i) ve Kazakistan'ın (toplam hacmin %12'si) katkısının uzun vadede oldukça öne çıkacağı kanaatindeyiz. [Bu iki ülke için 2024-27 döneminde sırasıyla %10 ve %6'lık USD bazlı kişi başı GSYİH YBBO öngörülmektedir.](#) Ayrıca CCI, faaliyet gösterdiği ülkelerdeki nüfusun yaklaşık %60'ının 35 yaş altı olması ve uzun vadeli tüketim potansiyeli sunması nedeniyle olumlu demografik yapıdan da faydalanan. Bu arada CCI'nın, Azerbaycan'daki (toplam hacmin %5'i) ve Irak'taki (toplam hacmin %8'i) yeni üretim hattı yatırımları ve yeni fabrikalarıyla yakın vadede katkı görmeyi bekliyoruz. Türkiye için ise, zorlu bir 2025'in ardından, tüketici alım gücündeki kademeli toparlanma, faiz indirimi döngüsü ve enflasyondaki düşüşle birlikte, daha iyi bir fiyatlandırma ortamının operasyonel kârlılığı desteklemesini bekliyoruz.

2025'te dengeli bir büyüme

2026 daha iyi bir yıl olacak

Güçlü temellerin yönlendirdiği uzun vadeli büyüme görünümü

Böylece, şirketin önümüzdeki üç yıl içerisinde %4 YBBO, %17'lik VAFÖK marjı ve ortalama %20 ROIC kaydetmesini bekliyoruz.

### Türkiye Operasyonları (hacmin %35'i, gelirlerin %40'ı)

#### Marjlar toparlanıyor ancak hacimler baskılanabilir

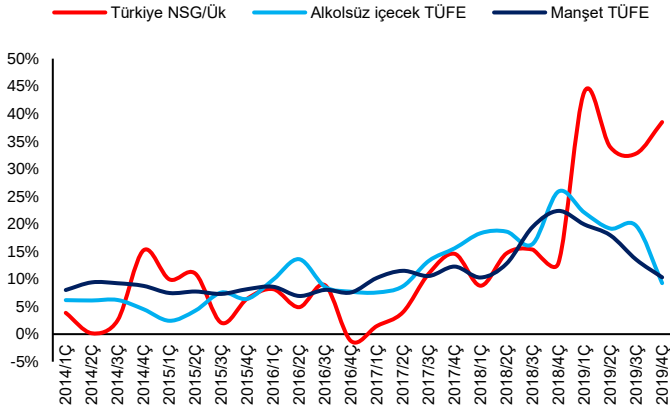
**Daha iyi büyüme koşulları ve marj iyileşmesi.**

1Y25'te, CCI'nin Türkiye birim fiyatları (NSG/Ük), %38'lik TÜFE seviyesinin altında, nominal olarak yıllık %31 arttı. Hacimlerse yıllık %1 arttı ve böylece gelirler yıllık %3 reel daraldı. Fiyatlamasının da desteğiyle Türkiye operasyonlarındaki toparlanmanın 3Ç25'te başlamasını bekliyoruz. 2Y25'te Türkiye'de yıllık %3 reel ciro artışı öngörüyoruz ve bu da 2025'in tamamını yatay bir büyümeye işaret ediyor. Hatırlatmak gerekirse, Türkiye'nin gelirleri 2Y24'te reel olarak yıllık %14 daraldı ve bu durum 2Y25'te yıllık bazda toparlanma için olumlu bir düşük baz oluşturmaktadır.

Marj cephesinde, şirket 1Y25'te %4 reel VAFÖK marjı kaydetti. Asgari ücret artışı olmaması nedeniyle personel giderlerinin düşmesiyle beraber fiyatlamaların 2Y25'te marj toparlanmasını sağlayacağını öngörüyoruz ve 2Y25'te 1Y25'e kıyasla 10 puan daha yüksek bir VAFÖK marjı öngörüyoruz.

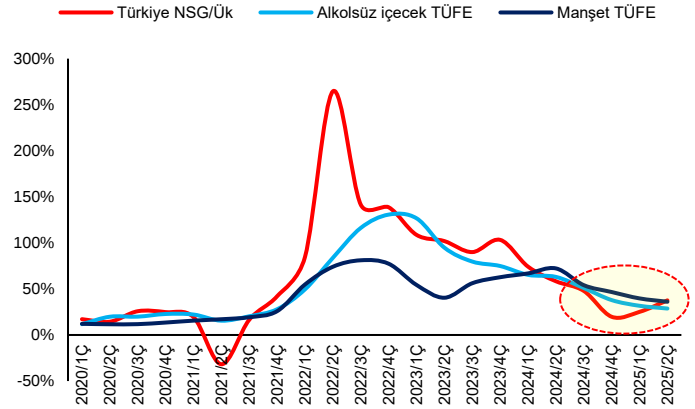
Özetle, Türkiye operasyonlarının 2025'te ~%9 VAFÖK marjıyla yıllık bazda yatay bir ciro elde etmesini bekliyoruz. 2026 içinse, faiz indirimleri, düşen enflasyon ve talepte kademeli bir normalleşmenin etkisiyle daha parlak bir görünüm öngörüyoruz. Tüketimdeki toparlanmayla birlikte yıllık bazda yaklaşık %4'lük reel ciro büyümesi ve %13 VAFÖK marjı öngörüyoruz.

**Şekil 1: Çeyreklik NSG/Ük & Manşet TÜFE & Alkolsüz içecek TÜFE y/y değişimi (2014-2020)**



Kaynak: Şirket, TÜİK, YKY Araştırma

**Şekil 2: Çeyreklik NSG/Ük & Manşet TÜFE & Alkolsüz içecek TÜFE y/y değişimi (2021-2025)**



Kaynak: Şirket, TÜİK, YKY Araştırma

## Uluslararası operasyonlar (hacmin %65'i & gelirlerin %60'ı)

### Büyümenin ana kaynağı

**Yakın vadede hacim büyümesi ana itici güç olacak.**

Özellikle Orta Doğu'da artan jeopolitik gerginlikler ve yerel satıcıların agresif fiyatlandırma politikaları nedeniyle CCI, yurt dışı operasyonlarındaki pazar payını korumak için 1Y25'te promosyonlar ve indirimler uyguladı. Böylece, NSG/Ük, 1Y25'te USD bazında yıllık %4 düşerken, hacimler yıllık %13 arttı.

2Y25'te, uluslararası operasyonların genel olarak benzer bir performans göstermesini, ancak 1Y25'e kıyasla hassas ve disiplinli fiyatlandırma faaliyetlerinin daha öne çıkmasını bekliyoruz. Azerbaycan ve Irak'ın yeni üretim hatlarının katkısıyla hacim büyümesini desteklemesini, Özbekistan'ın ise güçlü performansını sürdürmesini bekliyoruz. Buna göre, CCI'nın 2Y25'te uluslararası operasyonlarında, ağırlıklı olarak yıllık %6 hacim büyümesi ve %19'luk yatay bir VAFÖK marjıyla desteklenen yıllık ~%20 reel ciro artışı kaydetmesini ve 2025'in tamamında %7 reel gelir büyümesi ve %21 VAFÖK marjı elde etmesini bekliyoruz.

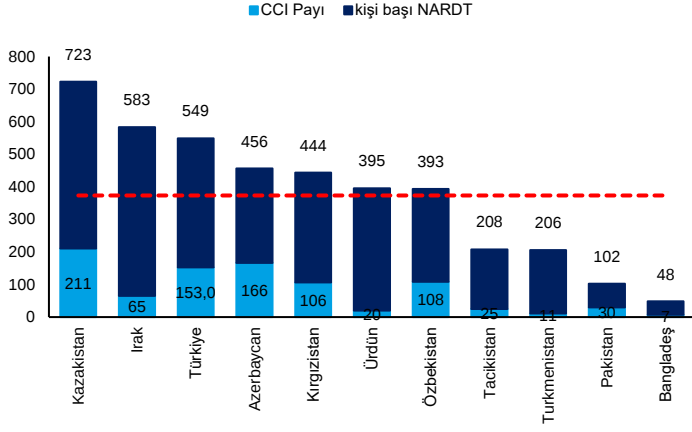
2026'da 2025'e benzer bir finansal performans, yıllık %8 reel ciro büyümesi ve %21 VAFÖK marjı bekliyoruz. Bu büyüme, ağırlıklı olarak yaklaşık %10 hacim büyüme beklentimizden kaynaklanmaktadır. 2026'nın, iyileşen makroekonomik koşullar göz önüne alındığında fiyatlandırma açısından daha iyi bir yıl olmasını beklerken, muhafazakâr kalmayı ve yıllık bazda USD bazında yatay fiyatlar varsaymayı tercih ediyoruz.

**Yurt dışı operasyonlarında makro görünüm sağlam.**

CCI'nın yurtdışı operasyonlarına ilişkin olumlu görüşümüz, kişi başına alkolsüz hazır içecek (NARTD) tüketimi ile kişi başına GSYİH'nin yüksek oranda ilişkili olmaya devam etmesinden ( $r \approx 0,7$ ) ve CCI'nın uluslararası faaliyet alanının olgunluğa ulaşmamış pazarları kapsamından kaynaklanmaktadır. IMF tahminlerine göre, CCI'nın uluslararası portföyü 2024-27 döneminde bir bütün olarak USD bazında kişi başı GSYİH %4 YBBO kaydedecektir. Özellikle Özbekistan (+%10), Kazakistan (+%6) ve Türkmenistan'da (+%7) önemli bir uzun vadeli büyüme potansiyeli görüyoruz. Bu temelde, 2024-27 döneminde ~%7'lik reel gelir YBBO'su ve ortalama %21' VAFÖK marjı öngörüyoruz.

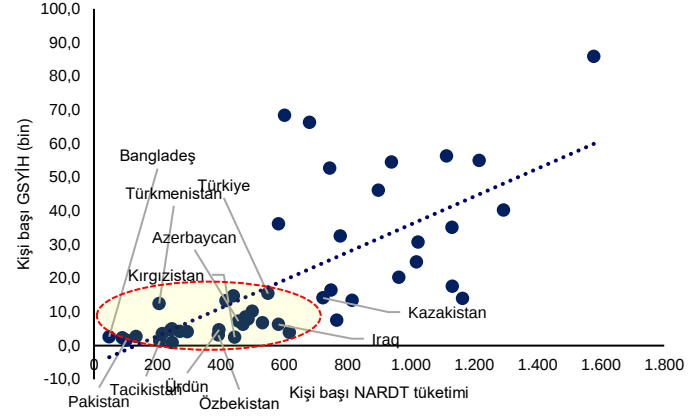
Hatırlatmak gerekirse, CCI ürünlerini hem yerel hem de yabancı para birimlerinde satmaktadır. Bu nedenle, USD/TL'deki herhangi bir değer artışı (diğer tüm değişkenler sabitken), CCI'nın uluslararası gelirleri ve operasyonel karlılığıyla korelasyon göstermektedir (gelirlerin yaklaşık %60'ı yabancı ülkelerin dövizine endeksli iken, maliyetlerin %20-25'i USD'ye endeksli). USD'nin TL karşısında her %10 değer artışında, diğer tüm koşullar sabitken, CCI hesaplamamıza göre ~1,5 puan operasyonel kar marjı kazanmaktadır. Ancak, CCI'nın Haziran 2025 itibarıyla bilanço cephesindeki net kısa döviz pozisyonu nedeniyle, operasyonel olmayan kalemlerde yaklaşık 3 milyar TL zarar kaydedilmekte ve bu da ~1 milyar TL'lik toplam zarara yol açmaktadır.

**Şekil 3: Faaliyet gösterilen ülkeler – kişi başı NARDT tüketimi**



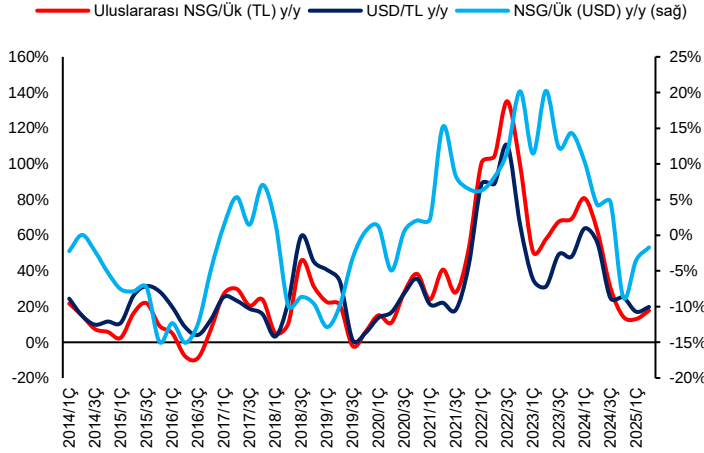
Kaynak: Şirket, YKY Araştırma

**Şekil 4: kişi başı NARDT tüketimi & kişi başı GSYİH**



Kaynak: Şirket, IMF, YKY Araştırma (\*) [bu çalışma 47 ülkenin verisine dayanmaktadır.](#)

**Şekil 5: Uluslararası NSG/Ük (TL) y/y ve USD/TL y/y değişim**



Kaynak: Şirket, Rasyonet, YKY Araştırma

(\*) NARDT, gazlı içecekler, meyve suları, paketlenmiş su, hazır çay/buzlu çay ve kahve ile enerji ve spor içeceklerini içerir.

### Cazip Çarpanlar

CCI, hem tarihsel ortalamalarına hem de küresel emsallerine göre güncel olarak önemli ölçüde iskonto edilmiş; bunu kısa vadeli makroekonomik zorluklara bağlıyoruz.

- Hissenin 12 aylık ileriye dönük FD/VAFÖK çarpanı güncel olarak ~%45 iskontoyla işlem görmektedir; bu, 10 yıllık tarihsel iskonto olan ~%25'e kıyasla daha yüksek.
- Bloomberg konsensüsüne göre CCI'nın son 12 aylık finansallarına göre mevcut 7,2x'lik FD/VAFÖK'ünün 2025 sonuna kadar 5,7x'e (YKYt: 5,8x) ve 2026 sonuna kadar 4,4x'e (YKYt: 4,2x) düşmesi bekleniyor; bu da uluslararası benzerlerine göre sırasıyla %52 ve %43 iskontoya işaret ediyor.

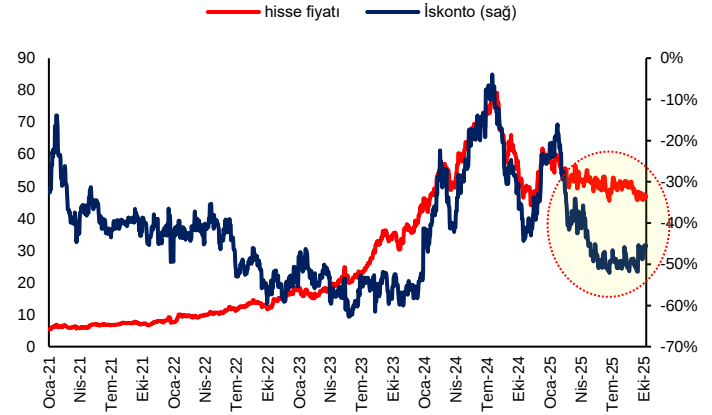
**2025'te endeksin %27 altında performans gösterdikten sonra, hissenin mevcut seviyelerini alım fırsatı olarak görüyoruz ve yıl başında fiyatlandırma ve hacimler konusunda daha önce duyduğumuz ihtiyatlı duruşumuzun fiyatlandığına inanıyoruz.**

**Şekil 6: 4Ç ileriye dönük FD/VAFÖK**



Kaynak: Bloomberg, YKY Araştırma

**Şekil 7: 4Ç ileriye dönük FD/VAFÖK'ün benzerlerinin medyanına göre iskontosu**



Kaynak: Rasyonet, Bloomberg, YKY Araştırma

## Tahminlerimizdeki değişiklikler

Türkiye'deki daha zayıf hacimleri ve 2025'in başına kıyasla biraz daha düşük fiyatlandırma varsayımlarını yansıtabak şekilde tahminlerimizi revize ettik. Buna göre, 2025'in tamamı için gelir tahminimizi ilk beklentilerimize göre düşürürken, hacim ve fiyatlandırmada beklenen toparlanmaya paralel olarak 2026 gelir tahminimizi %6 artırdık.

Fiyatlardaki olumsuz gelişmeler ve nispeten daha ılımlı bir USD/TRY değeri artışı nedeniyle, 2025 VAFÖK tahminimizi %7 düşürürken, 2026 VAFÖK tahminimizi %6 artırdık. Ayrıca, yılbaşındaki varsayımlarımıza kıyasla daha uzun süren yüksek faiz oranı ortamının etkisiyle 2025 yılında daha düşük bir net kar bekliyoruz.

**Tablo 1: Tahminlerimizdeki değişiklikler**

| CCOLA*        | 2024        | 2025t   |         |         |         | 2026t   |         |         |        |
|---------------|-------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|--------|
|               |             | Yeni    | Eski    | Değişim | y/y     | Yeni    | Eski    | Değişim | y/y    |
| Milyon TL     | Gerçekleşen |         |         |         |         |         |         |         |        |
| Gelir         | 137.683     | 186.260 | 193.345 | -4%     | 4%      | 239.754 | 226.456 | 6%      | 7%     |
| VAFÖK         | 24.143      | 29.983  | 33.062  | -9%     | -4%     | 41.662  | 39.630  | 5%      | 15%    |
| Net kar       | 14.813      | 14.448  | 19.324  | -25%    | -25%    | 22.836  | 23.216  | -2%     | 31%    |
| VAFÖK Marjı   | 18%         | 16%     | 17%     | -1,0 pp | -1,4 pp | 17%     | 18%     | -0,1 pp | 1,3 pp |
| Net Kar Marjı | 11%         | 8%      | 10%     | -2,2 pp | -3,0 pp | 10%     | 10%     | -0,7 pp | 1,8 pp |

Kaynak: Şirket, Rasyonet, YKY Araştırma (\*) Bakıyeler ilgili dönemin dönem sonu TÜFE'sine endeksli

Gelir ve VAFÖK tahminlerimiz genel olarak piyasa beklentileriyle uyumludur. Ancak, 2025 net gelir tahminimiz, büyük olasılıkla parasal kazanç/zarar ve ertelenmiş vergi gelir/zararı varsayımlarındaki farklılıklardan dolayı, beklentilerin %16 altındadır.

**Tablo 2: YKY vs. Konsensüs**

| CCOLA       | Research Turkey |         | Bloomberg |         | YKY     |         | YKY vs. Bloomberg |         | YKY vs. Research Turkey |         |
|-------------|-----------------|---------|-----------|---------|---------|---------|-------------------|---------|-------------------------|---------|
|             | 2025t           | 2026t   | 2025t     | 2026t   | 2025t   | 2026t   | 2025t             | 2026t   | 2025t                   | 2026t   |
| (milyon TL) |                 |         |           |         |         |         |                   |         |                         |         |
| Gelirler    | 185.429         | 232.771 | 180.883   | 220.418 | 186.260 | 239.754 | 3%                | 9%      | 0%                      | 3%      |
| VAFÖK       | 30.638          | 40.642  | 31.053    | 40.087  | 29.983  | 41.662  | -3%               | 4%      | -2%                     | 3%      |
| Net Kar     | 17.160          | 22.877  | 16.681    | 22.471  | 14.448  | 22.836  | -13%              | 2%      | -16%                    | 0%      |
| Marjlar (%) | 0               | 0       | 0         | 0       | 0       | 0       | 0                 | 0       | 0                       | 0       |
| VAFÖK       | 16,52           | 17,46   | 17,17     | 18,19   | 16,10   | 17,38   | -1,1 pp           | -0,8 pp | -0,4 pp                 | -0,1 pp |
| Net Kar     | 9,25            | 9,83    | 9,22      | 10,19   | 7,76    | 9,52    | -1,5 pp           | -0,7 pp | -1,5 pp                 | -0,3 pp |

Kaynak: Research Turkey, Bloomberg, YKY Araştırma

## Değerleme

Değerlememiz, İndirgenmiş Nakit Akımları – İNA (%80) ve benzer şirket çarpanlarına (%20) dayanmaktadır. İNA analizimiz 201 milyar TL'lik bir öz sermaye değeri, benzer şirket çarpan değerlememiz ise 281 milyar TL'lik bir değere tekabül etmektedir. Bu da 12 aylık 218 milyar TL hedef özsermayeye, veya hisse başı 78TL, denk gelmektedir. Bu da mevcut seviyelerden %68 getiri potansiyeli sunmaktadır.

Model varsayımlarımız ve tahminlerimiz 10. ve 11. sayfalardaki “YKY Model Varsayımları” bölümünde ayrıntılı olarak yer almaktadır.

**Tablo 3: Değerleme Özeti**

| Değerleme özeti               |                |            |                |
|-------------------------------|----------------|------------|----------------|
| TRYmn                         | Değer          | Ağırlık    | 12A Hedef      |
| <b>Hedef Özsermaye Değeri</b> |                |            | 216.891        |
| İndirgenmiş Nakit Akımı       | <b>200.745</b> | <b>80%</b> | <b>160.596</b> |
| Benzer Şirket Analizi         | 281.476        | 20%        | 56.295         |
| Pay Adeti (milyon)            |                |            | 2.798          |
| <b>Hedef Pay Fiyatı</b>       |                |            | 78             |
| Güncel Pay Fiyatı             |                |            | 46,5           |
| <b>12 Aylık Toplam Getiri</b> |                |            | <b>68%</b>     |

Kaynak: YKY Araştırma (\*) 12 ay ileri taşınmış değer (\*\*) 2025&2026 FD/VAFÖK bazlı

**Tablo 4: YKY-CCI İNA (milyon TL) / Nominal TMS29 öncesi tahminler**

| Milyon TL                         | 2025T          | 2026T          | 2027T          | 2028T          | 2029T          | 2030T          | 2031T          | 2032T          | 2033T          |
|-----------------------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| <b>Satış Gelirleri</b>            | <b>171.217</b> | <b>220.316</b> | <b>262.826</b> | <b>307.362</b> | <b>352.818</b> | <b>397.909</b> | <b>448.590</b> | <b>505.865</b> | <b>570.611</b> |
| y/y büyüme                        | 32%            | 29%            | 19%            | 17%            | 15%            | 13%            | 13%            | 13%            | 13%            |
| <b>FVÖK</b>                       | <b>22.318</b>  | <b>31.122</b>  | <b>38.072</b>  | <b>45.580</b>  | <b>52.751</b>  | <b>59.596</b>  | <b>67.964</b>  | <b>78.946</b>  | <b>91.513</b>  |
| FVÖK marjı                        | 13%            | 14%            | 14%            | 15%            | 15%            | 15%            | 15%            | 16%            | 16%            |
| <b>(-) Vergi</b>                  | <b>5.580</b>   | <b>7.780</b>   | <b>9.518</b>   | <b>11.395</b>  | <b>13.188</b>  | <b>14.899</b>  | <b>16.991</b>  | <b>19.736</b>  | <b>22.878</b>  |
| Vergi oranı                       | 25%            | 25%            | 25%            | 25%            | 25%            | 25%            | 25%            | 25%            | 25%            |
| <b>VSNFK</b>                      | <b>16.739</b>  | <b>23.341</b>  | <b>28.554</b>  | <b>34.185</b>  | <b>39.563</b>  | <b>44.697</b>  | <b>50.973</b>  | <b>59.209</b>  | <b>68.634</b>  |
| (+) Amortisman ve itfa            | 5.637          | 7.162          | 8.609          | 10.134         | 11.704         | 13.282         | 15.062         | 17.084         | 19.381         |
| (-) Sermaye harcamaları           | 15.819         | 19.218         | 21.468         | 23.337         | 24.697         | 27.854         | 31.401         | 35.411         | 39.943         |
| (-) NIS artışı                    | 1.850          | 1.329          | 1.081          | 1.149          | 1.090          | 1.075          | 1.267          | 1.568          | 1.781          |
| <b>Serbest nakit akışı</b>        | <b>4.706</b>   | <b>9.957</b>   | <b>14.614</b>  | <b>19.833</b>  | <b>25.480</b>  | <b>29.050</b>  | <b>33.366</b>  | <b>39.314</b>  | <b>46.291</b>  |
| Serbest Nakit Akış Marjı          | 3%             | 5%             | 6%             | 6%             | 7%             | 7%             | 7%             | 8%             | 8%             |
| y/y büyüme                        | -              | 112%           | 47%            | 36%            | 28%            | 14%            | 15%            | 18%            | 18%            |
| <b>İskonto oranı</b>              | <b>35,1%</b>   | <b>26,0%</b>   | <b>21,5%</b>   | <b>19,7%</b>   | <b>17,8%</b>   | <b>18,3%</b>   | <b>18,3%</b>   | <b>18,3%</b>   | <b>18,3%</b>   |
| <b>İskonto faktörü</b>            | <b>1,00</b>    | <b>0,79</b>    | <b>0,65</b>    | <b>0,55</b>    | <b>0,46</b>    | <b>0,39</b>    | <b>0,33</b>    | <b>0,28</b>    | <b>0,24</b>    |
| <b>İndirgenmiş nakit akışları</b> | <b>4.706</b>   | <b>7.904</b>   | <b>9.543</b>   | <b>10.823</b>  | <b>11.804</b>  | <b>11.375</b>  | <b>11.043</b>  | <b>10.997</b>  | <b>10.945</b>  |
| <b>İndirgenmiş Nakit Akışı</b>    | <b>89.141</b>  |                |                |                |                |                |                |                |                |
| Terminal Değer                    | 500.741        |                |                |                |                |                |                |                |                |
| <b>İndirgenmiş Terminal Değer</b> | <b>118.389</b> |                |                |                |                |                |                |                |                |
| Toplamın %'si olarak Terminal     | 57%            |                |                |                |                |                |                |                |                |
| Terminal Büyüme Oranı             | 9%             |                |                |                |                |                |                |                |                |
| <b>Hedef İşletme Değeri</b>       | <b>207.529</b> |                |                |                |                |                |                |                |                |
| Net Borç (2025 sonu)              | 34.167         |                |                |                |                |                |                |                |                |
| İştirakler                        | 0              |                |                |                |                |                |                |                |                |
| Azınlık Payları                   | 10.702         |                |                |                |                |                |                |                |                |
| <b>Hedef Sermaye Değeri</b>       | <b>162.660</b> |                |                |                |                |                |                |                |                |
| <b>12A Hedef Sermaye Değeri</b>   | <b>200.745</b> |                |                |                |                |                |                |                |                |

Kaynak: YKY Araştırma, (\*) Endekslenmemiş finansallar

**Tablo 5: CCI Benzer şirket karşılaştırma**

|                         | Piyasa değeri (milyon USD) | FD/Satışlar (x) |      | FD/VAFÖK (x) |      | VAFÖK Marjı |      | 2024-2027 YBBO |       |
|-------------------------|----------------------------|-----------------|------|--------------|------|-------------|------|----------------|-------|
|                         |                            | 2025            | 2026 | 2025         | 2026 | 2025        | 2026 | Gelir          | VAFÖK |
| COCA-COLA HBC AG        | 16.331                     | 1,4             | 1,3  | 8,9          | 8,2  | 15%         | 16%  | 6%             | 10%   |
| COCA-COLA CO/THE        | 284.472                    | 6,7             | 6,3  | 19,9         | 18,7 | 34%         | 34%  | 5%             | 18%   |
| COCA-COLA FEMSA         | 17.362                     | 1,3             | 1,2  | 6,4          | 5,9  | 20%         | 20%  | 7%             | 9%    |
| ANDINA-PREF B           | 3.325                      | 1,2             | 1,2  | 6,9          | 6,4  | 18%         | 18%  | 6%             | 9%    |
| COCA-COLA BOTTLE        | 3.091                      | 0,6             | 0,6  | 13,2         | 7,8  | 5%          | 8%   | 1%             | 9%    |
| VITA COCO CO INC        | 2.438                      | 3,9             | 3,5  | 25,0         | 21,4 | 15%         | 16%  | 12%            | 18%   |
| PEPSICO INC             | 191.260                    | 2,5             | 2,4  | 13,1         | 12,4 | 19%         | 20%  | 3%             | 6%    |
| Medyan                  | 518.279                    | 1,4             | 1,3  | 13,1         | 8,2  | 18%         | 18%  | 6%             | 9%    |
| Coca Cola İçecek (YKY)* | 3.118                      | 1,0             | 0,8  | 6,3          | 4,6  | 0,2         | 0,2  | 0,0            | 0,0   |
| Prim / iskonto          |                            | -25%            | -38% | -52%         | -44% |             |      |                |       |

Kaynak: Bloomberg, YKY Araştırma, (\*) Çarpanlar endekslenmemiştir. Ancak, marjlar ve YBBO endekslenmiştir.

**Tablo 6: Benzer Değerleme**

| Benzer Şirket Değerlemesi (FD/VAFÖK) | 2025T   | 2026T   |
|--------------------------------------|---------|---------|
| VAFÖK*                               | 27.955  | 38.284  |
| FD/VAFÖK (Benzer medyanı)            | 13,1    | 8,2     |
| Firma Değeri                         | 364.989 | 314.455 |
| Net Borç                             | 34.167  | 36.488  |
| İştirakler                           | 0       | 0       |
| Azınlıklar                           | 10.702  | 13.052  |
| Hedef Özsermaye değeri               | 320.120 | 264.914 |
| Ağırlık                              | 30%     | 70%     |

**12A Hedef Özsermaye Değeri 281.476**

Kaynak: Bloomberg, YKY Araştırma (\*) TMS29 öncesi VAFÖK

## YKY CCOLA Model Yapı Taşları

| Kalem                 | Ana faktör / Sorular                                                                                                                                                               | YKY Varsayımları                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                     | YKY Tahmin                                                                                                                                                                                                                          |
|-----------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Gelirler              | <ul style="list-style-type: none"> <li>Fiyatlama</li> <li>Kur hareketleri</li> <li>Ürün karması</li> <li>Satış hacmi</li> <li>Rekabet</li> <li>Penetrasyon</li> </ul>              | <p>CCI'nın yılı konsolide %6'lık bir hacim artışıyla kapatmasını bekliyoruz. Yönetimin orta tek haneli büyüme beklentisinin üst bandında yer almayı tercih ediyoruz. Hacim büyüme tahminimiz büyük oranda uluslararası operasyonlardaki hacim artışlarından kaynaklanıyor, önümüzdeki beş yıl içinde satış hacminin %5 YBBO ile artmasını bekliyoruz.</p>                                                                            | <p>2025'te yıllık %4 reel gelir büyümesi olacak ve bunu takip eden beş yılda %4 reel YBBO izleyecek.</p>                                                                                                                            |
| Brüt Kar              | <ul style="list-style-type: none"> <li>Hammadde fiyatları (özellikle, şeker, reçine, alüminyum)</li> <li>Enerji maliyetleri</li> <li>Satış kanalı</li> <li>Ürün karması</li> </ul> | <p>2025 yılı için reçinenin %97'si, alüminyumun %80'i ve şeker tedariklerinin %97'si sözleşmeler/ön alımlarla güvence altına (hedge) alınmıştır. Küçük paketli ürünler (IC), büyük paketlere (FC) kıyasla 1,5 kat daha yüksek brüt kâr marjı sağlamaktadır. Şirketin Türkiye'deki fiyat belirleyici konumu ve faaliyet gösterdiği uluslararası pazarlardaki fiyat/ürün stratejisi, kâr marjlarını korumasını mümkün kılmaktadır.</p> | <p>Enflasyonist fiyatlandırma zorluklarına ve SMM/Ük'deki artış eğilimine rağmen, hassas fiyat ayarlamalarıyla brüt kâr marjının yatay kalmasını bekliyoruz. Tahmin dönemimizde %34-%35 seviyesinde gerçekleşmesini bekliyoruz.</p> |
| Faaliyet giderleri    | <ul style="list-style-type: none"> <li>Asgari ücret zammı (özellikle personel giderleri)</li> <li>Teslimat giderleri</li> <li>Pazarlama ve reklam giderleri</li> </ul>             | <p>CCI'nın faaliyet giderleri (amortisman dahil)/satışları %18 seviyelerinden %22'ye yükseliş trendinde. Faaliyet coğrafyasındaki penetrasyonun hayati önem taşıması ve önemli reklam, pazarlama ve nakliye giderleri gerektirmesi nedeniyle, bu rakamın genel olarak mevcut seviyelerde kalacağını varsayıyoruz.</p>                                                                                                                | <p>Şirketin VAFÖK marjının %16 - %18 aralığında kalmasını bekliyoruz.</p>                                                                                                                                                           |
| Yatırım Harcamaları   | <ul style="list-style-type: none"> <li>Kapasite artışları</li> <li>Mevcut tesislerin bakımları</li> <li>Soğutucu yerleştirmeleri</li> </ul>                                        | <p>Yatırım harcamalarının ~%30'unun yurt içi, %70'inin ise yurt dışı operasyonlarda gerçekleştirileceğini varsayıyoruz. Yatırım harcamaları çoğunlukla bakım çalışmaları, kapasite yatırımları ve soğutucu yerleştirmelerinden oluştuğu için, tüm yatırım harcamalarının döviz cinsinden yapıldığını varsayıyoruz.</p>                                                                                                               | <p>CAPEX, 2025 yılı sonunda gelirlerin yaklaşık %9'una denk geliyor ve projeksiyon döneminde %7 civarına gerçekleşiyor.</p>                                                                                                         |
| Net İşletme Sermayesi | <ul style="list-style-type: none"> <li>Satış kanalı ve ülkeyle ilgili değişiklikler</li> <li>Verimli stok yönetimi</li> </ul>                                                      | <p>2Ç25 itibarıyla NİS ihtiyacını gelirlerin %7'si olarak hesapladık. Bununla birlikte, 2025 için %4'lük bir NİS/satış oranı öngörüyoruz ve tahmin döneminde %4 aralığında normalleşmesini bekliyoruz. Bununla birlikte, şirketin 3Ç25'teki yüksek sezonunun ardından 4Ç25'te bir normalleşme başlayabilir.</p>                                                                                                                      | <p>2025 NİS/satış varsayımımız, 2024'teki %2'ye kıyasla %4'e çıkıyor. NİS/satışların tahmin döneminde %3-4 seviyesinde kalmasını bekliyoruz.</p>                                                                                    |

## YKY Model Varsayımları

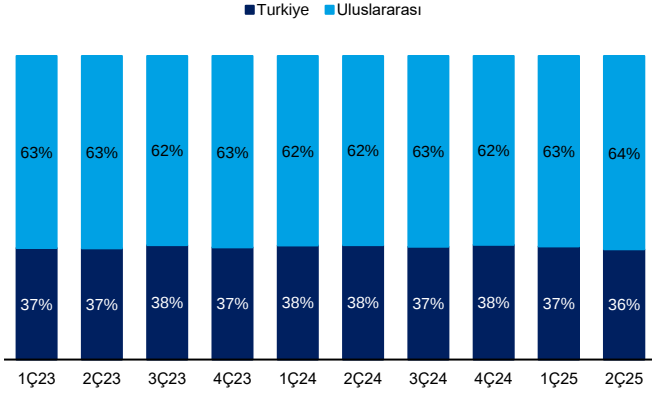
**Tablo 7: YKY Model Varsayımları / Nominal TMS29 öncesi tahminler**

| Konsolide (milyon TL)           | 2020          | 2021          | 2022          | 2023          | 2024           | 2025T          | 2026T          |
|---------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|----------------|----------------|----------------|
| <b>Satış hacmi (milyon Ük)</b>  | <b>1.185</b>  | <b>1.376</b>  | <b>1.577</b>  | <b>1.536</b>  | <b>1.500</b>   | <b>1.599</b>   | <b>1.719</b>   |
| <b>Gelir</b>                    | <b>14.394</b> | <b>20.979</b> | <b>53.653</b> | <b>91.075</b> | <b>129.982</b> | <b>171.217</b> | <b>220.316</b> |
| NSG/Ük (TL)                     | 12            | 15            | 34            | 59            | 87             | 107            | 128            |
| Brüt Kar                        | 5.071         | 7.719         | 17.382        | 32.380        | 47.784         | 60.540         | 79.304         |
| <b>VAFÖK</b>                    | <b>3.055</b>  | <b>4.473</b>  | <b>9.854</b>  | <b>18.212</b> | <b>23.731</b>  | <b>27.955</b>  | <b>38.284</b>  |
| Faaliyet karı                   | 2.100         | 3.328         | 7.943         | 15.414        | 19.484         | 22.318         | 31.122         |
| <b>Satış hacmi büyümesi y/y</b> | <b>-2%</b>    | <b>16%</b>    | <b>15%</b>    | <b>-3%</b>    | <b>-2%</b>     | <b>7%</b>      | <b>7%</b>      |
| <b>Gelir büyümesi y/y</b>       | <b>20%</b>    | <b>46%</b>    | <b>156%</b>   | <b>70%</b>    | <b>43%</b>     | <b>32%</b>     | <b>29%</b>     |
| NSG/Ük büyümesi y/y             | 22%           | 26%           | 123%          | 74%           | 46%            | 24%            | 20%            |
| Brüt kar marjı                  | 35%           | 37%           | 32%           | 36%           | 37%            | 35%            | 36%            |
| <b>VAFÖK marjı</b>              | <b>21%</b>    | <b>21%</b>    | <b>18%</b>    | <b>20%</b>    | <b>18%</b>     | <b>16%</b>     | <b>17%</b>     |
| Faaliyet karı marjı             | 15%           | 16%           | 15%           | 17%           | 15%            | 13%            | 14%            |
| <b>Türkiye (milyon TL)</b>      | <b>2020</b>   | <b>2021</b>   | <b>2022</b>   | <b>2023</b>   | <b>2024</b>    | <b>2025T</b>   | <b>2026T</b>   |
| <b>Satış hacmi (milyon Ük)</b>  | <b>513</b>    | <b>581</b>    | <b>598</b>    | <b>567</b>    | <b>567</b>     | <b>573</b>     | <b>583</b>     |
| <b>Gelir</b>                    | <b>6.189</b>  | <b>7.728</b>  | <b>19.514</b> | <b>36.678</b> | <b>54.484</b>  | <b>73.649</b>  | <b>93.801</b>  |
| NSG/Ük (TL)                     | 12            | 13            | 33            | 65            | 96             | 129            | 161            |
| Brüt Kar                        | 2.430         | 3.172         | 6.727         | 13.841        | 22.367         | 27.683         | 36.673         |
| <b>VAFÖK</b>                    | <b>1.064</b>  | <b>1.304</b>  | <b>2.548</b>  | <b>5.839</b>  | <b>7.990</b>   | <b>7.921</b>   | <b>12.306</b>  |
| Faaliyet karı                   | 777           | 989           | 2.130         | 5.088         | 7.001          | 6.534          | 10.603         |
| <b>Satış hacmi büyümesi y/y</b> | <b>-7%</b>    | <b>13%</b>    | <b>3%</b>     | <b>-5%</b>    | <b>0%</b>      | <b>1%</b>      | <b>2%</b>      |
| <b>Gelir büyümesi y/y</b>       | <b>12%</b>    | <b>25%</b>    | <b>153%</b>   | <b>88%</b>    | <b>49%</b>     | <b>35%</b>     | <b>27%</b>     |
| NSG/Ük büyümesi y/y             | 21%           | 10%           | 145%          | 98%           | 49%            | 34%            | 25%            |
| Brüt kar marjı                  | 39%           | 41%           | 34%           | 38%           | 41%            | 38%            | 39%            |
| <b>VAFÖK marjı</b>              | <b>17%</b>    | <b>17%</b>    | <b>13%</b>    | <b>16%</b>    | <b>15%</b>     | <b>11%</b>     | <b>13%</b>     |
| Faaliyet karı marjı             | 13%           | 13%           | 11%           | 14%           | 13%            | 9%             | 11%            |
| <b>Uluslararası (milyon TL)</b> | <b>2020</b>   | <b>2021</b>   | <b>2022</b>   | <b>2023</b>   | <b>2024</b>    | <b>2025T</b>   | <b>2026T</b>   |
| <b>Satış hacmi (milyon Ük)</b>  | <b>672</b>    | <b>795</b>    | <b>979</b>    | <b>969</b>    | <b>933</b>     | <b>1.027</b>   | <b>1.136</b>   |
| <b>Gelir</b>                    | <b>8.205</b>  | <b>13.251</b> | <b>34.139</b> | <b>54.397</b> | <b>75.498</b>  | <b>97.568</b>  | <b>126.515</b> |
| NSG/Ük (TL)                     | 12            | 17            | 35            | 56            | 81             | 95             | 111            |
| Brüt Kar                        | 2.641         | 4.547         | 10.655        | 18.539        | 25.417         | 32.857         | 42.631         |
| <b>VAFÖK</b>                    | <b>1.991</b>  | <b>3.169</b>  | <b>7.306</b>  | <b>12.373</b> | <b>15.741</b>  | <b>20.034</b>  | <b>25.978</b>  |
| Faaliyet karı                   | 1.323         | 2.339         | 5.813         | 10.326        | 12.483         | 15.784         | 20.519         |
| <b>Satış hacmi büyümesi y/y</b> | <b>3%</b>     | <b>18%</b>    | <b>23%</b>    | <b>-1%</b>    | <b>-4%</b>     | <b>10%</b>     | <b>11%</b>     |
| <b>Gelir büyümesi y/y</b>       | <b>26%</b>    | <b>61%</b>    | <b>158%</b>   | <b>59%</b>    | <b>39%</b>     | <b>29%</b>     | <b>30%</b>     |
| NSG/Ük büyümesi y/y             | 23%           | 37%           | 109%          | 61%           | 44%            | 17%            | 17%            |
| Brüt kar marjı                  | 32%           | 34%           | 31%           | 34%           | 34%            | 34%            | 34%            |
| <b>VAFÖK marjı</b>              | <b>24%</b>    | <b>24%</b>    | <b>21%</b>    | <b>23%</b>    | <b>21%</b>     | <b>21%</b>     | <b>21%</b>     |
| Faaliyet karı marjı             | 16%           | 18%           | 17%           | 19%           | 17%            | 16%            | 16%            |

Kaynak: Şirket, YKY Araştırma

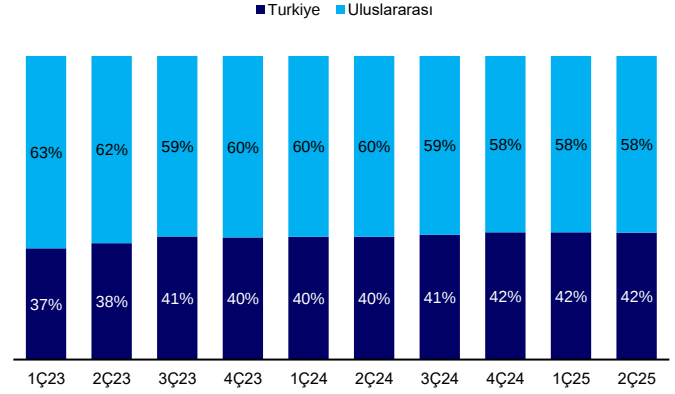
## Ek: Grafikler

**Şekil 8: Satış hacmi kırılımı (son 12 aylık)**



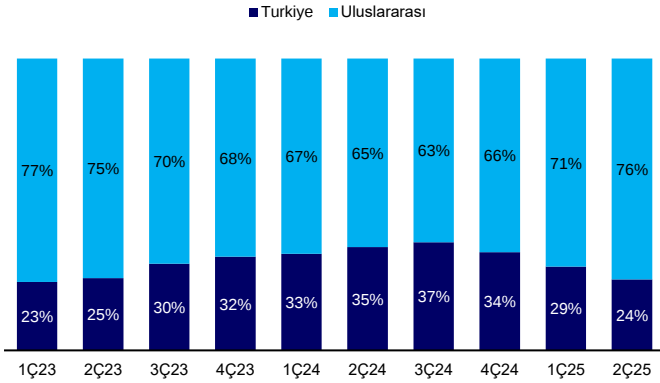
Kaynak: Şirket, YKY Araştırma

**Şekil 9: Gelir kırılımı (Son 12 aylık)**



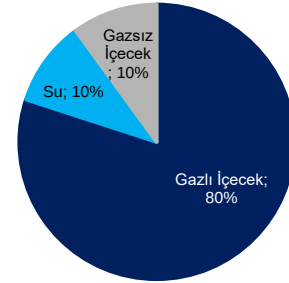
Kaynak: Şirket, YKY Araştırma

**Şekil 10: VAFÖK kırılımı (son 12 aylık)**



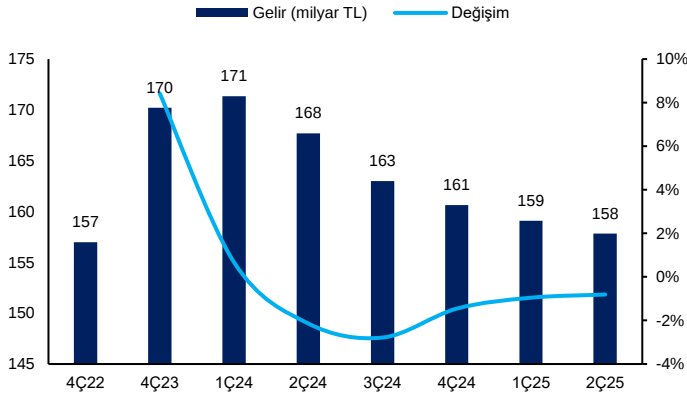
Kaynak: Şirket, YKY Araştırma

**Şekil 11: ürün grubu kırılımı**



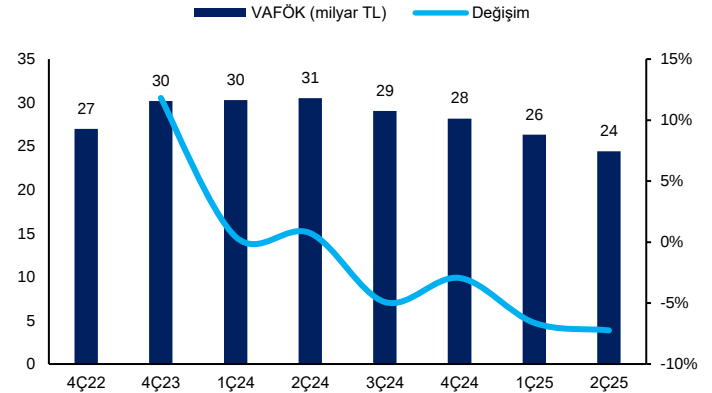
Kaynak: Şirket, YKY Araştırma

**Şekil 12: Reel son 12 aylık Gelir**



Kaynak: Şirket, Rasyonet, YKY Araştırma

**Şekil 13: Reel son 12 aylık VAFÖK**



Kaynak: Şirket, Rasyonet, 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.