GIDA VE İÇECEK

SEKTÖR RAPORU



Talep dirençli, maliyet aktarımı şirketleri ayrıştıracak

18 Kasım 2026

İNTEGRAL YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.

GIDA VE İÇECEK | SEKTÖR RAPORU

Talep dirençli, maliyet aktarımı şirketleri ayrıştıracak

Analist: Sena Çoban | Yönetici: Sevgül Yırtar

Sektör görüşü	Talep: reel gıda satışları	Maliyet: Tarım-GFE	Piyasa: XGIDA – BIST 100
TEMKİNLİ OLUMLU	**+%6,2** yıllık, Eyl	**+%30,3** yıllık, Ağu	**−11,9** puan, 1 yıl

Gıda ve içecek sektörünün 6–12 aylık faaliyet görünümüne temkinli olumlu bakıyoruz. Reel gıda satış hacminin pozitif bölgede kalması, gıda sektöründe siparişlerin genel imalattan olumlu ayrışması ve faizlerdeki gerileme faaliyet görünümünü destekliyor. Buna karşılık tüketici güvenindeki zayıflama, yüksek yerel girdi enflasyonu ve küresel emtia fiyatlarındaki oynaklık marj görünümüne ilişkin riskleri canlı tutmaya devam ediyor. Bu nedenle sektör genelinde homojen bir iyileşmeden ziyade, şirketler arasında belirgin bir performans ayrışması bekliyoruz. Sektör değerlendirmemizi nominal ciro büyümesinden çok reel hacim, fiyatlama gücü, brüt kâr marjı ve nakit üretimi üzerinden şekillendiriyoruz.

Talep dayanıklı, ancak tüketici davranışı yakından izlenmeli. Eylül'de gıda, içecek ve tütün grubunda reel perakende satış hacminin yıllık %6,2 artması (Ağu: %5,3), tüketimin yalnızca fiyat artışlarıyla desteklenmediğini gösteriyor. Ancak tüketici güveninin Ekim'de 84,8'e gerilemesi (Eylül: 91,9), zorunlu tüketim dışındaki kategorilerde fiyat hassasiyetinin artabileceğine işaret ediyor. Dış talepte değer artışı sürüyor: 2026'nın ilk dokuz ayında ihracat %5,9 artışla 20,8 milyar dolara ulaştı; ancak birim değerin %13,2 artması, büyümenin fiyat ve karma kaynaklı olduğunu gösteriyor. İthalatın %18,4 artışla 19,7 milyar dolara çıkması ise dış ticaret fazlasını 3,0 milyar dolardan 1,2 milyar dolara indirdi. Türkiye'nin dünya gıda ihracatındaki payının sınırlı kalması, büyüme alanının katma değerli ürünlerde olduğunu gösteriyor.

Maliyet tarafında yerel baskı, küresel rahatlamanın önüne geçiyor. Ağustos'ta tarımsal girdi fiyatları (Tarım-GFE) yıllık %30,28 artarken gıda TÜFE'si Ekim'de %27,73'te kaldı; dönem ve sepet farkı nedeniyle marjın doğrudan ölçüsü olmasa da bu ayrışma, marjlar üzerindeki baskının sürebileceğine işaret ediyor. Küresel tarafta FAO Gıda Fiyat Endeksi Ekim'de aylık geriledi, ancak yıllık %5,9 yüksek ve alt kalemler ayrışıyor; emtia fiyatlarındaki olası normalleşme marjlara gecikmeli ve şirketler arasında eşit olmayan biçimde yansıyacak.

Faiz indirimi destekleyici; etkisi borç yapısına bağlı. TCMB'nin 22 Ekim'de faizi %36'ya indirmesi TL finansman maliyetlerinde rahatlamayı destekliyor; politika faizinin yılı %35 ile kapatmasını bekliyoruz. Etki borcun para birimi ve vadesine göre değişecek. Talep, maliyet ve finansman birlikte okunduğunda, hacmini koruyarak maliyeti fiyatlara yansıtabilen, coğrafi çeşitlendirmesi ve bilanço yapısı güçlü şirketlerin öne çıkmasını bekliyoruz.

Raporun ikinci bölümünde, bu çerçeveyi CCOLA, ULKER ve AEFES'in finansal performansları üzerinden değerlendiriyoruz. CCOLA'da uluslararası operasyonlar büyümenin ana itici gücü olurken, 0,29x Net Borç/FAVÖK oranı güçlü bilanço yapısını destekliyor. ULKER'de uluslararası operasyonlar gelir çeşitliliğine katkı sağlarken, hammadde maliyetleri, marj baskısı ve 2,6x kaldıraç öne çıkan riskler olarak izleniyor. AEFES'te ise Türkiye bira operasyonlarındaki hacim kaybı, uluslararası bira faaliyetleri ve CCOLA katkısıyla dengeleniyor. Konsolide kaldıraç 0,9x seviyesindeyken, bira grubunda 5,1x'e ulaşıyor.

Şekil 1. XGIDA ve BIST 100 – 1 yıllık performans



Kaynak: Matriks; İntegral Yatırım Araştırma. 17.11.2025 = 0, kapanış verileri, getiri (%).

Tablo 1. Talep ve faaliyet göstergeleri

Gösterge	Dönem	Son
Gıda / içecek / tütün hacmi*	Eyl 26	%6,2
Toplam perakende hacmi*	Eyl 26	%7,7
Tüketici güven endeksi	Eki 26	84,8

*Kaynak: TÜİK (Eylül/Ekim 2026). *Yıllık reel değişim.*

Tablo 2. Fiyat, maliyet ve finansman

Gösterge	Dönem	Son
Tarım-GFE (yıllık)	Ağu 26	%30,28
Gıda TÜFE (yıllık)	Eki 26	%27,73
Politika faizi	22 Eki	%36,0

Kaynak: TÜİK (Ağustos/Ekim 2026); TCMB (22.10.2026).

Tablo 3. Küresel gıda emtiaları | Ekim 2026

FAO alt endeksi	Endeks	Yıllık
Genel gıda	133,9	%5,9
Tahıl	116,8	%12,6
Bitkisel yağ	199,2	%17,6
Şeker	121,3	%28,8
Süt ürünleri	117,8	−%16,9

Kaynak: FAO (Ekim 2026); 2014–2016=100.

Tablo 4. Seçili şirketler | 9A26

Şirket	FAVÖK marjı	Değişim	NB/FAVÖK
CCOLA	%19,9	+1,5 puan	0,29x
ULKER	%11,6	−6,1 puan	2,6x*
AEFES	%18,0	+0,3 puan	0,9x

*Kaynak: Şirketler, 9A26. Değişim yıllık. *İntegral hesabı.*

İçindekiler

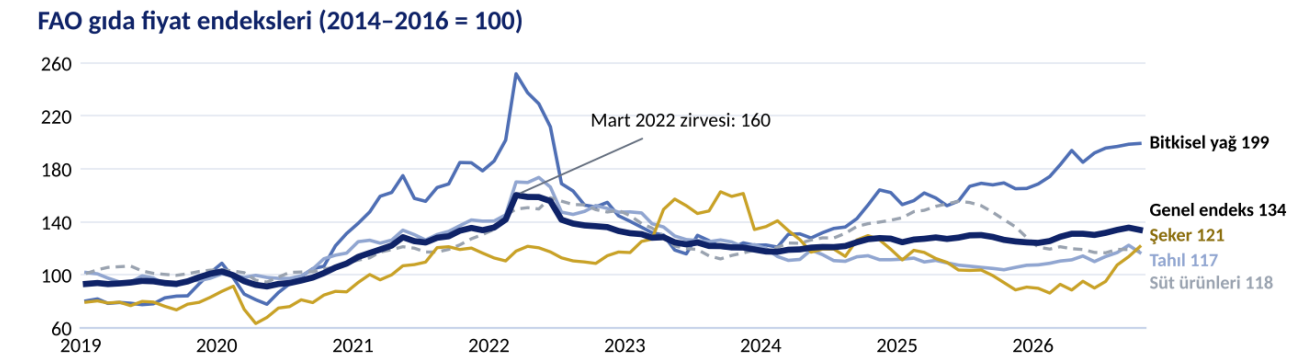
Bölüm	Sayfa
BÖLÜM I · SEKTÖR GÖRÜNÜMÜ	
Küresel Görünüm	4
Küresel Benzerler: Fiyatlama Gücünün Kalitesi	6
Talep ve Faaliyet Görünümü	7
Dış Ticaret ve Türkiye'nin Küresel Konumu	8
Maliyet, Fiyatlama Gücü ve Alt Sektör Ayrışması	9
Alt Sektör Analizi	11
Makro Çerçeve: Faiz, Kur ve Finansman Kanalı	13
Hisse Performansı ve Piyasa Çarpanları	14
BÖLÜM II · ŞİRKET FİNANSALLARI	
Şirket Karşılaştırması	16
CCOLA | Dengeli savunma	18
ULKER | Marj baskısı derinleşiyor	21
AEFES | Talep toparlanmasına duyarlı	24
Riskler ve Katalizörler	27

Küresel Görünüm

Küresel büyüme dayanıklı; Körfez'deki daralma ve girdi fiyatları şirketler için ana risk

IMF Ekim 2026 raporunda küresel büyümeyi 2026'da %3,1, 2027'de %3,4 olarak öngörüyor (OECD: %2,9 ve %3,0). Küresel ekonomi Orta Doğu'daki savaşın yarattığı enerji şokuna rağmen dayanıklı kaldı; ancak IMF, Hürmüz Boğazı'ndaki kapanma nedeniyle Orta Doğu ve Orta Asya bölgesinin 2026'da daralacağını ve küresel enflasyonun 2026'da %4,7'ye yükselip 2027'de %4,1'e gerileyeceğini öngörüyor. Talebin bozulmadığı, ancak maliyet ve bölgesel risklerin arttığı bu ortam, şirketlerin faaliyet coğrafyalarına göre farklı sonuçlar doğuruyor.

Şekil 2. Küresel gıda fiyatları: FAO Gıda Fiyat Endeksi ve alt endeksler



Kaynak: FAO, Gıda Fiyat Endeksi (aylık seri, Ekim 2026; 6 Kasım 2026 yayımı); İntegral Yatırım Araştırma.

Gıda fiyatları: Ekim'de aylık geri çekilme, yıllık artış sürüyor

FAO Gıda Fiyat Endeksi Ekim'de aylık %1,2 gerileyerek 133,9 puana indi; buna karşın yıllık bazda %5,9 yüksek ve Mart 2022 zirvesinin %16 altında. Yıllık bazda şeker (%28,8), bitkisel yağ (%17,6) ve tahıl (%12,6) yükselirken süt ürünleri %16,9 geriledi, et yatay kaldı. Ekim'de tahıl endeksi üç aylık artışın ardından %4,5 gerilerken şeker endeksi %6,6 artışla Aralık 2024'ten bu yana en yüksek seviyeye çıktı.

Girdi maliyetleri: kakaoda rahatlama; buğday, ambalaj ve enerjide baskı

Tablo 5. Şirketler açısından kritik girdi fiyatları

Girdi	Birim	2025 ort.	Ekim 2026	Değişim	Etkilenen şirket
Kakao	$/kg	7,80	5,75	−%26,3	ULKER (çikolata)
Şeker	$/kg	0,37	0,43	+%16,2	CCOLA, ULKER
Buğday (ABD, HRW)	$/ton	243,3	317,0	+%30,3	ULKER (bisküvi, kek)
Palm yağı	$/ton	1.007	1.120	+%11,2	ULKER
Soya yağı	$/ton	1.140	1.546	+%35,6	Bitkisel yağ kullanan üreticiler
Alüminyum	$/ton	2.632	3.061	+%16,3	CCOLA, AEFES (kutu)
Brent petrol	$/varil	69,0	125,0	+%81,2	CCOLA (PET), tüm şirketler (lojistik)
Doğal gaz (Avrupa)	$/mmbtu	11,96	28,50	+%138,3	Tüm şirketler (enerji)
Fındık (TMO)*	TL/kg	200	255	+%27,5	ULKER (çikolata, gofret)
Arpa (TMO)*	TL/ton	11.000	12.750	+%15,9	AEFES (malt)
Doğal gaz, sanayi*	TL/Sm³	15,00	18,00	+%20,0	Tüm şirketler (yurt içi enerji)

*Kaynak: Dünya Bankası, Commodity Price Data – Pink Sheet (Kasım 2026); TMO; BOTAŞ; İntegral Yatırım Araştırma. Değişim, Ekim 2026 aylık ortalamasının 2025 yıllık ortalamasına göre değişimidir. *Yurt içi: TMO 2025 ve 2026 alım fiyatları (fındık Giresun kalite, %50 randıman; piyasa fiyatları farklılaşabilir) ve BOTAŞ sanayi tarifesi (elektrik üretimi dışı; 2 Temmuz 2025 ve 4 Nisan 2026). Dünya Bankası arpa fiyatı yayımlamıyor.*

Kakao fiyatı Ekim'de 2025 ortalamasının %26 altında; çikolatanın atıştırmalık cirosunun %59'unu (1Ç26) oluşturduğu ULKER için bu, maliyet tarafında olumlu bir gelişme; ancak 2025 sonunda yüksek fiyattan yapılan alımlar nedeniyle etki finansallara gecikmeli yansıyor. Buna karşılık buğday (%30), bitkisel yağ ve şekerdeki artış bisküvi tarafında; alüminyum (%16) ve petroldeki (%81) artış ise kutu, PET ve lojistik üzerinden CCOLA ve AEFES'te maliyet baskısı yaratıyor. Avrupa doğal gaz fiyatlarının Ekim'de 2025 ortalamasının yaklaşık 2,4 katına çıkması enerji yoğun üretim için ek risk. Yurt içinde ise fındıkta %27,5, arpada %15,9 ve sanayi doğal gazında %20,0 olan artış yıllık enflasyonun (%29,77) altında kaldı.

Faaliyet gösterilen pazarlar: Orta Asya güçlü, Körfez ve Irak'ta daralma

Tablo 6. Faaliyet gösterilen pazarlarda IMF büyüme ve enflasyon tahminleri

Ülke	İlgili şirket	2026 büyüme	2027 büyüme	2026 enflasyon
Türkiye	CCOLA, ULKER, AEFES	%2,7	%3,6	%31,2
Pakistan*	CCOLA	%3,5	—	%9,9
Kazakistan	CCOLA, ULKER, AEFES	%4,4	%4,9	%10,3
Özbekistan	CCOLA, AEFES	%7,8	%6,5	%6,9
Irak	CCOLA	−%16,0	%19,0	%3,5
Suudi Arabistan	ULKER	−%3,3	%7,9	%1,9
Mısır	ULKER	%5,1	%4,7	%13,3
Ukrayna	AEFES	%1,0	%3,5	%8,9
Gürcistan**	AEFES	%6,5	—	—
Moldova	AEFES	%1,5	%2,3	%7,4

*Kaynak: IMF, Dünya ve Bölgesel Ekonomik Görünüm raporları (Ekim 2026); İntegral Yatırım Araştırma. *Pakistan: Temmuz 2026–Haziran 2027 mali yılı. **Gürcistan: IMF Madde IV (Haziran 2026).*

Özbekistan (%7,8), Kazakistan (%4,4) ve Mısır (%5,1) güçlü büyüme sunarken, Hürmüz'deki kapanma nedeniyle IMF Irak ekonomisinin %16, Suudi Arabistan'ın %3,3 küçülmesini, 2027'de ise boğazın yeniden açılması varsayımıyla güçlü bir toparlanma bekliyor. Irak, CCOLA hacminin %7'sini oluşturuyor ve Türkiye'nin en büyük gıda ihracat pazarı; Suudi Arabistan'da ULKER'in iki fabrikası bulunuyor; bu nedenle bölgedeki hacim ve tahsilat risklerini yakından izliyoruz. CCOLA'nın en büyük yurt dışı pazarı Pakistan'da %9,9'a yükselmesi beklenen enflasyon fiyatlamayı kritik kılıyor.

Küresel tüketici: ucuz ürüne yönelim, özel marka ve GLP-1 etkisi

Gelişmiş pazarlarda fiyat hassasiyeti sürüyor; 3Ç26'da Danone'nin Avrupa'daki ve Unilever'in gıdadaki hacmi geriledi. PLMA'nın NielsenIQ verilerine dayanan 2026 raporuna göre özel markanın 17 Avrupa pazarındaki payı 2025'te %38,8'e yükseldi ve özel marka 12 pazarda üretici markalarından hızlı büyüdü. ABD'de ise kilo verme ilaçları (GLP-1) atıştırmalık talebini yapısal olarak değiştiriyor: Circana'ya göre ABD'de hanelerin %23'ünde GLP-1 kullanıcısı bulunuyor; bu hanelerde tuzlu atıştırmalık harcaması ilk altı ayda yaklaşık %10 azalıyor (Journal of Marketing Research, Aralık 2025). Türkiye'ye doğrudan etkisi sınırlı olsa da eğilim küresel şirketlerin değerlemesi ve ürün stratejileri üzerinden sektöre yansıyor.

Küresel gıda hisseleri öne geçti, yerel endeks geride kaldı

Tablo 7. Küresel ve yerel gıda/tüketim endekslerinin performansı

Endeks	Para birimi	1 yıllık getiri	Genel piyasaya göre fark
MSCI Dünya Temel Tüketim	USD	%17,3	+5,2 puan
MSCI Dünya	USD	%12,1	—
BIST Gıda, İçecek (XGIDA)	TL	−%2,9	−11,9 puan
BIST 100	TL	%9,0	—

Kaynak: MSCI (30 Ekim 2026, net getiri); Matriks (17.11.2025–17.11.2026, fiyat endeksi); İntegral Yatırım Araştırma. Dönem ve getiri tanımları farklı olduğundan karşılaştırma fark üzerinden yapılmalıdır.

Küresel temel tüketim endeksi genel piyasanın 5,2 puan önüne geçerken XGIDA'nın BIST 100'ün 11,9 puan gerisinde kalması, yerel zayıflığın büyük bileşenlerin performansı ve yurt içi marj baskısı gibi yerel etkenlerden kaynaklandığını gösteriyor.

Türkiye için çıkarımlar

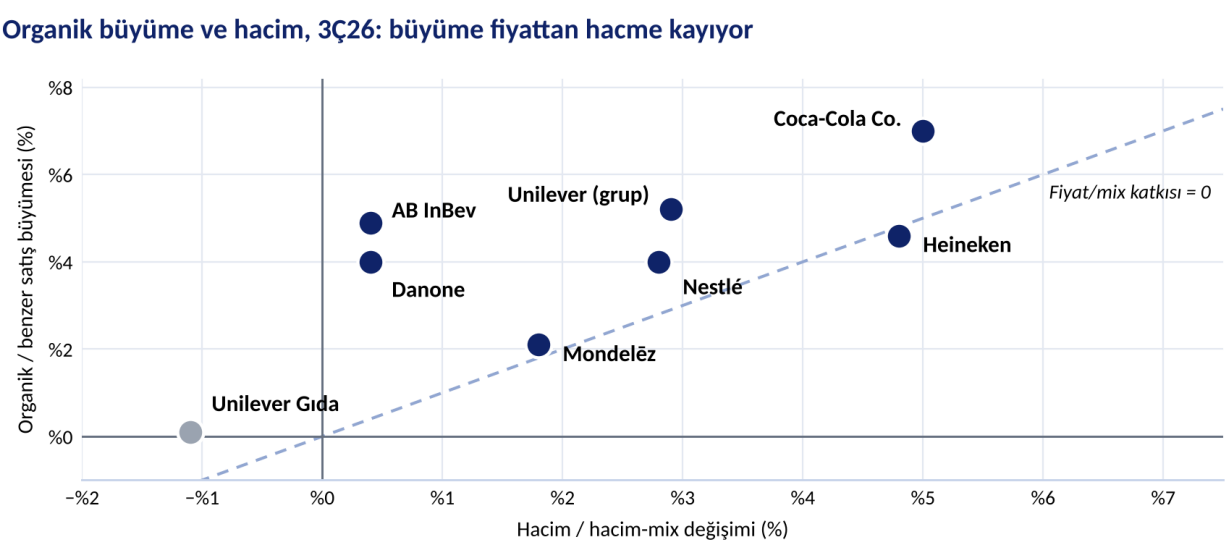
Hürmüz'deki kapanmanın uzaması, El Niño kaynaklı hasat şokları ve ticaret gerilimleri başlıca küresel riskler. Türkiye için tahıl, yağ, şeker ve enerjideki artış maliyeti yükseltirken kakaodaki gerileme rahatlatıyor; Orta Asya ve Mısır'daki büyüme destekleyici, Körfez ve Irak'taki daralma kısa vadeli risk.

Küresel Benzerler: Fiyatlama Gücünün Kalitesi

Küresel benzerlerde büyüme fiyattan hacme kayıyor; fiyatlama gücü tek başına yeterli değil

Fiyatlama gücünü, fiyat artışı sonrasında hacim ve marjların ne ölçüde korunabildiği üzerinden değerlendiriyoruz. Küresel gıda ve içecek şirketlerinin 3Ç26 sonuçları bu yaklaşımı destekliyor: enflasyonun yavaşladığı gelişmiş pazarlarda fiyat katkısı daralırken büyümenin sürdürülebilirliği giderek hacme bağlı hale geliyor.

Şekil 3. Küresel benzerlerde organik büyüme ve hacim, 3Ç26



Kaynak: Nestlé, Unilever, Mondelēz, Danone, The Coca-Cola Company, Heineken ve AB InBev, 3Ç26 finansal sonuç açıklamaları (Ekim 2026); İntegral Yatırım Araştırma. Hacim ölçütleri şirketlere göre farklıdır (ör. Nestlé: gerçek iç büyüme; Coca-Cola: ünite kasa hacmi; Mondelēz: organik gelire hacim/mix katkısı).

Hacimde toparlanma var, ancak bölge ve kategori ayrışması sürüyor

Nestlé'de %4,0'lık organik büyümenin 2,8 puanı hacim/mix'ten geldi; gelişmekte olan piyasalar %6,8, gelişmiş piyasalar %2,2 büyüdü. Coca-Cola Company %7 organik büyüme ve %5 ünite kasa hacim artışıyla yıllık beklentilerini yükseltti; Mondelēz'de %2,1'lik organik net gelir artışının 1,8 puanı hacim/mix'ten, 0,3 puanı fiyattan geldi. Buna karşılık Danone'nin %4,0'lık benzer bazlı büyümesinin 3,6 puanı fiyattan geldi ve Avrupa'da hacim/mix %1,3 geriledi; Unilever'de grup hacmi %2,9 artarken Gıda bölümünde hacim %1,1 düştü. Biracılıkta Heineken organik gelirini %4,6 artırırken AB InBev'de toplam hacim yalnızca %0,4 arttı ve %4,9'luk organik gelir artışı büyük ölçüde hektolitre başına gelirdeki %4,2'lik yükselişten geldi. Bu görünüm, güçlü marka ve gelişmekte olan piyasa maruziyetinin hacmi desteklediğini, gelişmiş pazarlarda ise fiyat hassasiyetinin sürdüğünü gösteriyor.

Türkiye yansıması

Küresel benzerlerde görülen fiyat–hacim dengesi Türkiye için de anlamlı bir referanstır; ancak yüksek enflasyon ve reel gelir baskısının daha belirgin olduğu yerel pazarda bu denge, fiyatlama kararlarının yanında ürün portföyü, paket mimarisi ve kanal yönetimiyle şekilleniyor. Farklı fiyat segmentlerine yayılan portföy ve gramaj seçenekleri, tüketicinin daha ucuz alternatiflere yöneldiği dönemlerde talebin portföy içinde tutulmasına yardımcı oluyor.

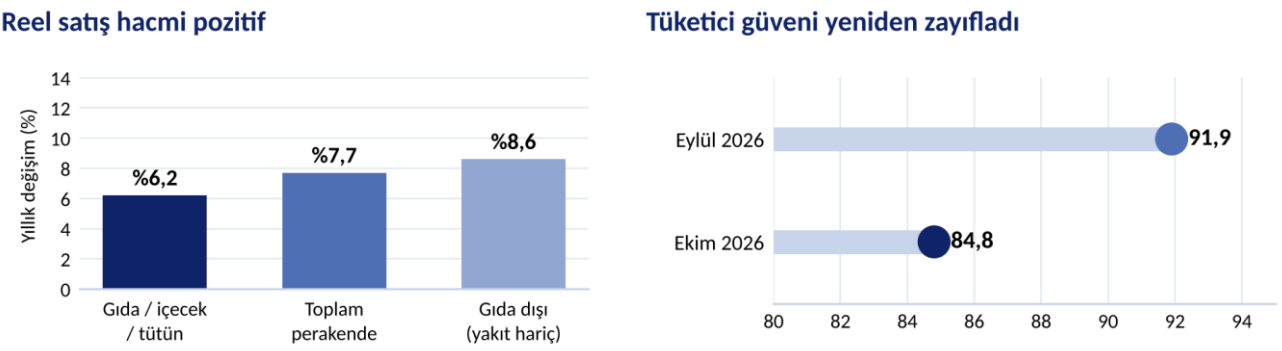
Bu nedenle küresel örneklerden Türkiye'ye geçerken odağımızı yalnızca fiyat artışının ne ölçüde hacim kaybı yarattığına değil, şirketlerin değişen tüketici davranışına portföy ve kanal yönetimi üzerinden ne ölçüde uyum sağlayabildiğine çeviriyoruz.

Talep ve Faaliyet Görünümü

Reel hacim büyümesi korunuyor; ancak tüketici güvenindeki zayıflama ileriye dönük talep görünümünü sınırlıyor

Gıda sektöründe mevcut talep göstergeleri, yüksek enflasyona rağmen reel tüketimin dirençli kaldığına işaret ediyor. Bununla birlikte, tüketici güvenindeki gerileme ve hanehalkı harcama eğilimindeki zayıflama, önümüzdeki dönemde kategoriler arasında daha belirgin bir talep ayrışması yaşanabileceğini düşündürüyor. Faaliyet tarafında ise gıda sektöründe siparişlerin ve istihdamın genel imalat sanayinden olumlu ayrışması sektörün savunmacı karakterini teyit ediyor.

Şekil 4. Reel satış hacmi ve tüketici güveni



Kaynak: TÜİK, Perakende Satış Endeksleri (Eylül 2026) ve Tüketici Güven Endeksi (Ekim 2026); İntegral Yatırım Araştırma.

Reel büyüme yalnızca fiyat artışlarından kaynaklanmıyor

Eylül 2026'da gıda, içecek ve tütün grubunda reel perakende satış hacmi yıllık %6,2 artarak Ağustos'taki %5,3'ün üzerine çıktı; aynı dönemde toplam perakende hacmindeki artış %10,1'den %7,7'ye, gıda dışı (yakıt hariç) hacimdeki artış %12,8'den %8,6'ya yavaşladı. Gıda talebi hâlâ daha geniş perakende sepetinin gerisinde büyüse de aradaki fark daraldı; bu nedenle veriyi güçlü bir momentumdan çok talep direncinin sürdüğüne dair bir sinyal olarak okuyoruz. Yüksek enflasyon ortamında nominal ciro büyümesi yerine hacim, fiyat/mix etkisi ve kategori bazlı tüketim eğilimlerini birlikte izliyoruz.

Tüketici güvenindeki gerileme ileriye dönük bir uyarı sinyali

Tüketici Güven Endeksi Eylül'deki 91,9 seviyesinden Ekim'de 84,8'e geriledi; hanelerin mevcut maddi durumuna ilişkin alt endeksin 75,3'ten 68,3'e gerilemesi satın alma gücü üzerindeki baskının sürdüğünü gösteriyor. Temel ihtiyaç kategorilerinin görece dirençli kalmasını; premium ürünler, atıştırmalıklar, alkollü içecekler ve markalar arası ikamenin yüksek olduğu ürünlerde ise fiyat hassasiyetinin artmasını bekliyoruz. Bu ortamda ürün portföyü genişliği ve farklı fiyat segmentlerinde varlık gösterebilme önemli bir rekabet avantajı olmaya devam edecek.

Kanal yapısı: indirim marketleri ve özel marka, markalı ürünlerin fiyatlama alanını daraltıyor

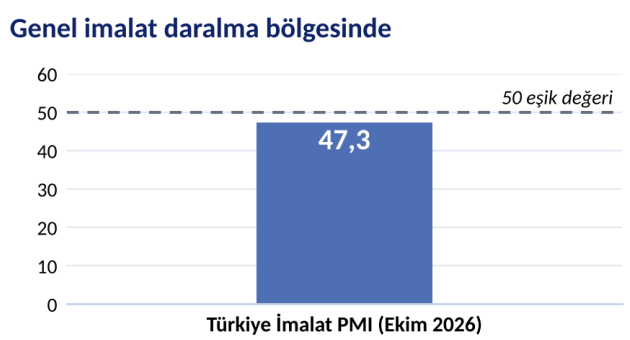
ABD Tarım Bakanlığı'nın (USDA) Euromonitor verilerine dayanan Haziran 2026 raporuna göre Türkiye'de gıda perakendesi 2025'te yaklaşık 120 milyar dolarlık büyüklüğe ulaştı; organize perakendenin payı 2014'teki %41,8'den %67,3'e yükseldi. İndirim marketleri %32,2 ile en büyük kanal konumunda; gıda perakendesinde %18,4 paya sahip BİM, %7,8 paya sahip A101 ve %6,0 paya sahip ŞOK toplamda yaklaşık 40 bin mağazaya ulaştı. NielsenIQ Türkiye verilerine göre özel markanın hızlı tüketim cirosundaki payı Ekim 2025 itibarıyla %21,7'ye ulaştı; BİM'de özel markalı ürünlerin net satışlardaki payı 2Ç26'da %55 oldu. Tüketicinin özel markayı yalnızca fiyat için değil kalite açısından da alternatif olarak görmeye başlaması, reel gelir baskısının sürdüğü dönemlerde markalı üreticilerin fiyatlama alanını daraltıyor; özel markanın güçlü olduğu temel gıda kategorilerinde raf ve promosyon rekabeti marjlar üzerinde daha belirleyici hale geliyor.

Gıda sektöründe faaliyet sinyalleri genel imalattan daha olumlu

İSO Ekim 2026 sektörel PMI verileri, gıda ürünleri sektörünün genel imalat sanayinden ayrışmaya devam ettiğini gösteriyor: gıda, Ekim'de yeni siparişleri artan iki imalat sektöründen biri oldu; yeni ihracat siparişleri ve istihdam da arttı. Buna karşılık

gıdada üretim Eylül'deki artışın ardından yeniden yavaşladı ve girdi maliyetleri en hızlı artan sektörler arasında yer aldı. Manşet Türkiye İmalat PMI'ın Eylül'deki 47,9'dan Ekim'de 47,3'e gerilemesi ise genel imalattaki daralmanın 31. ayına girdiğine işaret ediyor. TÜİK'in 10 Kasım'da açıkladığı verilere göre ise sanayi üretimi Eylül'de yıllık %2,6 artarken gıda ve içeceği de kapsayan dayanıksız tüketim malları üretimi %0,7 ile sınırlı arttı. Siparişlerdeki bu ayrışmayı gıdanın zorunlu tüketim niteliğinin ve iç talepteki oynaklığa karşı daha defansif yapısının yansıması olarak değerlendiriyoruz.

Şekil 5. Türkiye İmalat PMI ve gıda sektörü faaliyet sinyalleri



Gıda sektörü siparişlerde ayrışıyor:

- **Yeni siparişler:** Artan iki imalat sektöründen biri
- **İhracat siparişleri:** Artış sürüyor
- **Üretim:** Ekim'de yeniden yavaşladı

Kaynak: İSO, Türkiye İmalat PMI ve Sektörel PMI (S&P Global, Ekim 2026); TÜİK, Sanayi Üretim Endeksi (Eylül 2026); İntegral Yatırım Araştırma.

Talep dayanıklılığı güçlü; kârlılık için maliyet yönetimi belirleyici

Talep dayanıklılığı tek başına güçlü kârlılık anlamına gelmiyor. Hacimlerin korunabildiği bir ortamda dahi hammadde, enerji, işçilik ve finansman maliyetlerinin seyri ile bu maliyetlerin satış fiyatlarına ne ölçüde ve ne hızda aktarılabildiği marj performansında belirleyici olmaya devam ediyor. Bu nedenle alt sektörleri talep dayanıklılığı kadar fiyatlama kabiliyeti ve maliyet yapısı üzerinden de değerlendiriyoruz; alt sektörlerin talep profili, maliyet kanalları ve izlenecek göstergeler alt sektör bölümünde özetleniyor.

Mevcut göstergeler kısa vadede sert bir talep daralması riskinin sınırlı olduğuna işaret ediyor; ancak tüketici güvenindeki zayıflama nedeniyle talebin tüm kategorilerde aynı ölçüde dirençli kalmasını beklemiyoruz.

Dış Ticaret ve Türkiye'nin Küresel Konumu

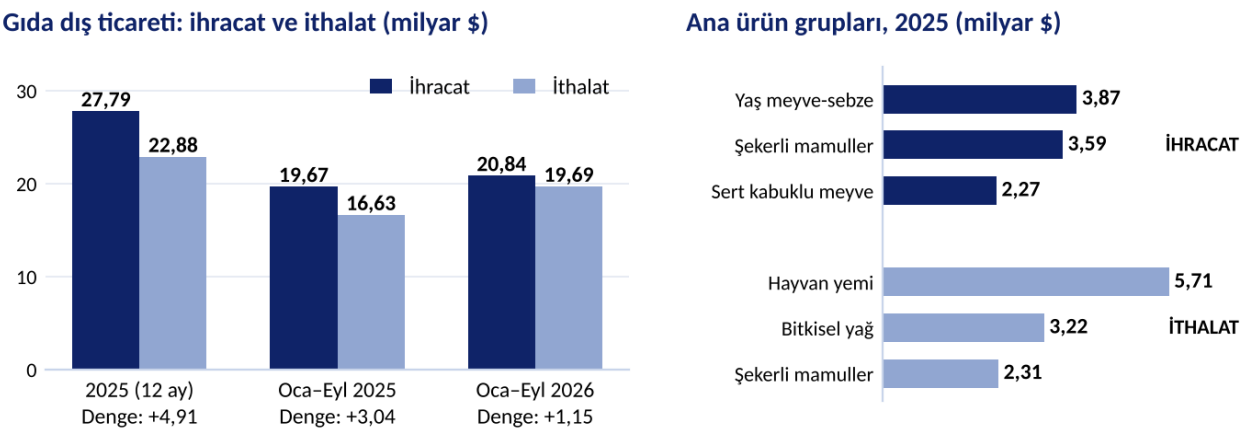
İhracat büyüyor, ancak ithalat daha hızlı artıyor; dış ticaret fazlası daralıyor

TÜİK verilerine dayanan TGDF derlemesine göre tarım, gıda ve içecek ihracatı 2025'te yıllık %0,35 artışla 27,79 milyar dolara, ithalatı ise %25,47 artışla 22,88 milyar dolara ulaştı; sektör 4,91 milyar dolar dış ticaret fazlası verdi. 2026'nın ilk dokuz ayında ihracat %5,9 artışla 20,84 milyar dolara, ithalat %18,4 artışla 19,69 milyar dolara yükselirken fazla 3,04 milyar dolardan 1,15 milyar dolara geriledi. Ton başına ihracat birim değeri ise yıllık %13,2 artarak 1.583 dolara çıktı; aynı kapsam varsayımıyla bu, ihraç edilen toplam miktarın yaklaşık %6 gerilediğine ve değer artışının miktardan değil fiyat ve ürün karmasından geldiğine işaret ediyor.

İhracat: ürün çeşitliliği güçlü, katma değer payı artırılabilir

İhracat sepeti 2025'te yaş meyve-sebze (3,87 milyar dolar), şekerli mamuller (3,59 milyar dolar) ve sert kabuklu meyveler (2,27 milyar dolar) etrafında toplandı; rafine ayçiçek yağı ihracatı 1 milyar doları aşarken fındık içi 1 milyar dolara ulaştı. En büyük pazarlar Irak (3,4 milyar dolar), Almanya (2,0 milyar dolar) ve Rusya (1,8 milyar dolar). Küresel ölçekte Türkiye fındık, kayısı, incir ve kiraz üretiminde dünya birincisi, makarna ihracatında ise İtalya'nın ardından ikinci (sektör derneğine göre miktar bazında yaklaşık %25 pay). Buna karşın dünya gıda ihracatındaki payı sınırlı kalıyor; büyüme alanı hacimden çok işlenmiş, markalı ve daha yüksek katma değerli ürünlerde. Bu yapı, şekerli mamul ve bisküvi/çikolata tarafında (ULKER) ihracat pazarlarının çeşitliliğini ve fiyatlama gücünü önemli kılıyor.

Şekil 6. Tarım, gıda ve içecek dış ticareti



Kaynak: TGDF, Dijital Veri Paneli (TÜİK dış ticaret verisi, Ocak–Eylül 2026); İntegral Yatırım Araştırma. Ürün grupları 2025 yılı verisidir.

İthalat: yem ve bitkisel yağ bağımlılığı maliyet duyarlılığını artırıyor

İthalatın merkezinde hayvan yemi (5,71 milyar dolar), bitkisel yağlar (3,22 milyar dolar) ve şekerli mamuller (2,31 milyar dolar) yer alıyor; tekil kalemlerde soya fasulyesi (1,77 milyar dolar), ham ayçiçek yağı (1,25 milyar dolar) ve sığır (1,19 milyar dolar) öne çıkıyor. Başlıca tedarikçiler Rusya (3,3 milyar dolar), Brezilya (2,2 milyar dolar) ve Ukrayna (1,9 milyar dolar). Bu görünüm, küresel tahıl, yağ ve yem fiyatları ile kurdaki hareketlerin, ithal girdiye dayanan üreticilerin maliyetlerine doğrudan yansıdığını gösteriyor; ithalatın 2025'te %25,5, 2026'nın ilk dokuz ayında ise %18,4 artması dış ticaret fazlasını aşındırıyor.

Dış ticaret verileri ihracat talebindeki dirence karşılık artan ithalat hacmine işaret ediyor. Eylül 2026'da gıda, içecek ve tütün grubunda ihracat miktar endeksi yıllık %17,6, ithalat miktar endeksi %15,0 arttı (Ağustos: %1,9 ve %36,2). Aynı ayda ihracat birim değer endeksi %0,2 artarken ithalat birim değer endeksi %1,4 geriledi. Tek aylık veri olmakla birlikte Eylül'de ihracat artışının ağırlıkla miktardan gelmesi dış talep açısından destekleyici; ithalat hacmindeki güçlü artış ise iç pazardaki rekabet ve tedarik yapısı açısından izlenmeli.

Şirketler açısından anlamı

İhracatta işlenmemiş ürünlerin payının yüksek olması ve ithalatın yem ile bitkisel yağda yoğunlaşması, şirketler açısından iki farklı kur kanalı yaratıyor: ihracat geliri olan üreticiler TL'deki değer kaybından fayda sağlarken ithal girdiye bağımlı olanlar maliyet baskısıyla karşılaşıyor. Hammaddede yerli/ithal dengesi ve döviz pozisyonu bu nedenle şirket analizinde ayırt edici.

Maliyet, Fiyatlama Gücü ve Alt Sektör Ayrışması

Maliyet baskısı sürüyor; şirketler arası ayrışmada fiyatlama ve maliyet aktarım kabiliyeti belirleyici olacak

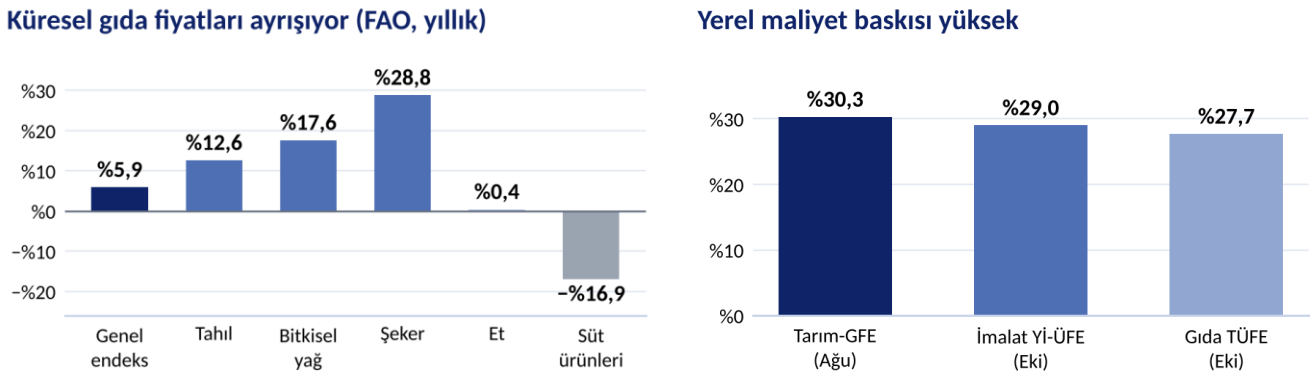
Gıda ve içecek sektöründe maliyet görünümü homojen değil: küresel emtia fiyatları ürün grupları bazında farklı yönlerde hareket ederken yurt içinde tarımsal girdi, enerji, işçilik ve finansman maliyetleri yüksek seyrini koruyor. Bu nedenle şirketlerin maliyet görünümünü tek bir "gıda enflasyonu" göstergesiyle değil; hammadde sepeti, döviz maruziyeti, satın alma sözleşmeleri, korunma politikaları ve stok maliyetleriyle birlikte değerlendiriyoruz.

Küresel emtia görünümü ayrışırken yerel maliyet baskısı yüksek kalıyor

Yurt içi göstergeler maliyet baskısının henüz belirgin şekilde hafiflemediğine işaret ediyor. Ekim'de gıda ve alkolsüz içecek fiyatları yıllık %27,73 (aylık %3,50) artarken genel TÜFE %29,77, çekirdek enflasyon (C) %28,28 oldu; gıda, yıllık enflasyona 6,81 puanla en yüksek katkıyı yapan grup oldu. Gıda fiyatlarının çekirdek enflasyonun da altında artması, gıdanın göreli fiyatının gerilediğini gösteriyor. TCMB de 12 Kasım'daki Enflasyon Raporu'nda 2026 sonu gıda enflasyonu tahminini %28,5'ten %31,3'e yükseltti. Üretici tarafında ise Tarım-GFE Ağustos'ta %30,28, imalat sanayi Yİ-ÜFE'si Ekim'de %29,04 arttı.

Endekslerin kapsam ve ağırlıkları farklı olduğundan bu farkı doğrudan bir marj göstergesi olarak okumuyoruz; ancak maliyet göstergelerinin gıda TÜFE'sinin 1,3–2,6 puan üzerinde seyretmesi, marjlar üzerindeki baskının sürebileceğine işaret ediyor.

Şekil 7. Küresel emtia ve yerel maliyet göstergeleri



Kaynak: FAO, Gıda Fiyat Endeksi (aylık seri, Ekim 2026; yıllık değişim İntegral hesaplaması); TÜİK, Tarımsal Girdi Fiyat Endeksi (Ağustos 2026), Yİ-ÜFE ve TÜFE (Ekim 2026); İntegral Yatırım Araştırma.

Küresel tarafta fiyatlar kalem bazında ayrışıyor: tahıl, bitkisel yağ ve şekerde yıllık artış, süt ürünlerinde ise belirgin gerileme var (bkz. Küresel Görünüm). Dolayısıyla küresel gıda fiyatlarında tek yönlü bir hareketten çok, şirketlerin hammadde sepetine bağlı bir maliyet görünümü söz konusu.

Hammadde sepeti ve satın alma yapısı maliyet ayrışmasını derinleştiriyor

Kakao, şeker ve bitkisel yağ ağırlıklı üretim yapan şirketlerle süt, malt veya tahıl yoğun çalışan üreticilerin aynı emtia ortamından benzer şekilde etkilenmesini beklemiyoruz. Etkinin zamanlaması da farklılaşıyor: alımların spot piyasadan veya vadeli sözleşmelerle yapılması, mevcut stokların maliyet seviyesi ve kur riskine karşı korunma politikaları, emtia fiyatlarındaki değişimin gelir tablosuna yansımasını birkaç çeyrek geciktirebiliyor.

Şekil 8. Alt sektörlerde maliyet ve finansal duyarlılık haritası

Düşük | Düşük-Orta | Orta | Yüksek

Alt Sektör	Operasyonel Maliyetler					Finansal/Makro Duyarlılık	
	Hammadde	Enerji	İşçilik	Ambalaj	Lojistik	Finansman	Kur
Bisküvi/Çikolata	Yüksek	Orta	Orta	Orta	Düşük	Orta	Yüksek
Alkollü İçecek	Orta	Yüksek	Düşük-Orta	Yüksek	Orta	Orta	Orta
Alkolsüz İçecek	Orta	Orta	Düşük-Orta	Yüksek	Orta	Orta	Orta
Süt Ürünleri	Yüksek	Orta	Orta	Orta	Yüksek	Yüksek	Düşük-Orta
Et	Yüksek	Orta	Orta	Düşük	Orta	Yüksek	Orta
Unlu Mamuller	Yüksek	Yüksek	Orta	Düşük	Düşük	Orta	Orta

Kaynak: İntegral Yatırım Araştırma. Nitel analist değerlendirmesi.

Not: Duyarlılık seviyeleri gerçekleşmiş maliyet paylarını göstermemektedir. Sınıflandırma; alt sektörlerin temel girdi yapısı, iş modeli, işletme sermayesi ihtiyacı ve finansal hassasiyetleri dikkate alınarak oluşturulmuş nitel analist değerlendirmesidir.

Isı haritası, aynı makro maliyet ortamının alt sektörlere farklı kanallardan yansıdığını gösteriyor: hammadde yoğun sektörlerde girdi fiyatları, yüksek işletme sermayesi ihtiyacı olanlarda finansman koşulları, ithal girdi kullanımı yüksek iş modellerinde ise kur hareketleri öne çıkıyor. Özellikle süt ürünleri, et ve unlu mamuller gibi yerel girdiye duyarlı kategorilerde iç maliyet dinamikleri, küresel emtia hareketlerinden daha belirleyici.

Şekil 9. Maliyet aktarım zinciri: maliyet değişimleri finansallara aynı hızda yansımıyor



Kaynak: İntegral Yatırım Araştırma.

Hammadde alım koşulları, stok maliyeti, vadeli kontratlar, korunma politikaları, promosyon takvimi ve perakendecilerle yapılan ticari anlaşmalar, maliyet hareketlerinin raf fiyatlarına ve marjlara yansıma süresini belirliyor. Spot kakao, şeker veya tahıl fiyatlarındaki bir gerilemenin aynı çeyrekte brüt marja yansımasını beklemek yanıltıcı olabilir; maliyet artışlarının fiyatlara gecikmeli aktarılması ise kısa vadede marj baskısı yaratabilir.

Duyarlılık: maliyet artışı fiyata yansıtılamazsa brüt marj ne kadar etkilenir?

Tablo 8. Satışların maliyetindeki (SMM) artışın brüt marja etkisi, 9A26 bazında

Şirket	9A26 brüt marj	SMM / satış	SMM +%5	SMM +%10	Gerekli fiyat artışı**
CCOLA	%37,0	%63,0	%33,8 (−3,2 puan)	%30,7 (−6,3 puan)	%6,3
ULKER	%24,9	%75,1	%21,1 (−3,8 puan)	%17,4 (−7,5 puan)	%7,5
AEFES (bira grubu)*	%44,6	%55,4	%41,8 (−2,8 puan)	%39,1 (−5,5 puan)	%5,5

*Kaynak: Coca-Cola İçecek ve Ülker Bisküvi 30.09.2026 ara dönem finansal tabloları; Anadolu Efes 3Ç26 sonuç açıklaması (04.11.2026); İntegral Yatırım Araştırma hesaplaması. Satışlar ve hacim sabit varsayılmıştır; ürün karması, korunma ve stok etkileri hariçtir. *AEFES için bira grubu brüt marjı kullanılmıştır (şirket açıklaması, 9A26). **SMM'deki %10'luk artışa karşın brüt kârı TL olarak korumak için gereken fiyat artışı.*

Tablo 8, satışların maliyetindeki bir artışın fiyatlara yansıtılamaması halinde brüt marja mekanik etkisini gösteriyor. Maliyet tabanının satışlar içindeki ağırlığı yükseldikçe aynı şokun marja etkisi büyüyor: brüt marjı en düşük olan ULKER'de SMM'deki %10'luk bir artış brüt marjı yaklaşık 7,5 puan düşürürken bu etki CCOLA'da 6,3, AEFES bira grubunda 5,5 puanda kalıyor. Aynı nedenle ULKER'in brüt kârını koruyabilmesi için gereken fiyat artışı da daha yüksek; bu da reel gelir baskısı ve özel marka rekabeti altında fiyatlama gücünün önemini artırıyor.

Fiyatlama gücü, yalnızca fiyat artırabilmek anlamına gelmiyor

Şirketler arasındaki temel ayrışmanın, karşılaşılan maliyet artışının büyüklüğünden çok bu artışın satış fiyatlarına hangi hızda ve hacim kaybı yaratmadan aktarılabildiğinden kaynaklanmasını bekliyoruz. Fiyat artışı sonrasında hacimlerin dirençli kalması güçlü marka sadakatine ve düşük talep esnekliğine işaret ederken; artan promosyon ihtiyacı, gramaj küçültme, daha düşük fiyatlı ürünlere yönelim veya belirgin hacim kaybı fiyatlama alanının sınırlı olduğunu gösteriyor.

Dokuz aylık veriler üç farklı model gösteriyor (ayrıntılar şirket karşılaştırması bölümünde). CCOLA'da büyüme hacimden geliyor (+%8,4); ünite kasa başına reel gelir gerilese de maliyet verimliliği ve korumalar dokuz aylık marjı yükseltti, ancak 3Ç26'da Türkiye'deki baskıyla marj geriledi. AEFES bira grubunda hektolitre başına reel gelir artarken hacim %7,4 daraldı, yani fiyat hacim kaybı pahasına korunuyor. ULKER'de ise ton başına reel gelirin %9,3 gerilemesi ve brüt marjdaki 5,3 puanlık kayıp, maliyet artışlarının fiyata aktarılamadığını gösteriyor. Hacim, birim gelir ve marjın birlikte güçlü seyretmesini sürdürülebilir fiyatlama gücünün işareti olarak görüyoruz.

Alt Sektör Analizi

Aynı sektör, farklı yatırım profilleri

Gıda sanayi Türkiye imalatının en büyük kollarından biridir: İSO'nun Türkiye'nin 500 Büyük Sanayi Kuruluşu 2025 araştırmasında listeye 125 gıda şirketi girdi ve sektör, listenin 11,1 trilyon TL'lik üretimden satışlarının yaklaşık %17'sini oluşturdu (2024: %16). Ancak gıda ve içecek şirketleri aynı sektör başlığı altında değerlendirilse de talep esnekliği, hammadde sepeti, fiyatlama kabiliyeti, finansman ihtiyacı ve döviz maruziyeti açısından belirgin şekilde farklılaşıyor. Bu nedenle sektör görünümünü alt sektörlerin talep yapısı, temel maliyet kanalları ve finansal hassasiyetleri üzerinden okuyoruz.

Tablo 9. Alt sektör bazında yatırım çerçevesi

Alt sektör	Talep profili ve dayanıklılık	Ana maliyet / marj kanalı	Yatırım çerçevesi	İzlenecek temel KPI
Bisküvi / çikolata	Kısmen isteğe bağlı; reel gelir hassasiyeti yüksek (dayanıklılık: orta)	Kakao, şeker, bitkisel yağ ve buğday	Emtia maliyetlerinin seyri ile fiyat artışı sonrası hacim korunumu birlikte belirleyici	Tonaj, brüt marj, promosyon yoğunluğu
Alkolsüz içecek	Kanal, paket ve coğrafyaya göre çeşitlenen talep (dayanıklılık: orta-yüksek)	Şeker, PET, alüminyum ve kur	Coğrafi çeşitlendirme ve fiyat/ürün karması yönetimi yerel talep riskini dengeleyebilir	Hacim, fiyat/ürün karması, brüt marj
Alkollü içecek	İsteğe bağlı; reel gelir ve satın alınabilirlik hassasiyeti yüksek (dayanıklılık: düşük-orta)	Malt, ambalaj, enerji ve vergi	Hacim ve satın alınabilirlik, maliyet normalleşmesinden daha belirleyici	Türkiye hacmi, gelir/hektolitre, marj
Süt ürünleri	Zorunlu tüketime yakın; hacim görece dirençli (dayanıklılık: yüksek)	Çiğ süt, yem, enerji ve finansman	Yerel maliyetler ile finansman giderlerinin seyri kârlılık açısından kritik	Brüt marj, finansman gideri, faaliyet kârından net kâra dönüşüm
Et / unlu mamuller	Temel tüketime yakın; hacim görece dayanıklı (dayanıklılık: yüksek)	Yem, buğday, enerji ve işletme sermayesi	Maliyet geçiş hızı ve stok maliyeti marj görünümünü belirliyor	Brüt marj, stok devir hızı, fiyat geçişi

Kaynak: TÜİK, Tüketici Güven Endeksi (Ekim 2026) ve Perakende Satış Endeksleri (Eylül 2026); İSO, Sektörel PMI (Ekim 2026); İntegral Yatırım Araştırma. Nitel analist değerlendirmesi; talep dayanıklılığı kategori niteliği ve mevcut tüketim görünümüne dayanır.

Bisküvi ve çikolata: Marka gücü önemli, ancak fiyat esnekliği sınırsız değil

Segmentte kârlılığın temel belirleyicileri kakao, bitkisel yağ, şeker ve buğday maliyetleri ile bu maliyetlerin fiyatlara aktarım hızı. Güçlü marka portföyü ve yaygın dağıtım fiyatlama kabiliyetini desteklese de reel gelir baskısı, fiyat artışlarının hacim ve ürün karması üzerindeki etkisini daha önemli kılıyor. 2025'te hacim bazında daralan Türkiye atıştırmalık pazarı 2026'nın ilk dokuz ayında %2,5 büyüdü; ancak bu toparlanma fiyatlamaya yansımadı ve pazar liderinde ton başına reel gelir %9,3 geriledi.

Bu çerçevede ULKER'de net satışların %30'unu oluşturan uluslararası operasyonlar gelir tabanını çeşitlendirse de dokuz ayda hem yurt içi (−%9,9) hem uluslararası (−%6,1) satışlar reel olarak geriledi ve hammadde maliyetleri marjları baskıladı; tonaj, promosyon yoğunluğu, ürün karması ve brüt/FAVÖK marjı temel izleme göstergelerimiz.

Alkolsüz içecek: Coğrafi çeşitlendirme en güçlü savunma hattı

Coğrafi çeşitlendirme, farklı kanal ve paket formatlarında fiyatlama kabiliyeti ve yabancı para bazlı gelir yaratma kapasitesi segmentin temel avantajları. Şeker, PET ve alüminyum maliyetleri ile kur hareketleri maliyet görünümünde belirleyici olurken kanal ve paket karmasının etkin yönetimi bu baskıların marjlara yansımasını sınırlayabiliyor.

CCOLA bu temanın şirket bazındaki karşılığı: 3Ç26'da konsolide hacmin üçte ikisini, dokuz ayda net satışların %61'ini oluşturan uluslararası operasyonlar, Türkiye kaynaklı talep ve kur risklerini farklı coğrafyalar üzerinden dengeliyor.

Alkollü içecek: Hacim ve satın alınabilirlik maliyet görünümünden daha belirleyici

Segment, isteğe bağlı tüketim niteliği, yüksek reel gelir hassasiyeti ve vergi yükü nedeniyle satın alınabilirliğe en duyarlı alan. Alkollü içeceklerde maktu ÖTV tutarları Ocak ve Temmuz aylarında Yİ-ÜFE'ye göre güncelleniyor: 2026 başında asgari maktu tutarlar %7,95, Temmuz'da ise altı aylık Yİ-ÜFE oranında %16,09 artırıldı (bira için 12,48 TL'den 14,49 TL'ye; Resmî Gazete, 3 Temmuz 2026). 2013'ten bu yana yürürlükte olan reklam yasağı ve tanıtım kısıtları da marka yatırımlarının etkisini sınırlıyor. Yüksek sabit maliyet yapısı nedeniyle hacimdeki değişim operasyonel kaldıraç üzerinden kârlılığa güçlü biçimde yansıyor.

AEFES'te bu nedenle Türkiye bira hacmi (3Ç26: yıllık −%14,3), fiyat/hektolitre ve marj performansını birlikte izliyoruz; hacmin toparlandığı bir görünümde operasyonel kaldıraç kârlılığı hızla destekleyebilir.

Süt ürünleri: Talep dirençli, yerel maliyet ve finansman baskısı belirleyici

Zorunlu tüketime yakın yapısıyla talep tarafında görece dirençli olsa da segmentin kârlılığı büyük ölçüde yerel maliyetlere bağlı: çiğ süt, yem, enerji ve finansman giderlerinin seyri küresel süt fiyatlarından daha belirleyicidir. FAO süt ürünleri

endeksindeki yıllık %16,9'luk gerilemenin yerel çiğ süt ve yem maliyetlerine aynı ölçüde yansımaması marj iyileşmesini sınırlayabilir.

Et ve unlu mamuller: Maliyet geçişi ve stok yönetimi öne çıkıyor

Temel tüketime yakın yapıları nedeniyle hacim tarafında dayanıklı olsalar da yem, buğday, enerji ve işletme sermayesi maliyetlerine yüksek duyarlılık gösteriyorlar. Ürün farklılaştırmasının sınırlı olduğu kategorilerde maliyet artışlarının fiyatlara aktarımı zorlaşırken brüt marj, stok devir hızı ve maliyet geçiş süresi temel izleme alanlarını oluşturuyor.

Makro Çerçeve: Faiz, Kur ve Finansman Kanalı

Makro değişkenlerin etkisi şirketlerin bilanço ve gelir yapısına göre farklılaşıyor

Net borçluluk, borcun vade ve faiz yapısı, işletme sermayesi ihtiyacı, döviz bazlı maliyetler ve yabancı para gelirlerinin payı, aynı makro koşulların şirket sonuçlarına farklı kanallardan yansımasına yol açıyor. Bu nedenle faiz ve kuru sektör için tek yönlü bir katalizör veya risk olarak değil, şirketlerin bu değişkenlere maruziyeti üzerinden değerlendiriyoruz.

Faiz kanalı: etki borçluluk ve refinansman yapısına göre farklılaşıyor

TCMB'nin 22 Ekim'de politika faizini %37'den %36'ya indirmesi faiz indirim sürecinin yeniden başladığına işaret ediyor; bir sonraki PPK toplantısı 10 Aralık'ta ve bu toplantıda 1 puanlık indirimle politika faizinin yılı %35 ile kapatmasını bekliyoruz. TCMB 12 Kasım'daki Enflasyon Raporu'nda 2026 sonu enflasyon tahminini %28'den %29,5'e yükseltti. Ancak gevşemenin kademeli ve enflasyon görünümüne bağlı ilerlemesi, finansman koşullarındaki iyileşmenin şirket bilançolarına eş zamanlı yansımayacağını düşündürüyor.

Faizlerdeki gerileme en belirgin desteği net borçluluğu ve işletme sermayesi ihtiyacı yüksek şirketlerde sağlayacak; etkinin zamanlaması ise borcun vadesine, sabit veya değişken faizli olmasına ve refinansman takvimine bağlı. Bu nedenle faiz hassasiyetini Net Borç/FAVÖK, finansman giderinin faaliyet kârına oranı ve kısa vadeli borç payıyla birlikte değerlendiriyoruz. Üçlü içinde finansman giderinin faaliyet kârına oranı en yüksek şirket ULKER: 3Ç26'da finansman giderleri 7,2 milyar TL'den 4,8 milyar TL'ye inse de esas faaliyet kârı %66 azalarak 1,8 milyar TL'ye gerilediği için finansman gideri esas faaliyet kârının yaklaşık 2,7 katına çıktı ve şirket net zarara geçti.

Tablo 10. Kaldıraç, borç yapısı ve kur riski yönetimi, 30 Eylül 2026

Şirket	Net borç/FAVÖK	Borç yapısı	Kur riski ve gelir dağılımı
CCOLA	0,29x (Eyl. 2025: 0,83x)	Finansal borcun %61'i USD, %16'sı TL; uzun vadeli kredilerin %84'ü 2028 ve sonrası vadeli	Korunma sonrası net döviz pozisyonu −7,8 mlr TL; Orta Asya 9A26 hasılatın %45'i
ULKER	2,6x* (Eyl. 2025: 1,8x)	Finansal borcun %71'i uzun vadeli; 550 milyon $ eurobond (%7,88, 2031 vadeli); kredi sözleşmelerinde 3,0x kaldıraç sınırı	327 milyon $ ve 220 milyon €'luk pozisyon türevlerle korunuyor; korunma sonrası net döviz pozisyonu −12,0 mlr TL
AEFES	0,9x konsolide (Eyl. 2025: 1,5x); 5,1x bira (Eyl. 2025: 3,9x)	Net finansal borç 49,7 mlr TL (2025 sonu: 68,9); bira grubu net borcu 34,4 mlr TL	Konsolide nakit 51,7 mlr TL; kaldıraç bira grubunda yoğun

*Kaynak: Şirketlerin 30.09.2026 ara dönem finansal tabloları ve 3Ç26 finansal sonuç açıklamaları (KAP); İntegral Yatırım Araştırma. *Net finansal borç / yıllıklandırılmış 9A26 FAVÖK (İntegral hesaplaması).*

Kur kanalı: etki döviz bazlı maliyet ve gelir dengesine göre değişiyor

Döviz kuru şirketleri iki yönlü etkiliyor: ithal hammadde, ambalaj ve enerji girdilerine bağımlı şirketlerde TL'deki değer kaybı maliyet baskısını artırırken, ihracat veya yabancı para bazlı operasyonlardan gelen gelirler bu etkinin bir bölümünü dengeliyor. Etkinin büyüklüğü döviz bazlı gelir–maliyet dengesine, korunma pozisyonlarına ve net döviz pozisyonuna bağlı; mevcut stoklar ve vadeli alım sözleşmeleri de kur değişimlerinin gelir tablosuna yansımasını geciktirebiliyor. Örneğin ULKER, 30 Eylül itibarıyla 327 milyon dolar ve 220 milyon avroluk pozisyonu türev araçlarla korudu.

Makro kanallar birbirinden bağımsız çalışmıyor

Para politikasındaki değişimler finansman kanalının yanında reel gelir ve talep üzerinden de operasyonel performansı etkiliyor: faizlerdeki gerileme zamanla finansman yükünü ve iç talebi destekleyebilirken, kur veya enflasyon baskısının güçlenmesi bu etkinin bir bölümünü satın alma gücü ve maliyetler üzerinden sınırlayabilir. Bu nedenle makro görünümü talep, maliyet ve finansman kanallarının birlikte nasıl şekillendiği üzerinden değerlendiriyoruz; şirketler arasındaki farkı ise maruziyetin büyüklüğü ve yönetim biçimi belirleyecek.

İşçilik: asgari ücret hem talebi hem maliyeti belirliyor

2026 için net asgari ücret %27 artışla 28.075,50 TL'ye (brüt 33.030 TL) yükseltildi ve yıl içinde ara artış yapılmadı. TÜFE'nin Ekim itibarıyla Aralık 2025'e göre %27,52 artması, asgari ücretin satın alma gücünün yıl başındaki seviyesinin altına indiğini gösteriyor; yılın kalan aylarındaki fiyat artışlarıyla bu fark açılabilir. Asgari Ücret Tespit Komisyonu'nun Aralık'ta belirleyeceği 2027 artışı sektör için iki yönlü önem taşıyor: artış, gıda harcamasının bütçedeki payı yüksek olan hanelerde talebi desteklerken emek yoğun üretim, dağıtım ve perakende kanalında işçilik maliyetini yükseltecek. Bu nedenle Ocak 2027 fiyat ayarlamalarının büyüklüğünü ve zamanlamasını asgari ücret kararıyla birlikte izliyoruz.

Düzenleme: fiyat denetimleri fiyatlama zamanlamasını etkileyebilir

Ticaret Bakanlığı bünyesindeki Haksız Fiyat Değerlendirme Kurulu, 2026'nın ilk dört toplantısında 1.258 işletmeye toplam 389 milyon TL idari para cezası verdi; bunun yaklaşık 238 milyon TL'si meyve-sebze, ekmek-simit ve temel gıda ürünlerindeki fiyat artışlarına ilişkin (Ticaret Bakanlığı, 17 Mayıs 2026). Cezalar ağırlıkla yerel e-ticaret platformları ile meyve-sebze satıcılarına yönelik olsa da gıda fiyatları üzerindeki denetim baskısı, markalı üreticilerin maliyet artışlarını fiyata yansıtma zamanlamasını etkileyebilecek bir unsurdur.

Hisse Performansı ve Piyasa Çarpanları

XGIDA son bir yılda BIST 100'ün gerisinde kaldı; şirket bazında ayrışma belirgin

XGIDA ile BIST 100'ün bir yıllık performansı, yılın önemli bölümünde benzer yönde hareket eden iki endeks arasında zaman içinde belirgin bir ayrışma oluştuğunu gösteriyor. Özellikle yılın ikinci yarısında XGIDA'nın göreli performansının zayıflaması, gıda ve içecek hisselerine yönelik piyasa fiyatlamasının genel endekse kıyasla daha temkinli hale geldiğine işaret ediyor.

Şekil 10. XGIDA'nın BIST 100'e göre göreli performansı (puan)



Kaynak: Matriks; İntegral Yatırım Araştırma.

XGIDA Temmuz sonunda BIST 100'ün yaklaşık 27 puan önündeyken Ağustos'tan itibaren bu üstünlüğünü kaybetti ve Ekim başında endeksin gerisine düştü; fark Kasım'da 12 puana yaklaştı. Bu ayrışmayı tek başına temel görünümde bir bozulma ya da oluşmuş bir değerleme fırsatı olarak yorumlamıyoruz.

Endeks yapısı: Borsa İstanbul'un tanımına göre XGIDA, ağırlık sınırı olmayan, fiili dolaşımdaki pay piyasa değeriyle ağırlıklandırılan bir fiyat endeksidir. En büyük bileşenler CCOLA (yaklaşık 4,0 milyar dolar) ve AEFES (1,8 milyar dolar); onları TBORG, ARMGD ve ULKER izliyor. Endeks getirisi bu nedenle sektör ortalamasını değil, ağırlıkla büyük bileşenlerin hisse hareketini yansıtıyor (piyasa değerleri: Matriks, 3 Kasım 2026).

Göreli performansı temel göstergelerle birlikte okuyoruz

XGIDA'daki göreli gerilemenin ne ifade ettiğini değerlendirirken fiyat hareketini tek başına yeterli bulmuyoruz. Hisse performansının açıklanan kârlılık gelişimi, serbest nakit akışı ve bilanço görünümüyle birlikte okunması gerektiğini düşünüyoruz.

Fiyat performansındaki zayıflamaya açıklanan sonuçlarda FAVÖK ve net kârdaki gerilemenin eşlik etmesi, piyasa hareketinin temel görünümdeki bozulmayı yansıttığına işaret edebilir. Buna karşılık operasyonel performansın korunduğu ve nakit üretiminin güçlü kaldığı bir ortamda göreli fiyat zayıflığı, şirket bazında daha yakından incelenmesi gereken bir ayrışma yaratabilir. Bu nedenle BIST 100'e göre geride kalmayı tek başına bir "iskonto" olarak değil, şirket finansallarıyla birlikte okunması gereken bir fiyatlama sinyali olarak değerlendiriyoruz.

Jeopolitik şoklar, savunmacı talebin hisse performansına her zaman aynı ölçüde yansımadığını gösteriyor

Gıda talebinin savunmacı olması, sektör hisselerinin dışsal şoklardan bağımsız hareket edeceği anlamına gelmiyor: Rusya-Ukrayna savaşında tahıl, bitkisel yağ, gübre ve enerji maliyetleri öne çıkarken, Orta Doğu kaynaklı gerilimlerde enerji, lojistik ve kur kanalları belirleyici hale geliyor. Talep dayanıklılığı ile hisse fiyatı dayanıklılığı aynı şey değil; hacimler dirençli kalırken maliyet şoku ve finansal koşullardaki bozulma sektör hisselerinin endeksin gerisinde kalmasına yol açabiliyor.

Küresel benzerlerle çarpan karşılaştırması

Türk gıda ve içecek şirketleri küresel benzerlerine göre belirgin iskontoyla işlem görüyor: üç şirketin medyan FD/FAVÖK çarpanı 6,3x ile küresel benzer medyanının (11,2x) yaklaşık %44 altında. Bu farkı kesin bir ölçü değil, yaklaşık bir göreli konum göstergesi olarak okuyoruz: karşılaştırma bisküvi, şişeleme, bira ve geniş ürün yelpazeli tüketim şirketlerini aynı sepette topluyor; Türk şirketlerinin çarpanları 3Ç26 sonuçlarından önceki 30 Ekim tarihine ait; AEFES'in CCOLA'yı konsolide etmesi nedeniyle de iki gözlem birbirinden bağımsız değil. Ülke risk primi, yüksek enflasyon ve TL faiz ortamı ile enflasyon muhasebesinin kârlılık ölçümüne etkisi bu farkın başlıca açıklayıcıları olarak öne çıksa da bileşenleri nicel olarak ayrıştırmadığımızdan iskontoyu tek başına bir değerleme fırsatı olarak yorumlamıyoruz; göreli konumun izlenmesini ise yabancı yatırımcı ilgisi açısından anlamlı buluyoruz.

Tablo 11. Küresel benzerler ve Türk şirketlerinin çarpanları

Şirket	Ülke	F/K (LTM)	FD/FAVÖK (LTM)
Nestlé	İsviçre	28,9x	15,1x
Danone	Fransa	20,6x	10,0x
Mondelēz	ABD	23,1x	16,6x
Unilever	İngiltere	13,6x	13,2x
Coca-Cola HBC	İsviçre	18,9x	10,9x
Heineken	Hollanda	19,0x	10,3x
Carlsberg	Danimarka	20,1x	9,4x
AB InBev	Belçika	18,3x	11,5x
Küresel benzer medyanı		19,5x	11,2x
AEFES	Türkiye	10,8x	6,5x
CCOLA	Türkiye	10,5x	6,3x
ULKER	Türkiye	7,6x	5,1x
AEFES, CCOLA, ULKER medyanı	Türkiye	10,5x	6,3x

Kaynak: S&P Global Market Intelligence (StockAnalysis üzerinden; 16–27 Ekim 2026, Türk şirketleri için 30 Ekim 2026); İntegral Yatırım Araştırma. LTM: son on iki ay. Çarpanlar farklı muhasebe ve enflasyon ortamlarını yansıttığından doğrudan değerleme karşılaştırması için değil, göreli konumu göstermek için verilmiştir.

BÖLÜM II · ŞİRKET FİNANSALLARI

Şirket Karşılaştırması

Şirket seçimi sektör seçiminden daha önemli; dokuz aylık veriler ayrışmayı netleştiriyor

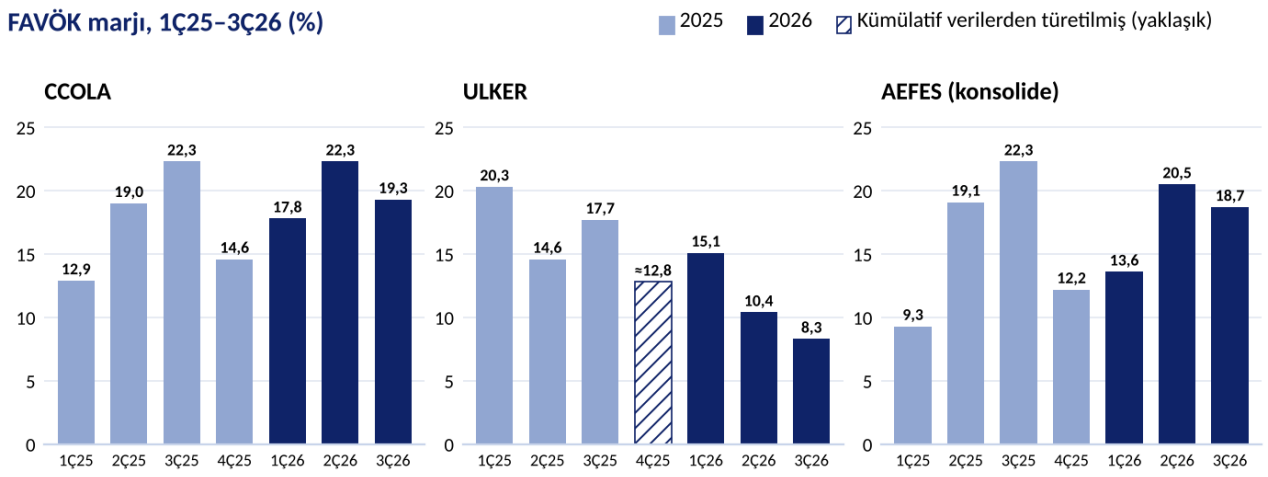
Değerlendirme çerçevesi. Gıda ve içecek şirketleri aynı makro koşullara farklı tepkiler veriyor; coğrafi çeşitlendirme, fiyatlama gücü, hammadde sepeti, bilanço yapısı ve işletme sermayesi yönetimi bu ayrışmanın temel belirleyicileri. Yüksek enflasyon ortamında nominal büyüme tek başına yeterli bir ölçüt olmadığından şirketleri ciro ve net kâr büyümesinin yanında dört başlık üzerinden değerlendiriyoruz: reel büyüme (satış hacmi ve birim başına reel gelir), kârlılık (brüt ve FAVÖK marjının yönü), nakit üretimi (serbest nakit akışı ve nakit dönüşümü) ve bilanço (net borç/FAVÖK ve borç yapısı). Bizim açımızdan kaliteli bir bilanço, bu dört alanda birlikte güçlü bir görünümü ifade ediyor.

Tablo 12. Üç şirketin dokuz aylık performansı: büyüme, kârlılık, nakit ve bilanço

	CCOLA		ULKER		AEFES (konsolide)	
GÖSTERGE	9A26	DEĞİŞİM	9A26	DEĞİŞİM	9A26	DEĞİŞİM
BÜYÜME VE FIYATLAMA						
Satış hacmi	**1.449 mn ük**	+%8,4	**520 bin ton**	+%0,6	**91,8 mn hl**	+%6,5
Birim başına net satış	**137,0 TL/ük**	−%2,7	**184,1 TL/kg**	−%9,3	**2.741 TL/hl**	−%3,4
Net satışlar (mlr TL)	**198,5**	+%5,4	**95,7**	−%8,8	**251,6**	+%2,8
KÂRLILIK						
Brüt marj	**%37,0**	+2,0 puan	**%24,9**	−5,3 puan	**%37,9**	+0,6 puan
FAVÖK (mlr TL)	**39,6**	+%13,7	**11,1**	−%40,3	**45,2**	+%4,5
FAVÖK marjı	**%19,9**	+1,5 puan	**%11,6**	−6,1 puan	**%18,0**	+0,3 puan
Ana ortaklık net kârı (mlr TL)	**22,5**	+%23,1	**2,7**	−%54,5	**12,1**	−%19,8
NAKIT ÜRETIMI						
İşletme nakit akışı (mlr TL)	**36,5**	+%21,7	**2,9**	a.d.†	**38,8**	+%16,4
Yatırım harcaması / satışlar	**%5,9**	−1,3 puan	**%1,7**	+0,2 puan	**%6,1**	−1,4 puan
Serbest nakit akışı* (mlr TL)	**24,8**	+%50	**1,4**	a.d.†	**23,4**	+%56
Nakit dönüşümü (SNA / FAVÖK)	**%63**	+15 puan	**%12**	+37 puan	**%52**	+17 puan
BILANÇO						
Net borç (mlr TL)	**13,5**	−%57,5	**38,9**	+%6,9	**49,7**	−%27,9
Net borç / FAVÖK	**0,29x**	−0,54x	**2,6x****	+0,80x	**0,9x**	−0,6x

*Kaynak: Şirketlerin 30.09.2026 ara dönem finansal tabloları, faaliyet raporları ve 3Ç26 finansal sonuç açıklamaları (KAP); İntegral Yatırım Araştırma. Değişimler 9A25'e göre yıllıktır; oranlarda puan, net borçta 2025 sonuna, net borç/FAVÖK'te Eylül 2025'e göre değişim verilmiştir; tutarlar Eylül 2026 satın alma gücüyledir (TMS 29). Birim başına net satış, dokuz aylık net satışların satış hacmine bölünmesiyle hesaplanmıştır; değişim reel bazdadır (AEFES: konsolide hektolitre başına). Yeşil iyileşmeyi, kırmızı gerilemeyi gösterir (net borçta azalış iyileşmedir; yatırım harcaması nötr gösterilmiştir). †a.d.: baz dönem negatif olduğundan yüzde değişim anlamlı değildir (9A25: ULKER işletme nakit akışı −3,1, serbest nakit akışı −4,6 mlr TL). *Serbest nakit akışı üç şirket için aynı tanımla hesaplanmıştır: işletme faaliyetlerinden nakit akışı − yatırım harcaması (İntegral hesaplaması). Şirketlerin kendi tanımlarıyla açıkladığı serbest nakit akışı CCOLA için 19,9, AEFES için 10,3 milyar TL; şirket sayfalarında bu değerler "şirket tanımı" olarak verilmiştir. **ULKER: net finansal borç / yıllıklandırılmış dokuz aylık FAVÖK (İntegral hesaplaması); CCOLA ve AEFES şirket tanımı (son 12 ay). Puan farkları yuvarlanmamış değerlerden hesaplanmıştır.*

Şekil 11. Çeyreklik FAVÖK marjları, 1Ç25–3Ç26



Kaynak: Coca-Cola İçecek, Ülker Bisküvi ve Anadolu Efes çeyreklik finansal sonuç açıklamaları (KAP); İntegral Yatırım Araştırma. 1Ç25 ve 2Ç25, şirketlerin 2026 açıklamalarında yeniden ifade ettiği değerlerdir; 3Ç25 ve 4Ç25 açıklandıkları dönemin verileridir (AEFES 4Ç25 Rusya hariç proforma). ULKER 3Ç25 ve 3Ç26, dokuz aylık ve ilk yarı FAVÖK'ünden hesaplanmıştır; 4Ç25, şirketin 9A25 ve 2025 yıllık açıklamalarından türetilmiş yaklaşık değerdir. AEFES konsolide bazdadır.

Çeyreklik seyir, üç şirketin marj dinamiklerinin ayrıştığını gösteriyor. CCOLA ve AEFES'te belirgin bir mevsimsellik var: marj yaz sezonunu kapsayan 2. ve 3. çeyreklerde zirve yapıyor, dördüncü çeyrekte geriliyor. 2026'nın ilk iki çeyreğinde her iki şirkette de marj yıllık bazda iyileşti; 3Ç26'da ise yüksek bazın etkisiyle marj CCOLA'da %22,3'ten %19,3'e, AEFES'te %22,3'ten %18,7'ye geriledi. ULKER'de mevsimsellik zayıf, buna karşın marj 1Ç25'teki %20,3'ten 3Ç26'da %8,3'e inerek serinin en düşük seviyesine geriledi.

Karşılaştırmalı değerlendirme. Matris, dokuz aylık verileri yedi ölçüt üzerinden ve her hücrede dayanak göstergesiyle özetliyor. CCOLA hacim, marj, nakit ve bilanço ölçütlerinde öne çıkarken ULKER'de maliyet kaynaklı marj baskısı nakit üretimine ve kaldıraca da yansıyor; AEFES'te ise güçlü meşrubat performansı ve bira tarafındaki fiyat disiplini, bira hacmindeki kaybı konsolide düzeyde dengeliyor.

Tablo 13. Şirket değerlendirme matrisi, 9A26

ÖLÇÜT	DAYANAK GÖSTERGE	CCOLA	ULKER	AEFES
Hacim görünümü	Satış hacmi değişimi, 9A26	**Güçlü** +%8,4; uluslararası +%13,0	**Orta** +%0,6 (konsolide)	**Ayrışıyor** Meşrubat +%8,4; bira −%7,4
Birim gelir (fiyat ve karma)	Birim başına reel gelir değişimi, 9A26	**Orta** Ünite kasa başına −%2,7	**Zayıf** Ton başına −%9,3	**Güçlü (bira)** Bira hl başına +%1,3; konsolide −%3,4
Marj yönü	FAVÖK marjı değişimi, 9A26	**İyileşiyor** +1,5 puan; %19,9	**Geriliyor** −6,1 puan; %11,6	**Yatay** +0,3 puan; bira −3,6 puan
Emtia hassasiyeti	Ana girdiler ve maliyet koruması	**Orta** Şeker, alüminyum, reçine; 2026 ihtiyacının %80–96'sı korumalı	**Yüksek** Kakao, fındık, un; kakao maliyeti stoklardan marja yansıyor	**Orta** Arpa-malt, alüminyum; meşrubatta şeker
Coğrafi çeşitlendirme	Uluslararası operasyonların net satış payı	**Çok güçlü** %61; 12 ülke	**Güçlü** %30; 100'den fazla ülkeye ihracat	**Güçlü** Bira beş ülkede; meşrubat CCI ile 12 ülkede
Nakit üretimi	SNA (İNA – yatırım harcaması) / FAVÖK, 9A26	**Güçlü** %63; SNA 24,8 mlr TL	**Zayıf** %12; SNA 1,4 mlr TL	**Güçlü** %52; SNA 23,4 mlr TL
Bilanço	Net borç / FAVÖK, Eylül 2026	**Güçlü** 0,29x	**Hassas** 2,6x; son 12 ay ≈2,5x; sınır 3,0x	**Orta** Konsolide 0,9x; bira grubu 5,1x
Ana izleme alanı	Önümüzdeki dönemde belirleyici	Türkiye marjı, uluslararası hacim, tahsilat	Brüt marj, fiyat ayarlamaları, kaldıraç	Türkiye bira hacmi, bira grubu marjı ve kaldıracı

Kaynak: Şirketlerin 30.09.2026 ara dönem finansal tabloları ve 3Ç26 finansal sonuç açıklamaları (KAP); İntegral Yatırım Araştırma. Değerlendirmeler üç şirket arasındaki göreli konuma dayanır; lacivert güçlü, gri orta, kırmızı zayıf/hassas konumu gösterir. Serbest nakit akışı üç şirket için ortak tanımla (İNA – yatırım harcaması), ULKER kaldıracı İntegral hesaplamasıdır. Birim gelir fiyatın yanında ürün, paket, ülke, kanal ve kur karmasını da yansıtır; ULKER hacmi konsolidedir (Türkiye atıştırmalık pazarı: +%2,5).

CCOLA | Dengeli savunma

HACİM BÜYÜMESİ, 9A26	FAVÖK MARJI, 9A26	SNA (ŞİRKET TANIMI), 9A26	NET BORÇ/FAVÖK
+%8,4	**%19,9**	**19,9 mlr TL**	**0,29x**
Uluslararası +%13,0 · Türkiye −%0,3	9A25: %18,5 · +1,5 puan	9A25: 6,2 mlr TL	Eylül 2025: 0,83x

ÖNE ÇIKANLAR

Büyümenin taşıyıcısı uluslararası operasyonlar. Dokuz ayda uluslararası operasyonlarda hacim ve net satışlar yaklaşık %13 arttı; uluslararası operasyonların net satışlardaki payı %61'e yükseldi.

Dokuz aylık marj genişledi, son çeyrekte yüksek baz belirleyici oldu. Maliyet korumaları ve verimlilikle FAVÖK marjı 1,5 puan artarak %19,9'a çıktı; 3Ç26'da Türkiye'deki brüt marj daralmasıyla marj %22,3'lük bazın altında kaldı.

Nakit üretimi ve bilanço güçlü. Şirket tanımıyla serbest nakit akışı üç katından fazla artarak 19,9 milyar TL'ye ulaştı; net borç/FAVÖK 0,29x ile son yılların en düşük seviyesinde.

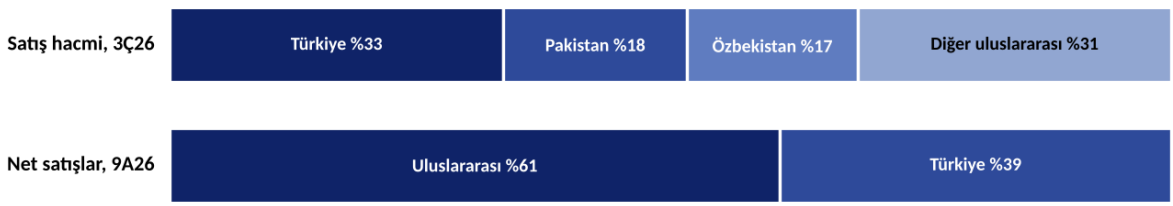
Şirket profili. Coca-Cola İçecek, The Coca-Cola Company ürünlerinin şişeleyicisi olarak Türkiye, Pakistan, Kazakistan, Irak, Özbekistan, Bangladeş, Azerbaycan, Kırgızistan, Ürdün, Tacikistan, Türkmenistan ve Suriye'de faaliyet gösteriyor; ana ortağı, bağlı ortaklığı Efes Pazarlama ile birlikte %50,3 payla Anadolu Efes. 30 Eylül 2026 itibarıyla 13'ü Türkiye'de olmak üzere 39 üretim tesisi bulunan şirket yaklaşık 1,4 milyon satış noktasına ulaşıyor ve Türkiye, Pakistan, Kazakistan, Özbekistan, Azerbaycan ile Kırgızistan'da gazlı içecek pazarının lideri. Portföyde Coca-Cola, Fanta ve Sprite gibi gazlı içeceklerin yanında Cappy, Fuse Tea, Damla Su ile Monster ve Burn enerji içecekleri yer alıyor. 3Ç26'da satış hacminin %33'ü Türkiye'den, %67'si uluslararası operasyonlardan geldi; Orta Asya dokuz ayda konsolide hasılatın %45'ini oluşturdu. Şirket 2025'te hacmini %8,0 artırarak 1.622 milyon ünite kasaya, net satışlarını %3,9 artışla 187,2 milyar TL'ye taşıdı; FAVÖK marjı %18,4'ten %17,7'ye geriledi (Aralık 2025 satın alma gücüyle).

Tablo 14. CCOLA temel finansal göstergeler

Gösterge	9A25	9A26	Yıllık değişim	3Ç26 yıllık değişim
Satış hacmi (mn ünite kasa)	1.337	1.449	+%8,4	+%8,3
Net satışlar (mlr TL)	188,3	198,5	+%5,4	+%1,0
Brüt marj	%35,0	%37,0	+2,0 puan	−1,9 puan
FAVÖK (mlr TL)	34,8	39,6	+%13,7	−%12,8
FAVÖK marjı	%18,5	%19,9	+1,5 puan	−3,1 puan
Ana ortaklık net kârı (mlr TL)	18,2	22,5	+%23,1	−%16,4

Kaynak: Coca-Cola İçecek, 30.06.2026 ve 30.09.2026 ara dönem finansal tabloları (KAP), 3Ç26 finansal sonuç açıklaması ve 2Ç26 yatırımcı sunumu (12.08.2026); İntegral Yatırım Araştırma. Tutarlar Eylül 2026 satın alma gücüyledir (TMS 29). 9A25 net kâr ve hacim, 30.09.2026 finansal tabloları ile 3Ç26 sonuç açıklamasındaki karşılaştırmalı verilerdir. Serbest nakit akışı ve kaldıraç Tablo 16'da yer alıyor.

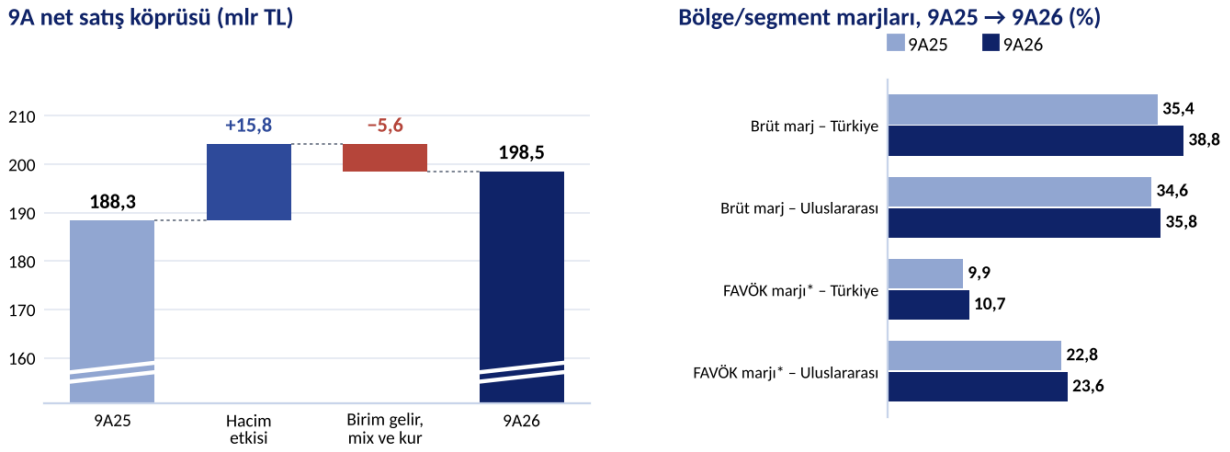
Şekil 12. CCOLA: satış hacmi (3Ç26) ve net satışların (9A26) dağılımı



Kaynak: Coca-Cola İçecek, 3Ç26 finansal sonuç açıklaması ve 30.09.2026 ara dönem finansal tabloları, bölümlere göre raporlama (KAP); İntegral Yatırım Araştırma.

Büyüme: hacim uluslararası operasyonlardan, gelir baskı altında. Dokuz ayda konsolide hacim %8,4 artışla 1.449 milyon ünite kasaya ulaştı; uluslararası hacim %13,0 artarken Türkiye hacmi %0,3 geriledi. Net satışlar %5,4 artışla 198,5 milyar TL oldu: uluslararası satışlar %13,0 artışla 121,0 milyar TL'ye yükselirken Türkiye satışları %4,5 azalarak 77,6 milyar TL'ye geriledi. Hacmin gelirden hızlı artması, ünite kasa başına reel gelirin yaklaşık %2,7 gerilediğini gösteriyor; birim fiyatı daha düşük Pakistan ve Özbekistan'ın payının artması ve şirketin ölçek avantajlarının bir bölümünü fiyat erişilebilirliğine yatırması bunda belirleyici.

Şekil 13. CCOLA: 9A26 net satış köprüsü ve bölge marjları



*Kaynak: Coca-Cola İçecek, 30.09.2026 ara dönem özet konsolide finansal tabloları, Not 3 – Bölümlere göre raporlama (KAP); İntegral Yatırım Araştırma. Hacim etkisi: 9A25 net satışları × hacim değişimi; kalan fark birim gelir, ürün/coğrafi karma ve kur etkisini birlikte yansıtır. *FAVÖK marjı iki bölge için aynı tanımla İntegral hesaplamasıdır (esas faaliyet kârı – esas faaliyetlerden diğer gelir/gider + amortisman ve itfa). Tutarlar Eylül 2026 satın alma gücüyledir.*

Marj: maliyet verimliliği ve korumalar dokuz aylık marjı destekledi. Dokuz aylık brüt marj %35,0'dan %37,0'a, FAVÖK marjı %18,5'ten %19,9'a yükseldi; FAVÖK %13,7 artışla 39,6 milyar TL oldu. İyileşme her iki bölgede görüldü: brüt marj Türkiye'de %35,4'ten %38,8'e, uluslararası operasyonlarda %34,6'dan %35,8'e çıktı. Satışların maliyetinin %30'u konsantre, %30'u ambalaj, %20'si şekerden oluşuyor; şirket Ağustos itibarıyla 2026 şeker ihtiyacının %96'sını, alüminyumun %80'ini ve reçinenin %91'ini önceden korumaya almıştı. Bu yüksek maliyet görünürlüğü, emtia fiyatlarındaki oynaklığın marja yansımasını sınırlıyor. Ana ortaklık net kârı dokuz ayda %23,1 artışla 22,5 milyar TL'ye ulaştı.

Tablo 15. CCOLA: bölgesel performans, 9A26

Gösterge	Türkiye	Yıllık değişim	Uluslararası	Yıllık değişim
Hasılat (mlr TL)	77,6	−%4,5	121,0	+%13,0
Hasılat payı	%39	−4,1 puan	%61	+4,1 puan
Brüt kâr (mlr TL)	30,1	+%4,6	43,3	+%16,9
Brüt marj	%38,8	+3,4 puan	%35,8	+1,2 puan
Faaliyet giderleri / hasılat	%33,0	+3,5 puan	%15,6	Yatay
FAVÖK, ortak tanım* (mlr TL)	8,3	+%3,6	28,6	+%17,2
FAVÖK marjı, ortak tanım*	%10,7	+0,8 puan	%23,6	+0,9 puan
Yatırım harcaması (mlr TL)	3,7	−%10,7	8,0	−%14,9

*Kaynak: Coca-Cola İçecek, 30.09.2026 ara dönem özet konsolide finansal tabloları, Not 3 – Bölümlere göre raporlama (KAP) ve 3Ç26 finansal sonuç açıklaması; İntegral Yatırım Araştırma. Türkiye: yurt içi bölüm. Bölgesel hacim değişimi (9A26): Türkiye −%0,3, uluslararası +%13,0; bölgesel hacim tutarları açıklanmıyor. Tutarlar Eylül 2026 satın alma gücüyledir. *İki bölge için aynı tanımla İntegral hesaplaması: esas faaliyet kârı – esas faaliyetlerden diğer gelir/gider (net) + amortisman ve itfa (kullanım hakkı amortismanı dahil). Şirketin Not 3'te sunduğu düzeltilmiş FAVÖK uluslararası bölüm için 29,3 milyar TL (%24,2); yurt içi bölümün düzeltilmiş FAVÖK'ü ise konsolidasyonda elimine edilen grup içi gelirleri (esas faaliyetlerden diğer gelirler içinde, 9A26 eliminasyon: −14,1 mlr TL) içerdiği için Türkiye operasyonlarının kârlılığını yansıtmıyor.*

Bilanço ve nakit: kaldıraç son yılların en düşük seviyesinde. İşletme faaliyetlerinden nakit akışı dokuz ayda %21,7 artışla 36,5 milyar TL'ye ulaşırken yatırım harcamaları 13,5 milyar TL'den 11,7 milyar TL'ye geriledi (satışların %5,9'u); şirket tanımıyla serbest nakit akışı 6,2 milyar TL'den 19,9 milyar TL'ye yükseldi. Net finansal borç yıl sonundaki 31,8 milyar TL'den 13,5 milyar TL'ye geriledi, net borç/FAVÖK bir yıl önceki 0,83x'ten 0,29x'e indi; nakit, kısa vadeli finansal borcun yaklaşık 2,2 katı. Finansal borcun %61'i ABD doları cinsinden ve uzun vadeli kredilerin %84'ünün vadesi 2028 ve sonrasında. Ticari alacakların yıl başından bu yana %40,4 artması, mevsimsellik dikkate alınsa da izlenmesi gereken bir kalem.

Tablo 16. CCOLA bilanço ve nakit akışı göstergeleri, 30 Eylül 2026

Gösterge	Son dönem	Karşılaştırma
Net finansal borç (mlr TL)	13,5	31,6 (Haz.) · 31,8 (2025 sonu)
Net borç/FAVÖK	0,29x	0,83x (Eyl. 2025)
Nakit ve nakit benzerleri (mlr TL)	40,6	29,5 (Haz.) · 32,7 (2025 sonu)
Finansal borcun döviz dağılımı	USD %61 · TL %16	EUR %4 · diğer %19
Ticari alacaklar (mlr TL)	33,2	43,1 (Haz.) · 23,7 (2025 sonu)
Net işletme sermayesi (mlr TL)	2,8	16,4 (Haz.) · 4,5 (2025 sonu)
İşletme faaliyetlerinden nakit akışı, 9A (mlr TL)	36,5	30,0 (9A25)
Serbest nakit akışı, 9A (mlr TL)	19,9	6,2 (9A25)
Net döviz pozisyonu, korunma sonrası (mlr TL)	−7,8	TL'de %20 değer kaybı: −1,6*

*Kaynak: Coca-Cola İçecek, 30.09.2026 ara dönem özet konsolide finansal tabloları (KAP) ve 3Ç26 finansal sonuç açıklaması; İntegral Yatırım Araştırma, CCOLA 3Ç26 Bilanço Analizi (04.11.2026). Tutarlar Eylül 2026 satın alma gücüyledir. Net işletme sermayesi: ticari alacak + stok − ticari borç. Serbest nakit akışı şirket tanımıyladır. *Şirketin duyarlılık analizine göre vergi öncesi kâr etkisi.*

Son çeyrekte ne değişti? 3Ç26'da hacim %8,3 artarken net satışlar yalnızca %1,0 büyüdü ve ünite kasa başına reel gelir %6,7 geriledi. Türkiye'de brüt marjın 4,6 puan daralması ve konsolide faaliyet giderlerinin %14,4 artmasıyla FAVÖK %12,8, ana ortaklık net kârı %16,4 azaldı; FAVÖK marjı yüksek bir bazdan (%22,3) %19,3'e indi.

Beklentiler. Şirket 3Ç26 sonuçlarıyla konsolide ve uluslararası hacim beklentilerini yükseltirken Türkiye hacmi ve TMS 29 dahil ünite kasa başına net satış beklentilerini aşağı çekti; FVÖK marjı ve yatırım harcaması beklentilerini ise korudu. Dokuz aylık gerçekleşmeler güncellenen çerçeveyle uyumlu: hacimde uluslararası operasyonlar beklentiyi destekliyor, yatırım harcamasının satışlara oranı ise yüksek tek haneli beklentinin altında seyrediyor.

Tablo 17. CCOLA: şirketin 2026 beklentileri ve dokuz aylık gerçekleşme

Gösterge	Güncel beklenti (3Ç26)	Önceki beklenti (2Ç26)	Gerçekleşme, 9A26
Konsolide hacim	Yüksek tek haneli artış	Orta tek haneli artış	+%8,4
Uluslararası hacim	Düşük çift haneli artış	Yüksek tek haneli artış	+%13,0
Türkiye hacmi	Yatay	Düşük-orta tek haneli artış	−%0,3
Ünite kasa başına net satış (TMS 29 dahil)	Düşük tek haneli azalış	Yatay–orta tek haneli artış	−%2,7*
FVÖK marjı (TMS 29 dahil)	Yatay	Yatay	%15,6
Yatırım harcaması / satışlar	Yüksek tek haneli	Yüksek tek haneli	%5,9

*Kaynak: Coca-Cola İçecek, 3Ç26 ve 2Ç26 finansal sonuç açıklamaları (KAP); İntegral Yatırım Araştırma, CCOLA 3Ç26 Bilanço Analizi (04.11.2026). Beklentiler şirkete aittir. FVÖK: faiz ve vergi öncesi kâr. *Net satış ve hacim değişiminden hesaplanmıştır.*

GÜÇLÜ YANLAR

Coğrafi çeşitlendirme. 12 ülkede faaliyet; uluslararası operasyonlar net satışların %61'i ve hacim büyümesinin taşıyıcısı.

Pazar liderliği ve dağıtım ağı. Altı pazarda gazlı içecekte lider; 39 tesis ve yaklaşık 1,4 milyon satış noktası.

Kârlılık. Üç şirket içinde en yüksek FAVÖK marjı (%19,9); net kâr dokuz ayda %23,1 arttı.

Maliyet görünürlüğü. 2026 şeker ihtiyacının %96'sı, alüminyumun %80'i, reçinenin %91'i korunmuş.

Nakit üretimi. 19,9 milyar TL serbest nakit akışı (şirket tanımı); net borç/FAVÖK 0,29x.

İZLEME ALANLARI

Türkiye'de kârlılık. 3Ç26'da Türkiye brüt marjı 4,6 puan daraldı, konsolide faaliyet giderleri %14,4 arttı.

Birim gelir. Ünite kasa başına reel gelir 9A'da %2,7, 3Ç'de %6,7 geriledi; karma ve fiyat erişilebilirliği belirleyici.

Bölgesel riskler ve kur. Pakistan, Irak ve Suriye'de makro ve jeopolitik riskler; TL'de %20 değer kaybının vergi öncesi kâra etkisi −1,6 mlr TL.

Sağlık ve regülasyon. Şekerli içeceklere yönelik vergi ve düzenlemeler; şekersiz ürünlerdeki büyüme önem kazanıyor.

İşletme sermayesi ve yatırım. Ticari alacaklar yıl başından %40 arttı; yatırım harcaması beklentisi satışların yüksek tek hanesi.

ULKER | Marj baskısı derinleşiyor

SATIŞ HACMİ, 9A26	FAVÖK MARJI, 9A26	BRÜT MARJ, 9A26	NET BORÇ/FAVÖK
+%0,6	**%11,6**	**%24,9**	**2,6x**
Konsolide · Türkiye pazarı: +%2,5	9A25: %17,8 · −6,1 puan	9A25: %30,2 · −5,3 puan	Eyl. 2025: 1,8x · sınır 3,0x

ÖNE ÇIKANLAR

Hacim korunuyor, fiyat maliyetin gerisinde. Dokuz ayda satış hacmi %0,6 artarken ton başına reel gelir %9,3 geriledi; net satışlar reel olarak %8,8 azaldı.

Kakao maliyeti stoklar üzerinden marja yansıyor. Brüt marj 5,3 puan, FAVÖK marjı 6,1 puan daraldı; şirket 9 Kasım'da 2026 FAVÖK marjı beklentisini %13,5'ten %9–11 aralığına çekti.

Nakit akışı pozitife döndü, kaldıraç yakından izleniyor. İşletme faaliyetlerinden nakit akışı 2,9 milyar TL'ye döndü (9A25: −3,1 milyar TL); kaldıraç 2,6x ile 3,0x'lik sözleşme sınırının altında.

Şirket profili. Ülker Bisküvi, Yıldız Holding bünyesinde bisküvi, çikolata, çikolata kaplı bisküvi, gofret, kek ve kraker kategorilerinde üretim yapan, Türkiye atıştırmalık pazarının lider üreticisi. Türkiye'de 9, Suudi Arabistan'da 2, Mısır ve Kazakistan'da birer olmak üzere 13 üretim tesisine sahip şirket, Orta Doğu ve Kuzey Afrika'da bisküvide, Orta Asya'da çikolatada bölgesel lider; ürünleri başta Orta Doğu ve Orta Asya olmak üzere Avrupa, Afrika ve Amerika'da 100'den fazla ülkeye ulaşıyor. Değer zincirinde geriye doğru entegrasyon belirgin: şirket çikolata hamuru ve kakao tozunu Topkapı'da, fındığı Giresun'da, unu Ankara ve Karaman'da kendisi üretiyor; kakao çekirdeğini Gana ve Fildişi Sahili'nden temin ediyor ve grup şirketlerinin Türkiye'deki kakao, fındık ve un ihtiyacını da karşılıyor. Yurt içi dağıtım büyük ölçüde Yıldız Holding'in dağıtım şirketleri Horizon ve Pasifik üzerinden yürütülüyor. Şirketin açıkladığı son kategori kırılımına göre (1Ç26) atıştırmalık satış hacminin %54'ü bisküvi, %37'si çikolata, %9'u kekten oluşurken çikolata atıştırmalık cirosunun %59'unu oluşturuyor; bu da kakao maliyetini kritik bir girdi haline getiriyor. Şirket 2025'i 112 milyar TL ciro ve %16,5 FAVÖK marjıyla tamamladı.

Tablo 18. ULKER temel finansal göstergeler

Gösterge	9A25	9A26	Yıllık değişim	3Ç26 yıllık değişim
Satış hacmi (bin ton)	517	520	+%0,6	+%0,6
Net satışlar (mlr TL)	105,0	95,7	−%8,8	−%12,2
Brüt marj	%30,2	%24,9	−5,3 puan	−7,9 puan
FAVÖK (mlr TL)	18,7	11,1	−%40,3	−%59,1*
FAVÖK marjı	%17,8	%11,6	−6,1 puan	−9,5 puan*
Ana ortaklık net kârı (mlr TL)	6,0	2,7	−%54,5	a.d. (zarar)
İşletme faaliyetlerinden nakit akışı (mlr TL)	−3,1	2,9	a.d.	−%37,7

*Kaynak: Ülker Bisküvi, 30.06.2026 ve 30.09.2026 özet konsolide finansal tabloları ve ara dönem faaliyet raporları (KAP); İntegral Yatırım Araştırma. Tutarlar Eylül 2026 satın alma gücüyledir (TMS 29). *Çeyreklik FAVÖK, dokuz aylık FAVÖK'ten ilk yarı FAVÖK'ünün (1,0557 katsayısıyla endekslenerek) düşülmesiyle hesaplanmıştır. Kaldıraç Tablo 20'de yer alıyor. a.d.: anlamlı değil (karşılaştırma dönemi negatif ya da kâr zarara dönmüş).*

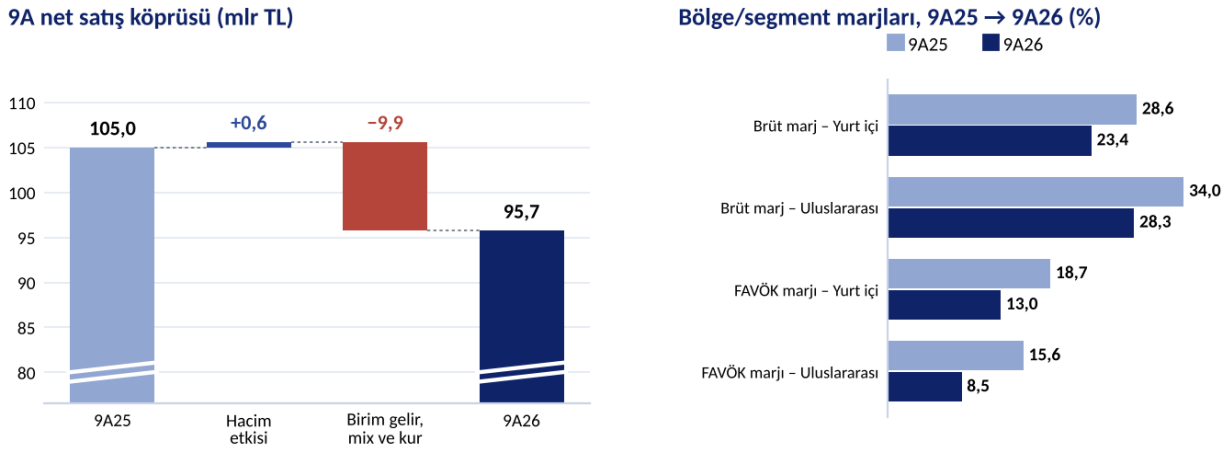
Şekil 14. ULKER: net satış ve FAVÖK'ün bölgesel dağılımı, 9A26



Kaynak: Ülker Bisküvi, 30.09.2026 özet konsolide finansal tabloları, Not 3 – Bölümlere göre raporlama (KAP); İntegral Yatırım Araştırma. Yurt içi: Türkiye'deki şirketlerin Türkiye içi satışları.

Büyüme: pazar büyürken gelir reel olarak geriliyor. Dokuz ayda satış hacmi %0,6 artışla 520 bin tona ulaşırken net satışlar %8,8 azalarak 95,7 milyar TL'ye geriledi; ton başına reel gelir yaklaşık %9,3 düştü. Yurt içi satışlar %9,9 azalışla 66,9 milyar TL'ye, uluslararası satışlar %6,1 azalışla 28,9 milyar TL'ye indi. Türkiye atıştırmalık pazarı aynı dönemde hacim bazında %2,5 büyüdü (çikolata %5,4). Şirketin konsolide hacmi yurt dışı operasyonlarını da kapsadığından iki oran doğrudan pazar payı göstergesi değil; yine de hacmin büyüdüğü bir pazarda gelirin reel olarak gerilemesi, fiyatın enflasyonun belirgin şekilde gerisinde kaldığı rekabetçi bir ortama işaret ediyor.

Şekil 15. ULKER: 9A26 net satış köprüsü ve bölge marjları



Kaynak: Ülker Bisküvi, 30.09.2026 özet konsolide finansal tabloları ve ara dönem faaliyet raporu, Not 3 – Bölümlere göre raporlama (KAP); İntegral Yatırım Araştırma. Hacim etkisi: 9A25 net satışları × hacim değişimi; kalan fark birim gelir, ürün/coğrafi karma ve kur etkisini birlikte yansıtır. Tutarlar Eylül 2026 satın alma gücüyledir.

Marj: maliyet artışı fiyata aktarılamıyor. Dokuz aylık brüt marj %30,2'den %24,9'a, FAVÖK marjı %17,8'den %11,6'ya geriledi; FAVÖK %40,3 azalarak 11,1 milyar TL oldu. Daralma her iki bölgede belirgin: FAVÖK marjı yurt içinde %18,7'den %13,0'a, uluslararası operasyonlarda %15,6'dan %8,5'e indi. Satışların maliyeti yalnızca %1,8 azalırken hasılatın %8,8 düşmesi, 2025 sonunda yüksek fiyatlardan yapılan kakao alımlarının stoklar üzerinden maliyetlere yansımaya devam ettiğine ve fiyat ayarlamalarının bu maliyeti karşılamadığına işaret ediyor. Ana ortaklık net kârı %54,5 azalarak 2,7 milyar TL'ye geriledi.

Tablo 19. ULKER: bölgesel performans, 9A26

Gösterge	Yurt içi	Yıllık değişim	Uluslararası	Yıllık değişim
Hasılat (mlr TL)	66,9	−%9,9	28,9	−%6,1
Hasılat payı	%69,8	−0,9 puan	%30,2	+0,9 puan
Brüt kâr (mlr TL)	15,7	−%26,3	8,2	−%21,9
Brüt marj	%23,4	−5,2 puan	%28,3	−5,7 puan
Faaliyet kârı (mlr TL)	6,7	−%45,6	1,6	−%60,6
FAVÖK (mlr TL)	8,7	−%37,4	2,5	−%48,5
FAVÖK marjı	%13,0	−5,7 puan	%8,5	−7,0 puan
FAVÖK marjı, 3Ç26*	%10,0	−9,7 puan	%4,7	−9,0 puan
Yatırım harcaması (mlr TL)	1,25	+%15,0	0,33	−%16,1

*Kaynak: Ülker Bisküvi, 30.09.2026 ve 30.06.2026 özet konsolide finansal tabloları, Not 3 – Bölümlere göre raporlama (KAP); İntegral Yatırım Araştırma. Yurt içi: Türkiye'deki şirketlerin Türkiye içi satışları. Faaliyet kârı, esas faaliyetlerden diğer gelir ve giderler öncesidir. Tutarlar Eylül 2026 satın alma gücüyledir. *Dokuz aylık ve ilk yarı bölüm verilerinden (1,0557 katsayısıyla) İntegral hesaplaması.*

Bilanço: kaldıraç arttı, sözleşme sınırının altında. Net finansal borç 30 Eylül itibarıyla 38,9 milyar TL (2025 sonu: 36,4 milyar TL). Yıllıklandırılmış dokuz aylık FAVÖK'e göre kaldıraç bir yılda 1,8x'ten yaklaşık 2,6x'e yükseldi. Kredi sözleşmelerinde net borç/son 12 ay FAVÖK için 3,0x üst sınır ve en az 2,0x faiz karşılama şartı bulunuyor; şirket dönem sonunda bu hükümlere uyduğunu belirtiyor. Sözleşmedeki tanım açıklanmadığından yaptığımız yaklaşık son 12 ay hesabıyla oran 2,5x civarında; sınıra ulaşılması için FAVÖK'ün yaklaşık %16 daha gerilemesi ya da net borcun yaklaşık 7 milyar TL artması gerekiyor. Finansal borcun %71'i uzun vadeli ve ana vadeler 2029–2031 arasında (550 milyon dolarlık, %7,88 kuponlu eurobond 2031 vadeli); kısa vadeli borcun neredeyse tamamı akreditifli ithalat finansmanı. 51,4 milyar TL'lik net işletme sermayesi satışlara göre yüksek ve ticari alacakların %66'sı ilişkili taraflardan.

Tablo 20. ULKER bilanço ve nakit akışı göstergeleri, 30 Eylül 2026

Gösterge	Son dönem	Karşılaştırma
Net finansal borç (mlr TL)	38,9	38,9 (Haz.) · 36,4 (2025 sonu)
Net finansal borç/FAVÖK*	2,6x	1,8x (Eyl. 2025)
Net finansal borç/son 12 ay FAVÖK**	≈2,5x	Sözleşme sınırı 3,0x
Nakit ve nakit benzerleri (mlr TL)	22,1	29,0 (2025 sonu)
Finansal borç (mlr TL)	66,7	71,3 (2025 sonu)
Finansal borcun döviz dağılımı	USD %57 · EUR %42	Diğer %1
Ticari alacaklar (mlr TL)	35,7 (23,5'i ilişkili taraf)	36,4 (2025 sonu)
Stoklar (mlr TL)	30,7	29,4 (2025 sonu)
Net işletme sermayesi (mlr TL)	51,4	48,2 (2025 sonu)
İşletme faaliyetlerinden nakit akışı, 9A (mlr TL)	2,9	−3,1 (9A25)
Net döviz pozisyonu, korunma sonrası (mlr TL)	−12,0	−13,5 (2025 sonu)

*Kaynak: Ülker Bisküvi, 30.09.2026 özet konsolide finansal tabloları ve ara dönem faaliyet raporu (KAP, 06.11.2026); İntegral Yatırım Araştırma. Tutarlar Eylül 2026 satın alma gücüyledir. Net işletme sermayesi: ticari alacak + stok − ticari borç. *Net finansal borç / yıllıklandırılmış 9A26 FAVÖK (İntegral hesaplaması); Eylül 2025 değeri 30.09.2025 faaliyet raporundaki net finansal borç ve 9A25 FAVÖK ile hesaplanmıştır. **İntegral yaklaşık hesabı: endekslenmiş 2025 FAVÖK'ü − 9A25 + 9A26 FAVÖK; sözleşme tanımından farklı olabilir.*

Son çeyrekte ne değişti? 3Ç26'da baskı belirgin şekilde derinleşti: net satışlar %12,2 geriledi, brüt marj %29,2'den %21,3'e, FAVÖK marjı %17,7'den %8,3'e indi ve şirket çeyreği 546 milyon TL ana ortaklık net zararıyla kapattı. Çeyreklik FAVÖK marjı yurt içinde %19,7'den %10,0'a, uluslararası operasyonlarda %13,7'den %4,7'ye geriledi; işletme faaliyetlerinden nakit akışı 2,0 milyar TL'ye indi (3Ç25: 3,2 milyar TL).

Beklentiler. Şirket 9 Kasım'da 2026 beklentilerini aşağı yönlü revize etti: net satış beklentisi düşük tek haneli daralmadan tek haneli daralmaya, FAVÖK marjı beklentisi %13,5 (±1,5 puan) aralığından %9–11 aralığına çekildi. Yönetim gerekçe olarak yıl sonu enflasyon beklentisindeki değişimi, artan rekabet ve promosyon yoğunluğunu, kakao fiyatlarındaki düşüşün fiyatlamayı sınırlamasını ve stok etkisini, bölgesel savaş koşulları ile kur hareketlerini gösterdi. Dokuz aylık %11,6'lık marjın yeni aralığın üst sınırının üzerinde kalması, yönetimin dördüncü çeyrekte de baskının sürmesini öngördüğüne işaret ediyor. Öte yandan kakao fiyatlarındaki gerileme kısa vadede fiyatlamayı sınırlasa da yüksek maliyetli stoklar eridikçe maliyet tarafında rahatlama için zemin oluşturuyor; ULKER'in pazar liderliği ve geniş ihracat ağı da fiyatlama gücünün yeniden kazanılmasında temel dayanak.

Tablo 21. ULKER: şirketin 2026 beklentileri ve dokuz aylık gerçekleşme

Gösterge	Güncel beklenti (09.11.2026)	Önceki beklenti (2Ç26)	Gerçekleşme, 9A26
Net satışlar (reel, yıllık)	Tek haneli daralma	Düşük tek haneli daralma	−%8,8
FAVÖK marjı	%9–11	%13,5 (±1,5 puan)	%11,6

Kaynak: Ülker Bisküvi, 3Ç26 analist toplantısı ve yatırımcı sunumu (09.11.2026), 2Ç26 finansal sonuç açıklaması ve 30.09.2026 özet konsolide finansal tabloları (KAP); İntegral Yatırım Araştırma. Beklentiler şirkete aittir. Karşılaştırma için 3Ç26 FAVÖK marjı %8,3'tür (İntegral hesaplaması).

GÜÇLÜ YANLAR

Pazar liderliği ve marka gücü. Türkiye'de bisküvi, çikolata ve kekte lider; Orta Doğu ve Kuzey Afrika'da bisküvide, Orta Asya'da çikolatada bölgesel lider.

Dikey entegrasyon. Kakao işleme, fındık ve un üretimi şirket bünyesinde; grubun Türkiye'deki ihtiyacını da karşılıyor.

Üretim ve ihracat ağı. Dört ülkede 13 tesis; satışların %30'u uluslararası, 100'den fazla ülkeye ihracat.

Nakit akışında dönüş. Serbest nakit akışı 1,4 milyar TL'ye döndü (9A25: −4,6 milyar TL).

Borç vadesi. Finansal borcun %71'i uzun vadeli; eurobondun vadesi 2031.

İZLEME ALANLARI

Gelir ve rekabet. Reel net satışlar %8,8 geriledi; yönetim artan rekabet ve promosyon yoğunluğuna dikkat çekiyor.

Hammadde ve brüt marj. Kakao, fındık, buğday ve şekerde fiyat oynaklığı; 3Ç26 brüt marjı %21,3.

Net kâr ve vergi. Ana ortaklık net kârı %54,5 azaldı; efektif vergi oranı %41 (9A25: %29).

Kaldıraç ve işletme sermayesi. Net finansal borç/FAVÖK 2,6x (sınır 3,0x); alacakların %66'sı ilişkili taraflardan.

Bölgesel riskler ve kur. MENA'daki savaş koşulları ve Orta Asya'daki kur hareketleri talebi ve maliyeti etkiliyor.

AEFES | Talep toparlanmasına duyarlı

KONSOLİDE HACİM, 9A26	FAVÖK MARJI, 9A26	BİRA FAVÖK MARJI, 9A26	SNA (ŞİRKET TANIMI), 9A26
+%6,5	**%18,0**	**%11,8**	**10,3 mlr TL**
Meşrubat +%8,4 · Bira −%7,4	9A25: %17,7 · +0,3 puan	9A25: %15,4 · −3,6 puan	9A25: −3,8 mlr TL

ÖNE ÇIKANLAR

İki farklı dinamik. Meşrubat hacmi dokuz ayda %8,4 artarken bira grubu hacmi %7,4 geriledi; meşrubat 3Ç26'da konsolide FAVÖK'ün %79'unu oluşturdu.

Birada fiyat korunuyor, hacim zayıf. Bira grubunda hektolitre başına net satış %1,3 artarken Türkiye bira hacmi üç çeyrektir çift haneli daralıyor; şirket bira beklentilerini yıl içinde ikinci kez aşağı çekti.

Nakit üretimi belirgin şekilde güçlendi. Şirket tanımıyla serbest nakit akışı 10,3 milyar TL'ye yükseldi; konsolide net borç/FAVÖK bir yıl önceki 1,5x'ten 0,9x'e geriledi.

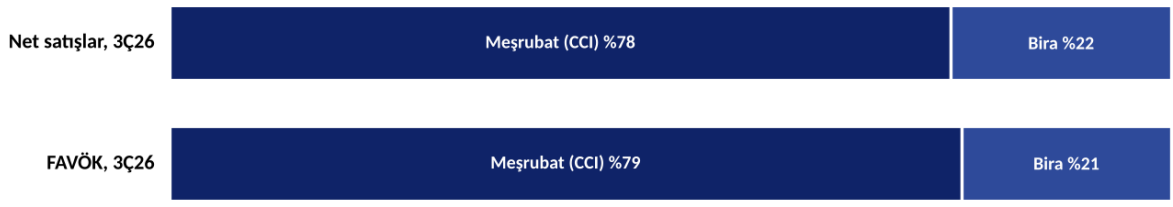
Şirket profili. Anadolu Efes, bira ve malt üretimini Coca-Cola İçecek (CCI) üzerinden yürüttüğü alkolsüz içecek faaliyetleriyle bir araya getiren bir içecek grubudur. Bira operasyonları Türkiye, Kazakistan, Ukrayna, Gürcistan ve Moldova'da sürüyor; konsolide operasyonlarda 10 bira fabrikası bulunuyor, Rusya operasyonları ise finansal yatırım olarak izleniyor. Malt üretiminden dolum ve dağıtıma uzanan entegre yapı, Efes Pilsen öncülüğündeki yerel markalar ve uluslararası lisanslı markalarla birleşiyor. Grubun %50,3 payla sahip olduğu CCI, Türkiye ve Pakistan'dan Orta Asya, Irak ve Ürdün'e uzanan 12 ülkede 39 üretim tesisiyle faaliyet gösteriyor; meşrubat 9A26'da konsolide net satışların yaklaşık %79'unu, 3Ç26'da konsolide FAVÖK'ün %79'unu oluşturdu. Şirket 2025'te konsolide hacmini %7,0 artırarak 105,1 milyon hektolitreye taşıdı; net satışlar %2,5 artarken FAVÖK marjı %17,5'ten %16,6'ya, bira grubunda %15,5'ten %13,4'e geriledi ve net kâr %34,5 azaldı (Aralık 2025 satın alma gücüyle).

Tablo 22. AEFES temel finansal göstergeler

Gösterge	9A25	9A26	Yıllık değişim	3Ç26 yıllık değişim
Konsolide hacim (mn hl)	86,2	91,8	+%6,5	+%6,5
Bira grubu hacmi (mn hl)	10,3	9,5	−%7,4	−%5,6
Net satışlar (mlr TL)	244,7	251,6	+%2,8	−%0,6
FAVÖK (mlr TL)	43,2	45,2	+%4,5	−%16,7
FAVÖK marjı	%17,7	%18,0	+0,3 puan	−3,6 puan
Bira grubu FAVÖK marjı	%15,4	%11,8	−3,6 puan	−3,7 puan
Ana ortaklık net kârı (mlr TL)	15,0	12,1	−%19,8	−%35,8

Kaynak: Anadolu Efes, 3Ç26 finansal sonuç açıklaması ve 30.09.2026 ara dönem finansal tabloları (KAP); İntegral Yatırım Araştırma, AEFES 3Ç26 Bilanço Analizi (04.11.2026). Tutarlar Eylül 2026 satın alma gücüyledir (TMS 29). 9A25 tutarları 30.09.2026 finansal tablolarındaki karşılaştırmalı verilerdir. Serbest nakit akışı ve kaldıraç Tablo 24'te yer alıyor.

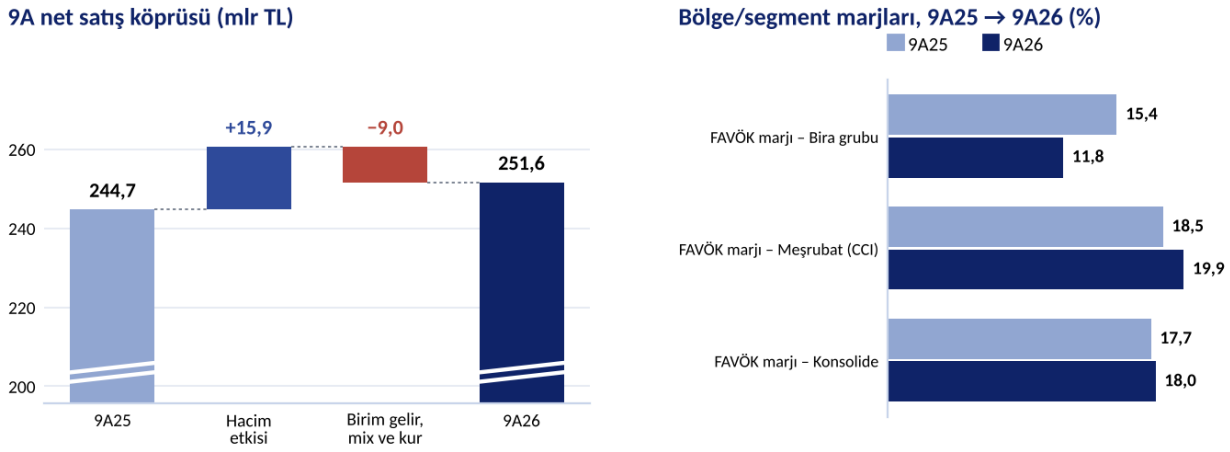
Şekil 16. AEFES: net satışların ve FAVÖK'ün segment dağılımı, 3Ç26



Kaynak: Anadolu Efes, 3Ç26 finansal sonuç açıklaması (KAP); İntegral Yatırım Araştırma. Oranlar segment toplamına göredir.

Büyüme: meşrubat büyürken bira hacmi geriliyor. Dokuz ayda konsolide hacim %6,5 artışla 91,8 milyon hektolitreye ulaştı; büyümeyi meşrubat hacmindeki %8,4'lük artış sürüklerken bira grubu hacmi %7,4 geriledi. Türkiye bira hacmi, şirketin zayıf satın alma gücü, artan fiyat hassasiyeti ve turizmdeki zayıflığa bağladığı düşüşle yıl boyunca çift haneli daraldı (1Ç26: −%20,2; 2Ç26: −%12,5; 3Ç26: −%14,3). Net satışlar %2,8 artışla 251,6 milyar TL oldu; konsolide hektolitre başına net satış yaklaşık %3,4 gerilerken bira grubunda %1,3 arttı, yani bira tarafında fiyat korunuyor ancak hacim kaybediliyor.

Şekil 17. AEFES: 9A26 net satış köprüsü ve segment marjları



Kaynak: Anadolu Efes, 3Ç26 finansal sonuç açıklaması ve 30.09.2026 ara dönem finansal tabloları (KAP); Coca-Cola İçecek, 30.09.2026 ara dönem finansal tabloları; İntegral Yatırım Araştırma. Hacim etkisi: 9A25 net satışları × konsolide hacim değişimi; kalan fark birim gelir, segment karması ve kur etkisini birlikte yansıtır. 9A25 net satışı 30.09.2026 finansal tablolarındaki karşılaştırmalı veridir.

Marj: konsolide görünümü meşrubat taşıyor. Dokuz aylık konsolide FAVÖK %4,5 artışla 45,2 milyar TL'ye ulaştı ve FAVÖK marjı %17,7'den %18,0'a yükseldi. Buna karşılık bira grubu FAVÖK marjı 3,6 puan gerileyerek %11,8'e indi: meşrubat FAVÖK'ü %13,7 artarken bira grubu FAVÖK'ü %28,2 azaldı ve meşrubatın konsolide FAVÖK içindeki payı 3Ç26'da %79'a çıktı. Ana ortaklık net kârı, vergi giderindeki %70'lik artışla %19,8 azalarak 12,1 milyar TL'ye geriledi; efektif vergi oranı %17,0'dan %28,2'ye yükseldi.

Tablo 23. AEFES: segment performansı

Gösterge	Bira grubu	Yıllık değişim	Meşrubat (CCI)	Yıllık değişim
Satış hacmi, 3Ç26	3,7 mn hl	−%5,6	516,5 mn ük	+%8,3
Satış hacmi, 9A26	9,5 mn hl	−%7,4	1.449 mn ük	+%8,4
Net satışlar, 3Ç26 (mlr TL)	19,3	−%5,1	68,4	+%1,0
FAVÖK, 3Ç26 (mlr TL)	3,5	−%21,1	13,2	−%12,8
FAVÖK marjı, 3Ç26	%18,3	−3,7 puan	%19,3	−3,1 puan
FAVÖK, 9A26	5,9 mlr TL	−%28,2	39,6 mlr TL	+%13,7
FAVÖK marjı, 9A26	%11,8	−3,6 puan	%19,9	+1,5 puan

Kaynak: Anadolu Efes, 3Ç26 finansal sonuç açıklaması ve 30.09.2026 ara dönem finansal tabloları (KAP); Coca-Cola İçecek, 30.09.2026 ara dönem finansal tabloları ve 3Ç26 finansal sonuç açıklaması (KAP); İntegral Yatırım Araştırma. Bölüm FAVÖK'ü bir defaya mahsus kalemler öncesidir. 3Ç26'da Türkiye bira hacmi %14,3 azalırken uluslararası bira hacmi %2,1 arttı. Kaldıraç Tablo 24'te yer alıyor. mn ük: milyon ünite kasa.

Bilanço: kaldıraç bira tarafında yoğunlaşıyor. Dokuz ayda işletme faaliyetlerinden nakit akışı %16,4 artışla 38,8 milyar TL'ye ulaşırken yatırım harcamaları %15,8 azalarak 15,5 milyar TL'ye geriledi (satışların %6,1'i); şirket tanımıyla serbest nakit akışı −3,8 milyar TL'den 10,3 milyar TL'ye yükseldi. Net finansal borç yıl sonuna göre %27,9 azalarak 49,7 milyar TL'ye, net borç/FAVÖK ise bir yıl önceki 1,5x'ten 0,9x'e indi. Ancak kaldıraç bira grubunda yoğunlaşıyor: bira grubunun net borç/FAVÖK oranı bir yılda 3,9x'ten 5,1x'e yükseldi ve konsolide görünümün belirgin şekilde üzerinde.

Tablo 24. AEFES bilanço ve nakit akışı göstergeleri, 30 Eylül 2026

Gösterge	Son dönem	Karşılaştırma
Net finansal borç (mlr TL)	49,7	69,3 (Haz.) · 68,9 (2025 sonu)
Net borç/FAVÖK – konsolide	0,9x	1,5x (Eyl. 2025)
Net borç/FAVÖK – bira grubu*	5,1x	3Ç25: 3,9x · 4Ç25: 4,0x · 1Ç26: 4,6x · 2Ç26: 4,7x
Nakit ve nakit benzerleri (mlr TL)	51,7	42,4 (Haz.) · 46,2 (2025 sonu)
Ticari alacaklar (mlr TL)	44,5	59,2 (Haz.) · 33,5 (2025 sonu)
Stoklar (mlr TL)	31,9	39,2 (Haz.) · 36,0 (2025 sonu)
Net işletme sermayesi (mlr TL)	14,0	31,9 (Haz.) · 17,7 (2025 sonu)
İşletme faaliyetlerinden nakit akışı, 9A (mlr TL)	38,8	33,4 (9A25)
Serbest nakit akışı, 9A (mlr TL)	10,3	−3,8 (9A25)

*Kaynak: Anadolu Efes, 30.09.2026 ara dönem finansal tabloları ve 3Ç26 finansal sonuç açıklaması (KAP, 04.11.2026); İntegral Yatırım Araştırma, AEFES 3Ç26 Bilanço Analizi (04.11.2026). Tutarlar Eylül 2026 satın alma gücüyledir; Haziran 2026 değerleri 1,0557 katsayısıyla endekslenmiştir. Net finansal borç kiralamayı içerir. Serbest nakit akışı şirket tanımıyladır. *Şirket tanımı (TMS 29); TMS 29 etkisi hariç 3,3x. Bira grubu net borcu 34,4 mlr TL (3Ç26).*

Son çeyrekte ne değişti? 3Ç26'da konsolide net satışlar %0,6 geriledi, FAVÖK %16,7 düşüşle 16,6 milyar TL'ye, FAVÖK marjı yüksek bir bazdan (%22,3) %18,7'ye indi ve ana ortaklık net kârı %35,8 azaldı. Bira grubu FAVÖK marjı 3,7 puan daralarak %18,3'e geriledi, ancak 2Ç26'daki %15,9'un üzerinde kaldı. Şirket çeyrekte 16,5 milyar TL serbest nakit akışı üretti.

Beklentiler. Şirket 4 Kasım'da bira grubu hacim beklentisini düşük tek haneli düşüşten orta tek haneli düşüşe, bira grubu FAVÖK marjı beklentisini 1,5 puanlık daralmadan 2,5 puanlık daralmaya çekti; meşrubat hacim beklentisi ise yüksek tek haneli artışa yükseltildi. Bira grubu beklentilerinin yıl içinde ikinci kez aşağı çekilmesi, Türkiye'de talep toparlanmasının zaman alabileceğine işaret ediyor. Buna karşılık meşrubat tarafındaki güçlü hacim, konsolide nakit üretimi ve gerileyen konsolide kaldıraç, grubun genel görünümünü dengeleyen unsurlar.

Tablo 25. AEFES: şirketin 2026 beklentileri ve dokuz aylık gerçekleşme

Gösterge	Güncel beklenti (04.11.2026)	Önceki beklenti (11.08.2026)	Gerçekleşme, 9A26
Konsolide hacim	Orta tek haneli artış	Orta tek haneli artış	+%6,5
Bira grubu hacmi	Orta tek haneli düşüş	Düşük tek haneli düşüş	−%7,4
Meşrubat hacmi	Yüksek tek haneli artış	Orta tek haneli artış	+%8,4
Bira grubu net satış / hl	Düşük-orta tek haneli artış	Düşük-orta tek haneli artış	+%1,3
Konsolide net satış / hl (TMS 29)	Düşük tek haneli azalış	Düşük tek haneli artış	−%3,4
Konsolide FAVÖK marjı	Hafif daralma	Hafif daralma	+0,3 puan
Bira grubu FAVÖK marjı	−2,5 puan	−1,5 puan	−3,6 puan
Yatırım harcaması / satışlar	Yüksek tek haneli	Yüksek tek haneli	%6,1

Kaynak: Anadolu Efes, 3Ç26 (04.11.2026) ve 2Ç26 (11.08.2026) finansal sonuç açıklamaları (KAP); İntegral Yatırım Araştırma, AEFES 3Ç26 Bilanço Analizi (04.11.2026). Beklentiler şirkete aittir; birim başına değişimler yaklaşıktır.

GÜÇLÜ YANLAR

Meşrubat iştiraki. CCI'nin %50,3'üne sahip; meşrubat FAVÖK'ü dokuz ayda %13,7 arttı.

Coğrafi çeşitlendirme. Bira beş ülkede, meşrubat 12 ülkede; tek pazara bağımlılık sınırlı.

Marka ve entegre yapı. Efes Pilsen öncülüğünde güçlü portföy; maltten dağıtıma entegre değer zinciri.

Bira tarafında fiyat disiplini. Hacim kaybına rağmen hektolitre başına net satış %1,3 arttı.

Nakit ve bilanço. Şirket tanımıyla SNA 10,3 milyar TL (9A25: −3,8); net borç/FAVÖK 0,9x.

İZLEME ALANLARI

Türkiye bira hacmi. Üç çeyrektir çift haneli düşüş (3Ç26: −%14,3); fiyat ve rekabet baskısı.

Bira grubu marjı ve kaldıracı. FAVÖK marjı %11,8; bira grubu net borç/FAVÖK 5,1x.

Net kâr ve vergi. Ana ortaklık net kârı 9A'da %19,8, 3Ç'de %35,8 azaldı; efektif vergi oranı %28,2.

Regülasyon. Maktu ÖTV'nin Yİ-ÜFE'ye göre güncellenmesi ve reklam yasağı bira talebini etkiliyor.

Bölgesel riskler ve kur. Irak ve Körfez'deki daralma, Orta Asya kurları ve TMS 29 kaynaklı oynaklık.

Riskler ve Katalizörler

Riskler talep ve maliyet tarafında yoğunlaşıyor; yakın vadeli katalizörler enflasyon, faiz ve asgari ücret kararları

Görüşümüzün temel riskleri talep ve maliyet tarafında yoğunlaşıyor. Reel gelirde beklenenden zayıf bir seyir, emtia ve enerji fiyatlarındaki yükselişin sürmesi ya da TL'de sert bir değer kaybı, sektörün maliyet aktarım kapasitesini zorlayabilir. Buna karşılık dezenflasyonla reel gelirin toparlanması ve faiz indirimlerinin hızlanması hem talebi hem de finansman giderlerini destekleyebilir. Yakın vadede enflasyon verileri, PPK kararları, Aralık'taki asgari ücret kararı ve 4Ç26 sonuçları izleyeceğimiz başlıca katalizörler.

Tablo 26. Görüşümüze yönelik başlıca riskler

Alan	Aşağı yönlü riskler	Yukarı yönlü riskler
Talep	Reel gelir ve tüketici güveninde bozulma; ucuz ürüne ve özel markaya yönelimin hızlanması	Dezenflasyonla reel gelirde toparlanma, tüketici güveninde iyileşme
Emtia	Tahıl, bitkisel yağ ve şeker fiyatlarındaki yükselişin sürmesi	Emtia fiyatlarında normalleşme; kakao fiyatlarında gerileme
Enerji ve lojistik	Orta Doğu kaynaklı enerji ve lojistik maliyet şokları	Petrol ve enerji fiyatlarında gerileme
Kur ve faiz	TL'de beklenmedik değer kaybı; faiz indirimlerinin yavaşlaması	Faiz indirimlerinin hızlanmasıyla finansman giderlerinde düşüş
İşçilik	Asgari ücret artışının işçilik maliyetini fiyatlama kapasitesinin üzerinde artırması	Asgari ücret artışının reel geliri ve temel gıda talebini desteklemesi
Regülasyon	Alkollü içeceklerde ÖTV artışları; fiyat denetimlerinin markalı ürünlere yayılması	Vergi artışlarının enflasyonun altında kalması
Bölgesel	Hürmüz'deki kapanmanın uzaması; Irak ve Körfez'de daralmanın derinleşmesi (IMF: Irak −%16)	Boğazın yeniden açılmasıyla Körfez ve Irak'ta 2027'de güçlü toparlanma
Şirket	Türkiye bira hacminde daralmanın sürmesi; ULKER'de marj baskısının derinleşmesi	Uluslararası operasyonlarda güçlü hacim; Türkiye bira pazarında toparlanma

Kaynak: İntegral Yatırım Araştırma.

Tablo 27. Katalizör takvimi

Tarih	Gelişme	İzleme odağı
3 Aralık 2026	TÜİK Kasım enflasyonu	Gıda ve genel enflasyon
10 Aralık 2026	PPK faiz kararı	Finansman maliyetleri (beklentimiz: %35)
Aralık 2026	Asgari Ücret Tespit Komisyonu'nun 2027 kararı	Reel gelir, işçilik maliyeti ve Ocak fiyat ayarlamaları
21 Ocak 2027	PPK faiz kararı	Finansman maliyetleri
11 Şubat 2027	TCMB 2027-I Enflasyon Raporu ve bilgilendirme toplantısı	2027 enflasyon tahminleri, dezenflasyon patikası ve faiz politikası

Kaynak: TCMB, 2026 ve 2027 PPK toplantı takvimleri; TÜİK, 2026 Ulusal Veri Yayımlama Takvimi; şirket duyuruları (KAP); İntegral Yatırım Araştırma. Bilanço tarihleri beklenen tarihlerdir; KAP duyurularına göre değişebilir.

İntegral Yatırım Araştırma

Sevgül YIRTAR

Araştırma Müdürü

sevgulyirtar@integralyatirim.com.tr

+90 212 329 3289

SORUMLU OLDUĞU SEKTÖRLER

Bankacılık, Holding, Savunma

Harun Raşit DEMİRCAN

Araştırma Uzmanı

harundemircan@integralyatirim.com.tr

+90 212 329 3288

SORUMLU OLDUĞU SEKTÖRLER

Enerji-Üretim, Perakende, GYO, İnşaat, Sigorta

Sena ÇOBAN

Araştırma Uzman Yardımcısı

senacoban@integralyatirim.com.tr

0212 329 3286

SORUMLU OLDUĞU SEKTÖRLER

Enerji - Dağıtım, İlaç - Sağlık, Teknoloji, Gıda

Ertuğrul AKSOY

Araştırma Uzman Yardımcısı

ertugrulaksoy@integralyatirim.com.tr

+90 212 329 3285

DESTEK VERDİĞİ SEKTÖRLER

Demir-Çelik, Çimento

Ahmet Server DEDE

Araştırma Uzman Yardımcısı

ahmetserverdede@integralyatirim.com.tr

+90 212 329 3287

DESTEK VERDİĞİ SEKTÖRLER

Otomotiv, Petrokimya, Telekom, Havacılık

www.integralyatirim.com.tr