

Coca-Cola İçecek Yeniden canlanıyor

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

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

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

Konsolide Finansallar ve Çarpanlar

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

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

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

Kaynak: Şirket Finansalları, YKY Araştırma

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

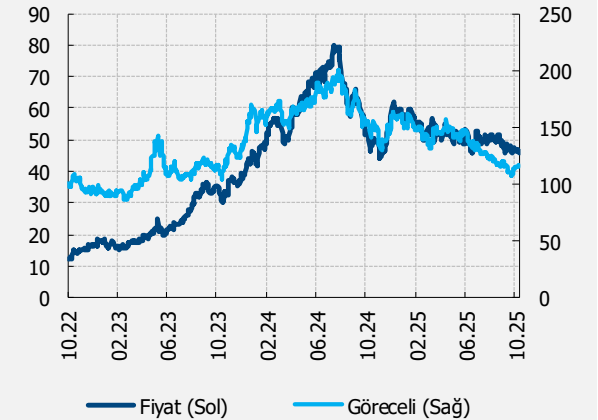
Fiyat Bilgileri

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

Fiyat Aralığı (Yüksek / Düşük) (TL)

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

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



28 Temmuz 2025 tarihi ile güncellenmiştir.

Göreceli performanslar BIST-100 Getiri Endeksine göre hesaplanmıştır

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

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

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

Kaynak: Şirket Finansalları, YKY

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

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

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

Şirket Tanımı

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

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

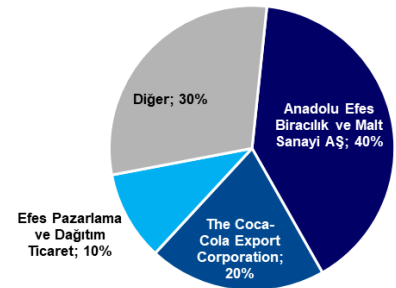
2Ç25 sonu itibarıyla, toplam satış hacminde yurt içi ve yurt dışı operasyonların payı sırasıyla %34 ve %66'dır. Gazlı içecek kategorisinin toplam satış hacmindeki payı ~%80 iken, gazsız içecek ve su kategorilerinin payları sırasıyla %10'dur.

Potansiyel katalistler ve riskler

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

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

Ortaklık Yapısı



Yatırım Teması

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

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

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

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

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

2025'te dengeli bir büyüme

2026 daha iyi bir yıl olacak

Güçlü temellerin yönlendirdiği uzun vadeli büyüme görünümü

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

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

Marjlar toparlanıyor ancak hacimler baskılanabilir

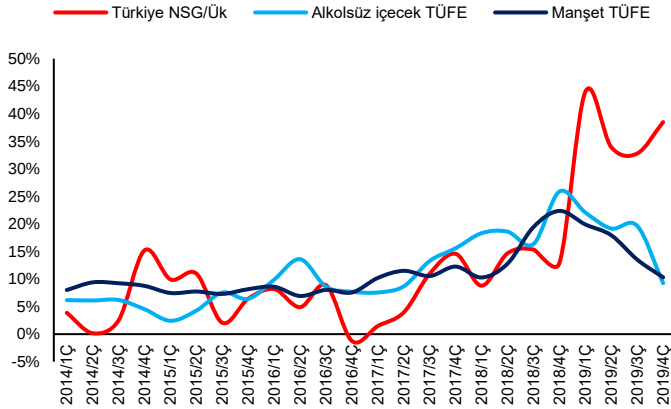
Daha iyi büyüme koşulları ve marj iyileşmesi.

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

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

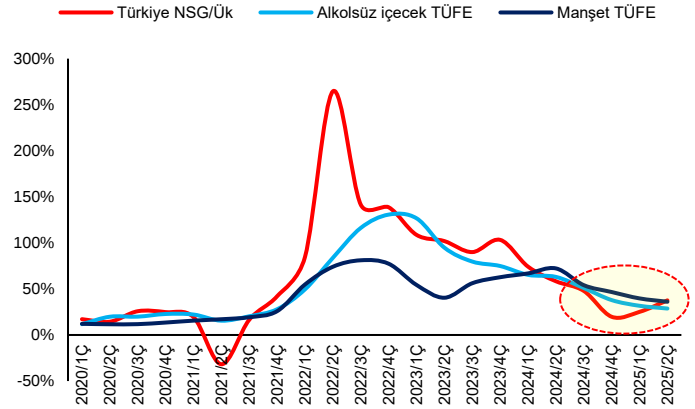
Özetle, Türkiye operasyonlarının 2025'te ~%9 VAFÖK marjıyla yıllık bazda yatay bir ciro elde etmesini bekliyoruz. 2026 içinse, faiz indirimleri, düşen enflasyon ve talepte kademeli bir normalleşmenin etkisiyle daha parlak bir görünüm öngörüyoruz. Tüketimdeki toparlanmayla birlikte yıllık bazda yaklaşık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

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



Kaynak: Şirket, TÜİK, YKY Araştırma

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



Kaynak: Şirket, TÜİK, YKY Araştırma

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

Büyümenin ana kaynağı

Yakın vadede hacim büyümesi ana itici güç olacak.

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

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

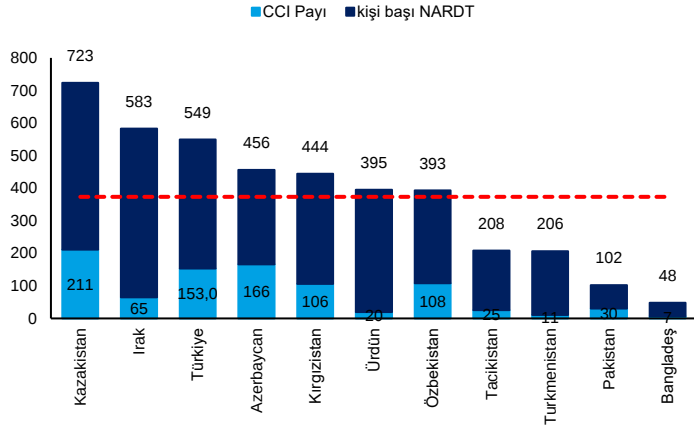
2026'da 2025'e benzer bir finansal performans, yıllık %8 reel ciro büyümesi ve %21 VAFÖK marjı bekliyoruz. Bu büyüme, ağırlıklı olarak yaklaşık %10 hacim büyüme beklentimizden kaynaklanmaktadır. 2026'nın, iyileşen makroekonomik koşullar göz önüne alındığında fiyatlandırma açısından daha iyi bir yıl olmasını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

Yurt dışı operasyonlarında makro görünüm sağlam.

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

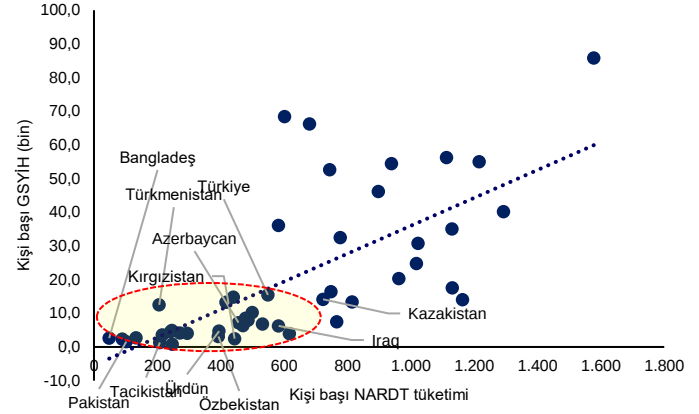
Hatırlatmak gerekirse, CCI ürünlerini hem yerel hem de yabancı para birimlerinde satmaktadır. Bu nedenle, USD/TL'deki herhangi bir değer artışı (diğer tüm değişkenler sabitken), CCI'nın uluslararası gelirleri ve operasyonel karlılığıyla korelasyon göstermektedir (gelirlerin yaklaşık %60'ı yabancı ülkelerin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

Şekil 3: Faaliyet gösterilen ülkeler – kişi başı NARDT tüketimi



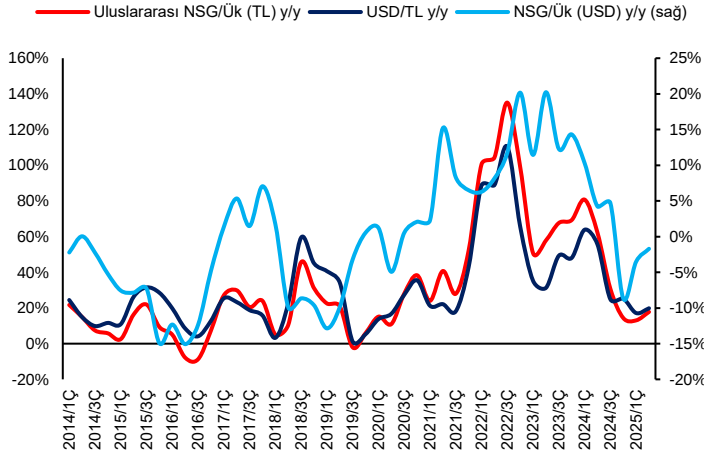
Kaynak: Şirket, YKY Araştırma

Şekil 4: kişi başı NARDT tüketimi & kişi başı GSYİH



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

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



Kaynak: Şirket, Rasyonet, YKY Araştırma

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

Cazip Çarpanlar

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

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

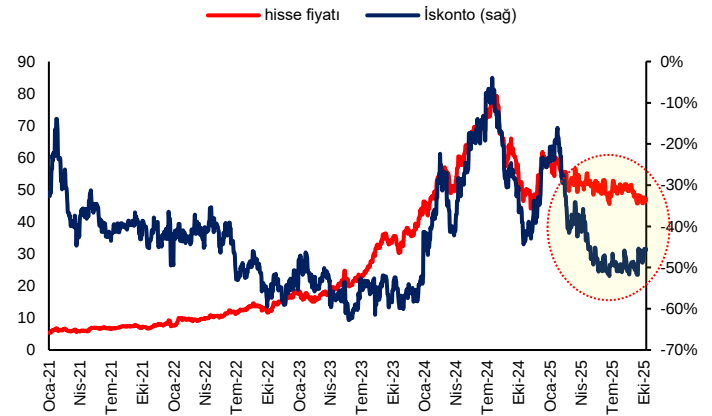
2025'te endeksin %27 altında performans gösterdikten sonra, hissenin mevcut seviyelerini alım fırsatı olarak görüyoruz ve yıl başında fiyatlandırma ve hacimler konusunda daha önce duyduğumuz ihtiyatlı duruşumuzun fiyatlandığına inanıyoruz.

Şekil 6: 4Ç ileriye dönük FD/VAFÖK



Kaynak: Bloomberg, YKY Araştırma

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



Kaynak: Rasyonet, Bloomberg, YKY Araştırma

Tahminlerimizdeki değişiklikler

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

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

Tablo 1: Tahminlerimizdeki değişiklikler

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

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

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

Tablo 2: YKY vs. Konsensüs

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

Kaynak: Research Turkey, Bloomberg, YKY Araştırma

Değerleme

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

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

Tablo 3: Değerleme Özeti

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

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

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

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

Kaynak: YKY Araştırma, (*) Endekslenmemiş finansallar

Tablo 5: CCI Benzer şirket karşılaştırma

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

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

Tablo 6: Benzer Değerleme

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

12A Hedef Özsermaye Değeri 281.476

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

YKY CCOLA Model Yapı Taşları

Kalem	Ana faktör / Sorular	YKY Varsayımları	YKY Tahmin
Gelirler	- Fiyatlama - Kur hareketleri - Ürün karması - Satış hacmi - Rekabet - Penetrasyon	CCI'nın yılı konsolide %6'lık bir hacim artışıyla kapatmasını bekliyoruz. Yönetimin orta tek haneli büyüme beklentisinin üst bandında yer almayı tercih ediyoruz. Hacim büyüme tahminimiz büyük oranda uluslararası operasyonlardaki hacim artışlarından kaynaklanıyor, önümüzdeki beş yıl içinde satış hacminin %5 YBBO ile artmasını bekliyoruz.	2025'te yıllık %4 reel gelir büyümesi olacak ve bunu takip eden beş yılda %4 reel YBBO izleyecek.
Brüt Kar	- Hammadde fiyatları (özellikle, şeker, reçine, alüminyum) - Enerji maliyetleri - Satış kanalı - Ürün karması	2025 yılı için reçinenin %97'si, alüminyumun %80'i ve şeker tedariklerinin %97'si sözleşmeler/ön alımlarla güvence altına (hedge) alınmıştır. Küçük paketli ürünler (IC), büyük paketlere (FC) kıyasla 1,5 kat daha yüksek brüt kâr marjı sağlamaktadır. Şirketin Türkiye'deki fiyat belirleyici konumu ve faaliyet gösterdiği uluslararası pazarlardaki fiyat/ürün stratejisi, kâr marjlarını korumasını mümkün kılmaktadır.	Enflasyonist fiyatlandırma zorluklarına ve SMM/ÜK'deki artış eğilimine rağmen, hassas fiyat ayarlamalarıyla brüt kâr marjının yatay kalmasını bekliyoruz. Tahmin dönemimizde %34-%35 seviyesinde gerçekleşmesini bekliyoruz.
Faaliyet giderleri	- Asgari ücret zammı (özellikle personel giderleri) - Teslimat giderleri - Pazarlama ve reklam giderleri	CCI'nın faaliyet giderleri (amortisman dahil)/satışları %18 seviyelerinden %22'ye yükseliş trendinde. Faaliyet coğrafyasındaki penetrasyonun hayati önem taşıması ve önemli reklam, pazarlama ve nakliye giderleri gerektirmesi nedeniyle, bu rakamın genel olarak mevcut seviyelerde kalacağını varsayıyoruz.	Şirketin VAFÖK marjının %16 - %18 aralığında kalmasını bekliyoruz.
Yatırım Harcamaları	- Kapasite artışları - Mevcut tesislerin bakımları - Soğutucu yerleştirmeleri	Yatırım harcamalarının ~%30'unun yurt içi, %70'inin ise yurt dışı operasyonlarda gerçekleştirileceğini varsayıyoruz. Yatırım harcamaları çoğunlukla bakım çalışmaları, kapasite yatırımları ve soğutucu yerleştirmelerinden oluştuğu için, tüm yatırım harcamalarının döviz cinsinden yapıldığını varsayıyoruz.	CAPEX, 2025 yılı sonunda gelirlerin yaklaşık %9'una denk geliyor ve projeksiyon döneminde %7 civarına gerçekleşiyor.
Net İşletme Sermayesi	- Satış kanalı ve ülkeyle ilgili değişiklikler - Verimli stok yönetimi	2Ç25 itibarıyla NİS ihtiyacını gelirlerin %7'si olarak hesapladık. Bununla birlikte, 2025 için %4'lük bir NİS/satış oranı öngörüyoruz ve tahmin döneminde %4 aralığında normalleşmesini bekliyoruz. Bununla birlikte, şirketin 3Ç25'teki yüksek sezonunun ardından 4Ç25'te bir normalleşme başlayabilir.	2025 NİS/satış varsayımımız, 2024'teki %2'ye kıyasla %4'e çıkıyor. NİS/satışların tahmin döneminde %3-4 seviyesinde kalmasını bekliyoruz.

YKY Model Varsayımları

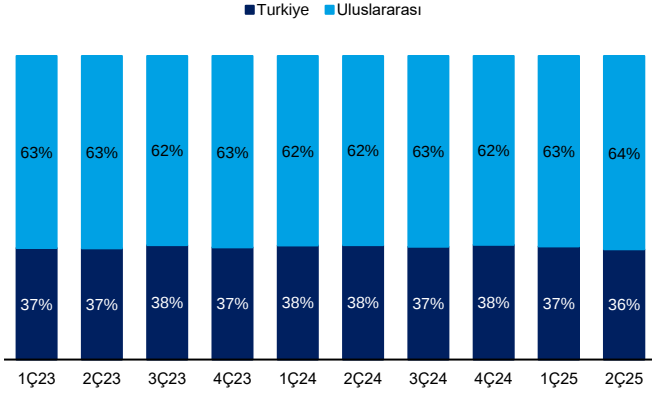
Tablo 7: YKY Model Varsayımları / Nominal TMS29 öncesi tahminler

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

Kaynak: Şirket, YKY Araştırma

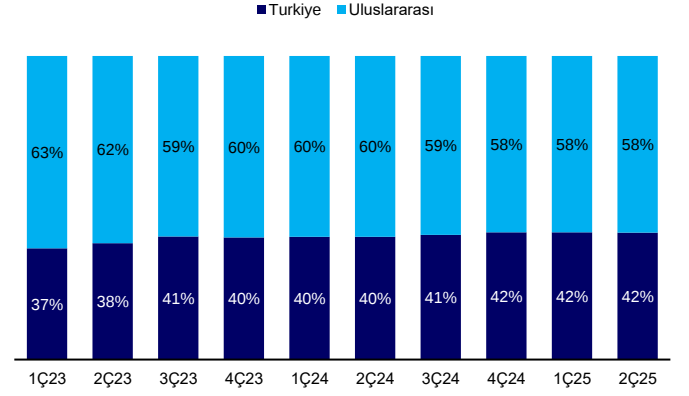
Ek: Grafikler

Şekil 8: Satış hacmi kırılımı (son 12 aylık)



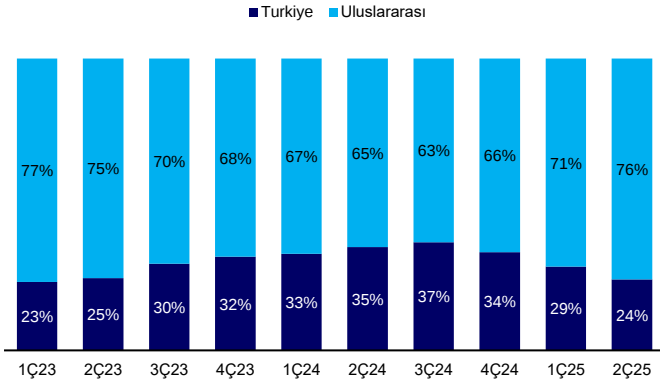
Kaynak: Şirket, YKY Araştırma

Şekil 9: Gelir kırılımı (Son 12 aylık)



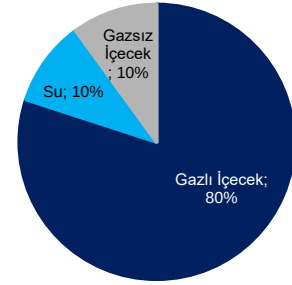
Kaynak: Şirket, YKY Araştırma

Şekil 10: VAFÖK kırılımı (son 12 aylık)



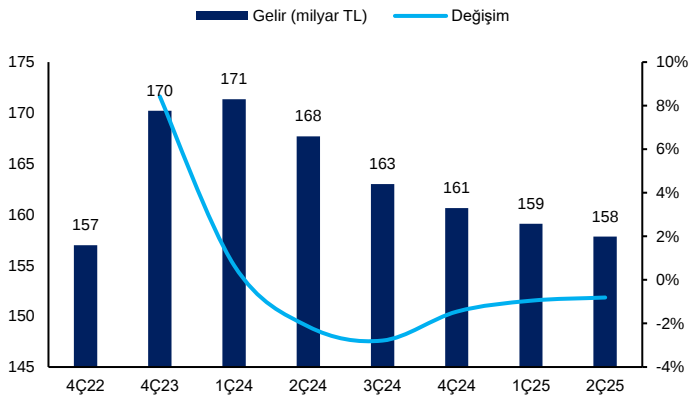
Kaynak: Şirket, YKY Araştırma

Şekil 11: ürün grubu kırılımı



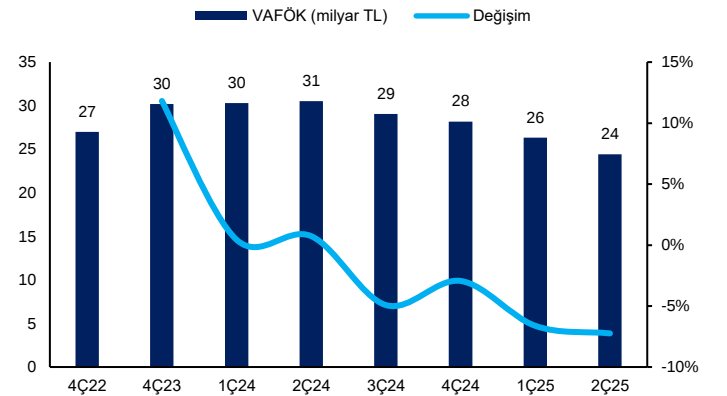
Kaynak: Şirket, YKY Araştırma

Şekil 12: Reel son 12 aylık Gelir



Kaynak: Şirket, Rasyonet, YKY Araştırma

Şekil 13: Reel son 12 aylık VAFÖK



Kaynak: Şirket, Rasyonet, YKY Araştırma

ÇEKİNCE:

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