

Türkiye Hızlı Tüketim Malları (FMCG)

Sabır kazandırır: önce perakendeciler, ardından üreticiler

2Ç26 sonuçları öncesinde, güncellenen makro varsayımlarımızı yansıtacak şekilde FMCG inceleme kapsamımıza yönelik tahminlerimizi ve hedef fiyatlarımızı gözden geçirdik. Yavaşlayan dezenflasyon hızı, nominal fiyatlamayı perakendeciler açısından destekleyici tutarken reel alım gücü ve tercihe bağlı (temel ihtiyaç olmayan) ürünlere olan talepteki toparlanmayı geciktiriyor. Bu nedenle BIMAS ve CCOLA'yı tercih ediyoruz: BIMAS en defansif perakendeci olurken CCOLA, uluslararası büyümeyi inceleme kapsamımızdaki en güçlü getiri profiliyle birleştiriyor. AEFES, ULKER ve SOKM ise 2027'ye yönelik daha yüksek toparlanma opsiyonelliği taşıyor; ancak hassasiyeti daha yüksek. FMCG inceleme kapsamımız ~%45 yükseliş potansiyeli sunuyor; bir bütün olarak 2027T 3,8x FD/VAFÖK'ten işlem görüyor ve 2026-29T döneminde %7'lik reel vergi sonrası net faaliyet karı (VSNFK) YBBO ve %11 yatırılan sermaye getirisi (ROIC) bekliyoruz.

- **Ne değişti: tüketimdeki toparlanma 2027'ye kaydı.** Haziran'da TÜFE yıllık %32'de kalırken 2026'da asgari ücret yıllık %27 arttı; bu da reel ücret büyümesini negatif tuttu. Artık 2026/2027'de bir bütün olarak perakendeciler için %6,3/%4,4 (önceki tahminimiz 1,5 puan daha yüksekti), gıda ve içecek üreticileri için ise yaklaşık %3,6/%4,5 reel gelir büyümesi bekliyoruz. Temel değişiklik yönde değil, zamanlamada: 2026'da promosyonlar ve zayıf tercihe bağlı (temel ihtiyaç olmayan) talep daha uzun sürüyor; daha geniş tabanlı hacim ve ürün karması toparlanması ise 2027'ye kayıyor.
- **Perakendeciler daha dirençli kalmayı sürdürüyor.** Türkiye'de FMCG, 5A26'da reel bazda yıllık %7 büyüdü; büyümeye tercihe bağlı kategoriler değil temel tüketim ürünleri öncülük etti. Bu karma perakendecilerin lehine; ölçek, tedarik, özel markalı ürünler ve tedarikçi ödemelerinin optimizasyonu ise yüksek promosyonlara rağmen marjların korunmasına yardımcı oluyor. 2026/2027'de perakendeciler için VAFÖK marjında sırasıyla 0.5/0.7 puan iyileşme öngörüyoruz. 2026 için tercih ettiğimiz perakendeci BIMAS; MGROS'u ise 2027'deki normalleşmeyle daha yüksek faaliyet kaldırıcı sayesinde tercih ediyoruz.
- **Uluslararası operasyonlar kısa vadede tampon sağlıyor.** Yurt içinde tercihe bağlı tüketim koşulları zorlu kalmayı sürdürüyor ve turizm artık katkı sınırlı kalıyor. Yabancı ziyaretçi sayısı 5A26'da yıllık %3 geriledi, reel turist harcaması ise 1Ç26'da yıllık %4 düştü. Uluslararası operasyonlar CCOLA gelirlerinin ~%70'ini, AEFES bira işinin ~%40'ını ve ULKER gelirlerinin ~%30'unu oluşturuyor. Perakendeciler arasında turizme en yüksek duyarlılık MGROS'ta (mevsimsel mağazalar MGROS ağına ~%10'unu oluşturduğunu hesaplarken bu oranın SOKM'de %6, BIMAS'ta %3 olduğunu hesaplıyoruz); bu da onu turizm faaliyetindeki toparlanmanın başlıca faydalanıcısı yapıyor.
- **2Ç26 Beklentimiz:** İnceleme kapsamımızda, VAFÖK marjının yıllık 40 baz puan yükselmesiyle %3 reel gelir büyümesi ve toplamda %6 net kâr büyümesi bekliyoruz. **BIMAS** ve **CCOLA**'nın çeyrekte güçlü sonuçları açıklamasını beklerken, **ULKER** ve **AEFES**'in zayıf performans göstermesini bekliyoruz.
- **Ekler:** Önerilen sağlıklı yaşam katkı fonu ve Orta Doğu geriliminin FMCG sektörüne etkisi hakkındaki görüşlerimizi sunduk. Özetle, önerilen yasa tasarısının mevcut görüşülen haliyle yasalaşma olasılığının çok düşük olduğunu düşünürken, yüksek girdi fiyatlarının marjlar üzerindeki olumsuz etkisinin yönetilebilir düzeyde olacağını tahmin ediyoruz.

YKY FMCG İnceleme Kapsamı	AEFES	AGHOL	BIMAS	CCOLA	MGROS	SOKM	ULKER
Kapanış fiyatı (TL/hisse)*	21,58	35,26	385,75	89,00	654,50	51,70	89,20
12AHF (TL/hisse)	30,00	55,00	540,00	125,00	950,00	90,00	150,00
Getiri potansiyeli	39,0%	56,0%	40,0%	40,4%	45,1%	74,1%	68,2%
Piyasa değeri (milyon USD)	2.689	1.807	9.741	5.240	2.494	645	693
2027T FD/VAFÖK (x)	2,9	2,4	4,9	4,3	2,3	2,0	2,6
2027T F/K (x)	6,4	4,7	14,0	6,4	8,4	18,7	2,6

Kaynak: Rasyonet, KYK Araştırma, (*) Kapanış fiyatları 7 Ağustos itibarıyla

İÇİNDEKİLER	Sayfalar
Yönetici Özeti	3
Genel Görünüm	5
Değerleme Özeti	10
YKY Tahminleri	11
FMCG Uluslararası Benzerler	12
Şirketler	
AEFES	13
AGHOL	13
BIMAS	13
CCOLA	14
MGROS	14
SOKM	14
ULKER	15
Gıda perakendecilerine ilişkin YKY Görüş	16
Yiyecek & İçecek Üreticilerine ilişkin YKY Görüş	16
Ekler	
Sağlıklı Hayata Katkı Fonu Önerisi	17
Jeopolitik Geirlimlerin Ölçümlenmesi	19
2Ç26 Tahminleri	20

Yönetici Özeti

Değişen şey
zamanlama, yön değil.

Bu rapor, 2Ç26 sonuçları öncesinde Türkiye FMCG sektörüne ilişkin güncellenmiş sektör ve şirket görüşlerimizi ortaya koyuyor. 1Ç26 sonuçlarını modelimize dahil ediyor, 2Ç26 tahminlerimizi güncelliyor ve yeni makro varsayımlarımız doğrultusunda 2026-27 tahminlerimizi güncelliyoruz. Yılbaşındaki beklentimize kıyasla beklediğimizden daha yavaş dezenflasyon, 2026'da yılbaşından bu yana perakendeci fiyatlamasını desteklerken alım gücü ve tercihe bağlı ürünlere ilişkin talepteki toparlanmayı da geciktirdiğinden, geniş tabanlı toparlanmayı artık 2027'ye erteliyoruz. Perakendecilerin ve uluslararası operasyonlara sahip üreticilerin 2026'da daha iyi konumlandığını, yurt içi tercihe bağlı ürün talebinin toparlanmanın ise bir 2027 hikâyesi olduğunu düşünüyoruz.

Yavaşlayan dezenflasyonun iki yönlü etkisi var; ancak gıda perakendecileri için görece daha destekleyici olmaya devam ediyor. Haziran'da manşet TÜFE yıllık %32 iken gıda enflasyonu %36 ile daha yüksekti. Yüksek gıda enflasyonu nominal fiyatlamayı destekliyor ve perakendecilerin gelirlerini koruyor; ancak yavaşlayan dezenflasyon reel alım gücündeki toparlanmayı da geciktiriyor ve promosyonları yüksek tutuyor. 2026/2027'de gıda perakendecileri için bir bütün olarak yıllık %6,3/%4,4 reel gelir büyümesi öngörüyoruz.

Önce perakendeciler
kazanacak; üreticiler
daha sonra
toparlanacak

2Y26'da asgari ücrete zam yapılmaması nedeniyle ücret-enflasyon makası yıl sonuna kadar belirgin şekilde negatif kalıyor ve reel alım gücü zayıf kalıyor. Bu durum tercihe bağlı harcamaları baskı altında tutuyor ve promosyon yoğunluğunu daha uzun süre yüksek tutuyor. Buna rağmen gıda perakendecileri ölçek, tedarik, tedarikçi ödemelerinin optimizasyonu ve faaliyet verimlilikleri sayesinde marjlarını koruyor. 2026/2027'de VAFÖK marjında 0,5/0,7 puan iyileşme öngörüyor ve BİMAS'ı 2026 için, MGROS'u daha uzun vade için tercih ediyoruz.

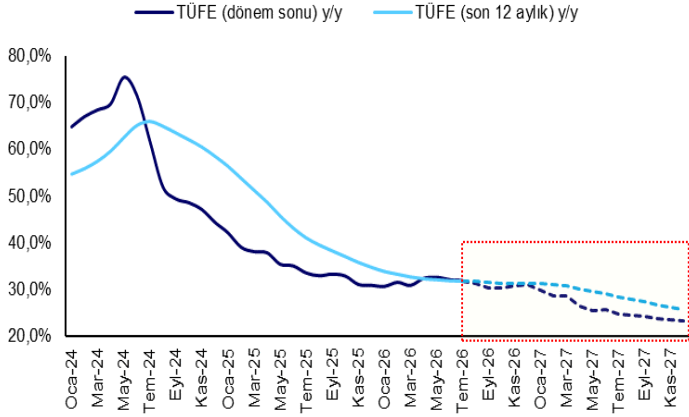
Makro görünüm üreticiler için daha zorlu. İnceleme kapsamımızdaki gıda ve içecek şirketleri, AEFES, ULKER ve CCOLA, talebin tercihe bağlı tarafında yer alıyor. Mevcut ortam, üreticiler için perakendecilere kıyasla çok daha zorlu. Bu durum, ürünlerinin talebe ilişkin daha yüksek fiyat esnekliğini ve perakendecilerin artık elinde tuttuğu pazarlık gücü ile ödeme koşullarını yansıtıyor; bunlar bir arada promosyonların finansman yükünü üreticilerin üzerine kaydırıyor. Bu da uluslararası operasyonları her zamankinden daha önemli kılıyor: bunlar CCOLA gelirlerinin ~%70'ini, AEFES bira işinin ~%40'ını ve ULKER gelirlerinin ~%30'unu oluşturuyor. En güçlü hacim fırsatını, düşük kişi başı tüketim ve elverişli demografik yapının desteklediği Orta Asya'da görüyoruz. 2027'ye doğru dezenflasyon ve iyileşen reel alım gücü yurt içi tercihe bağlı talebi desteklemesini bekliyoruz. İnceleme kapsamımızdaki gıda ve içecek şirketleri için bir bütün olarak 2026/2027'de %3,6/%4,5 reel gelir büyümesi ve VAFÖK marjında 0,5/1,5 puan iyileşme öngörüyoruz.

Cazip değerlemeler

2026 için BİMAS ve CCOLA'yı tercih ediyoruz: Sektöre yönelik olumlu duruşumuzu koruyor ve inceleme kapsamımızdaki yedi FMCG hissesinin tamamı için AL tavsiyemizi yineliyoruz. 2026-29T döneminde ~%7 reel VSNFK YBBO ve %11 ROIC tahmin ediyoruz, bu durumun mevcut 2027 tahminlerimize göre 3,8x FD/VAFÖK seviyesinden daha yüksek bir FD/VAFÖK'e işaret ettiğini hesaplıyoruz (%10 reel AOSM altında ~5,5x). BİMAS en defansif perakendeci olurken CCOLA, uluslararası büyümeyi inceleme kapsamımızdaki en güçlü getiri profiliyle birleştiriyor. MGROS, AEFES ve ULKER 2027'ye yönelik daha yüksek toparlanma opsiyonelliği sunuyor. SOKM, hedef fiyat setimizde en yüksek nominal yükseliş potansiyeline sahip; ancak daha yüksek riskli bir dönüşüm hikâyesi olmayı sürdürüyor.

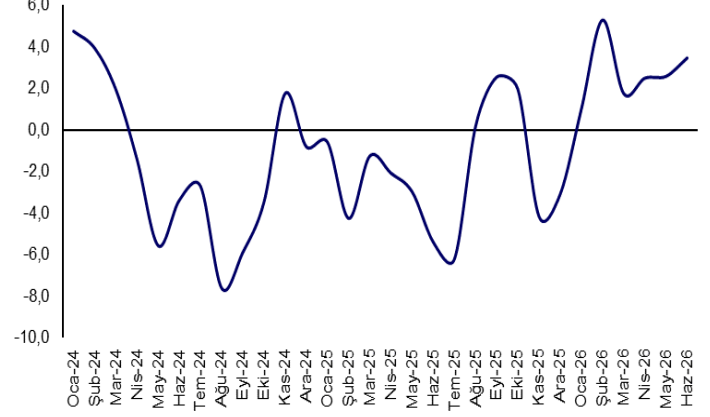
Bir bakışta Türkiye FMCG sektörü

Şekil 1: TÜFE Görünümü



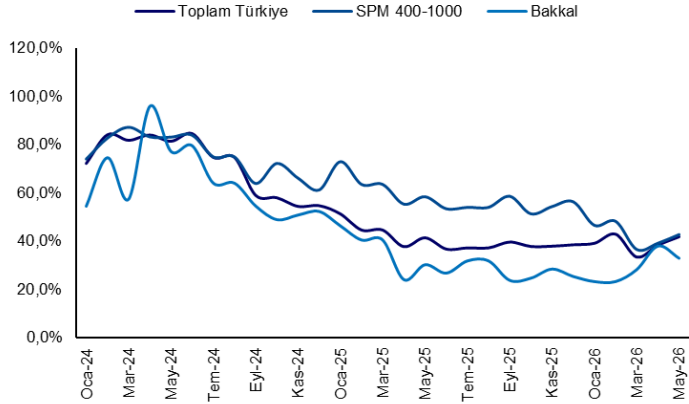
Kaynak: TÜİK, YKY Araştırma

Şekil 2: Gıda ve manşet TÜFE arasındaki makas (puan)



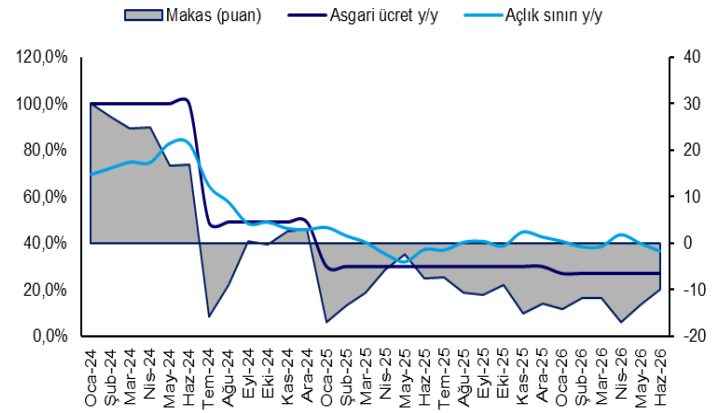
Kaynak: TÜİK, YKY Araştırma

Şekil 3: Yıllık FMCG Büyümesi



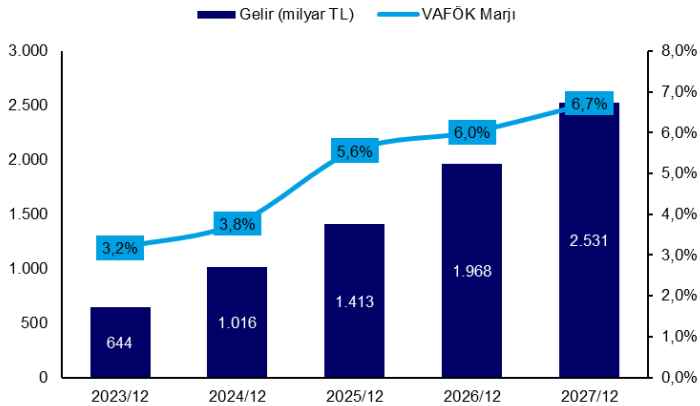
Kaynak: [Retail Türkiye](#) aracılığıyla Nielsen verisi, YKY Araştırma

Şekil 4: Açlık sınırı ve Asgari ücret arasındaki makas



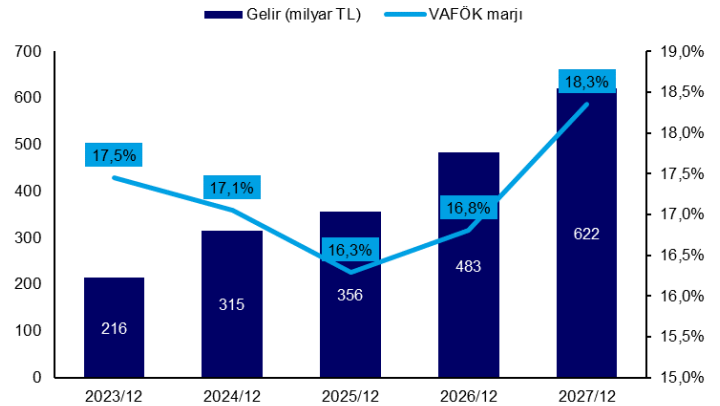
Kaynak: Türkiye işçi sendikaları konfederasyonu, TÜİK, YKY Araştırma

Şekil 5: Bir bütün olarak gıda perakendecilerinin gelir büyümesi ve VAFÖK marjı



Kaynak: Rasyonet, YKY Araştırma

Şekil 6: Bir bütün olarak yiyecek & içecek üreticilerinin gelir büyümesi ve VAFÖK marjı



Kaynak: Rasyonet, YKY Araştırma

Genel Görünüm

2026 dirençle, 2027 toparlanmayla ilgili:

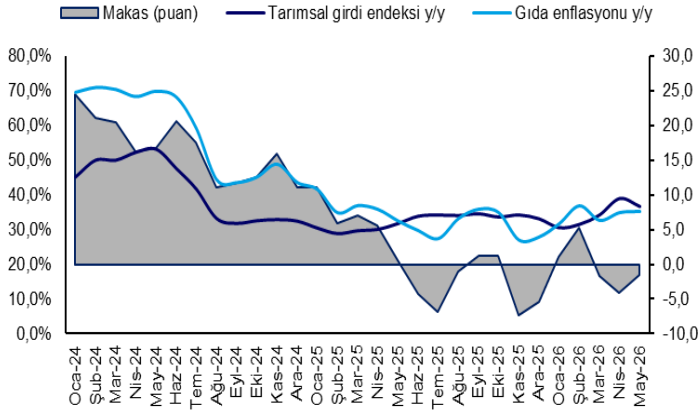
Yavaşlayan dezenflasyon perakendeci fiyatlamasını destekliyor; ancak alım gücü ve tercihe bağlı talepteki toparlanmayı geciktiriyor

Gıda enflasyonunun manşet TÜFE'nin üzerinde seyretmesi 2026'nın ikinci yarısında da sürüyor. Gıda enflasyonu manşet TÜFE'nin 3,4 puan üzerindeydi ve aynı zamanda manşet TÜFE'nin başlıca itici gücü oldu. Gıda enflasyonunun manşet TÜFE'ye kıyasla yüksek seyretmesiyle birlikte gıda perakendecileri için dirençli bir gelir büyümesi patikası bekliyoruz. Başta gübre olmak üzere artan tarımsal girdi fiyatlarına rağmen perakendeciler bunları raf fiyatlarına yansıtıyor. **Gıda enflasyonunun manşet TÜFE üzerinde kalıcı olmasıyla, gıda perakendecileri için 2026/2027'de bir bütün olarak yıllık %6,3/%4,4 reel gelir büyümesi öngörüyoruz (2026'da BIMAS, 2027'de MGROS öne çıkıyor).**

Promosyonlar başlıca dengeleyici olmayı sürdürüyor. Perakendeciler seçili kategorilerde bilinçli olarak gıda enflasyonunun altında fiyatlama yapıyor; örneğin BIMAS'ın kendi 'bimflasyon' ölçütü 1Ç26'da yıllık %28 iken gıda enflasyonu %33'tü. Aradaki fark sepet hacimleri, müşteri trafiği ve yeni mağaza açılışlarıyla telafi ediliyor; ancak yavaşlayan dezenflasyon, promosyon yoğunluğunun başlangıçta beklediğimizden daha geç normalleşeceği anlamına geliyor.

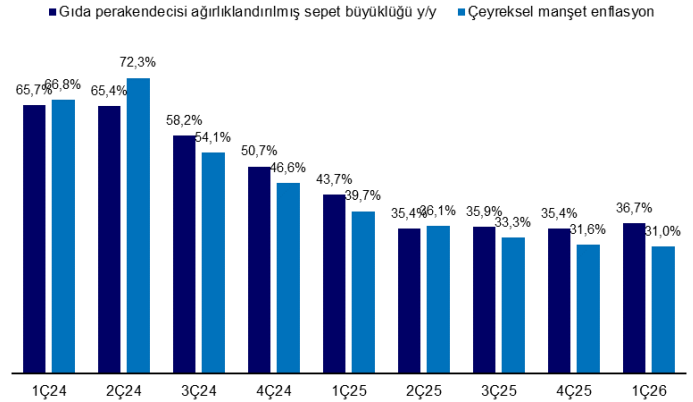
Jeopolitik gerilimler gübre, yakıt ve lojistik maliyetleri üzerinden marjlara ikinci bir baskı ekliyor. Bu da uygulamayı giderek daha önemli hâle getiriyor. Tedarik ölçeğini elektronik raf etiketleri, kasiyersiz ödeme (self-checkout), veri analitiği ve tedarikçi ödemelerinin optimizasyonu ile birleştiren şirketlerin marjlarını daha iyi koruyacağını düşünüyoruz. Bu alanda MGROS öne çıkıyor. 2026/2027'de perakendeciler için bir bütün olarak VAFÖK marjında 0,5/0,7 puan iyileşme öngörüyoruz; tahminlerimizde en güçlü iyileşmeyi BIMAS sağlıyor

Şekil 7: Gıda Enflasyonu ve tarımsal girdi endeksi



Kaynak: TÜİK, YKY Araştırma

Şekil 8: Gıda perakendecilerinin ciro ağırlıklı benzer mağaza sepet büyüklükleri yıllık artışı ve enflasyon



Kaynak: Şirketler, TÜİK, YKY Araştırma

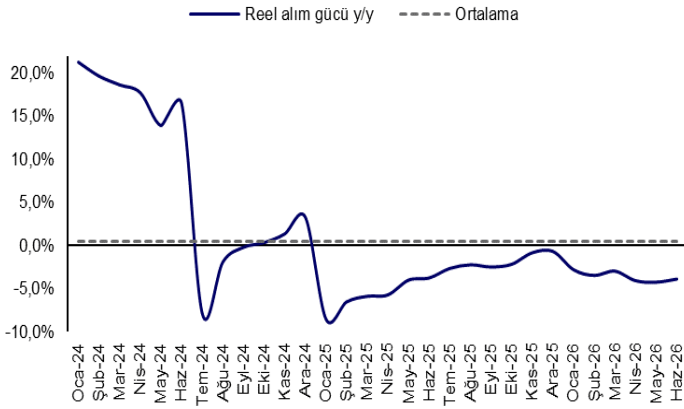
Toparlanma, düşük promosyonlar ve güçlenen tercihe bağlı talep üzerinden gelmeli. İkincisi en çok üreticiler için önemli

Reel alım gücündeki toparlanma artık bir 2027 hikâyesi. 2026 net asgari ücreti, yıllık %27 artışla 28.075,5 TL olarak belirlendi ve bu yıl yeni bir zam yapılmıyor. Haziran TÜFE'si hâlâ yıllık %32,1 seyrederken ücret büyümesi enflasyonun altında kalıyor. Bu, promosyonların neden beklediğimizden daha kalıcı olduğunu açıklamaktadır. Normalleşmeyi 2026'da bekliyorduk; yavaşlayan dezenflasyon bu toparlanmayı 2027'ye itiyor.

Toparlanmanın iki kanaldan işlenmesini bekliyoruz: (i) promosyon yoğunluğunun azalması; bu, müşteri trafiğinden ödün vermeden marjları destekler ve (ii) tercihe bağlı tüketim ürünlerine ilişkin talebin güçlenmesi; burada fiyat esnekliği daha yüksektir. İkinci kanal en çok üreticiler için önemlidir.

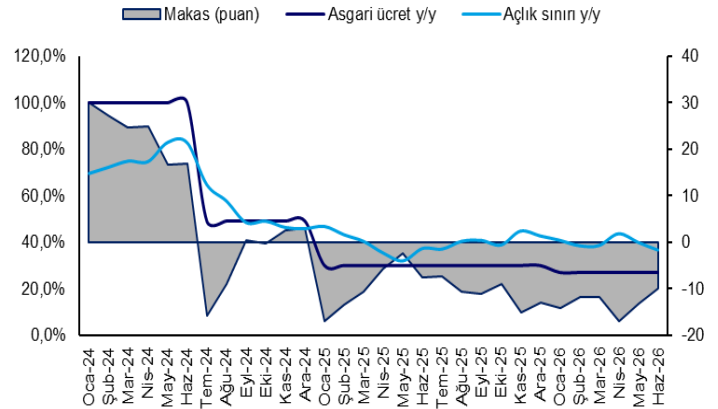
İnceleme kapsamımızdaki gıda ve içecek şirketleri için bir bütün olarak 2027'de %4,5 reel gelir büyümesi ve VAFÖK marjında 1,5 puan iyileşme öngörüyoruz; yurt içi talep toparlanmasına en yüksek duyarlılığı ULKER taşıyor.

Şekil 9: Reel alım gücü (asgari ücret y/y – enflasyon)



Kaynak: TÜİK, YKY Araştırma

Şekil 10: Açlık sınırı ve asgari ücret arasındaki fark



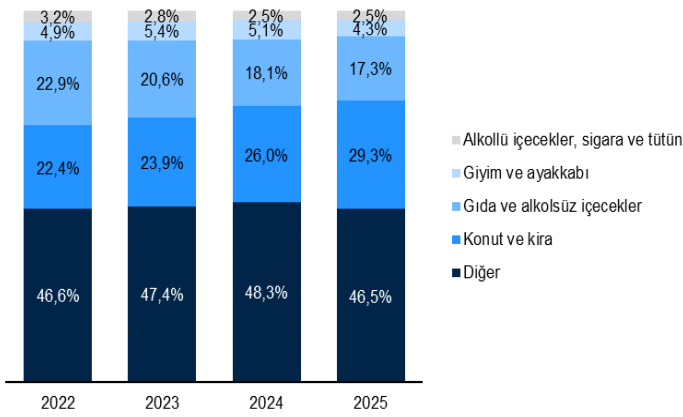
Kaynak: Türkiye işçi sendikaları konfederasyonu, TÜİK, YKY Araştırma

Kira yükünün hafiflemesi 2027 için en önemli katalizör

Düşen kiralara tercihe bağlı harcamaları kademeli olarak destekleyecek. TÜİK'e göre konut ve kira, 2025'te hane halkı tüketim harcamasının %29,3'ünü oluşturdu; bu oran 2024'te %26,0'ıydı. Gıda ve alkolsüz içecekler ise %18,1'den %17,3'e geriledi. Bu karma, konut ve kira harcamalarının hane bütçelerinden hala daha büyük bir pay aldığını teyit ediyor. Baskının yalnızca dezenflasyon ilerledikçe kademeli olarak hafifleyeceğini ve daha geniş tabanlı bir tercihe bağlı tüketimin toparlanmasının 2026'dan çok 2027'de daha olası olacağını düşünüyoruz.

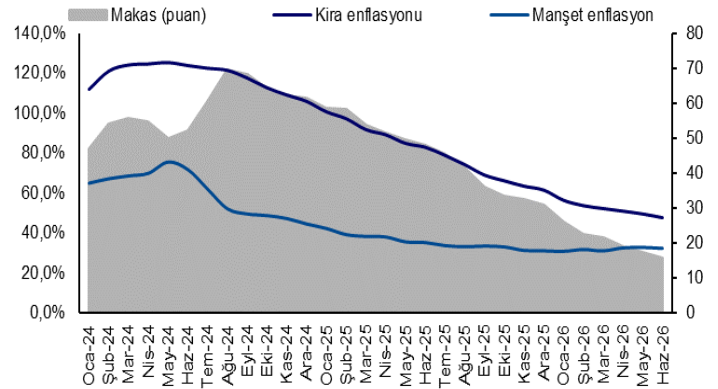
Aynı normalleşme, kira maliyetleri satışlardan daha yavaş büyüdükçe perakendecilerin nakit üretimini de destekleyecek. 2025'te kira ödemeleri/satışlar oranı BIMAS/MGROS/SOKM için %1,7/%4,5/%3,1'di; bu oranların sırasıyla %1,5/%4,3/%2,7'ye gerilemesini bekliyoruz.

Şekil 11: Hane halkı harcamaları kırılımı



Kaynak: TÜİK, YKY Araştırma

Şekil 12: Kira ve manşet enflasyon arasındaki fark



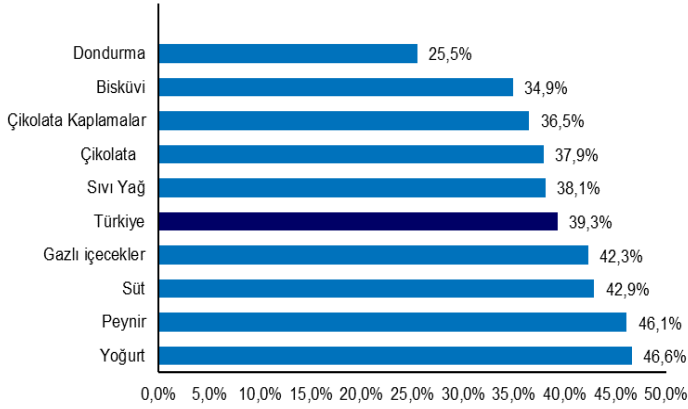
Kaynak: TÜİK, YKY Araştırma

Talep en yüksek gelir diliminde yoğunlaşıyor ve ancak kademeli olarak yaygınlaşmalı

Talebin tabana yayılmasını bekliyoruz; ancak başlangıçta varsaydığımızdan daha geç. Yılın başında, dezenflasyonun ve hafifleyen konut yükünün 2026 boyunca hane halkı talebinde daha geniş tabanlı bir toparlanmayı desteklemesini bekliyorduk. Ancak, enflasyon daha yüksek ve para politikası sıkı kalmayı sürdürüyor. TÜİK'in 2025 hane halkı bütçe verileri, harcama kalıplarında belirgin bir gelir ayrışmasına işaret ediyor: en düşük gelir dilimi harcamasının %27,6'sını gıda ve alkolsüz içeceklere ayırırken bu oran en yüksek gelir diliminde %13,1'di. Bu nedenle daha geniş tabanlı tercihe bağlı talep toparlanma hikâyesini 2027'ye kaydırıyoruz.

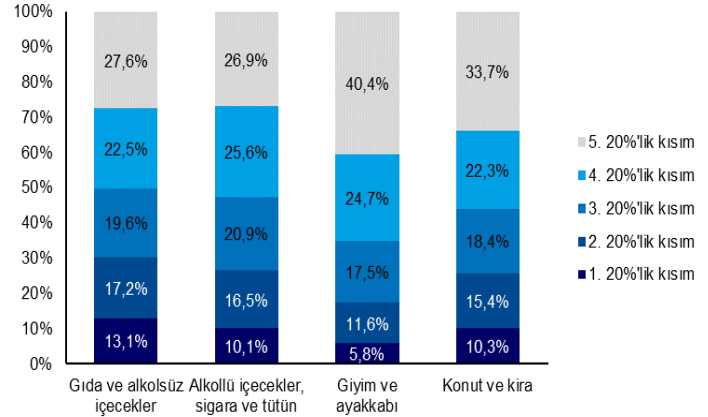
Reel alım gücü toparlandıkça bu yoğunlaşmanın 2027'de hafiflemesini bekliyoruz. Bu da talebi temel gıda ürünlerinin ötesine taşımasını ve tercihe bağlı FMCG kategorileri için daha güçlü bir destek bekliyoruz.

Şekil 13: FMCG ürünleri büyümesi



Kaynak: [Retail Türkiye](#) aracılığıyla Nielsen verisi, YKY Araştırma

Şekil 14: Gelir gruplarına göre hane halkı harcaması



Kaynak: TÜİK, YKY Araştırma

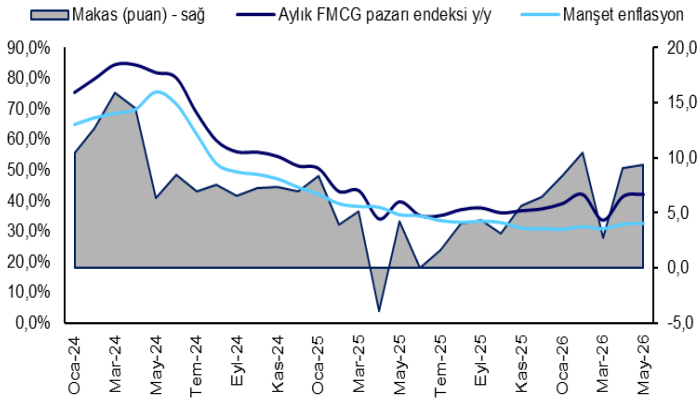
Türkiye'de HTÜ reel bazda büyümeye devam ediyor; bu, dirençli hacimler, ürün karması, kanal geçişi ve fiyatlamasının bir bileşimini yansıtıyor

Türkiye'de FMCG, TÜFE'den daha hızlı büyüyor. Sektör, 5A26'da değer bazında reel olarak yıllık %7 büyüdü; bu da daha yüksek fiyatları tüketiciye yansıtabilme kabiliyetinin gösterir nitelikte. Büyümeye küçük formatlı mağazalar öncülük etti: 400 m²'nin altındaki süpermarketler yıllık %45, 400-1.000 m² arasındakiler ise yıllık %43 ile hâlâ yüksek seyreden promosyon yoğunluğuna rağmen daha iyi performans gösterdi. Bu, BIMAS, SOKM ve MGROS'un küçük mağaza tabanının lehine olan indirim marketi ve yakın format hikâyesi; ayrıca hane halkı tüketim payının geleneksel kanaldan organize perakendeye süregelen kaymasıyla da uyumlu.

Büyümenin bileşimi de aynı ölçüde önemli. Yükü tercihe bağlı kategoriler değil temel gıda ürünleri taşıyor: ciro bazında en hızlı büyüyen üç ürün grubu süt, peynir ve yoğurttu. Bu karma, perakendecilerin şu anda neden markalı üreticilere göre daha iyi konumlandığını açıklıyor.

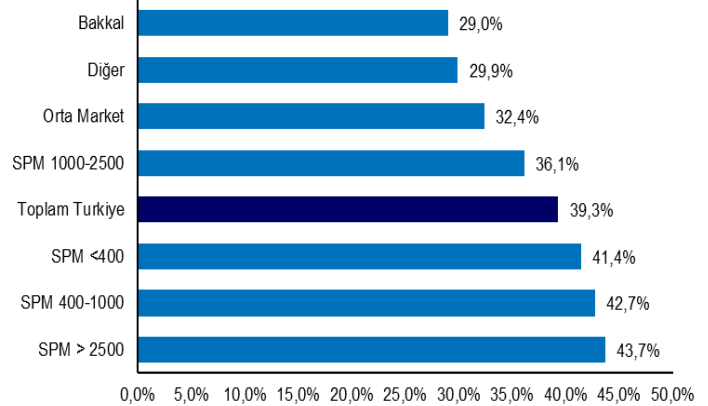
Dezenflasyon reel alım gücünü iyileştirdikçe ürün karmasının 2027'de, tercihe bağlı tüketim ürünleriyle artmasını bekliyoruz. Bunun perakendecilerin hacim büyümesini korurken üreticiler için daha güçlü bir marj ve hacim toparlanması bekliyoruz.

Şekil 15: Türkiye FMCG büyümesi ve Manşet enflasyon



Kaynak: [Retail Türkiye](#) aracılığıyla Nielsen verisi, TÜİK, YKY Araştırma

Şekil 16: Kanallara göre FMCG büyümesi



Kaynak: [Retail Türkiye](#) aracılığıyla Nielsen verisi, YKY Araştırma

Kısa vadede olumlu bir etki yaratmayacak ancak 2027'de yaratması muhtemel.

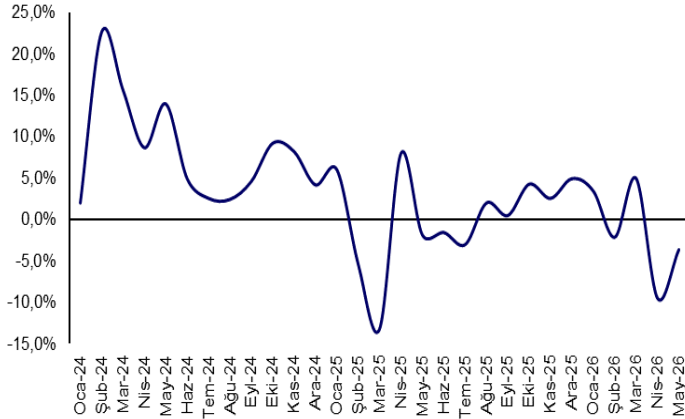
Mevcut en güncel veriler, 1Ç26'da turizm gelirinde reel olarak yıllık %4 düşüşe işaret ediyor; gıda ve içecek harcaması yıllık %5 artarken (toplamın %27'si) yabancı ziyaretçi sayısı yıllık %2 arttı. Bu arada 1Ç26'da Türkiye'de AEFES'in bira hacimleri yıllık %20 geriledi, CCOLA'nın hacimleri yıllık ~%2 büyüdü ve ULKER'in hacimleri ise yıllık %3 düştü. Görece daha iyi yabancı ziyaretçi sayısına rağmen AEFES'in hacimlerindeki düşüşü büyük ölçüde 1Ç26'daki olumsuz hava koşullarına bağlıyoruz. Ayrıca 5A26'da yabancı ziyaretçi sayısında yıllık %3 düşüş gözlemliyoruz; bu da hacimler üzerinde ilave baskı yaratabilir. Turizmi, içecek şirketlerinin Türkiye hacimleri için bir aşağı yönlü risk değil, bir katalizör olarak görüyoruz.

Bu nedenle, yalnızca ziyaretçi sayısı tüm hikâyeyi anlatmadığından, şimdilik turizmi geniş kapsamlı bir sektör baskısı olarak ele almaktan kaçınıyoruz. İçecek şirketleri açısından daha anlamlı konu, bize göre mevsimsellik, satın alınabilirlik ve görece güçlü TL bileşimi olmayı sürdürüyor; dolayısıyla CCOLA için ~%3.4, AEFES için %4.0'lık üç yıllık Türkiye hacim YBBO'larını öngörüyoruz.

Öte yandan, turizm faaliyetinin zayıf olduğu dönemlerde, yapısal hacim büyümesi ve marj potansiyelinin daha güçlü olduğu CCOLA'nın Özbekistan ve Kazakistan işlerine ve AEFES'in Kazakistan operasyonlarına daha fazla değer atfediyoruz.

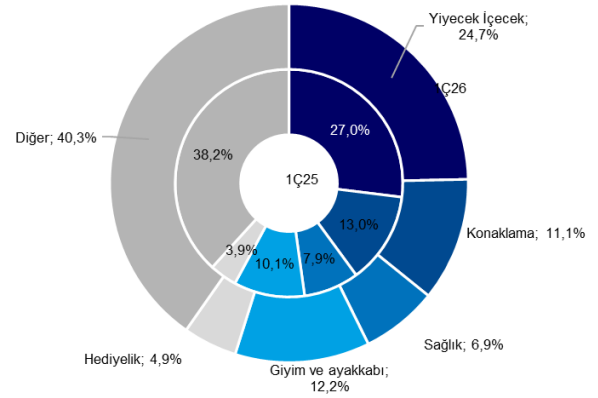
Perakendeciler arasında turizme en yüksek duyarlılık MGROS'ta: mevsimsel mağazaların ağıнын ~%10'unu oluşturduğunu hesaplıyoruz; bu oran SOKM'de %6, BIMAS'ta %3. Dolayısıyla bir turizm toparlanması, perakendeciler içinde en güçlü yansımayı MGROS'ta yaratır; üreticiler arasında ise en yüksek mevsimsel maruziyeti AEFES taşıyor.

Şekil 17: Aylık turist sayıları



Kaynak: Kültür ve turizm bakanlığı, YKY Araştırma

Şekil 18: Turist harcamaları



Kaynak: TÜİK, YKY Araştırma

Değerleme özeti

Operasyonel tahminlerimizi, makro varsayımlarımızı ve değerleme tarihlerini güncelledikten sonra hedef fiyatlarımızı revize ediyoruz. Altı hisse için hedef fiyatı yükseltiyor, ULKER'i ise 190 TL/hisseden 150 TL/hisseye çekiyoruz.

Revizyonları şu faktörler yönlendiriyor: (i) operasyonel tahminlerimizdeki değişiklikler, (ii) daha yüksek iskonto oranı varsayımı, (iii) değerleme tarihimizin ileriye taşınması ve (iv) makro varsayımlarımızdaki değişiklik (değişikliklerimizin ~%50'si daha yüksek enflasyondan kaynaklanıyor)

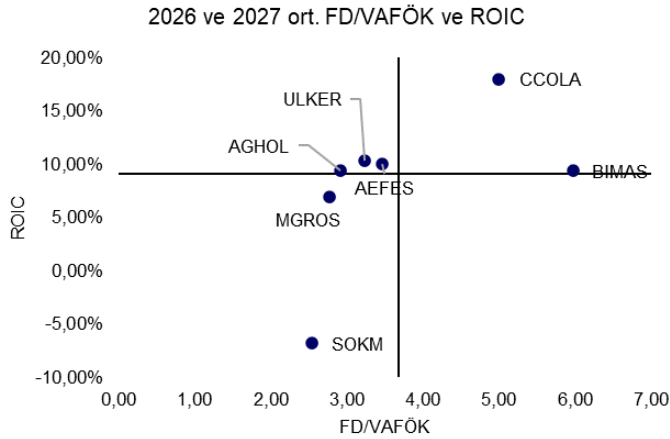
Tahmin revizyonları gıda perakendecileri için net olarak olumsuz; burada 2026 toplam VAFÖK marjı iyileşme beklentimizi yıl başındaki 2,2 puandan 0,5 puana düşürdük. Revizyonlar, uluslararası hacimler ve daha iyi şeker maliyetlerinin desteğiyle CCOLA için daha destekleyici. Değerleme tarihinin ileriye taşınması, çoğu hisse için tahmin ve iskonto oranı baskısının bir kısmını telafi ediyor; ULKER içinse, zayıflayan Türkiye talebi ve yüksek maliyetli kakao stoku, hedef fiyatı düşürmemize yol açtı.

Tablo 3: Hedef fiyat ve öneriler

Şirket adı	Hisse kodu	Kapanış fiyatları	12A HF		Değişim	Getiri potansiyeli	Öneri		Piyasa değeri (milyon)	Fili dolaşım	3 aylık ortalama günlük hacim		F/K		FD/VAFÖK		
			Yeni	Eski			Yeni	Eski			Milyon TL	Milyon USD	2026T	2027T	2026T	2027T	2027T
Anadolu Efes Biracılık	AEFES	21,58	30,00	25,00	20,0%	39,0%	AL	AL	2.689	32%	758	16	8,5	6,4	4,0	2,9	
Ag Anadolu Grubu Holding	AGHOL	35,26	55,00	50,00	10,0%	56,0%	AL	AL	1.807	34%	151	3	6,8	4,7	3,4	2,4	
Bim Birleşik Mağazalar	BIMAS	385,75	540,00	500,00	8,0%	40,0%	AL	AL	9.741	68%	3.890	84	16,4	14,0	7,1	4,9	
Coca Cola İçecek	CCOLA	89	125,00	100,00	25,0%	40,4%	AL	AL	5.240	25%	485	10	9,1	6,4	5,7	4,3	
Migros	MGROS	654,5	950,00	940,00	1,1%	45,1%	AL	AL	2.494	51%	1.430	31	12,2	8,4	3,2	2,3	
Şok Marketler Ticaret	SOKM	51,7	90,00	84,00	7,1%	74,1%	AL	AL	645	51%	362	8	n.m.	18,7	3,0	2,0	
Ülker	ULKER	89,2	150,00	190,00	-21,1%	68,2%	AL	AL	693	44%	602	13	4,0	2,6	3,9	2,6	

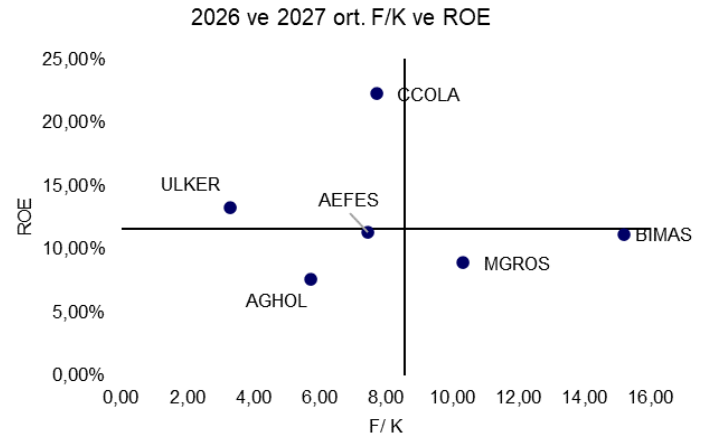
Kaynak: YKY Araştırma (*) kapanış fiyatları 7 Ağustos 2026 itibarıyla

Şekil 19: 2026T FD/VAFÖK ve ROIC



Kaynak: Rasyonet, YKY Araştırma

Şekil 20: 2026T F/K ve ROE



Kaynak: Rasyonet, YKY Araştırma

YKY Tahminleri

	2025/12		2026/12				2027/12				Bloomberg Tahminleri							
			Yeni	Önceki	Değişim	y/y	Yeni	Önceki	Değişim	y/y			2026/12	YKY vs. BBG	2027/12	YKY vs. BBG		
Gelirler																		
AEFES	243.847	341.755	316.861	7,9%	7,0%	444.221	384.070	15,7%	5,5%	326.443	4,7%	405.492	9,6%					
AGHOL	707.202	973.166	886.039	9,8%	5,0%	1.254.593	1.080.732	16,1%	4,6%	-	-	-	-					
BIMAS	721.063	1.007.128	995.256	1,2%	6,6%	1.292.283	1.238.394	4,4%	4,1%	976.243	3,2%	1.257.000	2,8%					
CCOLA	187.185	268.746	245.932	9,3%	9,6%	347.479	299.836	15,9%	4,9%	253.449	6,0%	323.104	7,5%					
MGROS	412.756	571.814	533.313	7,2%	5,7%	744.137	652.887	14,0%	5,6%	562.200	1,7%	725.294	2,6%					
SOKM	278.812	388.860	360.368	7,9%	6,5%	494.285	441.170	12,0%	3,2%	379.164	2,6%	481.642	2,6%					
ULKER	111.905	140.916	148.424	-5,1%	-3,9%	177.556	179.581	-1,1%	2,2%	143.730	-2,0%	177.219	0,2%					
VAFÖK																		
AEFES	39.545	62.596	56.240	11,3%	20,8%	86.425	70.187	23,1%	12,0%	53.846	16,2%	69.058	25,1%					
AGHOL	68.190	98.530	96.533	2,1%	10,3%	136.383	129.277	5,5%	12,3%	-	-	-	-					
BIMAS	43.485	68.990	68.475	0,8%	21,1%	100.473	88.795	13,2%	18,2%	65.600	5,2%	85.632	17,3%					
CCOLA	32.910	50.356	45.748	10,1%	16,8%	66.985	57.426	16,6%	7,9%	45.178	11,5%	57.301	16,9%					
MGROS	27.320	38.100	37.996	0,3%	6,5%	52.794	56.285	-6,2%	12,4%	36.594	4,1%	47.899	10,2%					
SOKM	7.769	11.260	12.567	-10,4%	10,6%	16.820	16.271	3,4%	21,2%	12.390	-9,1%	19.857	-15,3%					
ULKER	18.416	18.508	28.078	-34,1%	-23,3%	27.669	33.988	-18,6%	21,3%	21.356	-13,3%	28.695	-3,6%					
VAFÖK Marjı																		
AEFES	16,2%	18,3%	17,7%	0,6	2,1	19,5%	18,3%	1,2	1,1	16,5%	1,8	17,0%	2,4					
AGHOL	9,6%	10,1%	10,9%	-0,8	0,5	10,9%	12,0%	-1,1	0,7	-	-	-	-					
BIMAS	6,0%	6,9%	6,9%	0,0	0,8	7,8%	7,2%	0,6	0,9	6,7%	0,1	6,8%	1,0					
CCOLA	17,6%	18,7%	18,6%	0,1	1,2	19,3%	19,2%	0,1	0,5	17,8%	0,9	17,7%	1,5					
MGROS	6,6%	6,7%	7,1%	-0,5	0,0	7,1%	8,6%	-1,5	0,4	6,5%	0,2	6,6%	0,5					
SOKM	2,8%	2,9%	3,5%	-0,6	0,1	3,4%	3,7%	-0,3	0,5	3,3%	-0,4	4,1%	-0,7					
ULKER	16,5%	13,1%	18,9%	-5,8	-3,3	15,6%	18,9%	-3,3	2,4	14,9%	-1,7	16,2%	-0,6					
Net Kar																		
AEFES	8.957	15.113	16.323	-7,4%	28,8%	19.875	19.634	1,2%	6,7%	14.695	2,8%	16.881	17,7%					
AGHOL	2.506	12.620	9.825	28,5%	284,4%	18.447	18.947	-2,6%	18,6%	-	-	-	-					
BIMAS	18.632	29.298	32.141	-8,8%	20,0%	40.904	42.385	-3,5%	13,3%	31.991	-8,4%	38.202	7,1%					
CCOLA	14.072	27.399	25.592	7,1%	48,6%	39.142	33.865	15,6%	15,9%	22.045	24,3%	29.904	30,9%					
MGROS	6.467	9.729	9.693	0,4%	14,8%	14.027	19.969	-29,8%	17,0%	9.559	1,8%	12.448	12,7%					
SOKM	-1.928	627	1.497	-58,1%	-124,8%	1.640	2.334	-29,7%	112,3%	807	-22,3%	2.793	-41,3%					
ULKER	4.875	8.321	16.516	-49,6%	30,3%	12.491	22.496	-44,5%	21,8%	8.658	-3,9%	13.428	-7,0%					
Net Kar Marjı																		
AEFES	3,7%	4,4%	5,2%	-0,7	0,7	4,5%	5,1%	-0,6	0,1	4,5%	-0,1	4,2%	0,3					
AGHOL	0,4%	1,3%	1,1%	0,2	0,9	1,5%	1,8%	-0,3	0,2	-	-	-	-					
BIMAS	2,6%	2,9%	3,2%	-0,3	0,3	3,2%	3,4%	-0,3	0,3	3,3%	-0,4	3,0%	0,1					
CCOLA	7,5%	10,2%	10,4%	-0,2	2,7	11,3%	11,3%	0,0	1,1	8,7%	1,5	9,3%	2,0					
MGROS	1,6%	1,7%	1,8%	-0,1	0,1	1,9%	3,1%	-1,2	0,2	1,7%	0,0	1,7%	0,2					
SOKM	-0,7%	0,2%	0,4%	-0,3	0,9	0,3%	0,5%	-0,2	0,2	0,2%	-0,1	0,6%	-0,2					
ULKER	4,4%	5,9%	11,1%	-5,2	1,5	7,0%	12,5%	-5,5	1,1	6,0%	-0,1	7,6%	-0,5					

Kaynak: YKY Araştırma, Bloomberg, (*) 2026 için dönem sonu TÜFE ve ortalama TÜFE beklentilerimiz %31,0/%31,3 (önceki: %23,6/%26,2) ve 2027 için %23,2/%25,6'dır (önceki: %18,5/%20,6).

AEFES (Beklenti tarihi: 05.03.2026)	2026 Beklenti	YKY
Bira Grubu satış hacmi büyümesi	düşük-tek hane	-6%
Türkiye bira operasyonlarının hacimleri büyümesi	düşük-tek haneli	-8%
Uluslararası bira operasyonları hacim büyümesi	yatay	-5%
Bira grubu birim fiyat (TMS29)	düşük-orta-tek haneli	5%
Bira grubu VAFÖK marjı (TMS29)	yatay	+2.6 pp to 13%
Yatırım harcamaları/satışlar	yüksek-tek haneli	5,0%
CCOLA (Beklenti tarihi: 03.03.2026)	2026 Beklenti	YKY
Konsolide bazda yıllık hacim büyümesi	orta-tek-haneli	8%
Türkiye yıllık hacim büyümesi	düşük-orta-tek haneli	0%
Uluslararası yıllık hacim büyümesi	yüksek-tek-haneli	13%
Birim fiyat büyümesi (TMS29)	Yatay-orta-tek-haneli	1%
VAFÖK Marjı (TMS29)	Yatay	+1.4 pp to 14.9%
Yatırım harcamaları/satışlar	Yüksek-tek-haneli	4%

BIMAS (Beklenti tarihi: 11.03.2026)	2026 Beklenti	YKY
Gelir büyümesi (TMS29)	6,0%	7%
VAFÖK Marjı (TMS29)	6,0%	7%
Yatırım harcamaları/satışlar (TMS29)	2,9%	4%
MGROS (Beklenti tarihi: 05.03.2026)	2026 Beklenti	YKY
Gelir büyümesi (TMS29)	5-7%	6%
VAFÖK Marjı (TMS29)	6-7%	7%
Düzeltilmiş VAFÖK Marjı (TMS29)	4-5%	5%
Yeni mağazalar (YKY: net)	180-200	156
Yatırım harcamaları/satışlar (TMS29)	2,5-3,0%	4%
SOKM (Beklenti tarihi: 09.03.2026)	2026 Beklenti	YKY
Gelir büyümesi (TMS29)	6% (+/-2%)	6%
VAFÖK Marjı (TMS29)	2% (+/-0.5%)	3%
Yatırım harcamaları/satışlar (TMS29)	2.5% (+/-0.5%)	2%
ULKER (Beklenti tarihi: 11.05.2026)	2026 Beklenti	YKY
Gelir büyümesi (TMS29)	yatay	-3,9%
VAFÖK Marjı (TMS29)	13.5% (+/-1.5%)	13,1%

Kaynak: Şirketler, YKY Araştırma

FMCG Uluslararası Benzerleri

Yiyecek & İçecek Üreticileri Çarpanları	FD/VAFÖK		F/K	
	2026T	2027T	2026T	2027T
AEFES - YKY	4,0	2,9	8,5	6,4
Benzerler medyan	9,5	8,9	13,8	13,6
AEFES Prim (iskonto)	-57,6%	-67,3%	-38,8%	-52,6%
ABI BB Equity	10,4	9,8	16,4	15,4
HEIA NA Equity	9,1	8,6	15,2	14,2
CARLB DC Equity	9,8	9,2	15,4	14,1
TAP US Equity	6,9	6,9	9,1	9,1
RCO FP Equity	14,6	13,6	26,9	23,7
CCR LN Equity	6,7	6,5	9,8	9,3
2502 JT Equity	9,3	8,6	13,5	12,5
CCU CI Equity	7,4	7,0	15,7	14,0
RBREW DC Equity	9,6	9,2	14,2	13,1
2501 JP Equity	17,0	16,1	2,6	41,4
THBEV SP Equity	10,4	10,2	0,4	0,4
168 HK Equity	5,9	5,6	15,4	14,6
RI FP Equity	10,5	10,5	12,3	12,1
OLVAS FH Equity	5,9	5,5	10,2	9,2
CCOLA - YKY	5,7	4,3	9,1	6,4
Benzerler medyan	11,4	10,0	17,0	15,5
CCOLA Prim (iskonto)	-50,1%	-57,2%	-46,6%	-59,0%
CCH LN EQUITY	11,4	10,0	17,0	15,2
KO US EQUITY	23,4	22,0	26,3	24,7
KOFUBL MM EQUITY	7,4	6,9	15,7	14,5
ANDINAB CI EQUITY	7,0	6,7	13,3	12,7
2579 JP EQUITY	10,6	9,6	29,4	24,0
COCO US EQUITY	20,4	17,7	29,9	26,3
PEP US EQUITY	12,0	11,5	16,2	15,5
ULKER - YKY	3,9	2,6	4,0	2,6
Benzerler medyan	8,5	8,1	16,2	15,4
ULKER Prim (iskonto)	-54,5%	-68,3%	-75,5%	-82,8%
HSY US Equity	13,8	12,3	21,3	18,4
FLO US Equity	7,6	7,7	8,9	8,9
BN FP Equity	11,2	10,6	18,4	17,1
ABF LN Equity	7,3	7,1	13,9	13,6
URC PM Equity	6,1	5,7	10,8	10,0
2206 JT Equity	9,4	8,6	37,4	31,7
BARN SW Equity	11,7	11,2	28,9	20,9
151 HK Equity	4,5	4,5	10,8	10,5
Gıda perakendecileri çarpanları*	FD/VAFÖK		F/K	
	2026T	2027T	2026T	2027T
BIMAS - YKY	7,1	4,9	15,8	11,3
MGROS - YKY	3,2	2,3	12,2	8,4
SOKM - YKY	3,0	2,0	48,9	18,7
Toplam - YKY	7,2	4,9	15,4	10,8
Benzerler medyan	6,4	6,1	15,0	14,2
BIMAS Prim (iskonto)	11,0%	-20,3%	5,1%	-20,5%
MGROS Prim (iskonto)	-49,5%	-61,9%	-18,9%	-40,6%
SOKM Prim (iskonto)	-52,4%	-66,7%	225,7%	31,5%
Toplam Prim (iskonto)	12,4%	-19,4%	2,7%	-24,0%
CO FP EQUITY	3,9	3,8	-0,5	-1,3
CA FP EQUITY	5,1	4,9	9,5	8,8
COLR BB EQUITY	5,4	5,2	13,2	13,2
AD NA Equity	6,2	6,1	12,2	11,8
JMT PL EQUITY	5,9	5,5	15,3	13,3
KESKOB FH Equity	9,2	8,1	18,3	16,0
SBRY LN EQUITY	5,9	5,7	14,7	13,4
TSCO LN EQUITY	8,0	7,7	15,0	14,2
WMT US EQUITY	19,6	17,8	38,3	34,3
KR US EQUITY	6,8	6,7	11,0	10,7
TGT US EQUITY	9,7	9,1	17,7	16,6
EUR PW EQUITY	4,1	3,6	-17,4	16,3
AXFO SS EQUITY	8,6	8,2	20,4	18,4
SPP SJ EQUITY	7,2	6,2	7,7	6,1
PIK SJ EQUITY	5,0	4,2	99,2	17,2
SHP SJ EQUITY	8,4	7,8	21,2	19,4
TRU SJ EQUITY	4,8	4,8	7,8	7,8
AEON MK Equity	4,1	3,9	9,4	8,4
CENCOSUD CI Equity	7,7	7,1	13,2	11,0
DFI SP Equity	6,4	6,0	17,7	16,1
DIA SM Equity	6,1	5,4	27,1	18,6
DG US Equity	12,2	11,4	17,1	15,9
L CN Equity	11,7	10,9	24,6	22,2
023530 KS Equity	8,2	8,0	8,0	6,7
SORIANAB MM Equity	6,1	6,0	14,3	13,8
SHOP IN Equity	9,1	7,9	95,3	46,8
6808 HK Equity	2,1	1,8	274,0	24,0

Kaynak: Bloomberg, YKY Araştırma, (*) Gıda perakendecileri için VAFÖK'ü düzeltmedik. Bu nedenle, iskонтolar veya primler gerçeği yansıtmayabilir.

Anadolu Efes <AEFES TI> - AL - 12A HF: 30TL/hisse: Zor zamanlar ama hala değer var

Anadolu Efes	12A HF:	
AEFES TI	30,00	
AL	Getiri Potansiyeli	
	39,0%	
Finansal Özet	2026T	2027T
Gelirler	341.755	444.221
Reel y/y	7,0%	5,5%
VAFÖK	62.596	86.425
Marj	18,3%	19,5%
Net Kar	15.113	19.875
Marj	4,4%	4,5%
Çarpanlar ve getiri metrikleri	2026T	2027T
F/K (x)	8,5	6,4
FD/VAFÖK (x)	4,0	2,9
ROE	11,2%	10,9%
ROIC	9,1%	10,2%

AEFES için AL tavsiyemizi koruyor, 12 aylık hedef fiyatımızı (12AHF) hisse başına 25 TL'den 30 TL'ye revize ediyoruz. Önümüzdeki üç yılda ortalama ~%18 VAFÖK marjı ve ~%3 reel ciro YBBO öngörüyoruz.

Türkiye operasyonları zorlu. 2026'da reel satın alma gücündeki daralmanın süreceğini ve bunun Türkiye hacimlerini baskılayarak hem ciroyu hem marjları zorlayacağını öngörüyoruz. Bununla birlikte uzun vadede, satın alma gücünün toparlanması ve faiz indirim döngüsü; ciro büyümesini, marj iyileşmesini ve nakit yaratımını desteklemesini bekleriz. Rus operasyonlarının konsolidasyondan çıkarılmasının ardından artan net borç pozisyonu göz önüne alındığında, nakit yaratımı özellikle önemlidir.

Uluslararası operasyonlar daha umut verici. Şirketin faaliyet gösterdiği bölgelerdeki düşük kişi başı tüketimin desteğiyle, uluslararası hacimlerin hem 2026'da hem de uzun vadede Türkiye'nin üzerinde performans göstereceğini öngörüyoruz.

Katalistler:

(i) beklenenden daha güçlü talep; (ii) daha iyi işletme marjları; (iii) Rusya operasyonlarının geri dönüşü

Riskler:

(i) rekabet, (ii) düzenleyici değişiklikler/vergi artışı; (iii) hammadde fiyatlarındaki dalgalanmalar.

Anadolu Grubu Holding <AGHOL TI> - AL - 12A HF: 55TL/hisse: Geniş bir iskontoyla defansif bir seçenek

Anadolu Grubu Holding	12A HF:	
AGHOL TI	55,00	
AL	Getiri Potansiyeli	
	56,0%	
Finansal Özet	2026T	2027T
Gelirler	973.166	1.254.593
Reel y/y	5,0%	4,6%
VAFÖK	98.530	136.383
Marj	10,1%	10,9%
Net Kar	12.620	18.447
Marj	1,3%	1,5%
Çarpanlar ve getiri metrikleri	2026T	2027T
F/K (x)	6,8	4,7
FD/VAFÖK (x)	3,4	2,4
ROE	8,2%	8,2%
ROIC	8,9%	9,4%

AGHOL için AL tavsiyemizi yineliyor, güncellenmiş grup şirketi tahminlerini ve revize edilmiş makro varsayımları yansıttıkları şekilde 12AHF'mizi hisse başına 50 TL'den 55 TL'ye revize ediyoruz. Çekirdek varlıklardaki (MGROS ve CCI) olumlu imenin süreceğini bekliyoruz.

Hisse, yıl başından bu yana BIST-100'ün %1 altında performans gösterdi; grubun defansif çekirdek yapısı, coğrafi olarak çeşitlendirilmiş geliri, azalan kaldıraç (2026T: net borç/VAFÖK 1,6x'ten 1,0x'e) ve daha düşük işletme sermayesi ihtiyacı göz önüne alındığında bunun tersine döneceğini bekliyoruz. Tahminlerimize göre AGHOL, %38 NAD iskontosuyla işlem görüyor.

Katalistler: (i) Grup şirketlerine yönelik beklenenden daha güçlü talep; (ii) daha iyi işletme marjları; (iii) AEFES'in Rusya operasyonlarının geri dönüşü

Riskler:

(i) Makroekonomik ve jeopolitik zorluklar, (ii) Düzenleyici değişiklikler ve vergi artışı; (iii) Hammadde fiyatlarındaki dalgalanmalar.

Bim <BIMAS TI> - AL - 12A HF: 540TL/hisse: Bu yılın en dayanıklı perakendecisi

Bim	12A HF:	
BIMAS TI	540,00	
AL	Getiri Potansiyeli	
	40,0%	
Finansal Özet	2026T	2027T
Gelirler	1.007.128	1.292.283
Reel y/y	6,6%	4,1%
VAFÖK	68.990	100.473
Marj	6,9%	7,8%
Net Kar	29.298	40.904
Marj	2,9%	3,2%
Çarpanlar ve getiri metrikleri	2026T	2027T
F/K (x)	15,8	11,3
FD/VAFÖK (x)	7,1	4,9
ROE	12,0%	10,9%
ROIC	9,6%	11,2%

BIMAS için AL tavsiyemizi yineliyor, 12AHF'mizi hisse başına 500 TL'den 540 TL'ye yükseltiyoruz. Temel ihtiyaç odaklı tüketimin etkisiyle BIMAS'ın 2026'da perakendeciler arasında öne çıkmasını bekliyoruz. "Bimflasyon" manşet enflasyonun altında kalmaya devam etse de, şirketin bunu ürün karması ve erken tedarikçi ödemeleri yoluyla telafi ettiğine inanıyoruz.

2026/2027 için %7/4 reel ciro büyümesi ve %6,9/7,8 VAFÖK marjı öngörüyoruz. Hisse, 2026 tahminlerimize göre 7,0x FD/VAFÖK ile işlem görüyor.

Ürün karması sepet büyüklüklerini desteklemeyi sürdürüyor. Zorlu makro ortamda BIM, artan markalı ürün payı (1Ç26'da gelirin %35'i, 1Ç25'te %34) sayesinde daha geniş bir kitleye hizmet ederken, özel markalı ürün (private-label) liderliğini de koruyor (gelirlerinin %56'sı, 1Ç25'te %57); daha erken tedarikçi ödemeleri, fiyatlama konusunda manevra alanı sağlıyor.

BIM dışı mağazalar destekleyici. FILE, Mısır ve Fas 2025'te cironun %16'sını oluşturdu; bunun 2026'da %17'ye ve uzun vadede %20'ye ulaşarak büyüme profilini desteklemesini bekliyoruz.

Katalistler:

(i) Beklenenden daha iyi aynı mağaza satışları, (ii) rakiplerin daha yavaş büyümesi, (iii) geliştirilmiş ürün yelpazesi (örneğin dondurulmuş ve pişirmeye hazır geleneksel gıdalar)

Riskler:

(i) özellikle müşteri trafiğinin azalmasıyla birlikte, benzer mağaza satışlarında düşüş; (ii) tüketicilerin alışveriş istahını kısıtlayan olumsuz makro gelişmeler ve (iii) düzenleyici değişiklikler

Coca Cola İçecek <COLA TI> - AL - 12A HF: 125TL/hisse: Güçlü hacim büyümesi devam ediyor

Coca Cola İçecek	12A HF:	
COLA TI	125,00	
AL	Getiri Potansiyeli	
	40,4%	
Finansal Özet	2026T	2027T
Gelirler	268.746	347.479
Reel y/y	9,6%	4,9%
VAFÖK	50.356	66.985
Marj	18,7%	19,3%
Net Kar	27.399	39.142
Marj	10,2%	11,3%
Çarpanlar ve getiri metrikleri	2026T	2027T
F/K (x)	9,1	6,4
FD/VAFÖK (x)	5,7	4,3
ROE	24,6%	22,0%
ROIC	16,9%	18,3%

(i) güçlü uluslararası hacimler, (ii) Türkiye'de süregelen marj genişlemesi ve (iii) sağlam bilanço gerekçeleriyle AL tavsiyemizi koruyor, 12AHF'mizi hisse başına 100 TL'den 125 TL'ye yükseltiyoruz.

2026/2027'de %18,7/%19,3 FAVÖK marjında %10/%5 reel büyüme öngörüyoruz. Hisse, 2026 tahminlerimize göre 5,8x FD/FAVÖK ile işlem görüyor.

Güçlü uluslararası hacim büyümesi. Genç nüfus, düşük kişi başı tüketim ve iyileşen ekonomik görünümün desteğiyle —özellikle Özbekistan ve Kazakistan'da— uluslararası operasyonlarda üç yılda ~%18 ortalama FAVÖK marjında ~%6 reel ciro YBBO öngörüyoruz.

Türkiye'nin düşük bazı marjları destekliyor. Türkiye 2015-2025 arasında ortalama ~%13 FAVÖK marjı gösterdi; ancak fiyatlamaya zorlulan ve boykotlar nedeniyle 2025'te yalnızca ~%10 oldu. Düşük baz ve cerrahi fiyatlama ile önümüzdeki üç yılda ~%15 ortalama bekliyoruz.

Katalistler:

(i) beklenenden daha güçlü talep; (ii) daha iyi faaliyet marjları; (iii) Orta Doğu'daki jeopolitik gerilimlerin azalması ve (iv) yeni pazarlara giriş.

Riskler:

(i) Daha düşük hacimler, (ii) Yerel para birimlerinin değer kaybı, (iii) CCI'nin faaliyet gösterdiği bölgelerde artan jeopolitik gerilim ve (iv) ham madde fiyatlarındaki dalgalanmalar.

Migros <MGROS TI> - AL - 12A HF: 950TL/hisse: Perakendeciden ekosisteme

Migros	12A HF:	
MGROS TI	950,00	
BUY	Getiri Potansiyeli	
	45,1%	
Finansal Özet	2026T	2027T
Gelirler	571.814	744.137
Reel y/y	5,7%	5,6%
VAFÖK	38.100	52.794
Marj	6,7%	7,1%
Net Kar	9.729	14.027
Marj	1,7%	1,9%
Çarpanlar ve getiri metrikleri	2026T	2027T
F/K (x)	12,2	8,4
FD/VAFÖK (x)	3,2	2,3
ROE	10,9%	11,0%
ROIC	6,9%	6,4%

AL tavsiyemizi yineliyor, 12AHF'mizi hisse başına 940 TL'den 950 TL'ye revize ediyoruz. MGROS'un önümüzdeki beş yılda, yönetimin yüksek tek haneli beklentisinin altında, ~%7,8 ortalama VAFÖK marjında (beklenti ~%7,6) ~%5 reel ciro YBBO sunmasını bekliyoruz. Hisse, 2026 tahminlerimize göre 3,1x FD/VAFÖK ile işlem görüyor.

Hibrit mağazaların ölçeklendirilmesi. Çevrimiçi, 2025'te gelirin %21'i'di; yönetim, hibrit (offline + online) mağazalarda 2030 yılı boyunca %27,5'i hedefliyor. Hibrit mağazaları %35 daha büyük sepet, 2 puan daha yüksek brüt marj, 0,2 puan daha düşük kayıp kaçak ve 9 gün daha düşük stok günü taşıyor, bu da büyümeyi, marjları ve daha düşük işletme sermayesi yoluyla nakit yaratmayı başarıyor.

Maliyet düşürme uygulamasında lider perakendeci. MGROS, online'ın yanı sıra verimliliği artırmak ve gerçek zamanlı promosyonları mümkün kılmak için dijitalleşmeye, self servis kasa, elektronik raf etiketleri ve SPP'ler, yatırım yapmayı sürdürürken, güneş enerjisi kapasitesi (halihazırda enerji ihtiyacının %24'ü) enerji maliyetlerini kademeli olarak düşürüyor.

Katalistler:

(i) Beklenenden daha güçlü talep; (ii) Daha iyi faaliyet marjları; (iii) Çevrimiçi pazarlarda daha fazla pazar payı kazanımı.

Riskler:

(i) rekabet, (ii) regülasyonda değişiklikler; (iii) maliyet baskısı.

Şok Marketler <SOKM TI> - AL - 12A HF: 90TL/hisse: Yeni format destek sağlıyor

12A HF:	90,00	
AL	Getiri Potansiyeli	
	74,1%	
Finansal Özet	2026T	2027T
Gelirler	388.860	494.285
Reel y/y	6,5%	3,2%
VAFÖK	11.260	16.820
Marj	2,9%	3,4%
Net Kar	627	1.640
Marj	0,2%	0,3%
Çarpanlar ve getiri metrikleri	2026T	2027T
F/K (x)	48,9	18,7
FD/VAFÖK (x)	3,0	2,0
ROE	-1,0%	1,8%
ROIC	-7,4%	-7,4%

12AHF'mizi hisse başına 84 TL'den 90 TL'ye yükseltiyor, AL tavsiyemizi koruyoruz. Yoğun promosyon faaliyeti bir zorluk olmayı sürdürüyor; ancak işletme sermayesindeki iyileşmeler ve daha büyük formatlı ŞOK 2.0 mağazalarının artan katkısıyla finansallarda daha belirgin bir toparlanma bekliyoruz. Üç yılda ~%3,5 ortalama VAFÖK marjı ~%4 ciro YBBO öngörüyoruz.

ŞOK 2.0 katkısı artıyor. ŞOK 2.0 katkısının 2026 ve sonrasında giderek daha görünür hale geleceğini, 2025'teki gelirin %10'unun altından yükseleceğini bekliyoruz. Mağaza başına daha yüksek gelir, daha güçlü marjlar ve iyileşen karmanın desteğiyle, bu formatı toparlanmanın kilit dayanaklarından biri olarak görüyoruz.

Marjlar promosyonlara rağmen defansif. Daha düşük çalışan devir oranı, azalan fire ve güçlendirilmiş lojistik altyapı VAFÖK'ü halihazırda destekledi; bu kazanımların 2026 ve sonrasında taşınmasını bekliyoruz. 2026 ve 2027 için sırasıyla %2,9 ve %3,4 VAFÖK marjı öngörüyoruz.

Katalistler:

(i) özellikle müşteri trafiğinde beklenenden daha güçlü talep; (ii) bilançonun güçlenmesi ve (iii) üç aylık finansallarda hızlı marj genişlemesi

Riskler:

(i) düşük büyümeye karşı sınırlı tolerans (ii) yoğun rekabet (iii) olumsuz yasal müdahaleler

Ulker <ULKER TI> - AL - 12AHF: 150TL/hisse : Zorlu bir görünüm, ancak fiyat baskısının en kötü dönemi geride kalmış olabilir

Ulker	12A HF:	
ULKER TI	150,00	
AL	Getiri Potansiyeli	
	68,2%	
Finansal Özet	2026T	2027T
Gelirler	140.916	177.556
Reel y/y	-3,9%	2,2%
VAFÖK	18.508	27.669
Marj	13,1%	15,6%
Net Kar	8.321	12.491
Marj	5,9%	7,0%
Çarpanlar ve getiri metrikleri	2026T	2027T
F/K (x)	4,0	2,6
FD/VAFÖK (x)	3,9	2,6
ROE	13,4%	14,5%
ROIC	13,3%	14,1%

12AHF'mizi hisse başına 190 TL'den 150 TL'ye düşürüyor; ancak AL tavsiyemizi koruyoruz. Ülker, isteğe bağlı (zorunlu olmayan) harcamalardaki daralmadan en çok etkilenenler arasında yer alıyor; ancak fiyatlama baskısının en kötüsünün geride kaldığına inanıyoruz. Hedef fiyatı düşürmemizin başlıca nedeni, talebin zayıf olduğu pazarın marjlar üzerinde baskı kurmayı sürdürmesidir.

2026/2027'de -%4/+%2 y/y ciro ve %13/%16 FAVÖK marjı öngörüyoruz. Hisse, 2026 tahminlerimize göre 3,7x FD/VAFÖK ile işlem görüyor.

Stok yükü hafifleyecek. Zayıf talep göz önüne alındığında, 1Y25'teki (2025'in ilk yarısı) büyük bir kakao alımı hâlâ mevcut satışları besliyor; bugünkü fiyatlardan alınan kakao (Temmuz sonu itibarıyla USD bazında y/y ~%35 daha düşük), 2Y26 ve 1Y27'de FAVÖK'ü desteklemelidir.

Uluslararası, uzun vadeli hacmi destekliyor. Daha elverişli bir makro arka plan ve şirketin faaliyet gösterdiği pazarlardaki düşük kişi başı tüketim, uzun vadede hacimleri ve ciroyu desteklemelidir (üç yılda ~%4 ortalama YBBO).

Katalistler:

(i) Türkiye'nin talebinde toparlanma, (ii) Net İşletme Sermayesinde düşüş, (iii) Emtia girdi fiyatlarında düşüş

Riskler:

(i) emtia girdi maliyetlerindeki artış, (ii) fiyatlandırmaya ilişkin düzenleyici değişiklikler, (iii) daha yüksek faiz oranlarıyla artan borçlanma

Gıda perakendecilerine ilişkin YKY Görüş

Gıda perakendecileri tercih ettiğimiz alt sektör olmayı sürdürüyor.

Gıda perakendesi; defansif duruşu, enflasyonist fiyatlama kabiliyeti ve esnek olmayan talebi sayesinde çalkantılı dönemlerde ayakta kalıyor. Alt sektörü özellikle beğenmemizin bir nedeni bu. Diğeri ise yalnızca kademeli olarak hafifleyen bir promosyon ortamına rağmen marjını koruyabilme kabiliyeti.

Yavaşlayan dezenflasyon 2026 nominal fiyatlamasını destekliyor; ancak talep normalleşmesini geciktiriyor. Yıl ortasında asgari ücret zammının olmaması promosyonları yüksek tutuyor; bu nedenle 2026 toplam VAFÖK marjı iyileşme beklentimizi yıl başındaki 2,2 puandan 0,5 puana düşürdük. 2026'da hâlâ ~%6 reel gelir büyümesi bekliyoruz. 2027'ye doğru, iyileşen alım gücü müşteri trafiğini yükseltmeli; tedarik, tedarikçi ödemelerinin optimizasyonu ve yeni formatlar ise ilave marj desteği sağlıyor.

Perakendeciler ayrıca maliyet şoklarını raf fiyatlarına yansıtma konusunda da sektördeki en güçlü kabiliyete sahip. Yüksek petrol fiyatları lojistik ve gübre maliyetlerini artırıyor; ancak ölçek, pazarlık gücü ve kategori genişliği, borsaya kote perakendecilerin bu etkiyi markalı üreticilere kıyasla daha iyi yönetmesini sağlıyor.

2026 için BIMAS'ı, 2027 için MGROS'u tercih ediyoruz. BIMAS, zayıf tüketici ortamında daha defansif bir duruş. MGROS ise normalleşmeye daha yüksek faaliyet kaldırıcı sunuyor: hibrit mağazaları geleneksel mağazalara göre ~%35 daha büyük sepet, ~2 puan daha yüksek brüt kar marjı ve ~9 gün daha az stok günü taşıyor.

Yiyecek & İçecek üreticilerine ilişkin YKY Görüş

2026'da Türkiye gıda ve içecek üreticileri için zorlu olmayı sürdürüyor; uluslararası operasyonlar tampon sağlıyor. Yurt içi toparlanma bir 2027 hikâyesi.

Uluslararası pazarlar CCOLA gelirinin ~%70'ini, AEFES bira işinin ~%40'ını ve ULKER gelirinin ~%30'unu oluşturuyor. Türkiye üçü için de daha zorlu; çünkü perakendecinin pazarlık gücü daha yüksek, reel alım gücü daha zayıf ve talep fiyata daha duyarlı. Orta Asya, düşük kişi başı tüketim ve elverişli demografik yapının desteklediği en net yapısal hacim fırsatını sunuyor.

Türkiye için dezenflasyon ve reel alım gücündeki toparlanmanın tercihe bağlı ürün harcamalarıyla kademeli olarak desteklemesini bekliyoruz. CCOLA/AEFES/ULKER için sırasıyla %3,4/%4,0/%1,2 üç yıllık Türkiye hacim YBBO'ları öngörüyoruz.

İnceleme kapsamımızdaki gıda ve içecek şirketleri için bir bütün olarak 2026/2027'de ~%3,6/%4,5 reel gelir büyümesi ve VAFÖK marjında ~0,5/1,5 puan iyileşme öngörüyoruz. Daha güçlü 2027 kâr kurgusu, daha rahat yurt içi talep koşullarını ve azalan promosyon baskısını yansıtıyor; uluslararası operasyonlar ise 2026'da başlıca tamponu sağlamaya devam ediyor.

Ek 1.**Sağlıklı Hayata Katkı Fonu**

Ekonomim'e göre, hükümet sağlık kurumlarını ve okul beslenme programlarını finanse etmek üzere bir 'Sağlıklı Hayata Katkı Fonu' kurmaya yönelik yasal düzenleme hazırlıyor. Öneri; şekerli içecekleri, paketli atıştırmalıkları ve tütün ürünlerini, oranları yıllık olarak yeniden değerlendirilmek üzere vergilendirecek. Bu hâlâ bir öneri ve tahminlerimize dahil değil; bu nedenle aşağıdaki analizi temel senaryomuz değil, bir aşağı yönlü senaryo olarak ele alıyoruz.

Taslağa göre pay alınacak ürünler ve pay oranları-tutarları şöyle:

- Şekerli içeceklerde, 100 mililitredeki şeker 5 ila 7,5 gram ise 100 mililitre başına 1 TL; 7,5 gramdan 11 grama kadar şeker içerenlerde 100 mililitre başına 2 TL; 11 gram ve üzerinde şeker içeren içecekler için 100 mililitre başına 5 Türk lirası.
- Tütün ürünlerinde, Paketli tütün ürünlerinde paket başına 20 TL; Paketsiz olarak satılan tütün ürünlerinde kilogram başına 100 TL.
- Atıştırmalıklarda, Aşırı tüketimi tavsiye edilmeyen atıştırmalık gıdalarda satış fiyatı üzerinden %20; İçerdiği şeker miktarına ya da oranına bakılmaksızın nişasta bazlı şeker içeren gıdalardan; içeceklerde 10 TL; aşırı tüketimi tavsiye edilmeyen atıştırmalık gıdalar için ise %40 pay alınacak.

Bildirilen oranlarla uygulanması hâlinde vergi, şirketleri üç kanaldan etkiler: (i) marjları korumak için gereken fiyat artışları, (ii) fiyat esnekliğinin yol açtığı hacim kayıpları ve (iii) olası ürün reformülasyonu ile buna bağlı yeniden yatırım ihtiyacı. Dolayısıyla asıl soru yalnızca verginin büyüklüğü değil, hacmi yok etmeden bunun ne kadarının fiyata yansıtılabileceğidir.

Etkilenen şirketlerin bu etkiyi hissedeceği üç aktarım kanalı belirliyoruz: **i)** marj dinamikleri: şirketlerin marjlarını korumak için vergileri raf fiyatlarına yansıtmasını bekliyoruz; ancak sabit maliyet oranı daha yüksek olanlar orantılı olarak daha fazla baskıyla karşılaşacaktır, **ii)** hacim riski: fiyat esnekliği talepte daralmaya yol açacaktır ve **iii)** ürün reformülasyonu: bazı şirketler zamanla vergi maruziyetini azaltmak için ürün içeriğine yeniden yatırım yapmak zorunda kalabilir.

Şekerli İçecek Etkisi - CCOLA:

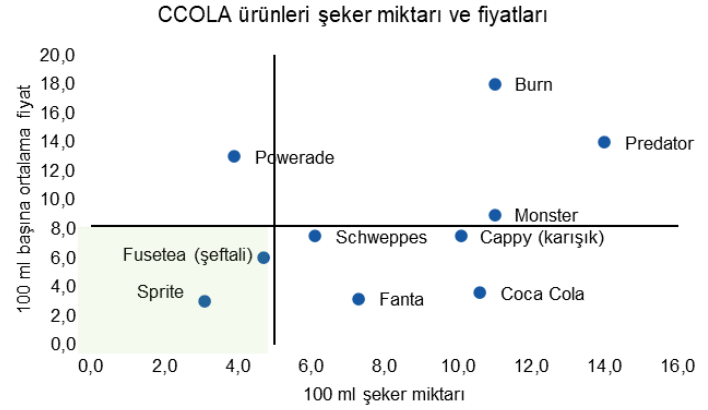
CCI'nin Türkiye operasyonları toplam gelirlerin ~%30'unu oluşturuyor ve yurt içi etkiye karşı doğal bir koruma sağlıyor. Önemlisi, CCI nişasta bazlı tatlandırıcılar yerine şeker pancarı kullanıyor; bu da ürünlerini 100 ml başına 10 TL'lik nişasta bazlı vergi kategorisinin dışında bırakıyor. Tam yansıtma senaryosunda CCI'nin ürün ve marka bazında fiyat artışları uygulaması gerekir. CCI'nin son on yıldaki geçmiş fiyat-hacim ilişkisine göre, USD bazında yıllık %1'lik fiyat artışını yıllık ~%0,7'lik hacim düşüşüyle ilişkilendiriyoruz, önerinin varsayımsal olarak Türkiye gelirlerinde ~%6'lık bir aşağı yönlü etki ima ettiğini tahmin ediyoruz. Bunun olası ilave marj baskısını veya reformülasyon maliyetlerini kapsamadığını belirtelim.

Tablo 4: CCOLA ürünlerinin şeker bilgisi

CCOLA Ürün grupları	100ml için şeker miktarı (gr)	Vergi etkisi	Ürün tipi	100 ml ortalama fiyat	Potansiyel yeni fiyat	Değişim
Gazlı						
Coca Cola	10,6	2,0	2,5 Liter	3,6	5,6	56%
Sprite	3,1	0,0	2,5 Liter	3	3	0%
Fanta	7,3	1,0	2,5 Liter	3,2	4,2	31%
Schweppes	6,1	1,0	1 Liter	7,5	8,5	13%
Gazsız						
Monster	11,0	5,0	500 ml	9	14	56%
Cappy (karışık)	10,1	2,0	1 Liter	7,5	9,5	27%
Powerade	3,9	0,0	500 ml	13	13	0%
Fusetea (şeftali)	4,7	0,0	1 Liter	6	6	0%
Burn	11,0	5,0	500 ml	18	23	28%
Predator	14,0	5,0	250 ml	14	19	36%
Ortalama	8,2	2,0		8,5	10,5	24%

Kaynak: Şirket, YKY Araştırma

Şekil 21: CCOLA ürünlerinin fiyat ve şeker bilgisi



Kaynak: Şirket, YKY Araştırma

Tablo 5: Farklı cola miktarları için potansiyel fiyat ve hacim etkisi

(Cola ürünleri) - Etki	330 ml	1 L	1.5 L	2.5 L	Ortalama (100 ml)
Mevcut fiyat (TL)	50	60	70	90	7,4
Vergi etkisi (TL)	6,6	20	30	50	2,0
Tamamen fiyata yansıtılırsa (TL)	56,6	80	100	140	9,4
Artış	13,2%	33,3%	42,9%	55,6%	27,2%
Varsayımsal hacim etkisi	-9,9%	-24,9%	-32,0%	-41,5%	-20,3%
Varsayımsal ciro etkisi	2,0%	0,1%	-2,9%	-9,0%	-5,5%

Kaynak: Şirket, YKY Araştırma

Atıştırmalık Etkisi - ULKER:

Türkiye gelirin ~%70'ini oluşturduğundan Ülker daha büyük kâr ve değerlendirme duyarlılığı taşıyor. Şirketin geçmiş fiyat-hacim ilişkisine göre, varsayımsal %20'lik bir raf fiyatı artışı ~%10 gelir kaybına işaret edebilir. Tahminlerimize göre bu, değerlememizde kabaca %20 aşağı yönlü etkiye karşılık geliyor. Daha yüksek bir vergi, satın alınabilirlik bozuldukça riski doğrusal olmayan biçimde artırır

Ek 2.

Petrol fiyatı riski yönetilebilir görünüyor. Perakendeciler en güçlü fiyatlamaya esnekliğine sahip; gıda ve içecek üreticileri ise maruziyeti kısmen riskten korunma (hedging) yoluyla hafifletiyor

Jeopolitik gerilimlerin ölçülmesi. Orta Doğu'da tırmanan gerilimler, küresel petrol fiyatlarını yükseltti. FMCG hisselerine aktarım, sanayi şirketlerine kıyasla daha dolaylı. Yine de yüksek petrol fiyatları, sınırlı da olsa, üç maliyet kanalı üzerinden somut bir aktarım taşıyor: gübre fiyatları aracılığıyla tarımsal girdiler, lojistik ve yakıt, ve petrol türevi ambalajlar.

- **CCOLA:** en yüksek duyarlılık; petrol türevi PET ambalaj, SMM'nin ~%25'ini oluşturuyor. Aktif bir riskten korunma programı gerçek maruziyeti büyük ölçüde azaltıyor.
- **ULKER:** maruziyet esas olarak emtia girdileri ve lojistik üzerinden geliyor; petrol türevi ambalaj riskin daha küçük bir kısmı.
- **AEFES:** benzer şekilde yüksek; kıyaslanabilir ambalaj dinamiklerinden kaynaklanıyor ve yine aktif riskten korunmayla destekleniyor. (cam ambalaj hariç)
- **BIMAS, SOKM, MGROS ve TABGD:** çeşitlendirilmiş maliyet yapıları ve düşük maliyetli lojistik modellerini yansıtan kayda değer ölçüde daha düşük maruziyet.

Varsayımsal bir regresyon:

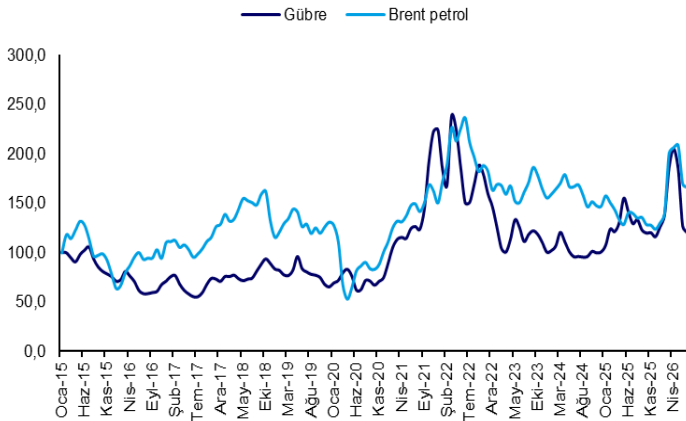
Ham petrolden çiftlik çıkışı girdi maliyetlerine geçmiş aktarımı göstermek için on yıllık bir pencerede iki aşamalı bir regresyon çalıştırdık. Bu çalışma bir tahmin değil, yönseldir:

- Brent ham petrole %10'luk artış → spot üre (gübre) fiyatlarında ~%13 artış.
- Gübre fiyatlarında %10'luk artış → daha geniş TÜİK Tarımsal Girdi Fiyat Endeksi'nde ~%28 artış.

Sektörü, bir petrol fiyatı şokuna karşı genel olarak dirençli görmeyi sürdürüyoruz. En güçlü yansıtma kabiliyetine perakendeciler sahip; CCOLA ve AEFES ise brüt maruziyetlerinin bir kısmını riskten korunmayla dengeliyor. Perakendeciler arasında tarımsal girdilere geçmiş duyarlılığı en yüksek olan MGROS; ancak fiyatlamaya gücü, kâra yansımayı sınırlıyor. Bu nedenle petrolü, sektör için bir tez kırıcı değil, bir marj riski olarak görüyoruz.

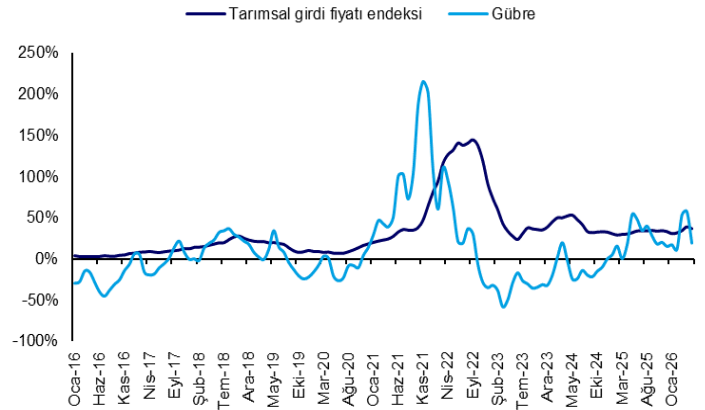
Perakendeciler	Gübre fiyatındaki %10 artış SMM'yi nasıl etkiliyor	R2	P-değeri
BIMAS	34,9%	0,6268	0,00005
MGROS	46,5%	0,2128	0,04684
SOKM	40,6%	0,5160	0,00053

Şekil 22: Gübre ve Brent petrol fiyatları (2015 = 100)



Kaynak: Bloomberg, YKY Araştırma

Şekil 23: Tarımsal girdi fiyatı endeksi ve gübre fiyatı y/y değişim



Kaynak: Bloomberg, TÜİK, YKY Araştırma

Ek 3.

2Ç26 Tahminleri:

İnceleme kapsamımızda olan FMCG şirketleri arasında 2Ç26 için tercih ettiklerimiz: BIMAS ve CCOLA iken AEFES ve ULKER, en zorlu yıllık karşılaştırmalar ve operasyonel baskılarıyla karşı karşıya.

Perakende içinde BIMAS en güçlü farklılaşan tercihimiz. Modelimiz VAFÖK konusunda satışlara kıyasla daha yapıcı; bu da izlenmesi gereken kilit noktayı nominal gelir büyümesi değil, marj performansı yapıyor. Yeni mağaza açılışları ve müşteri trafiğindeki kademeli toparlanmanın gelirleri desteklemesini bekliyoruz; tedarik ve faaliyet gideri verimliliklerinin ise promosyon baskısını kısmen telafi etmesini bekliyoruz. MGROS ve SOKM da güçlü satış büyümesi bekliyoruz; ancak promosyonlar kısa vadeli marj artışını sınırılıyor.

CCOLA, başta Kazakistan ve Özbekistan olmak üzere uluslararası hacimlerde öne çıkıyor. Türkiye'de ise küçük paketlerdeki Nisan fiyat artışı birim gelirleri ve marjları desteklemesini bekliyoruz.

2Ç26 Tahminleri	AEFES	AGHOL	BIMAS	CCOLA	MGROS	SOKM	ULKER
Gelirler	87.049	230.735	219.441	66.924	126.972	85.989	26.064
y/y	2,3%	3,1%	8,4%	5,2%	4,8%	6,5%	-14,4%
q/q	30,3%	16,6%	-3,7%	19,4%	8,6%	5,3%	-28,2%
VAFÖK	17.906	26.330	14.698	13.715	6.704	983	2.474
y/y	13,9%	11,9%	18,1%	16,1%	1,6%	11,9%	-44,5%
q/q	107,5%	77,2%	35,8%	42,5%	18,4%	101,3%	-54,9%
Net Kar	4.146	2.107	5.975	7.446	502	-610	139
y/y	-22,8%	270,4%	67,9%	11,6%	35,2%	31,1%	-85,4%
q/q	92,8%	6,1%	-13,6%	32,9%	-70,6%	-24,3%	-91,8%
VAFÖK marjı	20,6%	11,4%	6,7%	20,5%	5,3%	1,1%	9,5%
y/y puan değişimi	2,1	0,9	0,5	1,9	-0,2	0,1	-5,1
q/q puan değişimi	7,7	3,9	1,9	3,3	0,4	0,5	-5,6
Net Kar marjı	4,8%	0,9%	2,7%	11,1%	0,4%	-0,7%	0,5%
y/y puan değişimi	-1,6	0,7	1,0	0,6	0,1	-0,1	-2,6
q/q puan değişimi	1,5	-0,1	-0,3	1,1	-1,1	0,3	-4,1

Hisse	Yorumlar
AEFES	Hava koşullarının Nisan Mayıs'ta görece kötü olması Türkiye'de hacimler açısından olumsuz anlamda etkili oldu. Haziran ayında bir nebze toparlanma olsa bile hala daha ürün miksi açısından birim fiyat ve marj için baskılayıcı olmaktadır. Uluslararası operasyonlar Türkiye operasyonlarına kıyasla hala daha görece olumlu seyretse de, Gürcistan operasyonları ihracatın yeniden yapılandırılması kaynaklı olumsuz ayrıştı. Bu çeyrekteki pozitif taraf, Türkiye'deki nakit akışının pozitif dönmesidir.
AGHOL	CCOLA ve MGROS tarafından gelen olumlu katkının konsolide finansallar açısından destekleyici olmasını ancak AEFES'teki zayıf ayrışmanın bu pozitif etkiyi bir nebze kompanse etmesini bekliyoruz. Ek olarak, AEFES'teki pozitif dönen nakit yaratımıyla beraber borçluluğun da konsolide bazda bir nebze azalmasını bekleriz.
BIMAS	Şirketin bu çeyrekte 275 mağaza açtığını (mağaza sayısı yıllık %5.5 artış) ve benzer mağaza trafiğinde bir nebze toparlanma ve enflasyonist fiyatlamaya etkisiyle beraber ciroda güçlü büyüme bekliyoruz. Ayrıca, tedarikçilere yapılan erken ödemeler ve Bim halihazırda bilinçli olarak promosyonlardan kaçındığından enflasyonist fiyatlamaya ile beraber VAFÖK marjında yıllık 50 baz puan artış bekliyoruz.
CCOLA	Şirketin yurtiçinde fiyatlamaya ve yurtdışında hacim stratejisine bu çeyrekte de devam edeceğini öngörüyoruz. Bu haliyle, yurtdışında yıllık %13 hacim büyümesi (toplam: %8, Türkiye: -%1) bekliyoruz. Öte yandan, reel olarak konsolide NSG/ÜK'de yıllık %3 daralma (Türkiye: %2, yurtdışı: -%5) öngörüyoruz. Ayrıca, şeker fiyatlarının beklenenden daha iyi seyretmesi marjlar açısından da destekleyici oldu ve VAFÖK marjında yıllık ~200 baz puan iyileşme bekliyoruz.
MGROS	MGROS'un 2Ç26'da 45 adet net yeni mağaza açtığını hesaplıyoruz ve metrekare başına cironun yıllık reel %2,5 artmasını bekliyoruz. Devam eden promosyonların brüt kar marjı açısından baskılayıcı olduğunu ancak, faaliyet giderleri tarafındaki iyileştirmelerle beraber, VAFÖK marjını yıllık bazda yatay seyretmesini bekliyoruz. Taşeron firmadan kadroya geçirilen işçiler ve zam ödemeleri bu çeyrek yapılacağından bir nakit çıkışı olacak. Ancak, 1Ç26'da bunun için zaten karşılık ayrılmıştı.
SOKM	Sok'un 2Ç26'da net 55 mağaza açmasını ve benzer mağaza trafiğinin yatay seyretmesini ve benzer mağaza sepet büyüklüğünün yıllık ~%5 artmasını bekliyoruz (1Ç26'ya göre yatay). Devam eden promosyonlar kaynaklı, VAFÖK marjının yatay seyretmesini bekliyoruz. Ek olarak, stok gün sayısı daha uzun olan ürünlerin satışına öncelik verilmesiyle bu durumun, şirket açısından ~3 milyar TL kadar nakit yaratacağını hesaplıyoruz.
ULKER	Geçen seneki yüksek baz etkisi devam eden Dubai çikolata satışları, bu çeyrekte yıllık büyüme açısından baskı yaratmaya devam ediyor. Bu durumun gelecek çeyreklerde tedricen azalmasını bekliyoruz. Öte yandan, daralan bir Pazar ortamında hala daha satış yapılan ürünlerin stokların 1Y25'te satın alınan stoklardan geliyor. Bu durum marjlar üzerinde baskı yaratmaya devam ediyor.

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.