

TÜRKİYE TÜKETİM SEKTÖRÜ

Aynı oyuncular farklı hikayeler...

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

Şirket Adı	Hisse Kodu	Kapanış Fiyatı	Hedef Fiyat	Getiri Potansiyeli	Öneri	Piyasa Değeri (milyon USD)	Fiili Dolaşım Payı	3 aylık ort. Hacim		F/K		FD/VAFÖK	
								Milyon TL	Milyon USD	2025T	2026T	2025T	2026T
Anadolu Efes Biracılık	AEFES	16,4	25,0	52%	AL	2.255	32%	1.136	27	7,0	5,9	5,3	4,3
Ag Anadolu Grubu Holding	AGHOL	31,1	50,0	61%	AL	1.758	34%	148	3	12,8	7,7	4,0	3,4
Bim Birleşik Mağazalar	BIMAS	619,0	920,0	49%	AL	8.625	68%	3.490	82	17,9	14,5	7,9	5,9
Coca Cola İçecek	CCOLA	62,2	100,0	61%	AL	4.042	25%	402	9	9,3	6,8	6,1	4,9
Mavi Giyim	MAVI	45,0	68,0	51%	AL	830	73%	353	8	12,0	8,2	2,6	2,6
Migros	MGROS	591,5	940,0	59%	AL	2.487	51%	1.334	31	15,4	11,0	3,4	2,6
Şok Marketler Ticaret	SOKM	54,8	84,0	53%	AL	754	51%	334	8	n.m.	21,7	2,8	2,2
Tab Gıda Sanayi	TABGD	227,7	335,0	47%	AL	1.382	20%	174	4	17,2	12,8	5,0	4,3
Ülker	ULKER	118,2	190,0	61%	AL	1.014	39%	594	14	7,1	2,6	3,7	2,8

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

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

YÖNETİCİ ÖZETİ

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

**Asgari ücret artışı
talep için destekleyici
olacak**

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

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

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

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

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

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

Yiyecek ve İçecek şirketleri için özet görüşümüz:

Uluslararası operasyonlar, anlamlı bir tampon görevi görüyor.

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

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

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

Uluslararası büyüme fırsatları, yurtiçindeki zorlukları kompanse ediyor.

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

ULKER: marj gelişimi ve azalan NİS yükü

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

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

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

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

Marjlar büyürken defansif bir tercih olmaya devam ediyor.

Artan marjlarla en hızlı büyüyen gıda perakendecisi.

Operasyonel toparlanma ivme kazanıyor.

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

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

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

Hazır giyim için özet görüşümüz:

Düşen hacimler iyileşen marjlarla telafi edildi.

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

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

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

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

Restoran işletmecileri için özet görüşümüz:

Ölçek ve fiyatlandırma gücü, marj genişlemesini destekliyor.

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

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

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

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

DEĞERLEME ÖZETİ

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

Tablo 1: Hedef fiyatlar ve öneriler

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

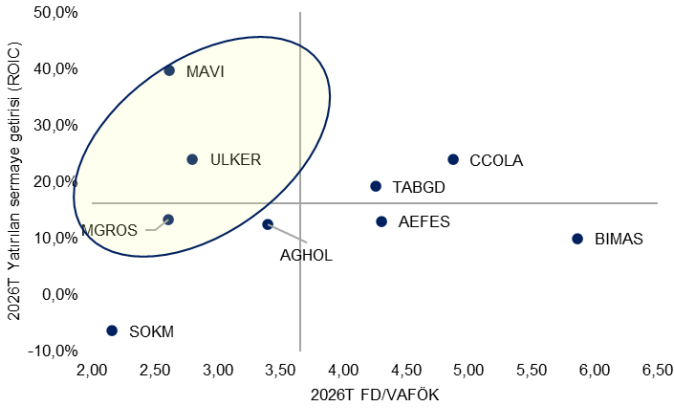
Kaynak: YKY Araştırma (*) 12 Ocak 2026 kapanışları

Tablo 2: Değerleme Özeti

Şirket Adı	Hisse Kodu	Kapanış Fiyatı	Hedef Fiyat	Getiri Potansiyeli	Öneri	Piyasa Değeri (milyon USD)	Fili Dolanım Payı	3 aylık ort. Hacim		F/K		FD/VAFÖK	
								Milyon TL	Milyon USD	2025T	2026T	2025T	2026T
Anadolu Efes Biracılık	AEFES	16,4	25,0	52%	AL	2.255	32%	1.136	27	7,0	5,9	5,3	4,3
Ag Anadolu Grubu Holding	AGHOL	31,1	50,0	61%	AL	1.758	34%	148	3	12,8	7,7	4,0	3,4
Bim Birleşik Mağazalar	BIMAS	619,0	920,0	49%	AL	8.625	68%	3.490	82	17,9	14,5	7,9	5,9
Coca Cola İçecek	CCOLA	62,2	100,0	61%	AL	4.042	25%	402	9	9,3	6,8	6,1	4,9
Mavi Giyim	MAVI	45,0	68,0	51%	AL	830	73%	353	8	12,0	8,2	2,6	2,6
Migros	MGROS	591,5	940,0	59%	AL	2.487	51%	1.334	31	15,4	11,0	3,4	2,6
Şok Marketler Ticaret	SOKM	54,8	84,0	53%	AL	754	51%	334	8	n.m.	21,7	2,8	2,2
Tab Gıda Sanayi	TABGD	227,7	335,0	47%	AL	1.382	20%	174	4	17,2	12,8	5,0	4,3
Ülker	ULKER	118,2	190,0	61%	AL	1.014	39%	594	14	7,1	2,6	3,7	2,8

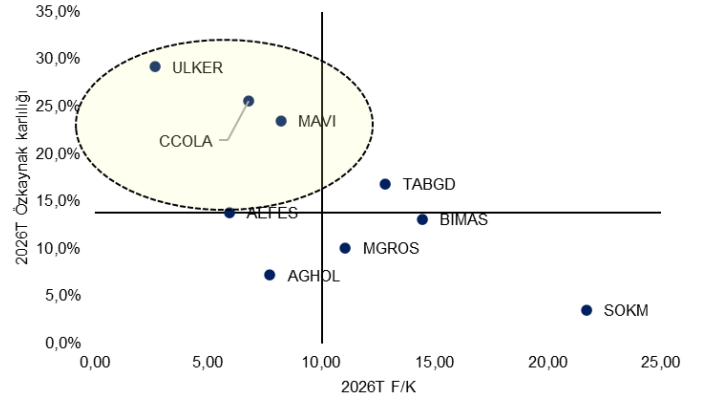
Kaynak: YKY Araştırma

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



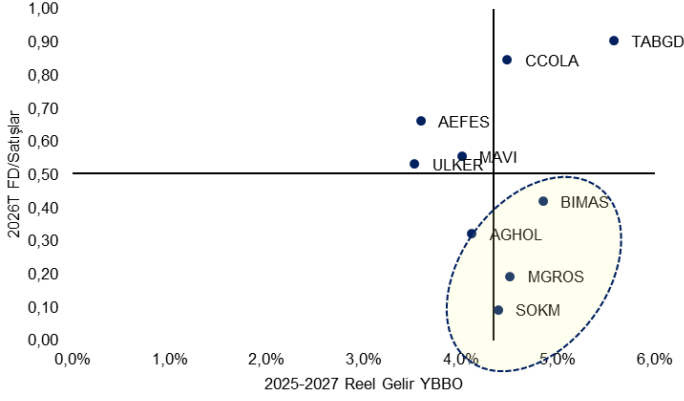
Kaynak: Rasyonet, YKY Araştırma

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



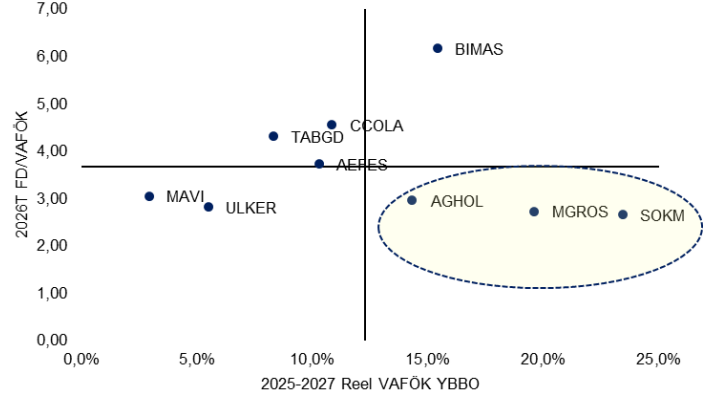
Kaynak: Rasyonet, YKY Araştırma

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



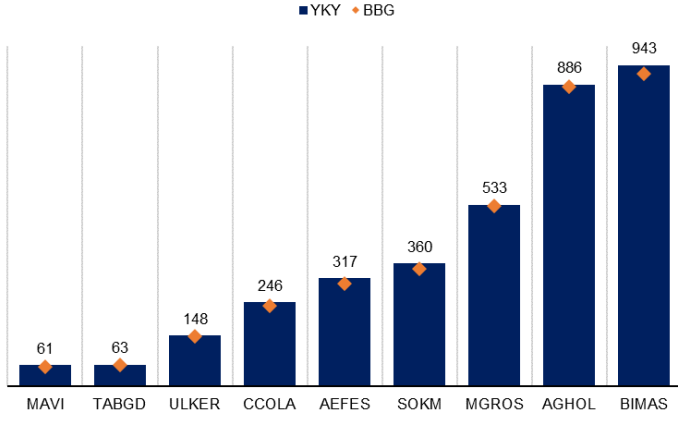
Kaynak: Rasyonet, YKY Araştırma

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



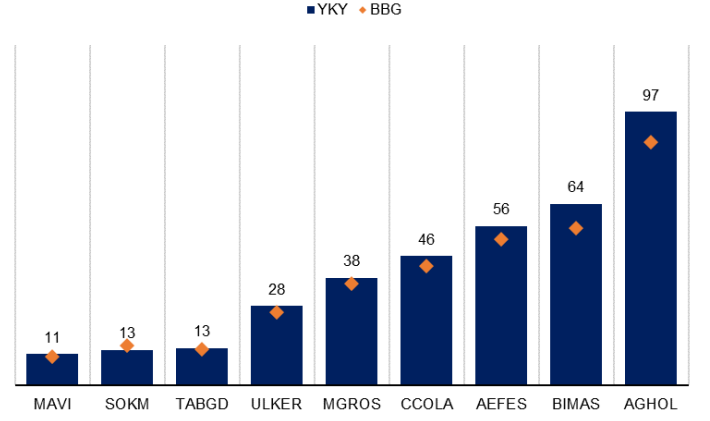
Kaynak: Rasyonet, YKY Araştırma

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



Kaynak: Bloomberg, YKY Araştırma

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



Kaynak: Bloomberg, YKY Araştırma

GENEL GÖRÜNÜM

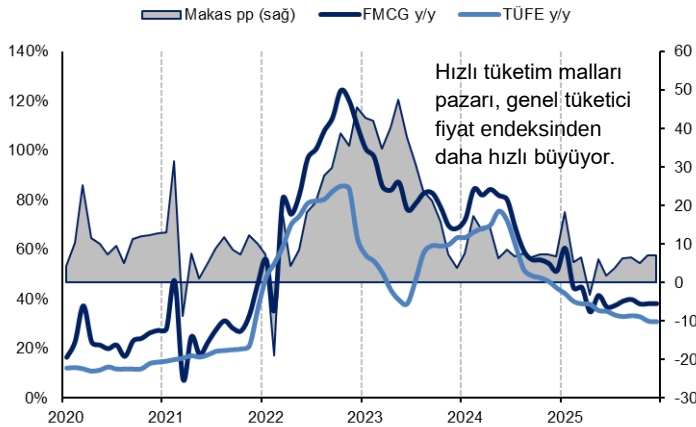
Enflasyona Dayalı Büyümeden Uygulama Odaklı Performansa

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

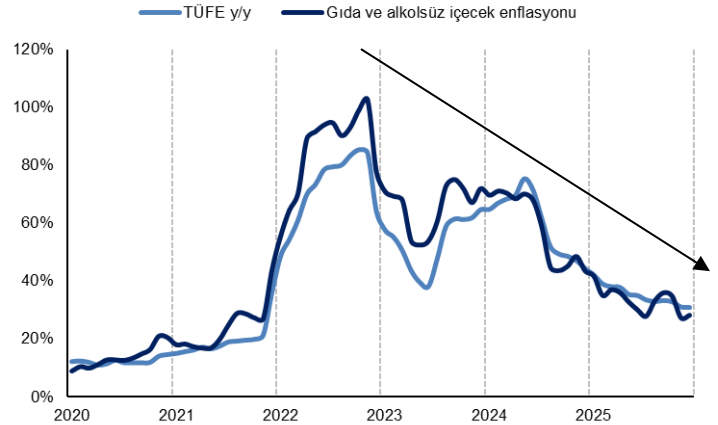
Manşet TÜFE, 2025 yılını %31 ile kapattı ve ortalama %35 oldu. Nielsen verilerine göre, Türkiye'deki alkol ve tütün hariç hızlı tüketim malları (FMCG) pazarı aynı dönemde yıllık ~%40 büyüyerek enflasyonu önemli ölçüde geride bıraktı. Büyüme, ağırlıklı olarak %57,6'lık yıllık büyüme kaydeden modern süpermarketler (400-1.000 m²) tarafından geldi ve modern kanalın pazar payındaki sürekli artışını vurguladı. Buna karşılık, bakkallar makroekonomik ortamdan en olumsuz etkilenenler oldu. Bakkal gelirleri 2025'te yıllık %30 arttı ve genel enflasyonun gerisinde kaldı; bunu büyük ölçüde organize perakendecilerin üstün pazarlık gücüne, ölçek avantajlarına ve lojistik ağlarına bağlıyoruz. Aynı dönemde, gıda ve alkolsüz içecek enflasyonu ortalama yıllık %33 arttı ve genel TÜFE'den 2 puan daha yüksek oldu.

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

Şekil 7: Türkiye FMCG pazarı ve TÜFE yıllık büyüme

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

Şekil 8: Gıda ve manşet enflasyon



Kaynak: TUIK, YKY Araştırma

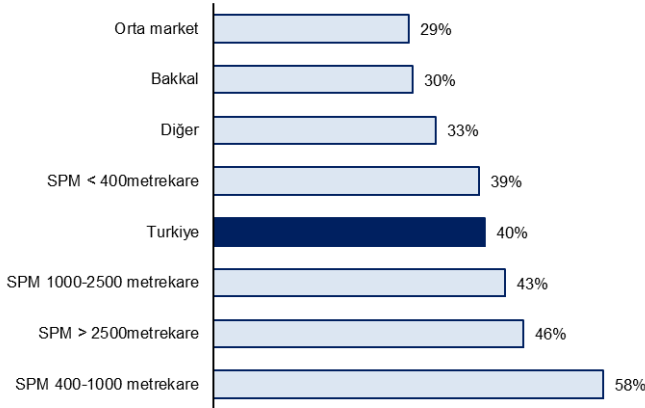
Modern Formatlar ve Temel Ürünler Talebi Yakalamaya Devam Ediyor

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

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

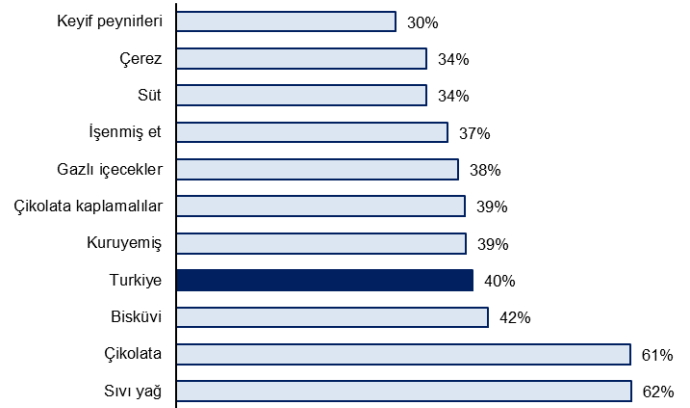
400-1.000 metrekarelik süpermarket segmentinin üstün performansını öncelikle, makro baskılar karşısında talebin daha dirençli olduğunu kanıtlayan yüksek gelirli tüketiciler arasında daha güçlü bir çekiciliğe ve daha sadık, tekrarlayan bir müşteri tabanına bağlıyoruz. Bizim görüşümüze göre, bu kanal ayrıca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

Şekil 9: Kanala göre FMCG büyümesi



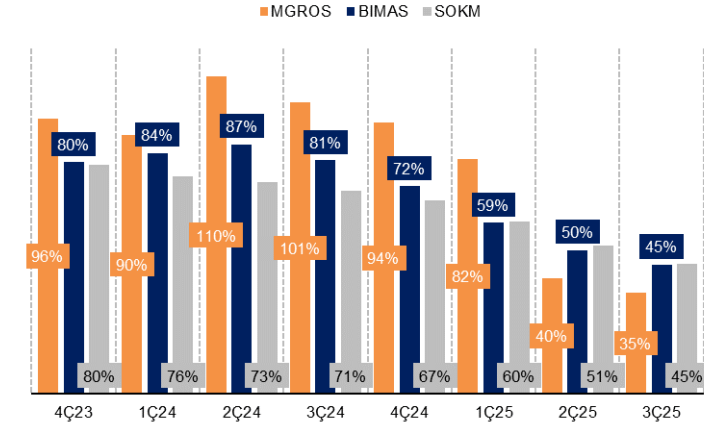
Kaynak: [Retail Türkiye](#) aracılığıyla Nielsen verisi, YKY Araştırma

Şekil 10: FMCG Ürün gelirleri büyümesi



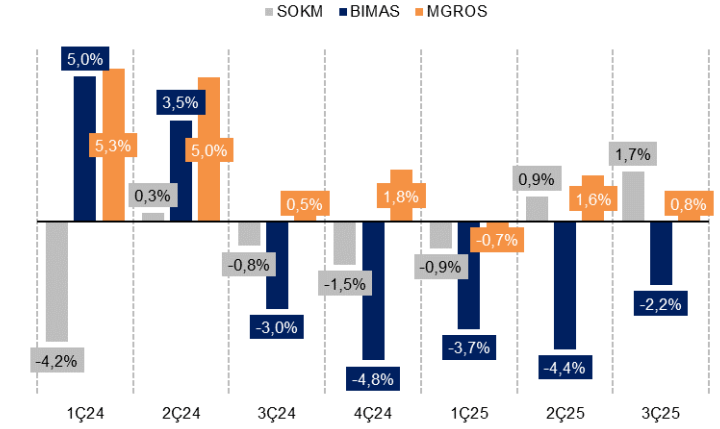
Kaynak: [Retail Türkiye](#) aracılığıyla Nielsen verisi, YKY Araştırma

Şekil 11: Gıda perakendecilerinin son 12 aylık gelir büyümesi



Kaynak: Şirket finansalları, YKY Araştırma

Şekil 12: Çeyreklik benzer mağaza trafik büyümesi



Kaynak: Şirketler, YKY Araştırma

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

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

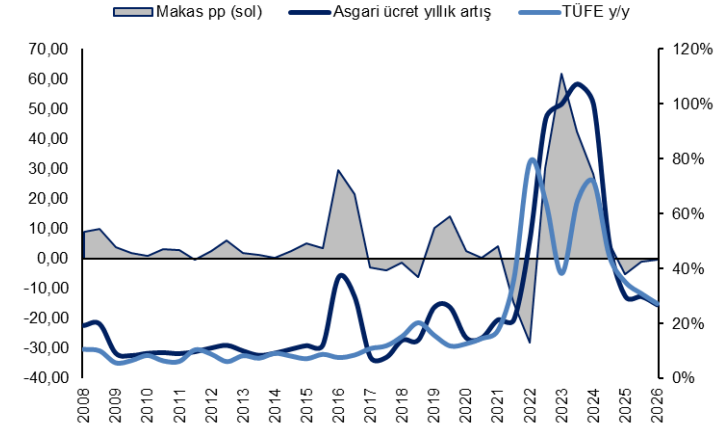
Bu bağlamda, artan harcanabilir gelirin hem ev dışı tüketimi hem de markalı yiyecek ve içecek talebini destekleyeceği göz önüne alındığında, TABGD ve yiyecek-içecek üreticilerinin (CCOLA, ULKER, AEFES) başlıca faydalanıcılar olmasını bekliyoruz. Ancak gıda perakendecileri için kısa vadeli etki daha karmaşık.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

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

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

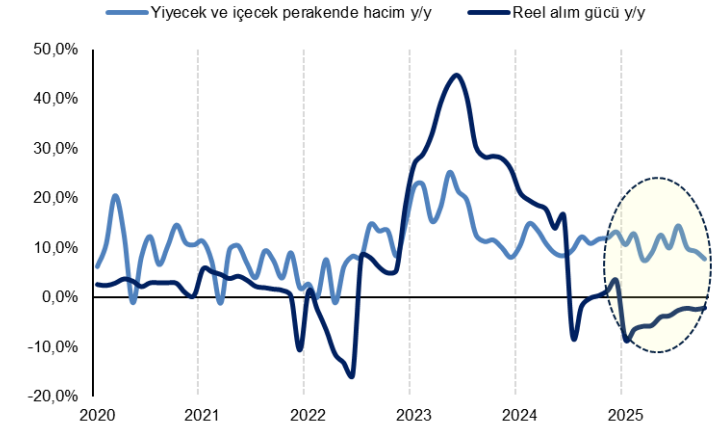
yansıtıyor; yani, temel olmayan kategorilerde geniş tabanlı bir toparlanmayı göstermiyor.

Şekil 13: Asgari ücret artışı ve TÜFE



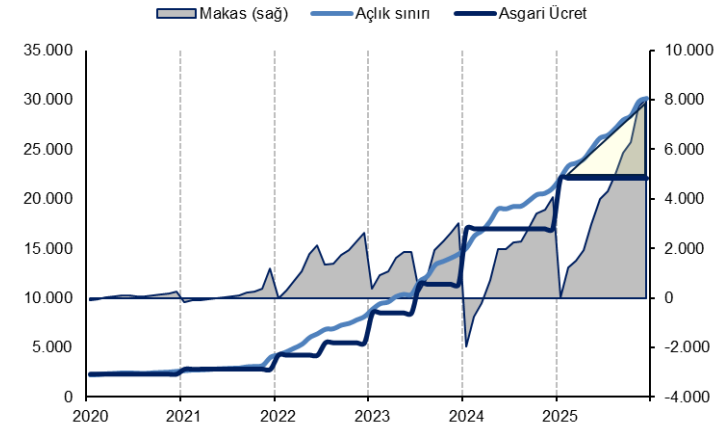
Kaynak: TÜİK, YKY Araştırma

Figure 14: Gıda perakende satış hacmi ve reel alım gücü



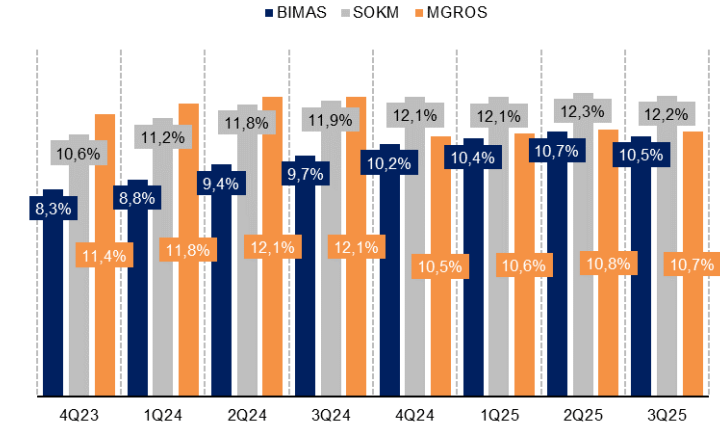
Kaynak: TÜİK, YKY Araştırma

Şekil 15: Asgari ücret ve açlık sınırı



Kaynak: Türkiye işçi sendikaları konfederasyonu, YKY Araştırma

Şekil 16: Personel giderleri/Gelirler



Kaynak: Şirket finansalları, YKY Araştırma

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

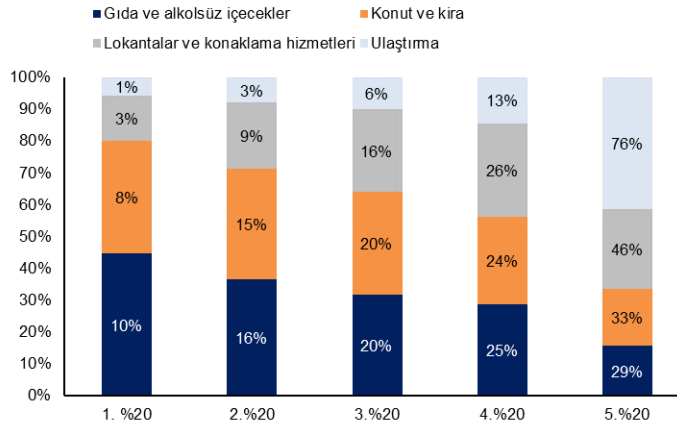
Kira enflasyonu, hane halkı talebini kısıtlayan en önemli faktör olarak ortaya çıktı. 2025'te kira enflasyonu ortalama %78 civarında seyrederek, ortalama %35 olan genel TÜFE'yi önemli ölçüde geride bıraktı. TÜİK'in Haziran 2025 (2024 verileri) hane halkı tüketim anketine göre, kira harcamalarının payı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

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

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

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

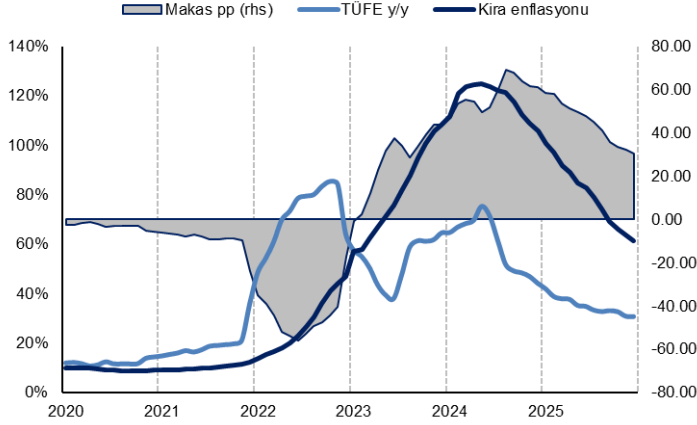
Şekil 17: Gelir gruplarına göre hane halkı tüketimi



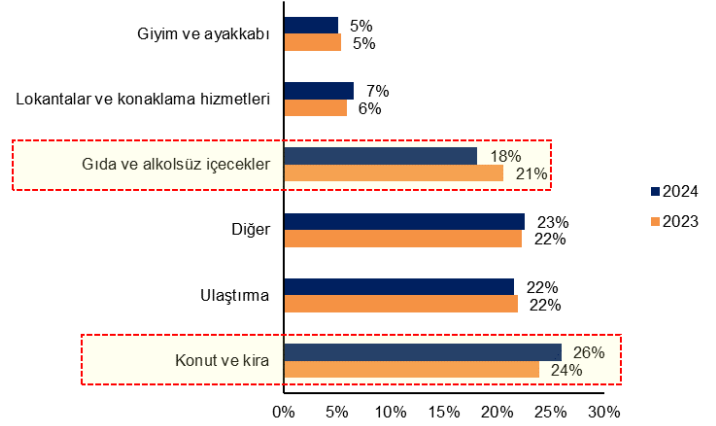
Kaynak: TUIK, YKY Araştırma

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

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

Şekil 18: Kira ve manşet TÜFE

Kaynak: TUIK, YKY Araştırma

Şekil 19: Hane halkı tüketiminin dağılımı

Kaynak: TUIK, YKY Araştırma

Turizm: Hacim için bir tampon görevi görüyor

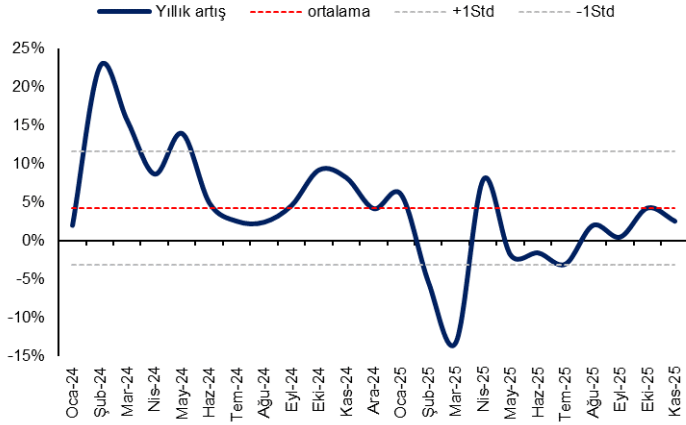
Turizmdeki toparlanma, içecek talebine seçici bir destek sağlıyor. Turist sayıları 11A25'te genel olarak yatay kaldı ve bu durum büyük ölçüde 1Ç25'deki zayıflıktan kaynaklanıyor. Bununla birlikte, 3Ç25'te turist sayılarındaki toparlanma, özellikle Coca-Cola İçecek (CCI) ve Anadolu Efes gibi içecek üreticilerinin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

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

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

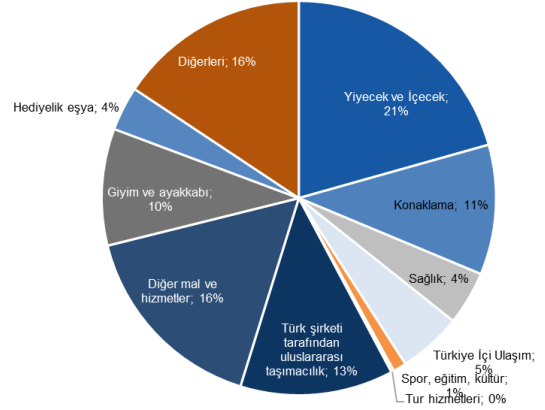
Bununla birlikte, turizm hacimleri desteklemeye devam etse de, güçlü TL nedeniyle reel gelir büyümesinin baskı altında kalması muhtemeldir; bu durum fiyat esnekliğini sınırlamakta ve döviz kuruna bağlı gelir artışını kısıtlamaktadır. Bu bağlamda, turizm bir büyüme motoru olmaktan ziyade bir tampon görevi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

Şekil 20: Turist sayılarındaki yıllık artış



Kaynak: İstanbul kültür ve turizm bakanlığı, YKY Araştırma

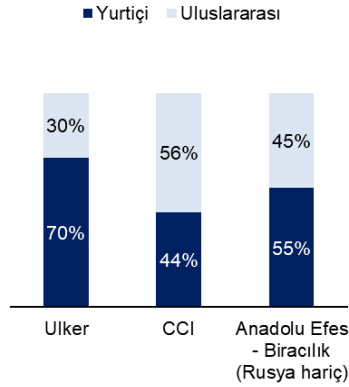
Şekil 21: Turistlerin harcamaları



Kaynak: TUIK, YKY Araştırma

Uluslararası pazarlar: Üreticiler için ana itici güç

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



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

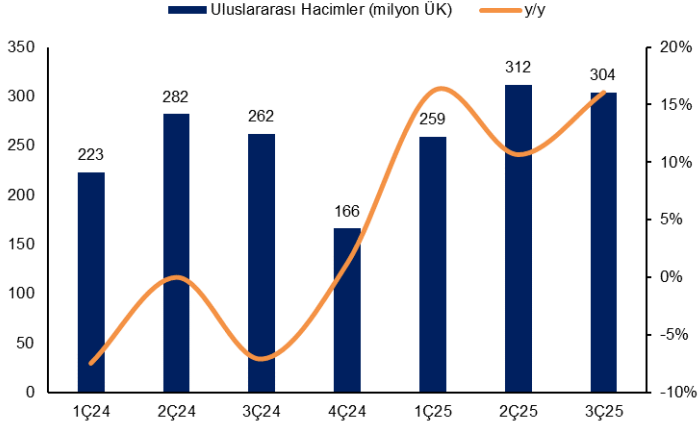
Aşağıda, IMF projeksiyonlarına dayanarak, üreticilerin faaliyet gösterdiği coğrafyalar için uzun vadeli makro görünümü sunuyoruz (Tablo 3). Buna göre, üreticiler için modellerimizde IMF'in makroekonomik tahminlerini baz aldık.

Tablo 3: Ülke Kartı

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

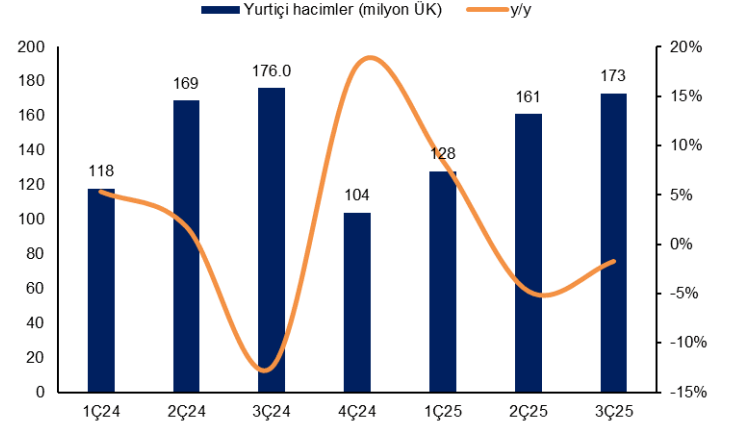
Kaynak: IMF, YKY Araştırma

Şekil 22: CCI Uluslararası hacimler



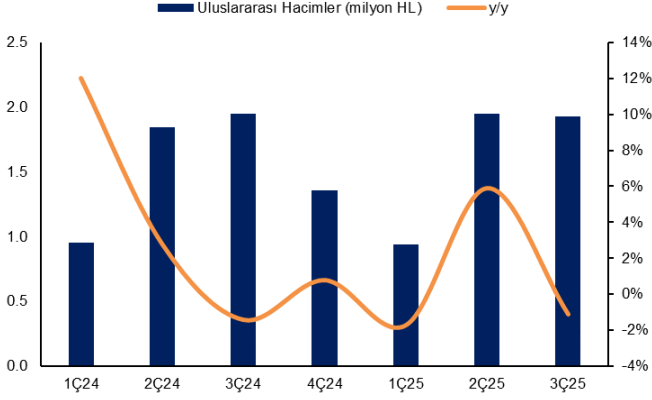
Kaynak: Şirket, YKY Araştırma

Şekil 23: CCI Yurtiçi hacimler



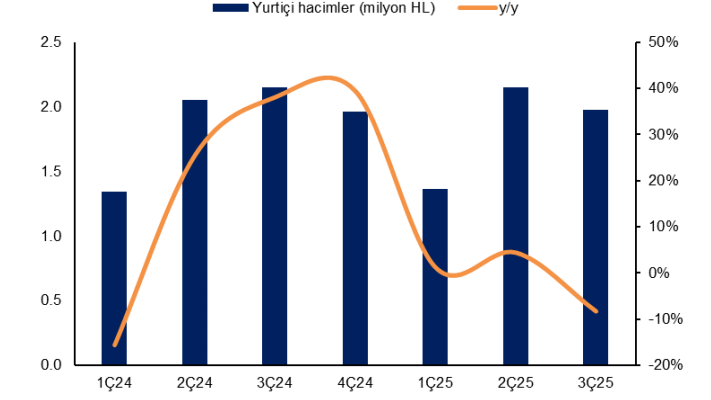
Kaynak: Şirket, YKY Araştırma

Şekil 24: Anadolu Efes uluslararası hacimler (Rusya hariç)



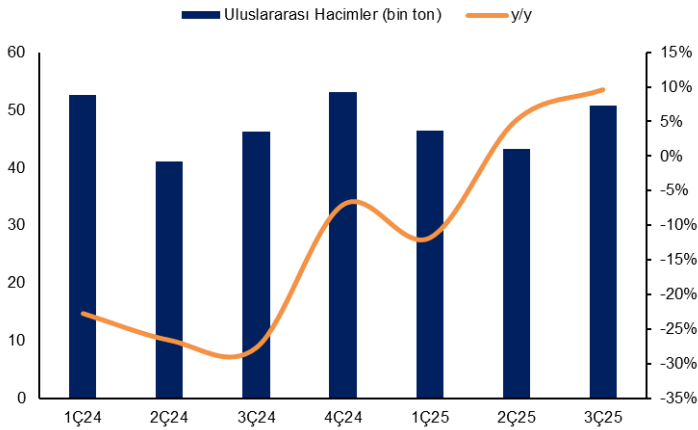
Kaynak: Şirket, YKY Araştırma

Şekil 25: Anadolu Efes Yurtiçi hacimler



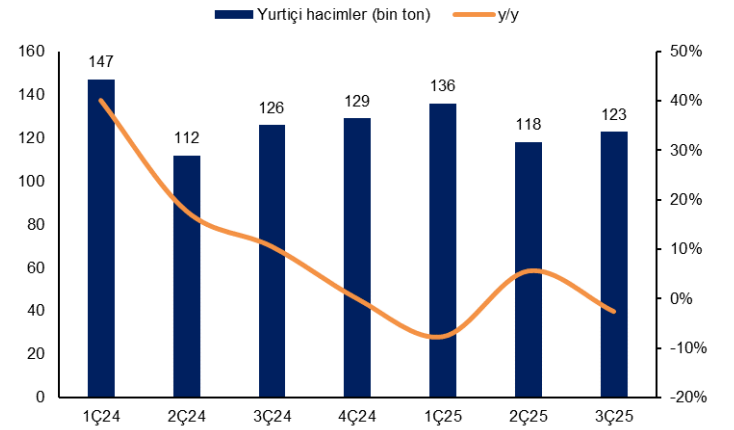
Kaynak: Şirket, YKY Araştırma

Şekil 26: Ulker Uluslararası hacimler



Kaynak: Şirket, YKY Araştırma

Şekil 27: Ulker Yurtiçi hacimler



Kaynak: Şirket, YKY Araştırma

EK 1. Brüt Kar Marjlarının Küresel Gıda Fiyatlarına Duyarlılığı

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

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

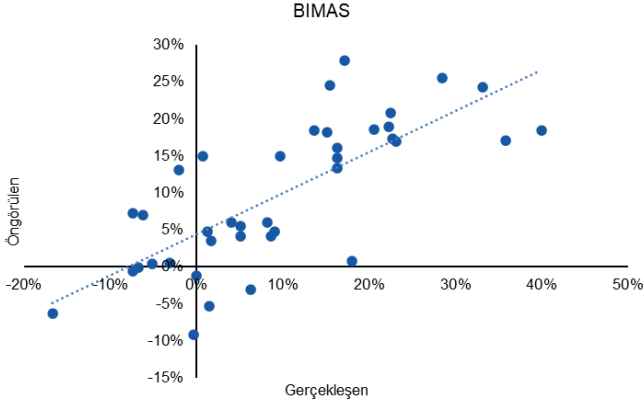
Hatırlatmak gerekirse, muhasebe uygulamaları çoğu zaman gerçek durumu yeterince yansıtmaz. Analizlerimizin şirketlerin UFRS raporlarından türetildiğine ve bu raporlarda mevcut olabilecek eksiklikleri dikkate almanın faydalı olduğuna inanıyoruz.

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

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

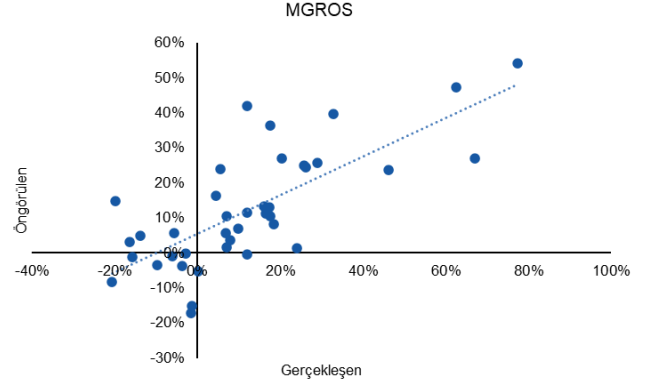
Genel olarak, bu çalışmayı kesin bir tahmin aracı olmaktan ziyade yönlendirici bir araç olarak görüyoruz; bu da şirketleri girdi maliyeti dalgalanmalarına yapısal olarak maruz kalmaları ve döngü boyunca marj baskılarını yönetme yetenekleri temelinde ayırt etmemize yardımcı oluyor.

Şekil 28: BIMAS gerçekleşen maliyet değişimi ve öngörülen



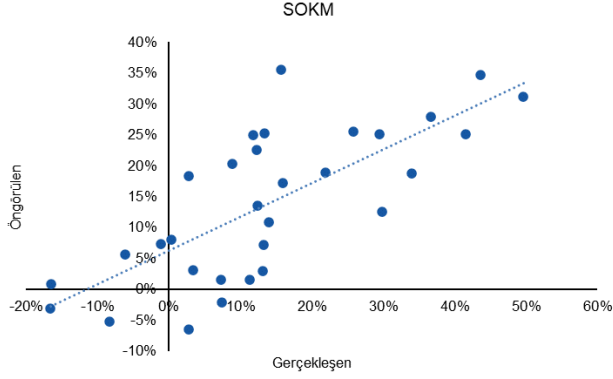
Kaynak: Bloomberg, Şirket, YKY Araştırma

Şekil 29: MGROS gerçekleşen maliyet değişimi ve öngörülen



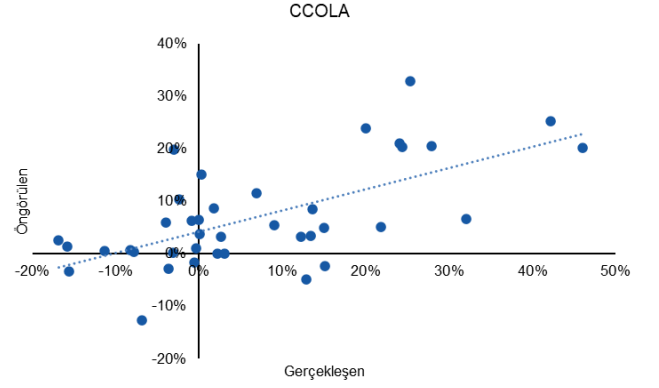
Kaynak: Bloomberg, Şirket, YKY Araştırma

Şekil 30: SOKM gerçekleşen maliyet değişimi ve öngörülen



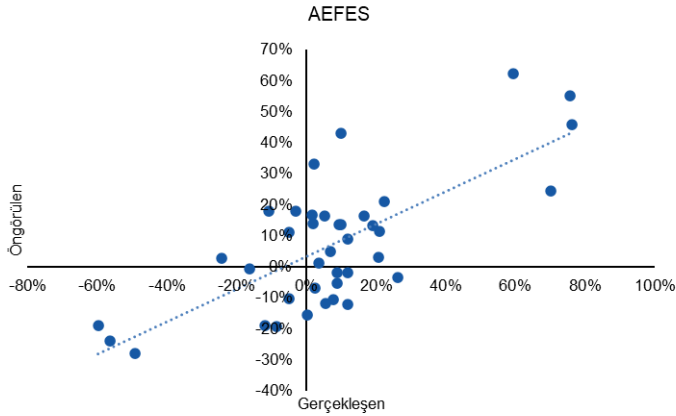
Kaynak: Bloomberg, Şirket, YKY Araştırma

Şekil 31: CCOLA gerçekleşen maliyet değişimi ve öngörülen



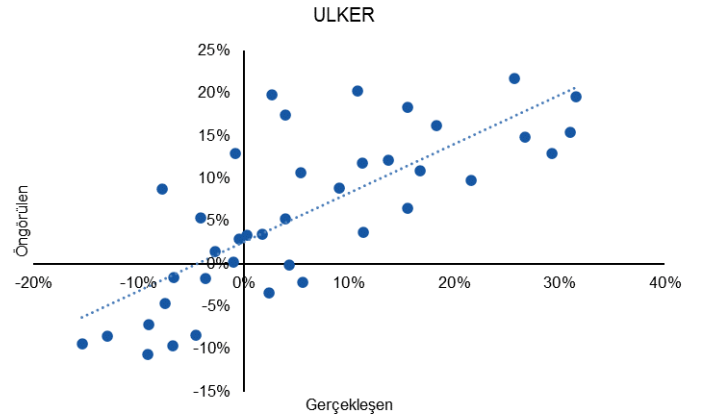
Kaynak: Bloomberg, Şirket, YKY Araştırma

Şekil 32: AEFES gerçekleşen maliyet değişimi ve öngörülen



Kaynak: Bloomberg, Şirket, YKY Araştırma

Şekil 33: ULKER gerçekleşen maliyet değişimi ve öngörülen



Kaynak: Bloomberg, Şirket, YKY Araştırma

ANADOLU EFES

Köpük yok, kanıt var

Anadolu Efes için AL tavsiyemizi koruyor ve 12 aylık hedef fiyatımızı 25TL/hisse olarak revize ediyoruz (önceki: 29,7 TL). Rusya operasyonlarına geçici yönetim atamasının ardından hisse, son bir yılda BIST-100'ün %23 gerisinde performans gösterdi. 2026'da karmaşık bir tablo görüyoruz. Yurt içinde satın alma gücünde toparlanmaya dair sinyaller görülse de değişen tüketici tercihleri ve yüksek promosyon yoğunluğu fiyatlar üzerinde baskı yaratmaya devam ediyor. Rusya'dan nakit girişinin kesilmesi ve Türkiye operasyonlarının işletme sermayesi ihtiyacının, yüksek faiz ortamına denk gelmesi eş zamanlı olduğundan yurt içi nakit akışı olumsuz etkilendi. Rusya'nın konsolidasyon dışı kalması ölçeği azaltmış olsa da şirketin mevcut faaliyet alanlarında gizli değer barındırdığı görüşündeyiz. Bununla birlikte, Rusya hikâyesine ilişkin netlik, anlamlı bir yeniden değerlendirme için kritik önem taşımaya devam ediyor. 2026 tahminlerimize göre hisse, 4,3x FD/VAFÖK ile işlem görmekte olup, mevcut risk-getiri dengesi dikkate alındığında bu seviyeyi genel olarak makul buluyoruz.

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

Konsolide Finansallar ve Çarpanlar

(milyon TL)*	2024	Δ	2025T	Δ	2026T	Δ	2027T	Δ
Net satışlar	231.354	0%	244.373	-19%	316.861	5%	384.070	3%
VAFÖK	38.191	-2%	39.392	-21%	56.240	15%	70.187	5%
Net Kar	13.117	-59%	13.339	-22%	16.323	2%	19.634	6%
F/K (x)	8,9		7,0		5,9		4,9	
FD/VAFÖK (x)	5,9		5,3		4,3		3,6	
FD/Satış (x)	1,0		0,9		0,8		0,7	
Hisse Başına Kar (TL)	22,2		2,3		2,8		3,3	
Temettü Verimi (*)	0,9%		0,8%		2,1%		2,6%	
Serbest Nakit Akış Verimi	11,7%		-1,3%		0,8%		28,4%	

(*) Bakıyeleri ilgili dönemin dönem sonu TÜFE'sine endeksli

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

Kaynak: Şirket Finansalları, YKY Araştırma

ANADOLU
EFES

Öneri

AL

Hedef Fiyat

TL25,00

Potansiyel Getiri

52%

Fiyat Bilgileri

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

Fiyat Aralığı (Yüksek / Düşük) (TL)

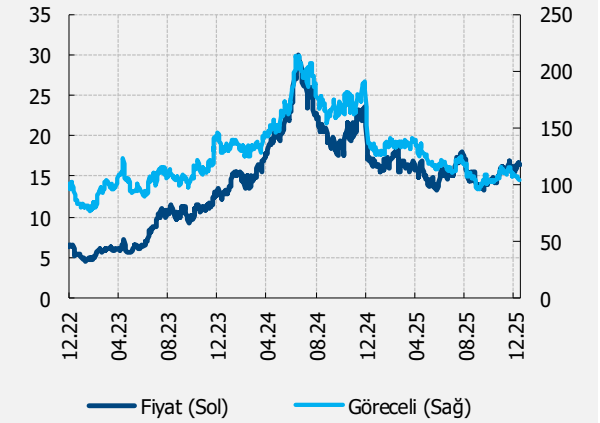
1 Aylık	16,83 / 15,58
1 Yıllık	18,84 / 13,27
Sene başından itibaren	16,60 / 15,71

Performans (TL)

Nominal

Göreceli

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



12 Ocak 2026 tarihi ile güncellenmiştir.

Göreceli performanslar BIST-100 Getiri Endeksine göre hesaplanmıştır

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

Eren Ercis

eren.ercis@ykyatirim.com.tr

+90 212 319 83 66

Mustafa Görkem Göker

gorkem.goker@ykyatirim.com.tr

+90 212 319 79 49

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

Kaynak: Şirket Finansalları, YKY Araştırma

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

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

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

Şirket Tanımı

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

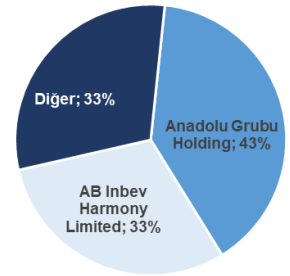
Şirket, 12 ülkeye hizmet veren ve en büyük on Coca-Cola şişeleme şirketinden biri olan Coca-Cola İçecek'in %50,3'üne sahiptir. Alkolsüz içecek faaliyetleri konsolide net satışların yaklaşık %75'ini, bira faaliyetleri ise %25'ini oluşturmaktadır.

Potansiyel katalistler ve riskler

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

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

Ortaklık Yapısı



Değerleme

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

Şekil 1: YKY-AEFES Değerleme Özeti / TMS29 Öncesi

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

Kaynak: YKY Araştırma

ANADOLU GRUBU HOLDING

Göründüğünden daha fazlası var

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

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

Konsolide Finansallar ve Çarpanlar

(milyon TL)*	2024	Δ	2025T	Δ	2026T	Δ	2027T	Δ
Net satışlar	563.783	4%	680.756	-8%	886.039	5%	1.080.732	3%
VAFÖK	56.370	14%	67.528	-9%	96.533	16%	129.277	13%
Net Kar	5.181	-82%	5.375	-21%	9.825	48%	18.947	63%
F/K (x)	14,9		12,8		7,7		4,0	
FD/VAFÖK (x)	4,8		4,0		3,4		2,8	
FD/Satış (x)	0,5		0,4		0,4		0,3	
Hisse Başına Kar (TL)	21,3		2,2		4,0		7,8	
Temettü Verimi (*)	0,9%		1,8%		1,7%		3,1%	
Serbest Nakit Akış Verimi	31,3%		1,0%		25,8%		39,5%	

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

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

Kaynak: Şirket Finansallar, YKY Araştırma



ANADOLU GRUBU

AL

Öneri

Hedef Fiyat

TL50,00

Potansiyel Getiri

61%

Fiyat Bilgileri

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

Fiyat Aralığı (Yüksek / Düşük) (TL)

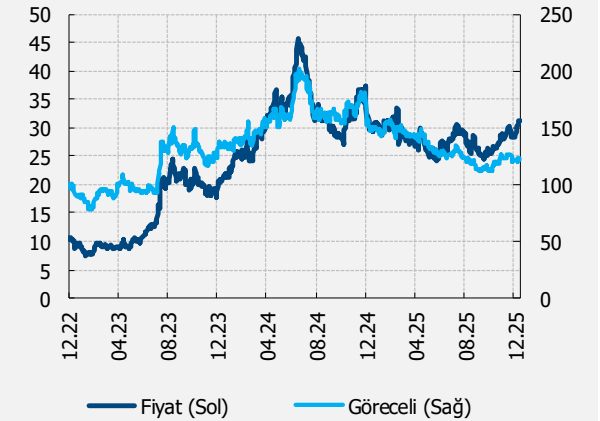
1 Aylık	31,26 / 28,18
1 Yıllık	33,49 / 24,30
Sene başından itibaren	31,26 / 28,70

Performans (TL)

Nominal

Göreceli

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



12 Ocak 2026 tarihi ile güncellenmiştir.

Göreceli performanslar BIST-100 Getiri Endeksine göre hesaplanmıştır

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

Eren Ercis

eren.ercis@ky Yatirim.com.tr

+90 212 319 83 66

Mustafa Görkem Göker

gorkem.goker@ky Yatirim.com.tr

+90 212 319 79 49

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

Kaynak: Şirket Finansalları, YKY Araştırma

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

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

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

Sirket Tanımı

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

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

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

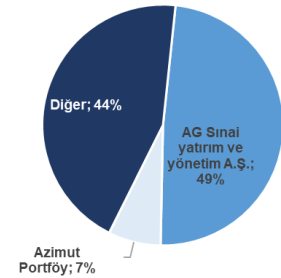
Grup ayrıca Türkiye'nin ilk büyük elektrikli otomobil üreticisi olan TOGG'da %23 hisseye sahiptir.

Potansiyel katalistler ve riskler

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

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

Ortaklık Yapısı



Değerleme

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

Figure 1: YKY-AGHOL Valuation Summary / PreIAS29

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

Kaynak: YKY Araştırma

BİM

Trafik toparlanması

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

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

Konsolide Finansallar ve Çarpanlar

(milyon TL)*	2024	Δ	2025T	Δ	2026T	Δ	2027T	Δ
Net satışlar	519.567	10%	716.884	5%	942.602	6%	1.154.341	3%
VAFÖK	22.558	14%	42.377	43%	64.112	22%	82.712	9%
Net Kar	18.587	-17%	17.393	-29%	25.641	19%	37.974	25%
F/K (x)	15,3		17,9		14,5		9,8	
FD/VAFÖK (x)	13,5		7,9		5,9		4,2	
FD/Satış (x)	0,6		0,5		0,4		0,3	
Hisse Başına Kar (TL)	30,6		29,0		42,7		63,3	
Temettü Verimi (*)	1,7%		2,5%		2,1%		2,5%	
Serbest Nakit Akış Verimi	5,0%		9,0%		8,4%		11,8%	

(*) Bakıyeller ilgili dönemin dönem sonu TÜFE'sine endeksli

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

Kaynak: Şirket Finansallar, YKY Araştırma



Öneri

AL

Hedef Fiyat

TL920,00

Potansiyel Getiri

49%

Fiyat Bilgileri

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

Fiyat Aralığı (Yüksek / Düşük) (TL)

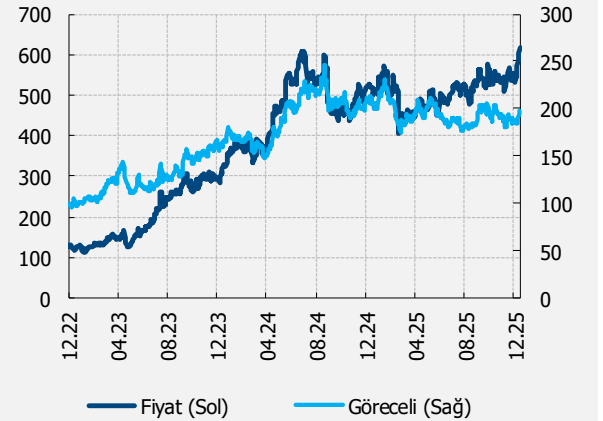
1 Aylık	619,00 / 530,00
1 Yıllık	619,00 / 404,39
Sene başından itibaren	619,00 / 536,50

Performans (TL)

Nominal

Göreceli

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



12 Ocak tarihi ile güncellenmiştir.

Göreceli performanslar BIST-100 Getiri Endeksine göre hesaplanmıştır

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

Eren Ercis

eren.ercis@ykyatirim.com.tr

+90 212 319 83 66

Mustafa Görkem Göker

gorkem.goker@ykyatirim.com.tr

+90 212 319 79 49

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

Kaynak: Şirket Finansalları, YKY

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

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

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

Sirket Tanımı

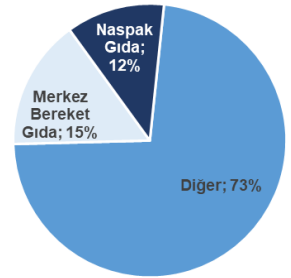
BİM, 1995 yılında Türkiye'de Alman Aldi'ye büyük ölçüde benzeyen indirimli satış modelini uygulayan ilk market zinciri olarak faaliyetlerine başladı ve şu anda gelir açısından Türkiye'nin en büyük perakendecisi ve en geniş ikinci mağaza ağına sahip. Şirketin Fas ve Mısır'da da varlığı bulunuyor. BİM,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

Potansiyel riskler ve katalistler

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

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

Ortaklık Yapısı



Değerleme

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

Şekil 1: YKY- BİMAS İNA Tablosu / TMS29 Öncesi

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

Kaynak: YKY Araştırma

COCA COLA ICECEK

Hala Büyüme Yolunda

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

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

Konsolide Finansallar ve Çarpanlar

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

(*) Bakıyeller ilgili dönemin dönem sonu TÜFE'sine endeksli

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

Kaynak: Şirket Finansallar, YKY Araştırma



Öneri

AL

Hedef Fiyat

TL100,00

Potansiyel Getiri

61%

Fiyat Bilgileri

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

Fiyat Aralığı (Yüksek / Düşük) (TL)

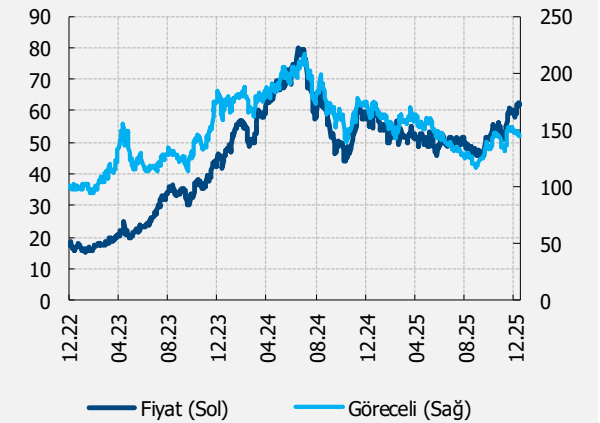
1 Aylık	62,45 / 58,05
1 Yıllık	62,45 / 45,50
Sene başından itibaren	62,45 / 58,80

Performans (TL)

Nominal

Göreceli

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



28 Temmuz 2025 tarihi ile güncellenmiştir.

Göreceli performanslar BIST-100 Getiri Endeksine göre hesaplanmıştır

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

Eren Ercis

eren.ercis@ykyatirim.com.tr

+90 212 319 83 66

Mustafa Görkem Göker

gorkem.goker@ykyatirim.com.tr

+90 212 319 79 49

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

Kaynak: Şirket Finansalları, YKY

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

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

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

Sirket Tanımı

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

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

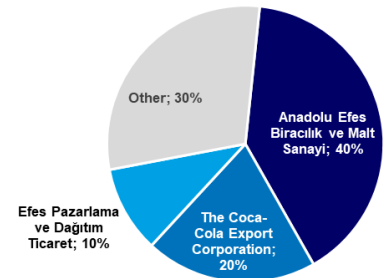
2025 yılının 2. çeyreği sonunda, toplam satış hacmindeki yurtiçi ve yurtdışı operasyonların payları sırasıyla %34 ve %66'dır. 2025 yılının ilk 9 ayı sonunda, toplam satış hacmindeki gazlı içecek kategorisinin payı yaklaşık %80, durgun ve su kategorilerinin payı ise yaklaşık %10'dur.

Potansiyel katalist ve riskler

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

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

Ortaklık Yapısı



Değerleme

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

Şekil 1: YKY- CCOLA İNA Tablosu / TMS29 Öncesi

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

Source: YKY Research

MAVI GIYIM

Disiplin karşılığını verir.

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

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

Konsolide Finansallar ve Çarpanlar

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

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

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

Kaynak: Şirket Finansalları, YKY Araştırma

mavi

Öneri

AL

Hedef Fiyat

TL68,00

Potansiyel Getiri

51%

Fiyat Bilgileri

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

Fiyat Aralığı (Yüksek / Düşük) (TL)

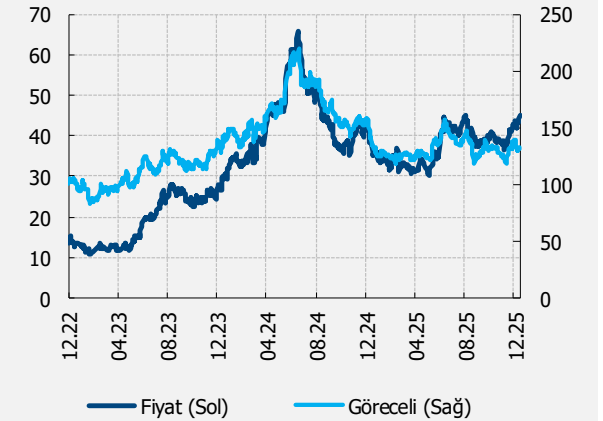
1 Aylık	45,00 / 39,12
1 Yıllık	45,00 / 30,30
Sene başından itibaren	45,00 / 41,88

Performans (TL)

Nominal

Göreceli

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



12 Ocak 2026 tarihi ile güncellenmiştir.

Göreceli performanslar BIST-100 Getiri Endeksine göre hesaplanmıştır

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

Eren Ercis

eren.ercis@ykyatirim.com.tr

+90 212 319 83 66

Mustafa Görkem Göker

gorkem.goker@ykyatirim.com.tr

+90 212 319 79 49

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

Kaynak: Şirket Finansalları, YKY

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

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

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

Sirket Tanımı

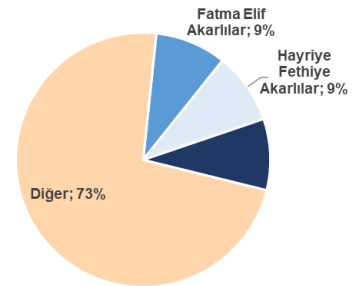
Mavi, uluslararası bir unisex giyim ve aksesuar markasıdır. Şirket, tasarımını kendi bünyesinde yaptığı ve üretimini dışarıdan yaptırdığı ürünlerini, çoğunlukla perakende mağazaları aracılığıyla, ancak toptan satış ve e-ticaret kanalları üzerinden de son kullanıcılara satmaktadır. Mavi'nin konsolide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

Potansiyel katalistler ve riskler

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

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

Ortaklık Yapısı



Değerleme

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

Şekil 1: YKY- MAVI İNA Tablosu / TMS29 öncesi

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

Kaynak: YKY Araştırma

MIGROS

Sağlam yapısıyla, performans odaklı

Migros için 12 aylık 940TL/hisse hedef fiyatla “AL” önerimizi sürdürüyoruz. Migros'un, mevcut dinamiklerden gıda perakendeciliği alanındaki önemli bir faydalanıcı olduğuna inanıyoruz; bu durum şu faktörlerle destekleniyor: (i) geniş tabanlı talep direnci, (ii) yapısal olarak büyüyen çevrimiçi iş modeli ve (iii) devam eden maliyet optimizasyon girişimleri. Önümüzdeki üç yıl içinde, %5'lik reel gelir YBBO'su, ~%8'lik VAFÖK marjı ve ~%15'lik yatırılan sermaye getirisi (ROIC) öngörüyoruz. Hisse güncel olarak 2026 tahminlerimize göre 2,6x FD/VAFÖK ve 11,0x F/K çarpanlarından işlem görüyor ve hissenin son bir yılda BIST100 endeksinin %11 altında performans göstermesinin ardından, mevcut seviyeleri cazip buluyoruz.

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

Konsolide Finansallar ve Çarpanlar

(milyon TL)*	2024	Δ	2025T	Δ	2026T	Δ	2027T	Δ
Net satışlar	293.780	12%	408.209	6%	533.313	6%	652.887	3%
VAFÖK	15.796	248%	26.874	30%	37.996	14%	56.285	25%
Net Kar	6.340	-50%	5.929	-29%	9.693	32%	19.969	74%
F/K (x)	13,5		15,4		11,0		5,4	
FD/VAFÖK (x)	4,9		3,4		2,6		1,5	
FD/Satış (x)	0,3		0,2		0,2		0,1	
Hisse Başına Kar (TL)	35,0		32,7		53,5		110,3	
Temettü Verimi (*)	2,1%		2,1%		1,7%		2,7%	
Serbest Nakit Akış Verimi	21,1%		8,5%		15,4%		21,6%	

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

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

Kaynak: Şirket Finansalları, YKY Araştırma

MiGROS

Öneri

AL

Hedef Fiyat

TL940,00

Potansiyel Getiri

59%

Fiyat Bilgileri

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

Fiyat Aralığı (Yüksek / Düşük) (TL)

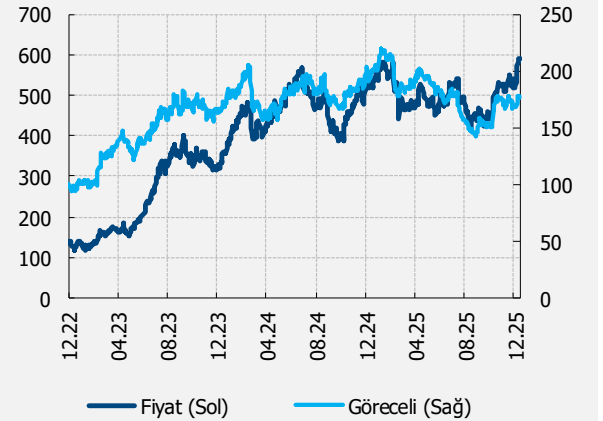
1 Aylık	592,00 / 516,00
1 Yıllık	592,00 / 418,94
Sene başından itibaren	592,00 / 522,00

Performans (TL)

Nominal

Göreceli

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



12 Ocak 2026 tarihi ile güncellenmiştir.

Göreceli performanslar BIST-100 Getiri Endeksinde göre hesaplanmıştır

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

Eren Ercis

eren.ercis@ykyatirim.com.tr

+90 212 319 83 66

Mustafa Görkem Göker

gorkem.goker@ykyatirim.com.tr

+90 212 319 79 49

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

Kaynak: Şirket Finansalları, YKY Araştırma

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

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

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

Company Description

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

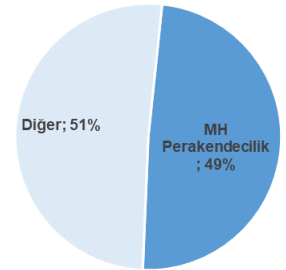
Türkiye'nin en büyük süpermarket zinciri olan Migros, şu anda 81 şehrin tamamında ~3.800 mağazada faaliyet göstermektedir. Migros'un geniş satış ağı veengin deneyimi, sürdürülebilir büyüme için çok önemli faktörlerdir; zira Türkiye'deki uzun vadeli güçlü varlığı, daha yüksek marka bilinirliği, daha iyi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

Potansiyel katalistler ve riskler

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

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

Ortaklık Yapısı



Değerleme

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

Şekil 1: YKY-MGROS İNA Tablosu/ TMS29 Öncesi

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

Kaynak: YKY Araştırma

SOK MARKETLER

Toparlanma yapısal hale geliyor

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

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

Konsolide Finansallar ve Çarpanlar

(milyon TL)*	2024	Δ	2025T	Δ	2026T	Δ	2027T	Δ
Net satışlar	202.174	5%	276.452	4%	360.368	5%	441.170	3%
VAFÖK	4	-100%	7.293	n.m.	12.567	39%	16.271	9%
Net Kar	61	-99%	-614	n.m.	1.497	n.m.	2.334	32%
F/K (x)	>50		n.m.		21,7		13,9	
FD/VAFÖK (x)	>50		3,7		2,8		2,2	
FD/Satış (x)	0,2		0,1		0,1		0,1	
Hisse Başına Kar (TL)	0,1		-1,0		2,5		3,9	
Temettü Verimi (*)	4,2%		0,0%		0,0%		0,9%	
Serbest Nakit Akış Verimi	44,3%		71,3%		69,4%		75,2%	

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

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

Kaynak: Şirket Finansallar, YKY Araştırma



Öneri

AL

Hedef Fiyat

TL84,00

Potansiyel Getiri

53%

Fiyat Bilgileri

Kodu	SOKM.T1 / SOKM.IS
İşlem Gördüğü Pazar (*)	Yıldız Pazar
Kapanış Fiyatı	TL54,75
Piyasa Değeri (TL/US\$ mn)	32,483 / 754
Hisse Sayısı (mn)	593
Saklama Oranı	51%
3 ay ort. işlem hacmi (TL/US\$ mn)	334.49 / 7.91

Fiyat Aralığı (Yüksek / Düşük) (TL)

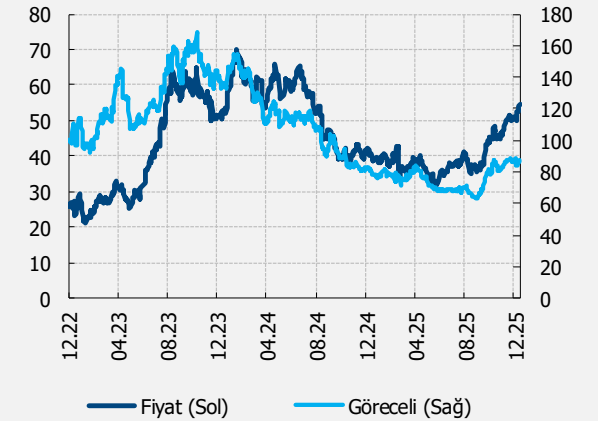
1 Aylık	54.75 / 49.76
1 Yıllık	54.75 / 31.94
Sene başından itibaren	54.75 / 49.84

Performans (TL)

Nominal

Göreceli

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



12 Ocak 2026 tarihi ile güncellenmiştir.

Göreceli performanslar BIST-100 Getiri Endeksine göre hesaplanmıştır

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

Eren Ercis

eren.ercis@ykyatirim.com.tr

+90 212 319 83 66

Mustafa Görkem Göker

gorkem.goker@ykyatirim.com.tr

+90 212 319 79 49

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

Kaynak: Şirket Finansalları, YKY

(*) Bakıyerler ilgili dönemin dönem sonu TÜFE'sine endekslidir

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

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

Sirket Tanımı

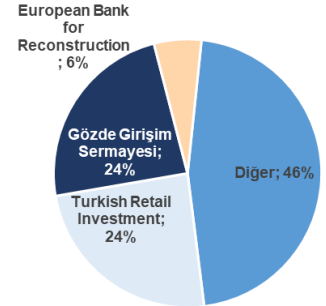
SOK, mağaza sayısı bakımından Türkiye'nin üçüncü büyük gıda perakendecisi olup, ciro bakımından dördüncü sırada yer almaktadır. Şirket, yarı süpermarket modeliyle faaliyet gösteren bir indirim marketi olup, değer önerisi daha geniş ürün yelpazesi sunarak daha iyi bir alışveriş deneyimi sağlamaktır; bunu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

Potansiyel katalistler ve riskler

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

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

Ortaklık Yapısı



Değerleme

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

Şekil 1: YKY- SOKM İNA Tablosu / TMS29 Öncesi

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

Kaynak: YKY Araştırma

TAB GIDA

İvme azalıyor, normalleşme başlıyor.

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

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

Konsolide Finansallar ve Çarpanlar

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

(*) Bakıyeleri ilgili dönemin dönem sonu TÜFE'sine endeksli

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

Kaynak: Şirket Finansalları, YKY Araştırma

TAB

Öneri

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

Fiyat Bilgileri

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

Fiyat Aralığı (Yüksek / Düşük) (TL)

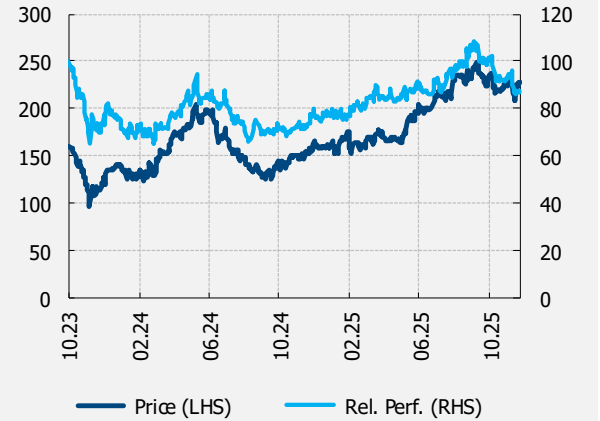
1 Aylık	232,40 / 209,10
1 Yıllık	249,00 / 152,59
Sene başından itibaren	227,70 / 209,10

Performans (TL)

Nominal

Göreceli

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



12 Ocak 2026 tarihi ile güncellenmiştir.

Göreceli performanslar BIST-100 Getiri Endeksine göre hesaplanmıştır

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

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

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

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

Kaynak: Şirket Finansalları, YKY

(*) Bakıyeleri ilgili dönemin dönem sonu TÜFE'sine endeksli

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

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

Sirket Tanımı

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

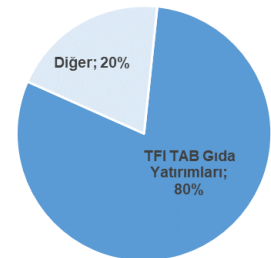
2025 yılının 3. çeyreği itibarıyla şirket, %56'sı TAB Gıda tarafından işletilen ve %44'ü alt bayilik sistemiyle işletilen 1.975 restoranlık bir zincir büyüklüğüne ulaşmıştır. Buna göre, TAB Gıda'nın gelirleri, hem kendi işlettiği mağazalardaki satışlara hem de bayilerinin satışlarına doğrudan bağlıdır.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

Potansiyel katalistler ve riskler

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

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

Ortaklık Yapısı



Değerleme

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

Şekil 1: YKY-TABGD İNA Tablosu / TMS29 Öncesi

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

Kaynak: YKY Araştırma

ULKER

Marjlar korunuyor, nakit akışı artıyor.

Ülker için yeni 12 aylık 190TL/hisse hedef fiyatla “AL” önerimizi sürdürüyoruz. Hâlâ promosyon odaklı bir iç piyasaya rağmen, 2026'da daha destekleyici bir talep ortamı ve uluslararası operasyonlardan daha güçlü bir katkı öngörüyoruz. Ayrıca, borçların yeniden yapılandırması ve net işletme sermayesindeki iyileşmenin ardından kısa vadeli nakit akışı baskısının hafiflemesi, nakit üretimini destekleyecektir. Önümüzdeki üç yıl içinde, gelirlerde reel %3'lük YBBO ve ~%19'luk VAFÖK marjı öngörüyoruz. 2026 tahminlerimize göre, hisse 2,8x FD/VAFÖK ile işlem görüyor ve bu da uluslararası benzerlerine göre ~%70'lik bir iskonto anlamına geliyor.

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

Konsolide Finansallar ve Çarpanlar

(milyon TL)*	2024	Δ	2025T	Δ	2026T	Δ	2027T	Δ
Net satışlar	84.098	4%	114.418	4%	148.424	5%	179.581	2%
VAFÖK	15.596	2%	20.853	2%	28.078	9%	33.988	2%
Net Kar	7.401	52%	5.818	-40%	16.516	130%	22.496	15%
F/K (x)	6,3		7,1		2,6		1,9	
FD/VAFÖK (x)	2,8		3,7		2,8		2,1	
FD/Satış (x)	0,5		0,7		0,5		0,4	
Hisse Başına Kar (TL)	20,0		15,8		42,8		58,3	
Temettü Verimi (*)	0,0%		8,1%		3,3%		9,5%	
Serbest Nakit Akış Verimi	13,1%		2,8%		7,5%		19,3%	

(*) Bakıyalar ilgili dönemin dönem sonu TÜFESine endeksli

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

Kaynak: Şirket Finansallar, YKY Araştırma



Öneri

AL

Hedef Fiyat

TL190,00

Potansiyel Getiri

61%

Fiyat Bilgileri

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

Fiyat Aralığı (Yüksek / Düşük) (TL)

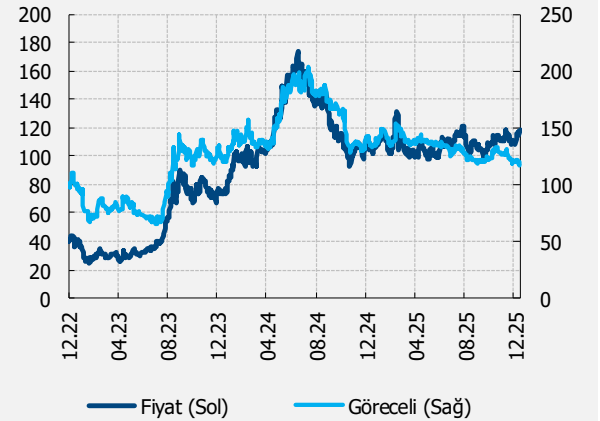
1 Aylık	118,20 / 107,50
1 Yıllık	131,14 / 97,64
Sene başından itibaren	118,20 / 108,00

Performans (TL)

Nominal

Göreceli

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



12 Ocak 2026 tarihi ile güncellenmiştir.

Göreceli performanslar BIST-100 Getiri Endeksine göre hesaplanmıştır

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

Eren Ercis

eren.ercis@ykyatirim.com.tr

+90 212 319 83 66

Mustafa Görkem Göker

gorkem.goker@ykyatirim.com.tr

+90 212 319 79 49

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

Kaynak: Şirket Finansalları, YKY

(*) Bakıeler ilgili dönemin dönem sonu TÜFE'sine endeksli

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

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

Sirket Tanımı

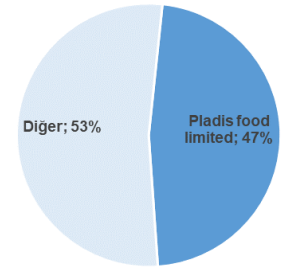
Şirket, Türkiye, Orta Doğu, Kuzey Afrika ve Orta Asya'da pazar lideri olarak önde gelen bir atıştırmalık markasıdır. Ayrıca, 2015-2017 yılları arasında ana şirket Yıldız Holding'den yapılan tesis alımlarının ardından Suudi Arabistan, Mısır, BAE ve Kazakistan'da da önemli şekerleme üretim tesisleri edinmiştir.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

Potansiyel katalistler ve riskler

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

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

Ortaklık Yapısı



Değerleme

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

Şekil 1: YKY- ULKER İNA Tablosu/ TMS29 Öncesi

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

Kaynak: 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.