

PERAKENDE SEKTÖRÜ

Enflasyonu Yönetmek: BİM ve Migros Dayanıklılığını Sürdürüyor

Gıda perakende sektörü daha güçlü gelir büyümesi ve istikrarlı operasyonel kârlılık ile desteklenen dayanıklılık göstermektedir. Hazır giyim perakendesi sektörünün ise, tüketici talebi toparlanmaya başladığında güçlü temel göstergeler sergilemesini bekleriz. ŞOK'u ise 78 TL hedef fiyat ve Endeks Üstü Getiri tavsiyesi ile araştırma kapsamına alıyoruz. Diğer tüm şirketler için Endeks Üstü Getiri tavsiyemizi koruyoruz; 12 aylık hedef fiyatlarımız BİM için 988 TL, Migros için 917 TL, Koton için 24 TL ve Mavi için 69 TL'dir. Gıda perakendecilerinde 2025–2027T'de dolar bazında çift haneli satış ve FAVÖK YBBO öngörüyoruz; bu da yurtdışı benzerlerine göre daha güçlü büyümeye işaret etmektedir.

Pazar büyümesi gıda perakendecilerini desteklemeye devam ediyor: Yüksek gıda enflasyonunda kalıcılık, evde tüketime yönelim ve tüketicilerin uygun fiyat odağının artması ana büyüme unsurları olmaya devam etmektedir. Organize gıda perakendecilerinin pazar payı kazanımları ile mağaza başına performanstaki iyileşme ve satış alanı büyümesini dikkate alarak, 2026T'de BİM'de %6,5, Migros'ta %6,2 ve ŞOK'ta %5,3 seviyelerinde reel satış büyümesi bekleriz.

Hazır giyimde toparlanma henüz gerçekleşmedi: Hazır giyim sektörü, zayıf talep ve sektör genelinde fiyat güncellemelerini sınırlayan yoğun promosyon faaliyetleri nedeniyle daha düşük gelir büyümesi gösterebilir. Asgari ücret artışına kıyasla yıllık bazda daha güçlü enflasyon eğiliminin, 2026'da ihtiyari harcamaların toparlanmasını geciktirebileceğini not ediyoruz. 2026'da Koton'da %2,5 ve Mavi'de %3 reel satış büyümesi öngördük.

Perakendeciler artan personel maliyetlerini dengeleyebilir: Personel giderlerinde, ara dönem ücret güncellemesi dahil ederek yaklaşık %35 artış öngörüyoruz. Ancak verimlilik artırıcı önlemlerin etkisiyle FAVÖK marjında daralmanın 2026'da Migros, Koton ve Mavi'de 10–30bps ile sınırlanacağını düşünüyoruz. BİM'de yatay marj, ŞOK'ta ise düşük baz kaynaklı marj iyileşmesi bekliyoruz.

Daha yüksek TÜFE ve faiz patikası tahminlere yansıtıldı: Tahminlerimizde geçmiş tahminlerimize göre yıl sonu TÜFE'yi %30 (500 baz puan artış) ve politika faizini %37 (600 baz puan artış) olarak güncelledik. Ayrıca projeksiyon dönemi için risksiz getiri oranı (dolar bazında) tahminini de 50 baz puan artırdık.

BİM ve Migros'u tercih ediyoruz: Görece daha yüksek reel satış büyüme potansiyeli ve dayanıklı marjları nedeniyle BİM ve Migros'u tercih ediyoruz. Mavi ise tüketici talebi toparlandıkça yıl içinde daha iyi bir pozisyonlanma fırsatı sunabilir.

Analist:

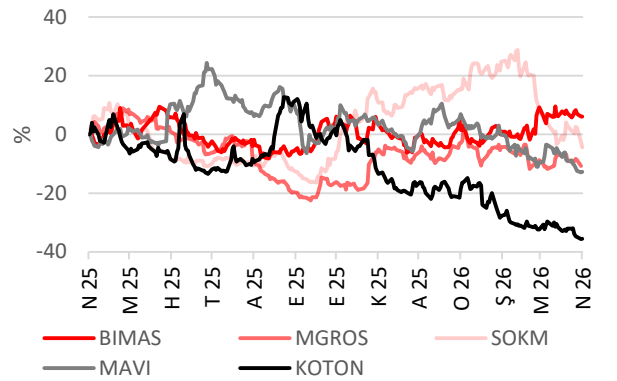
Ece Mandacı, CFA

ece.mandaci@akyatirim.com.tr

Bloomberg Kodu	BIMAS	MGROS	SOKM	KOTON	MAVI
Tavsiye	EÜG	EÜG	EÜG	EÜG	EÜG
12A Hedef Fiyat (TL)	988	917	78	24	69
Güncel Fiyat, TL	753	657	52	16	44
Getiri Potansiyeli	31%	40%	51%	54%	57%
Halka Açıklık Oranı	68%	51%	51%	16%	73%
Piyasa Değeri, mn TL	10,115	2,661	685	290	779
Firma Değeri, mn TL	11,011	2,751	803	470	685
Finansal Veriler -2026	BIMAS	MGROS	SOKM	KOTON	MAVI
Ciro, mn TL	998,168	569,578	381,642	43,779	63,913
Reel Büyüme	6.5%	6.2%	5.3%	2.5%	3.0%
FAVÖK, mn TL	59,638	37,310	11,785	8,213	11,613
FAVÖK marjı	6.0%	6.6%	3.1%	18.8%	18.2%
Net Kar, mn TL	30,933	7,966	925	276	3,533
Net Marj	3.1%	1.4%	0.2%	0.6%	5.5%
Net Borç/FAVÖK	-0.3	-1.0	-1.0	0.6	-0.6

Değerleme Verisi	BIMAS	MGROS	SOKM	KOTON	MAVI
2026T - F/K	16.6	16.9	37.5	53.1	11.2
2026T - FD/FAVÖK	9.5	3.8	3.7	3.0	3.0
2027T - F/K	14.1	15.1	12.4	10.2	9.7
2027T - FD/FAVÖK	7.6	3.1	2.5	2.7	2.5

BİST-100 Endeksine Göre Rölatif Performans – 12 Aylık



*Piyasa verileri 15 Nisan 2026 tarihli dir.

İÇERİK

YATIRIM TEMASI	3
GIDA PERAKENDE.....	12
GİYİM PERAKENDE	18
BİM.....	24
BİM – Finansallar	25
BİM - Değerleme	26
Migros	27
Migros - Finansallar.....	28
Migros - Değerleme	29
ŞOK.....	30
ŞOK - Finansallar	31
ŞOK – Değerleme	32
Koton.....	33
Koton - Finansallar	34
Koton – Değerleme	35
Mavi	36
Mavi - Finansallar.....	37
Mavi – Değerleme.....	38

YATIRIM TEMASI

Piyasa dinamikleri, evde tüketime olan talep ile desteklenen gıda perakendecilerini olumlu ayırıştırmaya devam ederken, hazır giyim perakendecileri zayıf talep ile karşı karşıya kalmaktadır.

2025 yılı, özellikle gıda, içecek ve tütün kategorilerinde güçlü perakende satış büyümesiyle karakterize olmuştur. Kalıcı olarak yüksek seyreden gıda enflasyonu, restoranda yemenin pahalılaşması sebebiyle evde tüketime yönelim ve tüketicilerin uygun fiyat odağına artan ilgisi temel büyüme unsurları olmuştur. Aynı dönemde, alışveriş merkezi perakende ciro verileri, gıda ve içecek alt kategorisinde (restoran), yıllık bazda TÜFE'ye göre düzeltilmiş olarak daralmaya işaret etmiştir.

Şekil 1: Perakende Sektöründeki Ana Göstergeler – Isı Haritası

Çeyrek Ortalama Endeks	1Ç24	2Ç24	3Ç24	4Ç24	1Ç25	2Ç25	3Ç25	4Ç25	Oca-Şub-26
Tüketim - Yıllık									
Perakende Satışlar, % (Takvim etkisi arındırılmış)	20%	9%	12%	15%	12%	15%	14%	16%	18%
Perakende satışlar (saat ve mücevher hariç)	16%	7%	8%	10%	8%	10%	10%	11%	11%
Gıda, içecek ve tütün	13%	10%	11%	13%	11%	10%	11%	10%	8%
Tekstil, giyim, ayakkabı	10%	2%	2%	6%	4%	-4%	3%	5%	12%
Hanehalkı kredi kartı harcama endeksi - yıllık-reel	41%	21%	20%	19%	12%	12%	12%	11%	9%
İşsizlik Oranı %	8.9	8.7	8.7	8.6	8.3	8.5	8.4	8.3	8.1
İstihdam Oranı	48.7	49.6	50.0	49.4	48.2	49.2	49.8	49.0	47.0
GSYH Büyümesi (Takvim etkisi arındırılmış) - yıllık	5.6	2.4	2.8	3.4	3.0	4.4	3.6	3.4	-
GSYH Büyümesi (Takvim/mevsim etkisi arındırılmış) - çeyrek	0.9	-0.1	0.6	1.3	0.7	1.3	1.0	0.4	-
Çeyrek Ortalama Endeks	1Ç24	2Ç24	3Ç24	4Ç24	1Ç25	2Ç25	3Ç25	4Ç25	1Ç26
TÜFE - Ortalama % yıllık	66.8	72.3	54.4	46.7	39.8	36.1	33.3	31.6	31.0
TÜFE - Gıda ve alkolsüz içecek	70.4	68.9	49.2	45.8	38.0	33.1	32.4	30.2	33.5
TÜFE- İşlenmemiş Gıda	85.3	75.0	47.5	52.4	39.2	33.6	32.8	25.2	36.0
TÜFE- İşlenmiş Gıda	58.6	63.5	50.7	40.2	36.8	32.5	31.7	34.5	31.9
TÜFE - Giyim	43.7	49.0	32.4	31.0	20.3	14.4	9.3	7.1	6.5
TÜFE - Hizmet	93.5	96.1	78.8	67.8	59.7	52.0	46.3	44.2	40.1
Brüt Ücretler - Toptan ve Perakende -% yıllık	109.8	112.2	69.3	70.3	46.9	44.5	39.6	35.5	-
Kira - yıllık	118.9	124.4	120.3	109.1	96.5	85.7	74.1	63.8	54.3
Tüketici Güven Endeksi	79.7	79.8	76.8	80.5	83.0	84.6	83.9	84.0	84.8
Perakende Ticaret Endeksi	114.5	112.0	108.5	111.8	114.8	110.1	108.6	114.3	114.0
Önümüzdeki 3 aya ilişkin iş aktivitesi beklentisi	119.6	117.2	117.8	122.2	121.6	117.9	119.5	125.2	124.3
Çeyrek Ortalama Endeks	1Ç24	2Ç24	3Ç24	4Ç24	1Ç25	2Ç25	3Ç25	4Ç25	Oca.26
AVM Ciro Endeksi - Reel çeyrek	5.2	-2.2	3.2	3.6	-0.6	-3.6	-7.1	-3.1	5.1
Gıda ve içecek (restoran)	12.0	3.2	2.6	8.6	-3.0	-3.8	-2.4	-4.4	3.4
Giyim	15.6	2.6	-1.2	2.4	2.0	-6.0	2.6	1.8	3.4

Kaynak: TÜİK, AYD, TCMB, Ak Yatırım Araştırma

Gıda perakendesi ile karşılaştırıldığında, hazır giyim sektörü 2025 yılında perakende satış verilerine göre sınırlı hacim büyümesi kaydetmiş olup (Şekil 1), bu durum zayıf talebi yansıtmaktadır. Aynı zamanda, hazır giyim perakendecileri, yüksek stok seviyelerinin getirdiği maliyet yükünü azaltmak amacıyla promosyon faaliyetlerini artırmış ve bu durum sektörde fiyat ayarlamalarını sınırlamıştır. Buna karşın, borsada işlem gören hazır giyim şirketleri daha güçlü fiyatlama gücü sergileyerek, 2025 yılında TÜİK'in açıkladığı %12 TÜFE'nin üzerinde fiyat artışları uygulamıştır.

2026'nın ilk ayları, gıda, içecek ve tütün kategorisinde perakende satışlarda pozitif eğilimin devam ettiğine işaret etmektedir; bu durum muhtemelen Ramazan dönemindeki sezonsallık etkisi ile desteklenmiştir. Tüketici ve perakende ticaret güven endeksleri yılın ilk iki ayında sınırlı bir toparlanma gösterirken, Mart ayında tüketici güveni aylık bazda gerilemiştir. Öte yandan, manşet TÜFE 1Ç26'da ortalama

yıllık %31 seviyesinde güçlü seyrini korurken, gıda ve alkolsüz içecekler enflasyonu %33,5 ile manşet seviyenin üzerinde gerçekleşmiştir.

Gıda perakendecilerinin yüksek gıda enflasyonunu fiyatlara yansıtma ve maliyet yükünü kısmen tedarikçilerle paylaşma konusunda daha avantajlı konumda olduğunu düşünüyoruz. Ayrıca, modern perakendeye yönelim, özellikle BİM ve Migros'ta devam eden satış alanı genişlemesi, yeni iş kollarının katkısı ve e-ticaret kanalındaki hızlı büyüme, 2026 yılında temel büyüme sürükleyicileri olmaya devam edecektir.

Buna karşılık, Ocak 2026'da %27 olarak gerçekleşen asgari ücret artışına kıyasla daha yüksek seyreden enflasyon eğilimi (Mart 2026'da %31), orta gelir segmentinin alım gücü üzerinde baskı yaratarak hazır giyim sektöründe toparlanmayı geciktirebilir. Tahminlerimiz ara dönem asgari ücret artışını içermemekle birlikte, 2Y26'da özel sektörün kısmi ücret artışı yapabileceğini varsayıyoruz.

Makro varsayımlarımızı, enerji ve gıda kaynaklı maliyet baskılarının etkisini yansıtacak şekilde güncelledik; bu durum daha yüksek enflasyon patikasına, potansiyel olarak daha düşük GSYH büyümesine ve daha sıkı para politikasına işaret etmektedir. USD/TRY varsayımımızı ise değiştirmedik.

Buna göre (Şekil 2), 2026 yıl sonu TÜFE varsayımımızı 500 baz puan artırarak %30'a yükselttik ve TCMB politika faizi varsayımımızı 600 baz puan artırarak %37'ye çıkardık; ayrıca dolar karşısında %18 TL değer kaybı varsayımını koruduk.

Şekil 2: Makro Tahminlerde Değişim

	Eski Tahminler			Yeni Tahminler	
	2025	2026T	2027T	2026T	2027T
TÜFE (yılsonu)	30.9%	25.0%	22.0%	30.0%	24.0%
TÜFE (ortalama)	34.9%	27.2%	23.7%	31.3%	26.7%
USD/TRY (yılsonu)	43.0	50.7	59.1	50.7	59.2
USD/TRY (ortalama)	39.4	46.9	54.8	46.6	54.8
Brent (Dolar/varil)	69.1	65.0	68.0	96.2	70.4
Politika Faizi (yılsonu)	38%	31%	28%	37.0%	29.1%
Gösterge faiz (ortalama)	41%	33%	30%	38.7%	32.4%
GSYH büyümesi	3.5%	3.8%	4.5%	3.0%	5.0%

Kaynak: Akbank Ekonomik Araştırmalar

Makro tahminlerdeki değişikliklere rağmen, BİM için %6,5 ve Migros için %6,2 seviyelerinde reel satış büyümesi varsayımlarımızı büyük ölçüde koruyor, ŞOK için ise 2026 yılında %5,3 büyüme öngörüyoruz—bu rakamlar şirketlerin verdiği beklenti aralıklarının üst bandına yakın seviyelerdedir (BİM: %6±2, Migros: %5–7, ŞOK: %5±1). Hazır giyim perakendecileri için ise daha temkinli bir yaklaşım benimsiyoruz; Koton için %2,5 ve Mavi için %3 reel satış büyümesi öngörüyoruz, bu rakamları ilgili şirketlerin beklenti seviyelerinin altında varsayıyoruz (Koton: %5–7, Mavi: %5±1).

2027'ye bakıldığında, ihtiyari harcamalarda olası bir toparlanma için potansiyel katalizörler arasında hane halkı alım gücünün ücret güncellemeleri ve enflasyondaki düşüş eğilimiyle birlikte iyileşmesi ile tüketici borçlanma maliyetlerindeki azalma yer

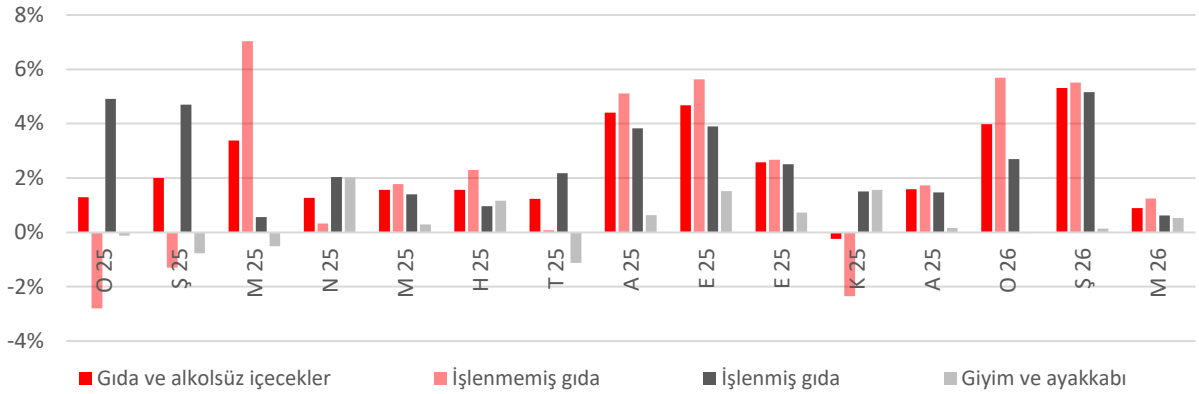
almaktadır (mevcut durumda vergi ve komisyonlar öncesi yaklaşık %59 seviyesinde olan tüketici kredi faizleri dikkate alındığında).

Arz talep koşulları kaynaklı gıda enflasyonu yüksek seyrederken, gıda perakendecilerinin fiyatlama gücü devam etmektedir

3A26 yılbaşından bugüne enflasyon verileri, gıda ve alkolsüz içecekler enflasyonunun %16 seviyesinde gerçekleştiğini ve %10 olan manşet TÜFE'nin üzerinde seyrettiğini göstermektedir. Bu durum, işlenmemiş gıda fiyatlarında %26'lık kümülatif artış ve taze meyve-sebze fiyatlarında %48'lik yükselişten kaynaklanmaktadır. Kalıcı gıda enflasyonu, olumsuz hava koşullarının yanı sıra Ramazan ayının bu yıl 10 gün daha erken başlamasıyla beraber artan taleple ilişkilendirilmektedir.

Mevsimsellikten arındırılmış gıda ve alkolsüz içecekler TÜFE verileri, Mart 2026 itibarıyla manşet TÜFE'deki %2'lik artışa kıyasla (yılbaşından bu yana %7,8) %0,9 seviyesinde artışa işaret etmeye devam etmektedir (yılbaşından bu yana %10,5).

Şekil 3: Mevsim Etkilerinden Arındırılmış – Aylık Değişim



Kaynak: TÜİK, Ak Yatırım Araştırma

Gıda enflasyonundaki tarihsel eğilim, keskin artış dönemlerini takiben ilerleyen aylarda kademeli bir düşüşle normalleşme sinyalleri vermektedir. Yılın başına kıyasla sezonsallık etkisiyle bahar ve yaz aylarında tarihsel bir gerileme eğilimi görülmesi gerekirken, 2026 yılında son dönemde artan mazot ve gübre maliyetleri gıda enflasyonu üzerinde yukarı yönlü bir risk oluşturmaktadır. Bu durumun, gıda tedarikçilerinin üretim maliyetleri üzerinde dolaylı baskı yaratması da olasıdır. Borsada işlem gören gıda perakendecilerinin, yüksek gıda enflasyonunu fiyatlara yansıtma ve rekabetçi fiyatlama maliyetinin bir kısmını tedarikçilerle paylaşma konusunda daha avantajlı konumda olduğunu düşünüyoruz.

Listelenmiş gıda perakendecileri genellikle taze gıda kategorilerine daha sınırlı maruz kalırken, fiyatlaması küresel emtia fiyatları ve kur hareketlerine bağlı olan temel ürünler sepeti içinde daha büyük paya sahiptir. Migros'ta taze meyve-sebze ve et ürünleri yaklaşık %15 oranında paya sahiptir. İndirimli perakendeciler arasında ise BİM ve ŞOK'ta bu oran daha da düşüktür; taze meyve ve sebze yaklaşık %5 pay alırken, paketlenmiş et ürünlerinin payı oldukça sınırlıdır. Bu nedenle indirim

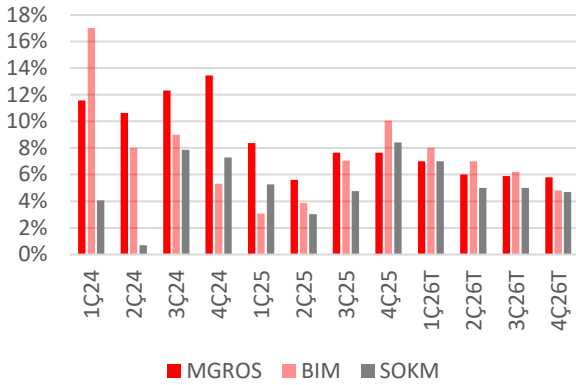
marketlerde iç enflasyon, manşet TÜFE'nin genellikle 50–100 baz puan altında gerçekleşmektedir.

Ramazan döneminde (18 Şubat – 22 Mart) promosyon faaliyetlerinde mevsimsel bir artış beklerken, bu dönemde sepet büyüklüğü ve hacimlerin de genellikle arttığını not ediyoruz. Bu doğrultuda, 1Ç26'da gıda perakendecileri (BİM, Migros ve ŞOK) için yıllık bazda yaklaşık %7–8 reel satış büyümesinin mümkün olduğunu düşünüyoruz. İç enflasyonun manşet enflasyonla yakınsaması ile birlikte mağaza bazlı metriklerdeki iyileşme ve satış alanı büyümesi, satış büyümesi için temel katalizörler olmaya devam edecektir.

Giyim perakendesinde geniş tabanlı bir toparlanma henüz gerçekleşmedi

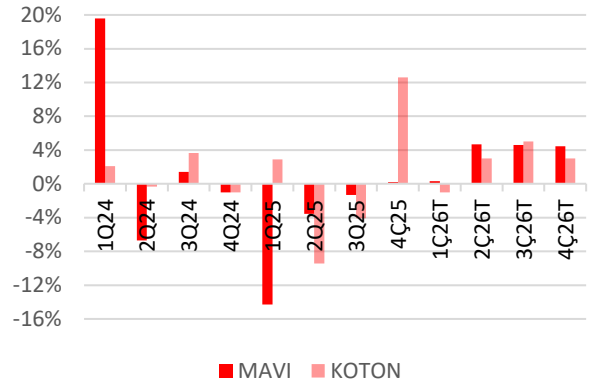
1Ç26 için Mavi'de yıllık bazda genel olarak yatay satışlar ve Koton'da %1'lik yıllık düşüş öngörüyoruz. Bu durum, giyim pazarındaki devam eden talep yumuşaklığını ve reel TL'nin değer kazanımı ortamında uluslararası gelirlerin nispeten sınırlı katkısını yansıtmaktadır. Uluslararası operasyonlar, Mavi'nin toplam gelirlerinin yaklaşık %10'unu, Koton'un ise %28'ini oluşturmaktadır. Ayrıca, Mart 2026 itibarıyla giyim ve ayakkabı enflasyonuna ilişkin mevsimsellikten arındırılmış veriler yalnızca %0,5 aylık artış göstermekte olup, sektörde promosyon faaliyetlerinin devam ettiğine işaret etmektedir (yılbaşından bu yana %1).

Şekil 4: Reel Satış Büyümesi Yıllık – Gıda Perakendecileri



Kaynak: Şirketler, Ak Yatırım Araştırma

Şekil 5: Reel Satış Büyümesi Yıllık – Giyim Perakendecileri



Kaynak: Şirketler, Ak Yatırım Araştırma

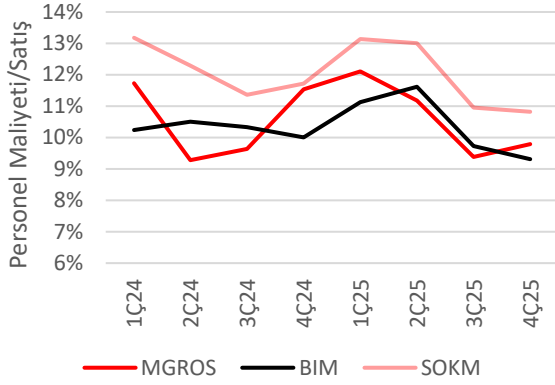
Marj istikrarını koruyarak ilerleme

Kısıtlı işgücü piyasası koşullarının brüt ücret artışı üzerindeki etkisinin 2Y25'te sınırlı ölçüde azaldığını gözlemledik; bu durum şirketler genelinde marj iyileşmesini desteklemiştir. Sektör için asgari ücret artışı Ocak 2026 itibarıyla %30 olarak belirlenirken, Mavi ücretleri ortalama %35 oranında artırmış, Migros ise işçi sendikası ile üç yıllık bir toplu iş sözleşmesi için müzakere sürecini sürdürmektedir. Bu gelişmelerin, personel giderlerinin satışlara oranında mevsimsel bir artış yaratması muhtemel olsa da, sektör genelinde yapılacak fiyat ayarlamaları ve ücret artışlarının tüketici harcamalarına olası etkisi, 2026 boyunca gelir büyümesini destekleyerek maliyet baskılarını kısmen dengeleyebilir.

Migros, analiz kapsamımızdaki perakendeciler arasında sendikalı iş gücüne sahip tek şirket olup, personelinin %71'i (yakın zamanda sendikaya dahil edilen depo çalışanları dahil) toplu iş sözleşmesi kapsamındadır. Ücret müzakerelerinin sonucu, hem Migros hem de sektör genelinde önemli olacaktır.

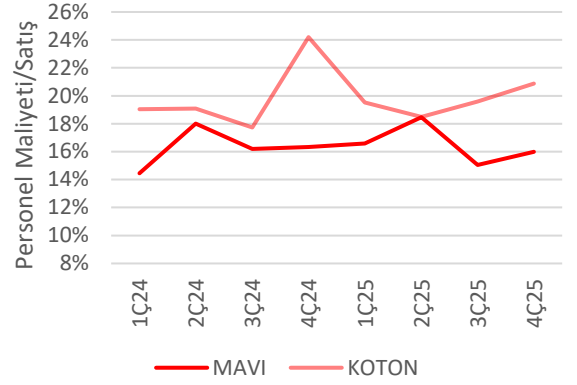
Bu doğrultuda, personel giderlerinde (ara dönem ücret artışı dahil) yaklaşık %35 artış varsayıyoruz. Ancak verimlilik artırıcı çalışmaların etkisiyle, 2026 yılında Migros, Koton ve Mavi için düzeltilmiş FAVÖK (TMS29 sonrası) marj daralmasının 10–30 baz puan ile sınırlı kalmasını bekliyoruz. BİM'de şirketin 2026 beklentisinin alt bandına yatay marj performansı bekliyoruz. ŞOK'ta ise düşük baz etkisi marj iyileşmesini destekleyecektir. Enflasyon muhasebesinin maliyetler üzerindeki etkisinin azalması ve dezenflasyon eğilimi, 2027 itibarıyla TMS29 sonrası finansallarda FAVÖK marjında iyileşmeyi desteklemesini bekleriz.

Şekil 6: Personel Maliyeti/Satış – Gıda Perakendecileri



Kaynak: Şirketler, Ak Yatırım Araştırma

Şekil 7: Personel Maliyeti/Satış – Giyim Perakendecileri



Kaynak: Şirketler, Ak Yatırım Araştırma

Net marj eğiliminin serbest nakit akımı (SNA) ile birlikte değerlendirilmesi gerektiğini düşünüyoruz

TMS 29'un satışların maliyeti ve amortisman üzerindeki etkisi, alacak/borç günlerindeki değişimlerin gelir tablosuna (tedarikçi iskontoları veya faiz giderleri üzerinden) yansımaları, kredi kartı alacaklarının kırdırılmasına ilişkin faiz giderleri ve kira yükümlülükleri, net marjlarda çeyreklik oynaklığa neden olmaktadır. Bu nedenle, sektör genelinde net bir trendi ayırt etmek güçleşmekte ve piyasa tepkileri özellikle reel satış büyümesi ile nakit üretiminin bileşimine karşı hassas olmaktadır.

Net nakdin piyasa değerine oranının 3Ç25'te iyileştiğini, ancak 4Ç25'te mevsimsellik ve perakendecilerin avantajlı fiyatlama koşulları sağlamak amacıyla stok artırma stratejileri (ŞOK) nedeniyle normalleştiğini gözlemliyoruz. Yıllık bazda bakıldığında ise perakendeciler net nakit pozisyonlarını güçlendirmeye devam etmiş, BİM, Mavi ve Migros'ta temettü dağıtımını gerçekleştirmişlerdir.

BİM ve Mavi, disiplinli stok yönetimi, görece yüksek satış verimliliği ve TMS 29 sonrası düzeltilmiş görece yüksek marjlar sayesinde güçlü SNA marjları üretmeye devam etmektedir (BİM'de faaliyet karı altında uygulanan faiz bulunmamaktadır). Migros tarafında ise e-ticaret operasyonlarına yapılan yatırımlar (alkol ve tütün hariç gelir payının 2019'daki %3,5 seviyesinden 2025'te %21'e yükselmesi) ve devam eden

mağaza genişlemesi, SNA marjının görece daha düşük kalmasına neden olmuştur. Bununla birlikte, 2026 sonrasında yatırım yoğunluğunun azalması ve ölçek ekonomilerinin devreye girmesiyle Migros'un SNA üretiminde belirgin iyileşme bekliyoruz.

ŞOK, yeniden yapılanma sürecinin ardından, daha yavaş mağaza genişlemesi ve mağaza bazlı metriklerdeki iyileşmeyle desteklenen kademeli bir SNA marj artışı göstermiştir. Koton ise büyüme yatırım sürecinde kalmaya devam etmekte; Türkiye merkezli tedarik yapısı nedeniyle güçlü TL politikasından etkilenmekte ve görece yüksek işletme sermayesi ihtiyacı SNA üretimini sınırlamaktadır.

Yüksek gıda enflasyonu, politika faiz indirimlerinin beklentilerin altında kalması ve 4Ç25'te gözlenen reel büyüme toparlanması, gıda perakende sektörünün Ekim 2025'ten bu yana defansif pozisyonunu güçlendirmiş ve BIST-100 endeksine göre göreceli performansını desteklemiştir. Buna karşın, hazır giyim perakendecileri daha zayıf büyüme ve marj baskısı nedeniyle belirgin şekilde daha düşük performans sergilemiştir.

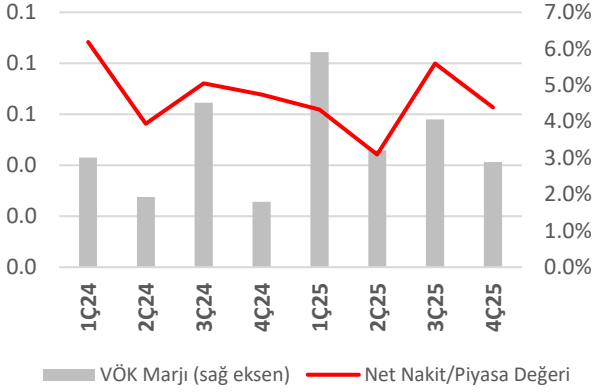
BIST perakende sektöründe görece yüksek reel satış büyümesi potansiyeli ve dayanıklı marj yapıları nedeniyle **BİM ve Migros'u** tercih ediyoruz. Giyim perakendecilerinden **Mavi** ise yıl içerisinde tüketici talebindeki toparlanmayla birlikte daha iyi bir konumlanma fırsatı sunabilir. Tahminlerimiz, 2025–2027T döneminde dolar bazlı çift haneli satış ve FAVÖK bileşik büyümesine işaret etmekte olup, bu da benzerlerine kıyasla daha güçlü bir büyüme profili sunmaktadır.

Şekil 8: Tahminlerin Özeti

Bloomberg Kodu	BIMAS	MGROS	SOKM	KOTON	MAVI
Tavsiye	EÜG	EÜG	EÜG	EÜG	EÜG
12A Hedef Fiyat (TL)	988	917	78	24	69
Güncel Fiyat, TL	753	657	52	16	44
Getiri Potansiyeli	31%	40%	51%	54%	57%
Halka Açıklık Oranı	68%	51%	51%	16%	73%
Piyasa Değeri, mn TL	10,115	2,661	685	290	779
Firma Değeri, mn TL	11,011	2,751	803	470	685
Finansal Veriler -2026	BIMAS	MGROS	SOKM	KOTON	MAVI
Ciro, mn TL	998,168	569,578	381,642	43,779	63,913
Reel Büyüme	6.5%	6.2%	5.3%	2.5%	3.0%
FAVÖK, mn TL	59,638	37,310	11,785	8,213	11,613
FAVÖK marjı	6.0%	6.6%	3.1%	18.8%	18.2%
Net Kar, mn TL	30,933	7,966	925	276	3,533
Net Marj	3.1%	1.4%	0.2%	0.6%	5.5%
Net Borç/FAVÖK	-0.3	-1.0	-1.0	0.6	-0.6
Değerleme Verisi	BIMAS	MGROS	SOKM	KOTON	MAVI
2026T - F/K	16.6	16.9	37.5	53.1	11.2
2026T- FD/FAVÖK	9.5	3.8	3.7	3.0	3.0
2027T - F/K	14.1	15.1	12.4	10.2	9.7
2027T - FD/FAVÖK	7.6	3.1	2.5	2.7	2.5

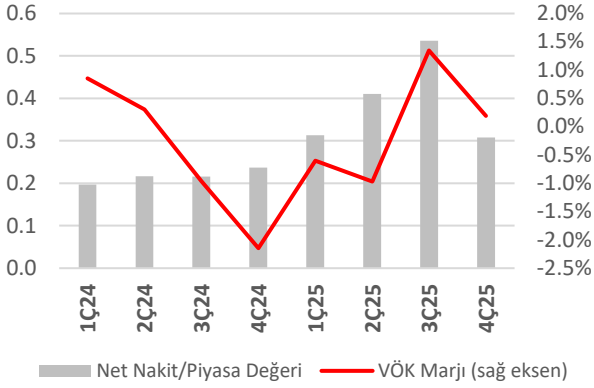
Kaynak: Ak Yatırım Araştırma

Şekil 9: BİM – Net Nakit vs. Vergi Öncesi Kar Marjı¹



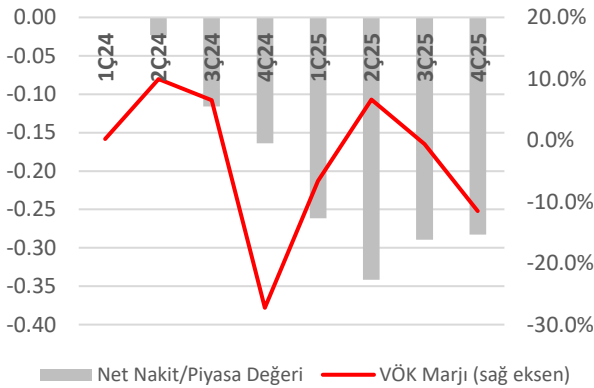
Kaynak: Şirketler, Ak Yatırım Araştırma, ¹Net Nakit TFRS 16 etkileri hariç. VÖK marjı TMS29 sonrası. Piyasa değeri çeyrek sonu değerleri yansıtır.

Şekil 11: ŞOK - Net Nakit vs. Vergi Öncesi Kar Marjı¹



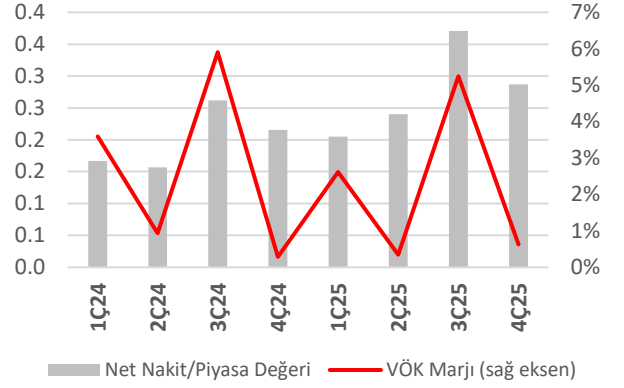
Kaynak: Şirketler, Ak Yatırım Araştırma, ¹Net Nakit TFRS 16 etkileri hariç. VÖK marjı TMS29 sonrası. Piyasa değeri çeyrek sonu değerleri yansıtır.

Şekil 13: Koton - Net Nakit vs. Vergi Öncesi Kar Marjı¹



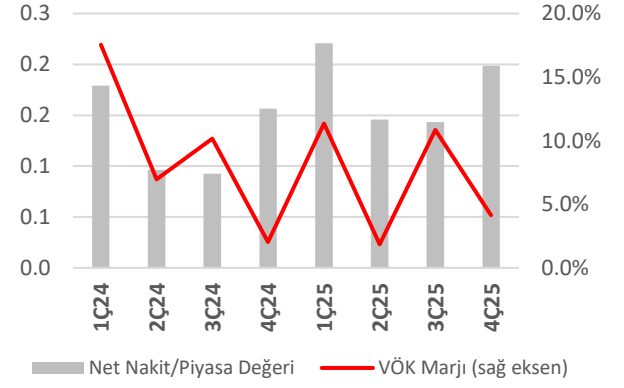
Kaynak: Şirketler, Ak Yatırım Araştırma, ¹Net Nakit TFRS 16 etkileri hariç. VÖK marjı TMS29 sonrası. Piyasa değeri çeyrek sonu değerleri yansıtır.

Şekil 10: Migros - Net Nakit vs. Vergi Öncesi Kar Marjı¹



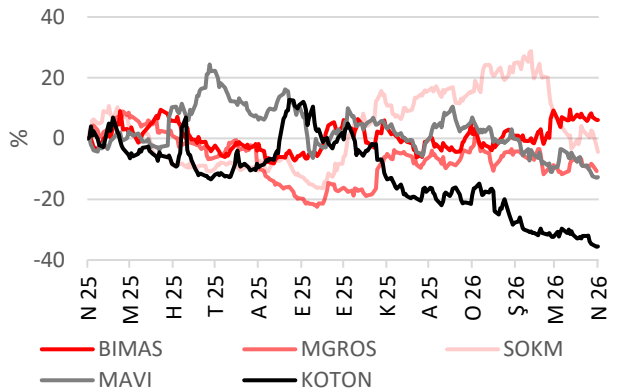
Kaynak: Şirketler, Ak Yatırım Araştırma, ¹Net Nakit TFRS 16 etkileri hariç. VÖK marjı TMS29 sonrası. Piyasa değeri çeyrek sonu değerleri yansıtır.

Şekil 12: Mavi - Net Nakit vs. Vergi Öncesi Kar Marjı¹



Kaynak: Şirketler, Ak Yatırım Araştırma, ¹Net Nakit TFRS 16 etkileri hariç. VÖK marjı TMS29 sonrası. Piyasa değeri çeyrek sonu değerleri yansıtır.

Şekil 14: BIST-100 Endeksine Göre Rölative Performans



Kaynak: BIST100, Rasyonet

1Ç26 beklentileri

Mayıs ayında açıklanacak 1Ç sonuçlarına ilişkin beklentilerimizi tamamladık. Gıda perakendecilerinde 1Ç26'da yıllık bazda reel satış büyümesi ivmesinin korunmasını beklerken, hazır giyim perakendecilerinin görece daha zayıf bir satış performansı sergilemesini öngörüyoruz.

Mevsimsellik etkisiyle, asgari ücret artışının yansımaları sonucu FAVÖK marjlarında sınırlı bir gerileme bekliyoruz. Bununla birlikte, yıllık bazda marj performansında BİM'de yatay, Migros ve Mavi'de hafif daralma ve Koton ve ŞOK'ta düşük bazdan dolayı iyileşme öngörüyoruz. Ancak Koton ve ŞOK'un net zarar açıklamasını bekliyoruz.

Şekil 15: 1Ç26 Tahminleri

Hisse Kodu	Fonksiyonel Para Birimi	Beklenen Yayın Tarihi		1Ç26T	1Ç25 (orijinal)	Y/Y Nominal	Y/Y Reel	Beklenti Notları
BIMAS	TL	11 Mayıs	Net Satış	208,783	147,723	41.3%	8.0%	Satış alanındaki %6'lık büyüme ve benzer mağaza sepet büyüklüğündeki artış, 1Ç26T'de yıllık bazda %8 reel gelir büyümesinin ana unsuru olmasını bekleriz. FAVÖK marjının sabit kalması muhtemel olup, daha düşük vergi giderlerinin yıllık bazda net kârlılığı destekleyeceğini öngörüyoruz.
			FAVÖK	7,516	5,282	42.3%	8.7%	
			Marj	3.6%	3.6%	0.02pt	0.02pt	
			Net Kâr	4,138	2,705	53.0%	16.9%	
			Marj	2.0%	1.8%	0.15pt	0.15pt	
KOTON	TL	4-11 Mayıs	Net Satış	8,260	6,376	29.6%	(1.0%)	Koton'un giyim perakendesi sektöründe görülen zayıflık sebebiyle yıllık bazda net satışlarında %1 reel daralma öngörüyoruz. 1Ç25'teki promosyon indirimlerinden kaynaklanan düşük baz etkisiyle, yıllık bazda belirgin bir marj artışı öngörüyoruz. Ancak finansal giderler sebebiyle net zarar öngörüyoruz.
			FAVÖK	922	275	235.7%	156.5%	
			Marj	11.2%	4.3%	6.86pt	6.86pt	
			Net Kâr	(300)	(391)	n.a.	n.m.	
			Marj	(3.6%)	(6.1%)	n.a.	n.a.	
MAVI	TL	10 Haziran (Kesinleşmedi)	Net Satış	46,183	9,777	31.9%	-	Yıllık bazda reel gelir ve FAVÖK'ün sabit kalacağını varsayıyoruz. Net kârdaki hafif zayıflama, yıllık bazda potansiyel olarak daha yüksek parasal kayıp tahminimizden kaynaklanmaktadır.
			FAVÖK	2,596	1,997	30.0%	0.4%	
			Marj	20.1%	20.4%	(0.30pt)	(0.30pt)	
			Net Kâr	979	837	16.9%	(10.7%)	
			Marj	7.6%	8.6%	(0.97pt)	(0.97pt)	
MGROS	TL	5 Mayıs	Net Satış	109,832	78,436	40.0%	7.0%	Satış alanındaki %2,3'lük büyüme ve benzer mağaza sepet büyüklüğündeki artışın, 1Ç26'da yıllık bazda %7 reel gelir büyümesinin ana sebebi olacağını tahmin ediyoruz. FAVÖK marjında depo personelinin bordroya katılması ile beraber personel maliyet artışıyla 43 baz puan yıllık gerileme bekliyoruz.
			FAVÖK	4,688	3,687	27.2%	(2.8%)	
			Marj	4.3%	4.7%	(0.43pt)	(0.43pt)	
			Net Kâr	796	981	(18.9%)	(38.0%)	
			Marj	0.7%	1.3%	(0.53pt)	(0.53pt)	
SOKM	TL	4-11 Mayıs	Net Satış	75,985	54,263	40.0%	7.0%	Benzer mağaza sepet büyüklüğü ve trafik artışı, 1Ç26'da yıllık bazda %7 reel gelir büyümesinin ana unsurları olmalıdır. FAVÖK marjında yıllık bazda iyileşme beklemele beraber ŞOK'un finansal giderleri sebebiyle net zarar açıklamasını bekleriz.
			FAVÖK	600	31	a.d.	a.d.	
			Marj	0.8%	0.1%	0.73pt	0.73pt	
			Net Kâr	(200)	(357)	n.a.	n.m.	
			Marj	(0.3%)	(0.7%)	n.a.	n.a.	

Kaynak: Şirketler, Ak Yatırım Araştırma

Finansal tahminlerdeki değişiklikler

Varsayımlarımız, Şekil 2'de sunulan güncellenmiş makro tahminleri içermektedir. Bu kapsamda, 2026 yıl sonu TÜFE varsayımımızı 500 baz puan artırarak %30'a yükseltirken, politika faizi varsayımımızı 600 baz puan artırarak %37'ye çıkardık.

Şekil 16: Tahminlerde Değişim – Gıda Perakende

BIMAS							
TL milyon	2025	Eski Tahminler		Yeni Tahminler		Fark	
		2026B	2027B	2026B	2027B	2026B	2027B
Net Satışlar	721,063	963,861	1,245,767	998,168	1,334,676	4%	7%
FAVÖK	43,485	62,409	82,005	59,638	86,125	-4%	5%
Net Kar	18,632	30,778	38,495	30,933	42,331	1%	10%
FAVÖK Marjı	6.0%	6.5%	6.6%	6.0%	6.5%	-0.5pp	-0.1pp
Net Marj	2.6%	3.2%	3.1%	3.1%	3.2%	-0.1pp	0.1pp

MGROS							
TRY milyon	2025	Eski Tahminler		Yeni Tahminler		Fark	
		2026B	2027B	2026B	2027B	2026B	2027B
Net Satışlar	412,756	550,379	712,492	569,578	761,171	3%	7%
FAVÖK	27,320	37,030	50,785	37,310	51,582	1%	2%
Net Kar	6,467	8,841	12,862	7,966	10,453	-10%	-19%
FAVÖK Marjı	6.6%	6.7%	7.1%	6.6%	6.8%	-0.2pp	-0.4pp
Net Marj	1.6%	1.6%	1.8%	1.4%	1.4%	-0.2pp	-0.4pp

SOKM							
TRY milyon	2025	Eski Tahminler		Yeni Tahminler		Fark	
		2026B	2027B	2026B	2027B	2026B	2027B
Net Satışlar	278,812	-	-	381,642	507,973	-	-
FAVÖK	7,769	-	-	11,785	20,483	-	-
Net Kar	-1,928	-	-	925	3,275	-	-
FAVÖK Marjı	2.8%	-	-	3.1%	4.0%	-	-
Net Marj	-0.7%	-	-	0.2%	0.6%	-	-

Kaynak: Şirketler, Ak Yatırım Araştırma

Şekil 17: Tahminlerde Değişim – Giyim Perakende

KOTON							
TRY milyon	2025	Eski Tahminler		Yeni Tahminler		Fark	
		2026B	2027B	2026B	2027B	2026B	2027B
Net Satışlar	32,873	42,416	55,188	43,779	58,045	3%	5%
FAVÖK	6,274	8,139	10,879	8,213	10,969	1%	1%
Net Kar	-964	937	2,725	276	1,676	-71%	-38%
FAVÖK Marjı	19.1%	19.2%	19.7%	18.8%	18.9%	-0.4pp	-0.8pp
Net Marj	-2.9%	2.2%	4.9%	0.6%	2.9%	-1.6pp	-2.1pp

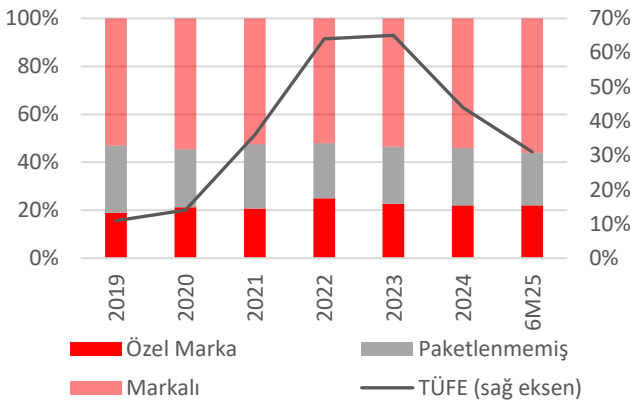
TRY milyon	2025	Eski Tahminler		Yeni Tahminler		Fark	
		2026B	2027B	2026B	2027B	2026B	2027B
Net Satışlar	47,729	62,655	82,539	63,913	85,434	2%	4%
FAVÖK	8,841	11,340	15,052	11,613	15,502	2%	3%
Net Kar	2,294	3,902	5,474	3,533	4,739	-9%	-13%
FAVÖK Marjı	18.5%	18.1%	18.2%	18.2%	18.1%	0.1pp	-0.1pp
Net Marj	4.8%	6.2%	6.6%	5.5%	5.5%	-0.7pp	-1.1pp

Kaynak: Şirketler, Ak Yatırım Araştırma

GIDA PERAKENDE

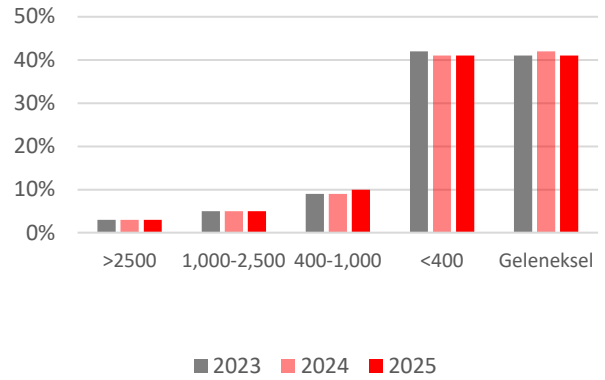
Organize gıda perakendesi segmentinde (gıda perakendesi sektörünün %45'ini oluşturmaktadır), geleneksel kanaldan modern kanala geçiş, daha uygun fiyatlı ürünler sunmaya odaklanan indirim perakendecilerinin stratejisi ile büyük ölçüde hızlanmıştır. Son iki yılda TÜFE'nin %60 seviyelerinin üzerinden %30–40 bandına gerilemesi, demografik dönüşüm (kentleşme ve hanehalkı büyüklüğünün küçülmesi) ve yüksek gelir eşitsizliği (Gini katsayısı 0,41) ile birlikte, mağaza formatı ve ürün fiyatlandırmasına göre segmentasyon stratejilerini giderek daha gerekli hale getirmiştir.

Şekil 18: Hızlı Tüketim Ürünleri Satışına (FMCG) Ürün Bazında Katkı



Kaynak: TUSIAD, IPSOS, Ak Yatırım Araştırma

Şekil 19: Hızlı Tüketim Ürünleri Satışına (FMCG) Mağaza Bazında Katkı (metrekare bazında)



Kaynak: AC Nielsen, Ak Yatırım Araştırma, AC Nielsen verisi %60 organize perakende oranına sahiptir. Bu veri tüm Pazar verilerini dahil etmemektedir.

Mağaza formatına göre toplam mağaza gelirleri açısından bakıldığında, geleneksel kanal %41 paya sahipken, 400 m²'nin altındaki formatlar da %41 pay almaktadır. 400–1.000 m² mağaza formatının payı ise hafif artarak %10 seviyesine yükselmiştir. AC Nielsen verilerine göre, aylık ziyaret edilen mağaza sayısı ortalama 3,4 kat olarak gerçekleşmektedir.

FMCG harcamalarının ürün karmasına bakıldığında, özel markalı ürünlerin payı 2022 yılında sektörde %25 ile zirve yapmıştır; bu dönem aynı zamanda enflasyonun %64 seviyesine ulaştığı bir dönemdir. Marka ürünlerin payı ise 2022'de %52'ye gerilemiştir. 2025 itibarıyla özel markalı ürünlerin payı %22'ye gerilerken, marka ürünlerin payı %56'ya yükselmiştir. Özel markalı ürünler ağırlıklı olarak emtia fiyatlarına ve kur değişimine daha duyarlı temel gıda ürünlerini içerdiğinden, görece daha düşük iç enflasyon yaşamış ve bu durum gelir paylarını aşağı çekmiştir.

Şirket bazında, özel marka oranı BİM'de 2024'te %59'dan 2025'te %57'ye, ŞOK'ta ise 2023'te %34'ten 2025'te %30'a gerilemiştir. Özel marka payı, BİM'e ait File Market'te %32, Migros'ta ise %7 seviyesindedir. Özel markalı ürün penetrasyonunun mevcut seviyelere göre $\pm 1-2$ yüzde puan aralığında büyük ölçüde yatay kalmasını bekliyoruz.

Şekil 20: Özel Markalı Ürün ve FMCG Kategori Büyümleri – 9A25

Kategoriler	Hangi ürünlerde özel markalı ürünler kullanıyorsunuz?	Son 12 ayda hangi ürünlerde markalı → özel markalı ürün geçişi yaptınız?	Hangi FMCG kategorilerinde hacim büyümesi daha yüksek?	9A25 - yıllık bazlı artış
Taze Gıda (yumurta, meyve, sebze)	59%	35%	Pet Food	36%
Atıştırmalık	56%	31%	Iced Coffee	17%
İşlenmiş Gıda (Hazır Yemek dahil)	53%	28%	Frozen Food	16%
Alkolsüz İçecekler	51%	28%	Vegetable Oil	5%
Kişisel Bakım	48%	23%	Household Cleaning	5%
Bebek Bakımı	15%	6%		

Kaynak: TUSIAD, Türkiye Retail Sector Study, FutureBright, AC Nielsen, Ak Yatırım Araştırma

Segmentasyon daha da önem kazanıyor

Tüketicilerin daha geniş ürün yelpazesine yönelik artan talebine yanıt olarak, hem süpermarket hem de indirim (discounter) marketleri SKU sayılarını artırmıştır. Farklı müşteri segmentlerine daha iyi hitap edebilmek için perakenciler, özellikle dondurulmuş gıda, et, taze ürünler, hazır yemekler ve fırın ürünleri gibi premium kategorilerde ürün portföylerini çeşitlendirmiştir. Buna ek olarak, perakenciler pestisit kontrollü ürün gruplarını genişleterek taze ürün segmentinde farklılaşmakta ve sektörde genel olarak %1,5–2 seviyelerinde olan shrinkage (stok kaybı) oranlarını yakından takip etmektedir.

Şekil 21: Gıda Perakende Sektörü Özeti – 2025

Ana Göstergeler	BIM ¹	Migros	ŞOK ¹	A101 ⁴
Halka Açıklık Format	Halka açık İndirim Market	Halka açık Süpermarket	Halka açık İndirim Market	Halka açık değil İndirim Market
Satış Alanı (Bin Metrekare)	4,478	2,089	2,658	3,808
Mağaza Sayısı	14,473	3,792	11,074	13,600
Türkiye	13,095	3,792	11,074	13,600
Yurtdışı	1,378	-	-	-
Mağaza Açılışları	890	171	93	0
Net Satış/metrekare (TL)	161,036	200,323	104,905	87,344
Net Satışlar (milyon TL)	721,063	412,756	278,812	332,606
büyüme - yıllık - reel	6.0%	7.3%	5.4%	veri yok
Personel Gideri/Satış	10.4%	10.6%	12.0%	veri yok
Kira Gideri/Satış	1.6%	4.7%	3.1%	veri yok
VÖK Marjı	3.7%	2.3%	0.0%	veri yok
Net Satış Dağılımı	BIM²	Migros³	ŞOK	A101⁴
E-Ticaret	(File 6%)	21%	3%	veri yok
E-Ticaret Mağaza Katkı Oranı	veri yok	55%	12%	veri yok
Özel Markalı Ürün	57%	7%	30%	35%
Taze Gıda	5%	15%	5%	5%
Tütün	-	veri yok	16%	veri yok
Spot	8%	veri yok	5%	20%
Yurtdışı	5%	-	-	-
SKU Sayısı	900	40,000	2,000	1,500

Kaynak: Bloomberg ve Ak Yatırım Araştırma, ¹Satış alanı verisi Ak Yatırım Araştırma'nın tahmini, sadece Migros veriyi dokümanlarında paylaşmaktadır. ²File Market 4,500 SKU ve %32 özel marka oranına sahip ³Migros e-ticaret oranı tütün ve alkol hariçtir ⁴Ak Yatırım Araştırma ve medya kaynakları üzerinden oluşturulmuş tahminlere dayanmaktadır, ⁵TMS29 sonrası finansallar

File formatındaki yıllık mağaza açılışlarının artması, BİM'in artan SKU portföyü, ŞOK'un "2.0" konsepti kapsamında SKU sayısındaki artış, Migros'un hem e-ticaret hem fiziksel kanalda ürün çeşitliliğini aktif şekilde yönetmesi ve A101'in "Gurme" ürün kategorisini devreye alması, bu değişen talebe yanıt verme çabalarını yansıtmaktadır.

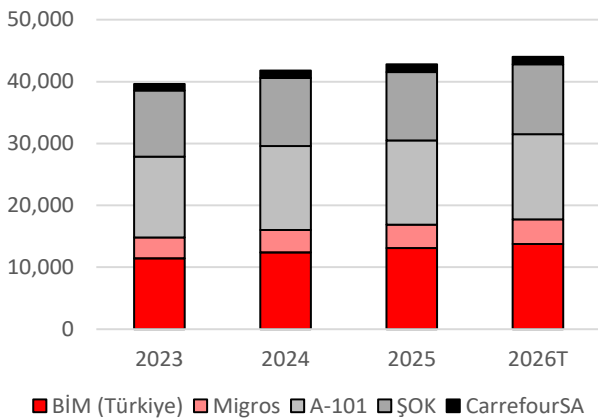
2024 yılında indirim kanalında artan rekabet ve fiyat yatırımlarının ardından perakendeciler daha kârlılık odaklı hale gelmiş ve daha küçük ölçekli oyunculara sınırlı mağaza açılışları gözlenmiştir. Organize FMCG perakendesinin yaklaşık %80'nini temsil eden ilk beş perakendecinin, 2025 yılında yaklaşık 1.000 mağaza açtığını (2024: 2.200 mağaza) tahmin ediyoruz. Bu da 2025 yılında mağaza ağı büyümesinin %2, 2024'te ise %5 olduğunu göstermektedir.

2025 yılında BİM Türkiye, ŞOK ve Migros sırasıyla 719, 93 ve 171 net mağaza açılışı gerçekleştirmiştir. Bu durum BİM için %6, Migros için %2,8 ve ŞOK için %1,3 satış alanı büyümesine işaret etmektedir. File mağazalarının güçlü büyümesi sayesinde File'in gelir katkısı BİM'in gelirlerinin %10'una (+200 baz puan yıllık) ulaşmıştır.

Migros tarafında, mağaza ağı büyümesine ek olarak mağaza tarafından karşılanan e-ticaret siparişlerinin artan penetrasyonu (mağazaların %55'inde mevcut) önemli bir büyüme unsuru olmuştur. ŞOK ise stratejisini yenileyerek mağaza başına metrikleri iyileştirmeye ve SKU sayısını artırmaya odaklanmış, bu kapsamda yeni mağaza formatını devreye almıştır. Bu durum, geçmiş dönem trendlerine kıyasla satış alanı büyümesinin yavaşlamasına yol açmıştır.

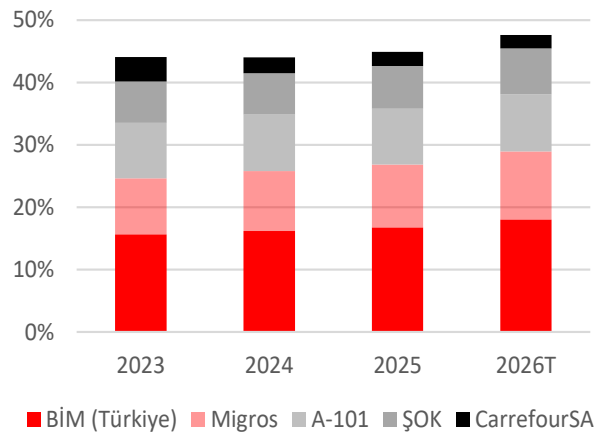
A101, mağaza ağını 2020'de 10 binden 2024'te 13,6 bine hızlı şekilde genişlettikten sonra, yeni mağaza açılışlarını durdurarak ve üst yönetimde değişiklikler yaparak bir yeniden yapılanma sürecine girmiştir. A101'in görece daha yüksek spot satış payı (yaklaşık %20) – son dönemde motosiklet, hafif ticari araç ve forklift gibi promosyon kampanyaları dahil – satın alma gücündeki bozulmadan daha olumsuz etkilenmesine neden olmuştur. Spot satışların gelir payı BİM'de %10, ŞOK'ta ise %5 seviyesindedir.

Şekil 22: 5 Perakende Şirketlerinin Mağaza Sayı Toplamı¹



Kaynak: Ak Yatırım Araştırma, Şirketler, ¹A101 analist tahminleri baz alınarak hesaplanmıştır.

Şekil 23: FMCG içinde Pazar Payı¹



Kaynak: Ak Yatırım Araştırma, Şirketler, ¹BİM, Migros ve ŞOK için TMS29 öncesi finansallar; CarrefourSA için TMS29 sonrası finansallar, A101 analist tahminleri baz alınarak hesaplanmıştır.

Araştırma kapsamımızdaki perakendeciler olan BİM, ŞOK ve Migros için 2026 yılında sırasıyla 880 (Türkiye: 600), 180 ve 180 mağaza açılışı öngörüyoruz; bu durum reel büyümeyi destekleyecektir. Aynı derecede önemli olan bir diğer unsur ise, perakendecilerin iç gıda enflasyonu ile manşet gıda enflasyonu arasındaki farkın daralmasına bağlı olarak aynı mağaza satış (LFL) büyümesindeki toparlanmadır. Buna ek olarak, genişleyen ürün çeşitliliğinin sepet büyüklüğüne (ortalama fiş tutarı ve sepet başına ürün adedi) etkisi kritik olacaktır. 2026E için reel gelir büyümesini BİM için %6,5, Migros için %6,2 ve ŞOK için %5,3 olarak öngörüyoruz.

Migros'un MoneyPay (ürün bazlı indirimler sunan) ve ŞOK'un Win programı (sepet büyüklüğüne göre anında nakit iade, seçili ürünlerde ve cüzdan yüklemelerinde cashback sağlayan) gibi sadakat uygulamalarının etkin kullanımı da benzer mağaza trafik büyümesini desteklemede önemli rol oynamıştır.

E-ticaret kanalı, FMCG sektöründe %8 paya sahiptir; bu oran toplam perakende pazarındaki %19'luk e-ticaret penetrasyonunun oldukça altındadır. FMCG içinde bazı alt kategorilerde e-ticaret penetrasyonu daha yüksektir: kişisel bakım (%20), evcil hayvan maması (%44) ve bebek bakım (%20), temizlik ürünlerinde ise e-ticaret payı yaklaşık %10'dur.

En büyük perakendeciler arasında Migros satışlarının yaklaşık %19'unu e-ticaret kanalından (sigara ve alkol hariç %21) elde etmektedir. Bu satışların yaklaşık %90'ı gıda kategorisinden gelmektedir. Online yemek teslimatı ve diğer hizmetler henüz küçük ölçekli olsa da, ana e-ticaret gıda işine müşteri kazanımı açısından katkı sağlamaktadır. Migros ayrıca perakende medya (Mimeda) ve fintech (MoneyPay) faaliyetleriyle ek büyüme yaratmayı hedeflemektedir.

Perakendeciler, daha yüksek ortalama sepet büyüklüğü elde etmek ve daha yüksek hızlı teslimat ücretleriyle lojistik maliyetlerini dengelemek amacıyla online kanalda gıda dışı ürün çeşitliliğini de artırmaktadır. İndirim perakendeciliği formatları ise fiyat hassasiyeti yüksek müşteri segmentine odaklandıkları ve özel marka penetrasyonları yüksek olduğu için e-ticaret kanalının katkısı sınırlıdır. E-ticaret satışları ŞOK'ta %2-3, BİM'in File formatında ise %6 seviyesindedir.

Perakende Sektörü Finansal Hizmet Faaliyetlerini Genişletiyor

Migros, MoneyPay altında fintek faaliyetlerini genişletmiş olup POS, cüzdan ve kredi hizmetleri sunmaktadır. Platform 83 milyar TL ödeme hacmine ve 102 milyon işleme ulaşmış olup, gelirlerin Migros e-ticaret gelirlerinin %2'sini oluşturmaktadır. Kredi tarafında Migros, Colendi ile iş birliği yaparak müşterilerine "şimdi al sonra öde" (BNPL) hizmeti sunmakta ve ödemelerin 90 güne kadar ertelenmesine imkân tanımaktadır; kredi riski Colendi'ye aittir. Migros, 2025 yılında bu kredi hizmeti üzerinden 1,8 milyar TL işlem hacmi gerçekleştirmiştir. BDDK, Colendi Bank'ın açık bankacılık başvurusunu onaylamış olup, Migros'un yeni kurduğu Money Finans bu yapıda arayüz sağlayıcı olarak görev yapacaktır. Ayrıca Migros, fintek iştiraki Colendi'de %12 paya sahiptir; bu yatırımın değeri 2025 itibarıyla 96 milyon dolardır. ŞOK'ta fintek faaliyeti bulunmamaktadır.

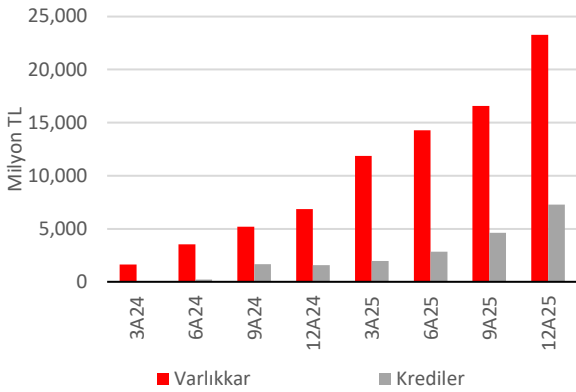
BİM, Aralık ayında BDDK'ya katılım bankası kuruluşu için başvurmuştur. Bu banka dijital kanallar üzerinden faaliyet gösterecek ve müşterilerin finansal ihtiyaçlarına hizmet edecektir. BİM çoğunluk payına sahip olacak, iştirakleri de azınlık payları ile yer alacaktır. Sürecin bürokratik olarak tamamlanması bir yıla kadar sürebilir ve başlangıç sermaye gereksinimi henüz belirlenmemiştir.

Tüketici ve satıcı finansmanı bu iş modelinde ana gelir kaynakları olacaktır. BİM halihazırda daha avantajlı ödeme koşullarıyla tedarikçi indirimleri elde etme stratejisini uygulamış ve bu sayede 2025'te brüt marjını artırmıştır. Bu strateji şimdiye kadar daha çok büyük tedarikçilere odaklanırken, satıcı finansmanı modeli bu indirim mekanizmasından faydalanan tedarikçi tabanını genişletecektir.

Katılım bankacılığı sektöründe, ilk altı banka dışında, Türkiye merkezli kişisel bakım, ev bakım ve kâğıt ürünleri üreticisi olan Hayat Kimya'nın sahip olduğu Hayat Finans da aktif oyuncular arasındadır.

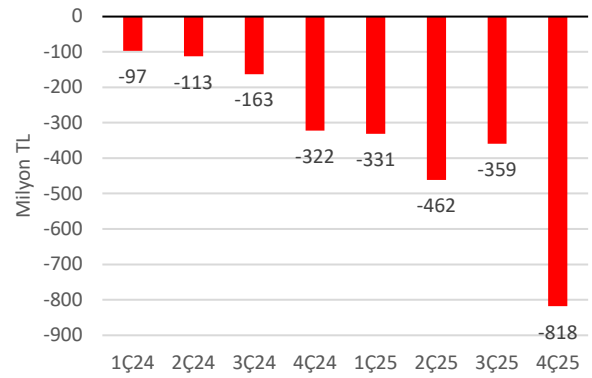
A101'e ait olan dijital/katılım bankası **TOM Bank** ise günlük 7/24 bankacılık hizmetleri, taksitli alışveriş kredileri, "şimdi al sonra öde" çözümleri, katılım esaslı vadeli mevduat hesapları, yıllık ücreti olmayan kredi kartı, partner mağazalarda cashback, döviz ve altın işlemleri, ücretsiz para transferleri, otomatik fatura ödeme, diğer bankalardan kredi kartı borcu ödeme ve A101 mağazalarında ücretsiz para yatırma/çekme gibi hizmetler sunmaktadır. TOM Bank 2025 itibarıyla 10 milyon müşteriye ve 543 milyon dolar varlık büyüklüğüne ulaşmıştır.

Şekil 24: Tom Bank – Varlıklar ve Krediler



Kaynak: tkkb.org

Şekil 25: Tom Bank – Net Kar



Kaynak: tkkb.org

TOM Bank 2023 yılında 1,5 milyar TL (78 milyon dolar) başlangıç özkaynağı ile kurulmuş olup henüz kârlılığa ulaşmamıştır. Dubai Islamic Bank bu yapıya %25 ortaklık almıştır. A101, Aydın Grubu'na ait özel bir yerli şirkettir. Tahminlerimize göre A101, 2025 yılında 13.600 mağazasıyla 333 milyar TL gelir elde etmiştir (BİM Türkiye 2025 gelirleri: 623 milyar TL; Türkiye'de toplam BİM ve File mağazası: 13.095), bu da %9'luk bir FMCG perakende pazar payına işaret etmektedir.

BİM'in katılım bankası operasyonlarına ilişkin detaylar henüz açıklanmamış olsa da, yaklaşık 80 milyon USD seviyesinde bir özkaynak yatırımı, BİM'in mevcut piyasa değerinin yaklaşık %1'ine denk gelmektedir. BİM, mağaza trafiği ve ölçek açısından

daha güçlü bir konumda olup, bu durum A101'e kıyasla daha yüksek penetrasyon sağlamasına imkân verebilir.

Riskler: Gıda perakendesi için başlıca riskler; tüketici satın alma gücünü etkileyen makroekonomik faktörler, gıda enflasyonu, ücret ve kira enflasyonudur. Ayrıca yoğunlaşan fiyat rekabeti ve düzenleyici müdahaleler (fiyat kontrolleri veya promosyon kısıtlamaları) da risk oluşturabilir. Bunun yanında, çok formatlı/bölgesel stratejilerin başarısı; shrinkage (stok kaybı), lojistik, personel maliyetleri ve işletme sermayesi yönetiminin etkinliğine bağlıdır.

Şekil 26: Yurtdışı Çarpan Analizi– Gıda Perakende¹

Şirket	Ülke	Piyasa Değeri Milyon dolar	EV/EBITDA			P/E			FAVÖK YBBO 2025-2027T	Net Kar YBBO 2025-2027T
			2025	2026T	2027T	2025	2026T	2027T		
Carrefour	Fransa	14,569	4.4	3.5	3.9	11.2	9.8	9.2	3%	12%
Seven & I	Japonya	32,731	7.3	7.4	7.0	18.2	18.3	16.0	23%	3%
Ahold	Hollanda	42,619	7.1	7.0	6.8	15.6	14.7	13.7	2%	4%
Dia	İspanya	2,864	7.0	5.7	5.1	37.2	25.3	18.2	36%	43%
AX Food	İspanya	7,534	10.8	10.1	9.4	28.3	24.1	21.8	6%	12%
Tesco	İngiltere	40,901	8.6	8.1	7.8	17.6	16.6	15.1	6%	6%
M&S	İngiltere	9,913	6.2	6.8	5.2	12.4	15.5	10.4	11%	10%
Costco	ABD	432,472	33.0	29.8	26.7	53.9	47.7	42.8	10%	12%
Kroger	ABD	41,159	7.0	6.7	6.4	14.0	12.8	11.9	3%	3%
Sainsbury	ABD	10,834	5.9	6.3	6.1	15.7	15.8	14.0	5%	5%
Walmart	ABD	996,949	23.0	21.2	19.4	47.5	42.7	38.1	9%	10%
SMU	Şili	902	4.8	4.1	3.6	6.0	6.9	5.8	16%	-5%
Walmart de Mexico	Meksika	57,246	8.4	8.3	7.5	10.7	18.1	13.6	6%	-12%
La Comer	Meksika	1,867	9.8	9.7	8.9	19.6	18.0	16.4	5%	6%
Organizacion Soriana	Meksika	3,691	6.0	5.8	5.2	17.1	16.5	14.6	9%	8%
Jeronimo Martins	Polonya	15,651	6.8	6.0	5.7	17.7	17.7	16.5	1%	3%
Dino Polska	Polonya	9,424	6.9	6.4	5.9	17.9	16.7	14.7	8%	10%
Zabka	Polonya	7,183	13.0	11.5	9.8	20.4	19.4	16.2	15%	15%
Pick n Pay Stores	Güney Afrika	888	8.6	7.6	6.7	25.1	21.6	16.7	12%	23%
Shoptite	Güney Afrika	10,252	6.9	4.7	3.6	a.d.	a.d.	19.4	15%	n.m.
Lotte Shopping	Güney Kore	2,056	9.8	8.2	8.0	20.8	19.0	17.1	2%	13%
BinDawood	Suudi Arabistan	1,636	9.8	8.9	8.0	32.2	11.9	10.4	5%	77%
Abdullah Al Otha	Suudi Arabistan	1,504	9.8	9.1	8.7	24.7	21.2	20.4	7%	8%
Spinneys	BAE	1,235	10.7	11.3	10.9	22.6	20.2	18.0	3%	11%
Medyan			7.8	7.5	6.9	18.0	17.8	16.1	7%	10%
TMS 29 Sonrası										
BIM	Türkiye	10,115	10.9	9.5	7.6	23.3	16.6	14.1	20%	29%
Prim / (iskonto)			39%	26%	10%	30%	-7%	-12%		
Migros	Türkiye	2,661	4.3	3.8	3.1	17.7	16.9	15.1	17%	8%
Prim / (iskonto)			-45%	-50%	-55%	-2%	-5%	-7%		
SOK	Türkiye	685	4.4	3.7	2.5	-15.2	37.5	12.4	38%	a.d.
Prim / (iskonto)			n.m.	-52%	-63%	a.d.	110%	-23%		
TMS 29 Öncesi										
BIM	Türkiye	10,115	8.6	7.3	6.1	13.6	11.5	9.6	19%	19%
Prim / (iskonto)			10%	-3%	-11%	-24%	-35%	-41%		
Migros	Türkiye	2,661	3.2	2.8	2.5	18.5	17.9	14.6	11%	13%
Prim / (iskonto)			-60%	-63%	-63%	3%	0%	-9%		
SOK	Türkiye	685	2.4	2.0	1.6	37.2	29.8	12.0	21%	76%
Prim / (iskonto)			-70%	-74%	-77%	107%	67%	-25%		

Kaynak: Bloomberg ve Ak Yatırım Araştırma, ¹Yerli perakende şirketlerinin büyüme oranı yılsonuna endekslenmiş TMS29 Finansallarının yılsonu dolar/TL kuruna bölünmesiyle hesaplanmıştır.

GİYİM PERAKENDE

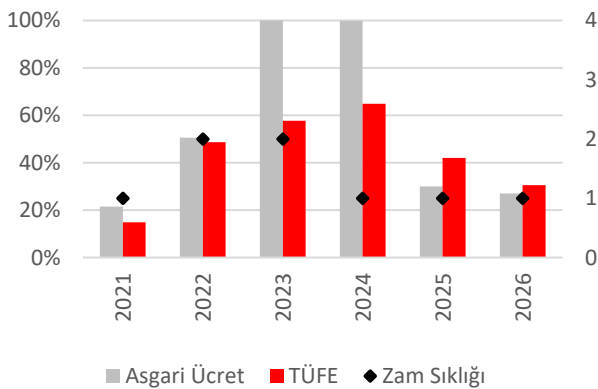
Borsada işlem gören hazır giyim şirketleri Mavi ve Koton, ağırlıklı olarak yurtiçi hazır giyim pazarına (2023 itibarıyla 12 milyar ABD doları) hizmet vermekte olup, yurtiçi operasyonlar sırasıyla gelirlerinin %90'ını ve %72'sini oluşturmaktadır. Bu nedenle, gelir büyümesi trendi; harcanabilir gelir artışı, demografik eğilimler (kadın istihdamındaki artış ve kentleşme), organize perakendeye geçiş (pazarın yaklaşık %50'si) ve sektörde e-ticaret satışlarının artan payı (toplamda %20; Mavi'de %10, Koton'da %12) gibi faktörlere duyarlıdır.

Güçlü büyüme döneminin ardından ivme kaybı

Pandemi sonrası toparlanma güçlü gerçekleşmiş olup, Euromonitor verilerine göre sektör 2020–2023 döneminde dolar bazında %8 YBBO büyüme kaydetmiştir. TMS 29 öncesi finansallara göre Mavi, 2021–2024 döneminde dolar bazında %24 gelir YBBO'su elde etmiştir. Bu performans; pandemi sonrası normalleşme, 2022–2023 döneminde asgari ücret artışlarının yıl ortasında da yapılması, Ocak 2024'teki yüksek asgari ücret artışı, pazar payı kazanımları ve satış alanı ile ürün çeşitliliğini artırmaya yönelik girişimlerle desteklenmiştir. Koton ise 2022–2024 döneminde dolar bazında %14 gelir YBBO'su kaydetmiştir (yalnızca TMS 29 sonrası veriler Nisan 2024'te yayımlanan halka arz izahnamesinde açıklanmıştır); büyüme, yurtiçi operasyonlarda uluslararası operasyonlara kıyasla daha güçlü gerçekleşmiştir.

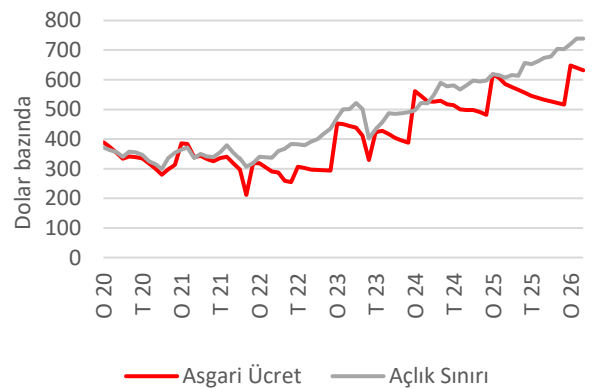
Bununla birlikte, 2024 yılının ikinci çeyreğinden itibaren hazır giyim pazarında bozulma gözlenmiştir. Bu durum, 2024 ve 2025 yıllarında yıl ortası asgari ücret artışlarının yapılmaması ve dezenflasyon sürecinin beklenenden daha yavaş ilerlemesi ile ilişkilidir. Asgari ücretle çalışanların işgücü içindeki payının medya kaynaklarına göre %40–46 seviyesinde olduğu dikkate alındığında, tüketici talebinin asgari ücret artışlarının seyrine oldukça duyarlı olduğunu not ediyoruz. Asgari ücret artışları kısa vadede tüketime destek sağlayabilse de ücret artış oranı ve enflasyondaki trend arasındaki farklılık da tüketici davranışları açısından belirleyici olmaya devam etmektedir. Şubat ayı itibarıyla asgari ücretin, Türk-İş tarafından açıklanan açlık sınırının yaklaşık %14 altında olduğu görülmektedir.

Şekil 27: Asgari Ücret ve TÜFE'deki Yıllık Değişim¹



Kaynak: TÜİK, Türk-İş, csgb.gov, Ak Yatırım Araştırma, ¹Ortalama yıllık enflasyon baz alınmıştır, 2026 enflasyon verisi Ak Yatırım tahminidir.

Şekil 28: Asgari Ücret ve Açlık Sınırı



Kaynak: Türk-İş, csgb.gov, Ak Yatırım Araştırma

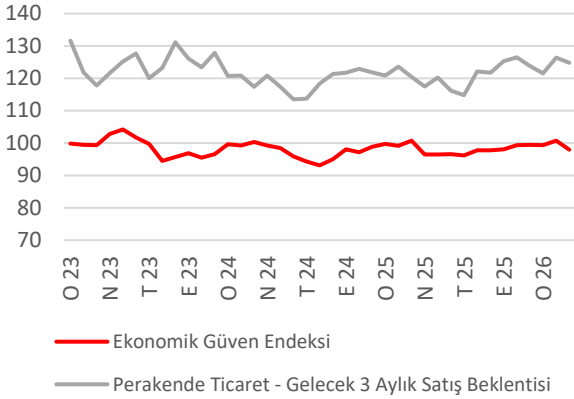
Talebin yavaşlamasıyla birlikte, yüksek enflasyon ortamında stokları eritmeyi hedefleyen perakendeciler nedeniyle fiyat rekabeti ve promosyon yoğunluğu artmıştır. Hazır giyim pazarının %82'sinin alt segmente yönelik olması nedeniyle, bu segmente göre fiyat primleri daralmıştır. Bu doğrultuda, borsada işlem gören hazır giyim perakendecilerinin satış performansı zayıf kalmıştır (2025 satış performansı: Mavi -%5, Koton yatay).

Öncü göstergeler Mart ayına kadar sınırlı toparlanmaya işaret etti

Ekonomik güven endeksi Aralık-Şubat döneminde kademeli bir iyileşme gösterirken, son dönemde artan jeopolitik gerilimlerin ardından Mart ayında tüketici güveni aylık bazda gerilemiştir. Mevsimsellikten arındırılmış isteğe bağlı harcamalara yönelik kredi kartı harcamaları da, önceki dönemdeki sert yavaşlamanın ardından Temmuz ayından itibaren toparlanma sinyalleri vermiştir, ancak büyüme oranı Şubat'tan itibaren gerilemiştir. Alışveriş merkezi verileri (Şekil 31), Ocak ayında hazır giyim perakendesinde kademeli bir toparlanmaya işaret ederken, Şubat ve Mart verileri henüz açıklanmamıştır.

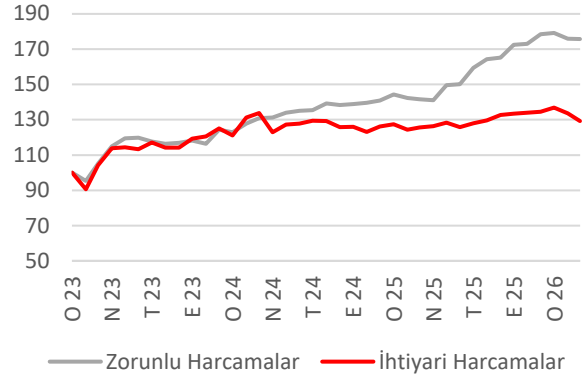
Alışveriş merkezi verilerinin, modern kanalın ağırlıklı olarak AVM'lerde yoğunlaşması nedeniyle hazır giyim perakendesi performansı için önemli bir gösterge olduğunu not ediyoruz (2025 itibarıyla 447 AVM ve 14 milyon m² kiralanabilir alan). Makro görünüm kaynaklı AVM yatırımlarındaki gecikmelerin, perakendecilerin 2025 yılında mağaza açılış planlarını ertelemelerine yol açtığını değerlendiriyoruz.

Şekil 29: Ekonomik Güven Endeksi



Kaynak: TÜİK, Ak Yatırım Araştırma

Şekil 30: Kredi Kartı Harcama Endeksi – Mevsimsel Etkiden Arındırılmış



Kaynak: TCMB, Akbank Ekonomik Araştırmalar

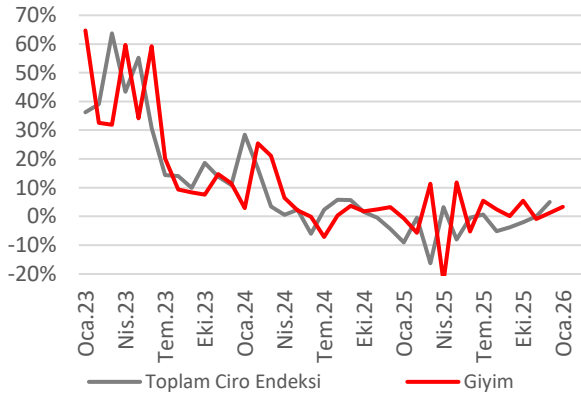
Mavi, 2025 yılında Türkiye'de 16 olan mağaza açılış sayısını 8'e düşürerek daha temkinli bir genişleme stratejisi izlemiştir. İleriye dönük olarak ise, 2026 yılında daha aktif bir açılış/kapanış döngüsü öngörülmekte olup, 19 net yeni mağaza açılışı bekliyoruz (şirket beklentisi: 21). Buna ek olarak, mağaza genişlemeleri satış alanı büyümesini destekleyecek (Ak Yatırım: yaklaşık %4) ve bu durum şirketin 2Y26 ve 2027'de olası pazar toparlanması öncesinde konumlanma stratejisini yansıtmaktadır. Ayrıca, Mavi'nin ABD'de ağırlıklı olarak Doğu Yakası'nda konumlanacak şekilde 2026 ortasına kadar 15 mağazaya ulaşmayı hedeflediğini not ediyoruz. Şirket önümüzdeki 4-5 yıl

içinde ABD’de 30 milyon dolara kadar yatırım planlamakta olup, bunun yaklaşık 10 milyon dolarlık kısmı halihazırda gerçekleştirilmiştir.

Koton tarafında, Türkiye’de mağaza sayısı büyük ölçüde yatay kalırken, 2025 yılında yurt dışında 13 yeni mağaza açılmıştır. 2026 için Koton’da toplam 8 mağaza açılışı öngörüyoruz (şirket beklentisi: 10 mağaza). Şirketin Körfez operasyonlarına (gelirlerin %4’ü) yönelik uzun vadeli iştahı devam etmekte olup, 29 mağazasının büyük kısmı diğer Körfez pazarlarına kıyasla daha dirençli olan Suudi Arabistan’da bulunmaktadır. Koton, son gelişmelerin 2026 gelirleri üzerinde yaklaşık %0,5 negatif etki yaratabileceğini öngörmektedir.

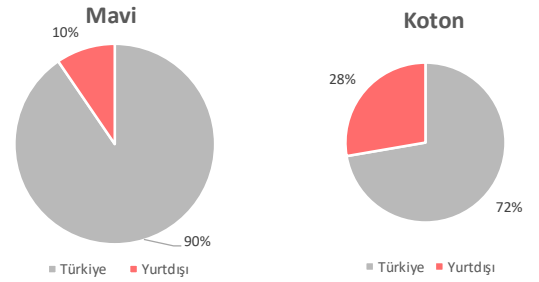
Makro varsayımlarımızı, yıl sonu TÜFE’nin %30 seviyesinde daha yüksek gerçekleşeceği, TL’nin güçlü seyrini koruyacağı ve yurtiçi talepte yılbaşından bu yana devam eden zayıflık doğrultusunda güncelledik. Buna göre, 2026 için Mavi’de %3 (şirket beklentisi: %5 ±1) ve Koton’da %2,5 (şirket beklentisi: %5–7) reel satış büyümesi tahmin ediyoruz. Talepte olası toparlanma ile birlikte, 2027’de Mavi için %8 ve Koton için %7 reel satış büyümesi öngörüyoruz.

Şekil 31: AVM Ciro Endeksi – TÜFE Düzeltilmiş - yıllık



Kaynak: AYD, Ak Yatırım Araştırma

Şekil 32: Net Satış Dağılımı



Kaynak: Şirketler, Ak Yatırım Araştırma

Mavi ve Koton arasındaki temel farklılıklar, marka konumlandırmalarında ortaya çıkmaktadır. Koton, daha geniş ürün yelpazesine sahip bir “tek noktadan alışveriş” markası olarak faaliyet göstermekte ve Türkiye’de üçüncü sırada yer almaktadır. Perakende satışlar gelirlerinin %83’ünü oluşturmaktadır. Kategori kırılımı %62 kadın, %22 erkek ve %16 çocuk ürünlerinden oluşmaktadır. Gelirlerinin %28’i yurt dışı operasyonlardan elde edilmekte olup, bu gelirler ağırlıklı olarak CIS, Avrupa ve Körfez bölgesinden gelmektedir. Büyüme stratejisi kapsamında, 2030’a kadar Apparel Group ortaklığıyla Körfez bölgesinde mağaza sayısının 60’a ulaşması ve yeni coğrafyalara açılım planlanmaktadır. Yurtiçi büyümenin ise özellikle yeni geliştirilen alışveriş merkezlerinde mağaza açılışları ve satış verimliliğindeki iyileşme ile desteklenmesi beklenmektedir.

Mavi ise özellikle erkek giyim ve denim kategorilerinde güçlü bir marka konumuna sahiptir; bu kategoriler sırasıyla gelirlerinin %62’sini ve %37’sini oluşturmaktadır ve alt segmente kıyasla daha yüksek fiyat primi taşımaktadır. Perakende satışlar gelirlerinin %68’ini oluştururken, toptan satış operasyonları ABD ve Avrupa’daki güçlü satışların

yanı sıra franchise satışlarını da kapsamaktadır. Mavi'nin büyüme stratejisi; Türkiye'de mağaza açılışları ve mağaza optimizasyonu, aynı mağaza satış performansının iyileştirilmesi ve ABD perakende ağının genişletilmesine odaklanmaktadır (ABD gelir payının 2025'teki %4 seviyesinden kademeli olarak artması beklenmektedir).

Şekil 33: Mavi ve Koton Ana Finansal Göstergelerin Kıyaslaması

Mavi - TMS29 Sonrası					Koton - TMS29 Sonrası				
Milyon TL	2024	2025	2026T	2027T	Milyon TL	2024	2025	2026T	2027T
Mağaza Sayıları	485	498	517	532	Mağaza Sayıları	451	464	472	485
Perakende	372	394	413	428	Perakende	331	360	363	369
Türkiye	352	360	373	388	Türkiye	213	211	212	213
Yurtdışı	20	34	40	40	Yurtdışı	118	149	151	156
Franchise	113	104	104	104	Franchise	120	104	109	116
Türkiye	70	67	67	67	Türkiye	30	32	35	37
Yurtdışı	43	37	37	37	Yurtdışı	90	72	74	79
Mağaza Alanı -Türkiye (bin metrekare)	188.5	197	203.7	216.1	Mağaza Alanı -Türkiye (bin metrekare)	222	219	222	224
Satış Alanı Büyümesi	8%	5%	3%	6%	Satış Alanı Büyümesi	-1%	-1%	1%	1%
Ciro/mağaza - Perakende	70.5	83.2	107.4	139.3	Ciro/mağaza - Perakende	61.7	75.8	100.0	130.5
Net Satış Büyümesi - Reel	3%	-5%	3%	8%	Net Satış Büyümesi - Reel	1%	0%	2%	7%
Net Satış Büyümesi - Türkiye - Reel	6%	-4%	3%	8%	Net Satış Büyümesi - Türkiye - Reel	12%	0%	3%	7%
Net Satış Büyümesi - Yurtdışı (Dolar)	0%	-5%	11%	13%	Net Satış Büyümesi - Yurtdışı (Dolar)	-2%	8%	11%	14%
Net Satışlar	38,519	47,729	63,913	85,434	Net Satışlar	25,086	32,873	43,779	58,045
Türkiye	34,640	43,248	58,103	77,779	Türkiye	18,117	23,725	31,807	42,159
Perakende	25,763	32,193	43,324	57,842	Perakende	14,805	20,490	27,583	36,757
Toptan (Franchise mağaza dahil)	5,846	7,258	9,670	12,910	Toptan	1,179	1,353	1,776	2,246
E-Ticaret	3,032	3,797	5,110	7,027	E-Ticaret	2,133	1,883	2,447	3,155
Yurtdışı	3,879	4,481	5,810	7,655	Yurtdışı	6,969	9,147	11,972	15,886
Perakende	479	582	1,021	1,787	Perakende	5,608	6,796	8,717	11,414
Toptan (Franchise mağaza dahil)	2,503	2,780	3,349	4,104	Toptan	433	398	493	604
E-Ticaret	897	1,119	1,440	1,764	E-Ticaret	928	1,953	2,762	3,869
Net Satış Dağılımı					Net Satış Dağılımı				
Perakende	68.1%	68.7%	69.4%	69.8%	Perakende	81.4%	83.0%	82.9%	83.0%
Toptan (Franchise mağaza dahil)	21.7%	21.0%	20.4%	19.9%	Toptan (Franchise mağaza dahil)	6.4%	5.3%	5.2%	4.9%
E-Ticaret	10.2%	10.3%	10.2%	10.3%	E-Ticaret	12.2%	11.7%	11.9%	12.1%
Türkiye	89.9%	90.6%	90.9%	91.0%	Türkiye	72.2%	72.2%	72.7%	72.6%
Yurtdışı	10.1%	9.4%	9.1%	9.0%	Yurtdışı	27.8%	27.8%	27.3%	27.4%
Brüt Marj	50.3%	51.0%	50.7%	50.2%	Brüt Marj	53.8%	54.1%	53.9%	53.6%
Brüt Marj Düzeltilmiş	38.2%	39.7%	39.5%	39.0%	Brüt Marj Düzeltilmiş	46.1%	47.0%	45.5%	44.0%
Faaliyet Gideri/Satış	38.2%	39.7%	39.5%	39.0%	Faaliyet Gideri/Satış	46.1%	47.0%	45.5%	44.0%
Personel Gideri/Satış	16.2%	16.4%	16.9%	16.6%	Personel Gideri/Satış	20.0%	19.7%	19.7%	19.3%
Kira Gideri/Satış	7.9%	8.8%	8.5%	8.5%	Kira Gideri/Satış	8.4%	10.7%	9.5%	8.8%
FVÖK Marjı	12.1%	11.3%	11.2%	11.2%	FVÖK Marjı	7.7%	7.1%	8.4%	9.6%
FAVÖK Marjı	18.2%	18.5%	18.2%	18.1%	FAVÖK Marjı	18.3%	19.1%	18.8%	18.9%
FAVÖK Marjı Düzeltilmiş	11.5%	11.6%	11.3%	12.3%	FAVÖK Marjı Düzeltilmiş	4.9%	5.0%	5.6%	7.4%
Net Marj	7.1%	4.8%	5.5%	5.5%	Net Marj	-1.6%	-2.9%	0.6%	2.9%
Net Borç	-3,957	-4,057	-3,761	-5,560	Net Borç	5,865	7,776	10,220	12,848
Net Borç (TFRS 16 hariç)	-5,417	-6,869	-7,527	-10,593	Net Borç (TFRS 16 hariç)	2,695	3,658	4,794	5,854
Net Borç/FAVÖK	-0.8	-0.8	-0.6	-0.7	Net Borç/FAVÖK	0.6	0.6	0.6	0.5
İşletme Sermayesi/Satış	5.6%	5.9%	6.0%	6.0%	İşletme Sermayesi/Satış	18.1%	13.9%	11.5%	10.9%
Yatırım/Satış	2.9%	5.5%	5.5%	4.0%	Yatırım/Satış	3.3%	3.4%	3.0%	3.1%
SNA Marjı	3.5%	1.2%	0.9%	3.4%	SNA Marjı	-6.1%	-0.1%	0.1%	0.3%

Kaynak: Şirket verisi Ak Yatırım Araştırma, ¹Tahminler, ilgili her yılın yıl sonu itibarıyla TL satın alma gücü cinsinden ifade edilmektedir. ²FAVÖK düzeltilmiş TMS29 operasyonel karlılıktaki etkisine ve TFRS-16'ya göre düzeltilmiştir. ³Mavi'nin 2025 dönemi Ocak 2026'da sona erecektir.

Tedarik kabiliyetleri, olası arz kaynaklı riskleri sınırlamaya yardımcı olmaktadır

Mavi ve Koton, tarihsel olarak yüksek yerli tedarik oranlarından faydalanmıştır (Mavi %85, Koton %83). Türkiye'nin küresel tekstil üretimindeki stratejik konumu sayesinde bu durum, esneklik, kalite avantajı ve daha iyi stok yönetimi sağlamıştır. Bununla birlikte, Türkiye tekstil sektörü artan üretim ve işçilik maliyetleri ile karşı karşıya kalmış ve bu durum küçük ölçekli üreticilerin kapanmasına yol açmıştır. TÜSİAD, 2020'den bu yana Türkiye'nin maliyet bazlı rekabetçilik endeksinde %25'lik bir erozyon tahmin etmektedir.

Mavi, bahar 2026 sezonu için stoklarını önceden güvence altına almış ve Mısır'dan tedariki artırmıştır (Türkiye'ye göre %15 daha düşük maliyet). Halihazırda tedarikinin %85'i Türkiye'den sağlanmakta olup, bu oran 2027'ye kadar %65'e düşürülebilecek esnekliğe sahiptir. Mavi, kışlık ürünlerin yalnızca %10–15'ini Asya'dan temin etmektedir. Türkiye tedarikinde üretimden mağazaya süre 6–8 hafta, Mısır tedarikinde ise 8–10 hafta seviyesindedir.

Koton ise ağırlıklı olarak Türkiye'den tedarik sağlamaktadır (%83) ve üretimden mağazaya teslim süresi 4–8 hafta arasındadır. Şirket ayrıca Hindistan, Çin ve Mısır'dan tedariki artırma ve bu lokasyonları uluslararası operasyonları için transit merkez olarak kullanma esnekliğine sahiptir.

Her iki şirket de üretimin bir kısmını halihazırda Mısır ve Asya'dan sağladığından, 12 aylık zaman dilimi içinde tedariklerini değiştirme esnekliğine sahiptir. Bu nedenle, önemli bir üretim kesintisi beklemiyoruz.

Temel riskler: Hazır giyim perakendecileri isteğe bağlı harcamalar; tüketici güveni, reel ücret artışı ve faiz oranlarına daha duyarlıdır. Trafik veya fatura sayısı büyümesinde uzun süreli zayıflık ve yüksek promosyon faaliyetleri, özellikle sabit maliyetlerin yüksek olduğu mağaza bazında satış verimliliğini ve operasyonel kaldıraç etkisini baskılayabilir. Ayrıca, kur oynaklığı, artan işçilik maliyetleri veya tedarik zinciri kesintilerinden kaynaklanan tedarik riskleri, brüt marj ve serbest nakit akışı marjı üzerinde baskı yaratabilir.

Şekil 34: Yurtdışı Çarpan Analizi– Giyim Perakende¹

Şirket	Ülke	Piyasa Değeri mn dolar	FD/FAVÖK			F/K		FAVÖK YBBO		Net Kar YBBO
			2025	2026T	2027T	2025	2026T	2027T	2025-2027T	2025-2027T
Avrupa, Japonya, İngiltere			8.9	8.2	7.7	15.5	13.2	12.4	10%	9%
Hennes & Mauritz	İsveç	30,323	8.4	8.4	8.0	24.2	21.0	19.0	1%	9%
Industria de Diseno Text	İspanya	193,084	13.9	12.7	11.7	26.6	24.0	22.0	9%	10%
OVS SpA	İtalya	1,470	7.3	6.4	5.8	15.5	13.2	12.4	10%	12%
Fast Retailing	Japonya	148,658	27.8	24.9	22.5	55.6	47.6	43.2	18%	9%
Next	İngiltere	22,020	11.9	11.2	10.6	18.2	17.0	15.7	12%	6%
Levis	ABD	8,613	9.6	8.5	7.7	16.8	14.9	13.3	10%	11%
Abercrombie & Fitch	ABD	4,100	5.8	5.5	5.9	9.4	8.5	7.7	0%	2%
American Eagle	ABD	2,962	6.3	5.7	5.9	12.9	10.1	9.0	14%	20%
Urban Outfitters	ABD	5,637	8.9	8.0	7.4	12.5	11.2	10.2	10%	9%
PVH Corp	ABD	4,028	5.4	5.0	4.7	8.0	7.3	6.4	3%	4%
The Buckle	ABD	2,746	8.9	8.2	7.8	13.1	12.3	11.6	7%	6%
Gelişen Bölgeler			7.5	6.0	5.5	12.8	12.2	11.0	8%	11%
Lojas Renner	Brezilya	3,159	5.7	5.4	4.9	10.8	10.0	8.9	8%	11%
Zhejiang Semir Garment	Çin	2,054	15.6	4.2	4.1	14.4	13.4	11.9	22%	12%
EEKA Fashion	Çin	579	n.m.	n.m.	n.m.	7.1	6.6	6.0	8%	10%
Ningbo Peacebird	Çin	983	10.5	8.6	8.7	20.5	26.8	19.3	15%	1%
Arvind	Hindistan	692	n.m.	9.6	8.2	69.3	48.5	32.4	12%	41%
Aditya Birla	Hindistan	841	7.8	11.7	9.8	n.m.	n.m.	n.m.	7%	1%
LPP SA	Polonya	12,203	10.5	8.6	7.5	23.0	16.6	15.0	20%	22%
Mr Price	Güney Afrika	2,592	5.4	5.1	4.7	11.2	11.0	10.0	10%	11%
Truworths International	Güney Afrika	1,312	4.7	4.5	4.5	6.7	7.2	6.9	-2%	0%
Woolworths	Güney Afrika	3,013	7.5	6.6	6.1	15.8	14.8	12.3	7%	19%
Foschini Group Limited	Güney Afrika	1,432	3.5	3.3	3.0	7.0	8.3	7.3	-10%	-1%
Medyan			8.1	8.0	7.4	14.4	13.2	11.9	9%	10%
<hr/>										
Mavi	Türkiye	779	3.4	3.0	2.5	14.7	11.2	9.7	13%	23%
Prim / (iskonto)			-58%	-63%	-66%	3%	-15%	-18%		
Koton	Türkiye	290	3.2	3.0	2.7	a.d.	53.1	10.2	13%	a.d.
Prim / (iskonto)			-60%	-62%	-63%	0.0	0%	-14%		

Kaynak: Bloomberg ve Ak Yatırım Araştırma, ¹Yerli perakende şirketlerinin büyüme oranı yılsonuna endekslenmiş TMS29 Finansallarının yılsonu dolar/TL kuruna bölünmesiyle hesaplanmıştır.

BİM

Sürdürülebilir pazar liderliği ve güçlü büyüme dinamikleri

BİM, gıda perakendesi sektöründe üstün kârlılık metrikleri ve sürdürülebilir pazar liderliği ile öne çıkmaktadır. Şirketin konumu; diğer indirim marketlerine kıyasla daha yüksek metrekaşe başına gelir, güçlü satış alanı büyümesiyle desteklenen ikinci en büyük mağaza ağı, düşük faaliyet gideri/satış oranı, güçlü SNA marjı ve net nakit pozisyonu ile desteklenmektedir. İç enflasyonun manşet enflasyonla uyumlu hale gelmesinin gelir görünümünü desteklemesini beklerken, mağaza bazlı metriklerdeki iyileşmeler, File Market formatına yapılan yatırımlar ve satış alanı büyümesinin ana katalizörler olacağını düşünüyoruz. Endeks Üstü Getiri tavsiyemizi koruyor ve 12 aylık hedef fiyatı 988 TL'ye (önceki: 940 TL) yükseltiyoruz.

Büyüme ivmesi 2026 boyunca güçleniyor: BİM'de TMS29 sonrası finansallara göre 2025'te her çeyrekte hızlanan bir büyüme görülmüştür (1Ç %3, 2Ç %4, 3Ç %7, 4Ç %10, yıl geneli %6). Bu performans; sepet büyüklüğündeki iyileşme (2Y25'te iç enflasyonun 500 baz puan üzerinde), File formatının güçlü performansı (gelir payı +200 baz puan ile %10'a yükseldi) ve 890 yeni mağaza ile %6'luk satış alanı artışıyla desteklenmiştir. 2025'te BİM ve File mağazalarında nominal benzer mağaza büyümesi sırasıyla %32 ve %50 olmuştur. 2026 için, sepet büyümesi, File formatındaki güçlü seyir ve devam eden satış alanı genişlemesi (gelir büyümesi beklentisi: %6 ±2%) ile desteklenen %6,5 reel gelir büyümesi öngörüyoruz. BİM'in yüksek gıda enflasyonunu fiyatlara yansıtabilmesini ve maliyet yükünün bir kısmını tedarikçilerle paylaşabilmesini bekliyoruz.

Dayanıklı marj performansı: BİM, 2025'te FAVÖK marjını (TMS 29 sonrası %6, TMS 29 öncesi %7,7) beklenti aralığında korumuştur; bu durum brüt marj artışı ile desteklenmiştir. 2026 için FAVÖK marjının %6 seviyesinde, şirket beklentisinin alt bandında korunmasını bekleriz, (TMS29 öncesi %7,5, şirket beklentisi %6,5 ± 0.5) bu da sektör ortalamasının üzerinde kârlılığa işaret etmektedir.

BİM, 2026 tahmini F/K çarpanına göre uluslararası benzerlerine göre %7 iskontoyla işlem görmektedir. TMS29 öncesi finansallara göre bu iskonto %35'e ulaşmaktadır. BİM, Haziran, Eylül ve Aralık aylarında üç taksit halinde toplam 8,4 milyar TL brüt nakit temettü dağıtmayı planlamakta olup, hisse başına 14 TL temettü ve %2 temettü verimine işaret etmektedir.

16 Nisan 2026

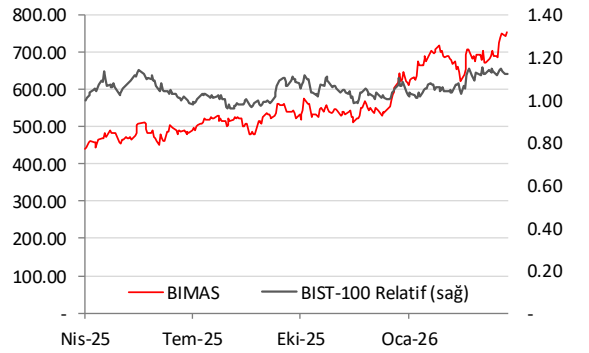
Endeks Üzeri Getiri

Analist:

Ece Mandacı, CFA

ece.mandaci@akyatirim.com.tr

Bloomberg Kodu	BIMAS TI			
Tavsiye	Endeks Üz. Getiri			
Hedef Fiyat, TL	988.00 (önceki 940.00)			
Güncel Fiyat, TL	753.00			
Getiri Potansiyeli	31%			
Halka Açıklık Oranı	68%			
Piyasa Değeri, mn TL	451,800			
Firma Değeri, mn TL	488,493			
Finansal Veriler	2025	2026T	2027T	2028T
Özet UFRS Finansallar				
Ciro, mn TL	721,063	998,168	1,334,676	1,726,904
FAVÖK, mn TL	43,485	59,638	86,125	118,458
Net Kâr, mn TL	18,632	30,933	42,331	58,771
Borçluluk (Kira yükümlülükleri hariç)				
Net Borç, mn TL	-13,281	-20,389	-37,746	-49,608
Net Borç/FAVÖK	-0.3	-0.3	-0.4	-0.4
Kârlılık				
FAVÖK Marjı	6.0%	6.0%	6.5%	6.9%
Net Marj	a.d.	3.1%	3.2%	3.4%
Temettü Verimi	2.5%	1.9%	2.9%	3.9%
Büyüme				
Ciro, y/y	38.8%	38.4%	33.7%	29.4%
FAVÖK, y/y	a.d.	37.1%	44.4%	37.5%
Net Kâr, y/y	a.d.	a.d.	36.8%	38.8%
Değerleme Verisi (Dolar)				
F/K	23.3	16.6	14.1	11.7
FD/FAVÖK	10.9	9.5	7.6	6.5
FD/Ciro	0.7	0.6	0.5	0.4
Hisse Verileri				
Nominal Getiri	1A	3A	12A	YBG
BİST-100 Relatif	6.5%	20.6%	64.3%	40.4%
AOIH, mn TL	-2.2%	5.4%	8.3%	10.9%
	3,318	4,355	3,281	4,387



Piyasa verileri 15 Nisan 2026 tarihlidir.

BİM – Finansallar

Şekil 35: BİM – Finansallar – TMS29 Sonrası

Gelir Tablosu - TRY mn ¹ - TMS29	2025	2026T	2027T	2028T
Satış Gelirleri	721,063	998,168	1,334,676	1,726,904
Brüt Kar	139,447	190,650	250,919	326,385
Operasyonel Giderler	-122,599	-163,951	-207,741	-260,041
Faaliyet Karı	16,848	26,699	43,178	66,344
FAVÖK	43,485	59,638	86,125	118,458
FAVÖK Düzeltilmiş	36,331	51,321	76,805	99,169
Diğer Gelir / (Gider)	-902	-1,248	-1,669	-2,160
Özkaynak Yöntemiyle Değ. Yatırımlar	0	0	0	1
Yat./Finans. Faaliyet. Gelir / (Gider)	-2,557	-5,317	-5,914	-6,599
Parasal Gelir / (Gider)	18,203	21,339	21,158	21,210
Vergi Öncesi Kar	31,593	41,473	56,754	78,795
Vergi Geliri / (Gideri)	-12,857	-10,368	-14,188	-19,699
Efektif Vergi Oranı	-41%	-25%	-25%	-25%
Azınlık Payları	103	171	234	325
Net Kar	18,632	30,933	42,331	58,771
Ödenmiş Sermaye (m)	600	600	600	600
Hisse Başı Net Kar	31.1	51.6	70.6	98.0
Hisse Başı Temettü	14.0	21.7	29.6	41.1
Temettü Dağıtım Oranı	45%	42%	42%	42%
Bilanço - TRY mn	2025	2026T	2027T	2028T
Dönen Varlıklar	111,487	156,486	217,724	277,453
Nakit ve Nakit Benzerleri	14,152	21,521	39,149	51,292
Ticari Alacaklar	34,807	48,184	62,163	75,700
Stoklar	54,447	75,595	101,455	131,109
Diğer Dönen Varlıklar	8,081	11,186	14,957	19,357
Duran Varlıklar	226,606	316,560	420,343	537,880
Uzun Vadeli Finans Alacakları	131,608	184,923	245,828	314,782
Maddi Duran Varlıklar	286	401	534	683
Diğer Duran Varlıklar	94,713	131,236	173,981	222,415
Toplam Varlıklar	338,093	473,046	638,067	815,333
Kısa Vadeli Yükümlülükler	108,357	151,837	218,157	315,076
Finansal Borçlar	871	1,132	1,403	1,684
Kira Yükümlülükleri	12,173	16,869	22,350	28,546
Ticari Borçlar	86,533	121,681	178,152	268,593
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	8,780	12,155	16,252	16,253
Uzun Vadeli Yükümlülükler	62,642	86,773	115,353	144,063
Finansal Borçlar	0	0	0	0
Kira Yükümlülükleri	39,682	54,990	72,856	93,054
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	22,959	31,783	42,498	51,009
Özkaynaklar	167,095	234,436	304,556	356,194
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	165,585	232,555	302,041	352,939
Azınlık Payları	1,510	1,881	2,515	3,255
Toplam Yükümlülükler ve Özkaynaklar	338,093	473,046	638,067	815,333
Nakit Akım Tablosu - TRY mn	2025	2026T	2027T	2028T
Faaliyetlerden Nakit Akışı	27,099	42,590	78,618	126,953
FAVÖK Düzeltilmiş	36,331	51,321	76,805	99,169
Vergi Gideri	-5,986	-8,793	-14,137	-18,671
İşletme Sermayesindeki Değişim	-3,246	62	15,950	46,455
Sabit Sermaye Yatırımları	-21,283	-29,999	-36,817	-44,202
Yatırım/Satış	-3.0%	-3.0%	-2.8%	-2.6%
Serbest Nakit Akışı	5,816	12,591	41,801	82,751
Serbest Nakit Akışı Marjı	0.8%	1.3%	3.1%	4.8%
Temettü	7,800	8,400	12,992	17,779
Nakit ve Benzerlerindeki Değişim	-2,494	-3,125	-12,467	-4,302
Borçluluk	2025	2026T	2027T	2028T
Net Borç (Nakit)	38,574	51,471	57,460	71,992
Net Borç (Kiralama Yükümlülükleri Hariç)	-13,281	-20,389	-37,746	-49,608
Net Borç / FAVÖK	-0.3	-0.3	-0.4	-0.4
Büyüme Yıllık	2025	2026T	2027T	2028T
Satış Gelirleri	39%	38%	34%	29%
Brüt Kar	54%	37%	32%	30%
Operasyonel Giderler	43%	34%	27%	25%
Faaliyet Karı	215%	58%	62%	54%
FAVÖK	93%	37%	44%	38%
FAVÖK Düzeltilmiş	35%	41%	50%	29%
VÖK	22%	31%	37%	39%
Net Kar	0%	66%	37%	39%
Karlılık	2025	2026T	2027T	2028T
Brüt Kar Marjı	19.3%	19.1%	18.8%	18.9%
Operasyonel Gider Marjı	-17.0%	-16.4%	-15.6%	-15.1%
Personel/Satış	-10.4%	-10.4%	-9.7%	-9.6%
Kira/Satış	-1.6%	-1.6%	-1.7%	-1.7%
Amortisman/Satış (Kira dahil)	-3.6%	-3.3%	-3.2%	-3.0%
Faaliyet Kar Marjı	2.3%	2.7%	3.2%	3.8%
FAVÖK Marjı	6.0%	6.0%	6.5%	6.9%
FAVÖK Marjı Düzeltilmiş	5.0%	5.1%	5.8%	5.7%
VÖK Marjı	4.4%	4.2%	4.3%	4.6%
Net Kar Marjı	2.6%	3.1%	3.2%	3.4%
Özkaynak Karlılığı (ROE)	13.2%	15.5%	15.8%	17.9%
Yatırım Sermayesi Getirisi (ROIC)	6.8%	9.8%	12.3%	17.5%
Ana Parametreler	2025	2026T	2027T	2028T
Net Satış (TMS29 sonrası)	721,063	998,168	1,334,676	1,726,904
Büyüme - Yıllık	39%	38%	34%	29%
Büyüme - Reel	6.0%	6.5%	7.8%	7.8%
Metrekare Bazında Satış	161,036	209,104	261,645	318,141
Büyüme - Yıllık	30%	30%	25%	22%
Satış Alanı (Bin Metrekare)	4,478	4,774	5,101	5,428
Büyüme - Yıllık	6%	7%	7%	6%
Mağaza Sayısı	14,473	15,353	16,330	17,305
Türkiye - BİM	12,751	13,351	14,101	14,847
Türkiye - File	344	404	469	534
Morocco	933	1,083	1,185	1,287
Egypt	445	515	575	637
Net Satış (TMS29 Öncesi)	655,712	934,935	1,275,127	1,666,354
Büyüme - Yıllık	43%	43%	36%	31%
Birebir Mağaza Büyümesi	32%	35%	30%	25%
Sepet	36%	35%	30%	25%
Trafik	-2%	0%	0%	0%
TÜFE Yılısonu	31%	30%	24%	20%
USD/TRY Yılısonu	43.01	50.69	59.16	68.26
USD/TRY Ortalama	39.43	46.60	54.83	63.60
TMS29 Öncesi	2025	2026T	2027T	2028T
Net Satışlar	655,712	934,935	1,275,127	1,666,354
Büyüme - Yıllık	43%	43%	36%	31%
FAVÖK	50,582	71,285	99,494	126,799
Net Kar	29,235	40,848	57,982	72,550
FAVÖK Marjı	7.7%	7.6%	7.8%	7.6%
Net Kar Marjı	4.5%	4.4%	4.5%	4.4%
Değerleme (Dolar bazında ve TMS29 dahil)	2025	2026T	2027T	2028T
F/K	23.3	16.6	14.1	11.7
FD/FAVÖK	10.9	9.5	7.6	6.5
FD/Satış	0.7	0.6	0.5	0.4

Kaynak: Rasyonet, Ak Yatırım Araştırma, * Tahminler, ilgili her yılın yıl sonu itibarıyla TL satın alma gücü cinsinden ifade edilmektedir. ²FAVÖK düzeltilmiş TMS29'ün operasyonel karlılıktaki etkisine ve TFRS-16'ya göre düzeltilmiştir.

BİM - Değerleme

Değerlememiz, yedi yıllık tahmin dönemi ve %5 uç büyüme oranı kullanılarak yapılan dolar bazlı bir İNA analizine dayanmaktadır. 7 yıllık tahmin dönemi için ortalama %13.5 iskonto oranı varsayıyoruz; bu oran %8,5 risksiz faiz oranı (önceki: %8), %5,5 özsermaye risk primi ve 0,9 beta ile türetilmiştir. BİM'in net nakit pozisyonu (TMS 29 kapsamındaki kiralama yükümlülükleri hariç) dikkate alındığında, sermaye yapısında borcun ağırlığı ihmal edilebilir düzeydedir. Uç değer için ise, diğer parametreleri sabit tutarak %6.5 risksiz faiz oranı (önceki: %6,5) ve 1,0 beta varsayımı kullanılmaktadır.

Değerlememizde, BİM hisselerinin farklı tarihsel işlem görme dinamikleri nedeniyle benzer şirket karşılaştırmasını (Şekil 26) kullanmıyoruz. BİM, 2021 öncesinde benzerlerine göre primli işlem görürken, sonrasında 12 aylık ileriye dönük F/K bazında iskonto genişlemiştir. TMS 29 öncesi finansallara göre 12 aylık F/K iskontosu %30 seviyesindedir.

Şekil 36: BİM - İNA^{1,2}, 2027T-2032T, Dolar

(Milyon Dolar)	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	2032T
Satış Gelirleri	19,691	22,560	25,297	27,529	29,145	30,842	32,637
büyüme %	17%	15%	12%	9%	6%	6%	6%
FAVÖK Düzeltilmiş	1,012	1,298	1,453	1,576	1,746	1,846	1,954
FAVÖK Marjı	5.1%	5.8%	5.7%	5.7%	6.0%	6.0%	6.0%
	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Vergi	(173)	(239)	(274)	(303)	(329)	(348)	(368)
İşletme Sermayesi Değişimi	1	270	681	245	208	215	227
İS Değişim/Satış	0.0%	1.2%	2.7%	0.9%	0.7%	0.7%	0.7%
Yatırım	(592)	(622)	(648)	(645)	(729)	(771)	(816)
Yatırım/Satıl	-3.0%	-2.8%	-2.6%	-2.3%	-2.5%	-2.5%	-2.5%
SNA	248	707	1,212	872	896	942	997
SNA Marjı	1.3%	3.1%	4.8%	3.2%	3.1%	3.1%	3.1%
<i>İskonto Faktörü</i>	<i>1.00</i>	<i>0.88</i>	<i>0.78</i>	<i>0.68</i>	<i>0.60</i>	<i>0.53</i>	<i>0.47</i>
İskontolu Değer		623	942	597	541	501	468
SNA Bugünkü Değeri 2027-2032T	3,672						
Uç Değer (%5 büyüme)	7,013						
Firma Değeri	10,684						
- Net Borç (2026 yılsonu)	-568						
- Azınlık Payı ve FLO değeri	-66						
Özsermaye Değeri	11,319						
12A Hedef Piyasa Değeri -Dolar	11,694						
USD/TRY (2026)	50.7						
12A Hedef Piyasa Değeri - TRY	592,771						
Hisse Adedi (milyon)	600						
12A Hedef Fiyat (TRY)	988						
Kapanış Fiyatı	753						
Yükseliş Potansiyeli	31%						

Kaynak: Ak Yatırım Araştırma, ¹Tahminler, ilgili her yılın yıl sonu itibarıyla TL satın alma gücü hesaplanmış ve yılsonu dolar kuruna bölünmüştür. ²FAVÖK düzeltilmiş TMS29'ın operasyonel karlılıktaki etkisine ve TFRS-16'ya göre düzeltilmiştir.

Migros

Pazar konumu güçlenirken, verimlilik artıyor

Migros, kanal ve ürün çeşitliliğini genişletmeye yönelik girişimler, e-ticaret operasyonlarına katkı sağlayan mağaza oranındaki artış ve dijitalleşme yatırımları sayesinde güçlü gelir büyümesi ile pozitif ayrılmaktadır. Ancak bu büyümenin net marj ve SNA marj üzerindeki olumlu etkisi, son iki yılda artan personel giderleri ve alacaklar üzerindeki yüksek faiz maliyetlerinin etkisi nedeniyle henüz tam olarak yansımamıştır. SNA marjının 2026'da baskı altında kalmaya devam edeceğini, 2026 sonrasında ise güçlü bir toparlanma görüleceğini düşünüyoruz. Makro varsayımlardaki değişiklikler ve risksiz faiz oranındaki 50 baz puan artışı (dolar bazında) doğrultusunda hedef fiyatımızı 905 TL'den 917 TL'ye revize ederken, Endeks Üstü Getiri tavsiyemizi koruyoruz. Migros, 2026T F/K bazında uluslararası benzerlerine göre %6 iskonto ile işlem görmektedir. Migros, 13 Mayıs'ta hisse başına 4,56 TL temettü dağıtmayı planlamaktadır.

Pazar konumu güçlenmeye devam ediyor: Migros, hem süpermarket hem de e-ticaret kanallarındaki genişleme stratejisi ile sektörden ayrılmakta; bu sayede pazar payını istikrarlı şekilde artırmaktadır (2025'te modern FMCG'de +50 baz puan ile %16,8, e-ticaret FMCG'de +180 baz puan ile %21,6). Reel gelir büyümesi %7,3 seviyesinde gerçekleşmiştir. E-ticaret kanalı, toplam gelirlerin %21'ini (tütün ve alkol hariç) oluşturmaktadır. Yeni mağaza açılışları (2026T'de %3 satış alanı büyümesi), artan müşteri trafiği (+%1, 2025), mağaza formatları ve Fintech çözümlerine yapılan yatırımlar, hazır yemek ve dondurulmuş gıda kategorilerine artan odak ile kategori çeşitliliğinin güçlendirilmesi, sepet büyümesini destekleyen etkin promosyon yönetimi ve e-ticaret kanalının artan katkısı büyümenin ana bileşenleri olacaktır (TMS 29 sonrası reel satış büyümesi: AK: %6,2; şirket beklentisi: %5-7, 2026).

Personel maliyetlerindeki kısa vadeli baskı devam edebilir: Asgari ücret artışı üzerinde (halen sendika ile müzakere aşamasında) yapılabilecek ücret güncellemelerinin düzeltilmiş FAVÖK'te 10 baz puan düşüşüne sebep olmasını bekleriz. (AK: %6,6 FAVÖK marjı; şirket beklentisi: %6-7). CMD'de de vurgulandığı üzere, mağaza ve tedarik zinciri genelinde dijitalleşme girişimleri, özellikle e-ticaret kanalına hizmet eden mağaza payının artması ile MoneyPay ve Mimedea (perakende medya) katkısındaki artışın, 2026 sonrasında FAVÖK ve SNA marjlarını desteklemesi beklenmektedir. Ayrıca, sürdürülebilir reel satış büyümesi ve faiz oranlarının gerilemesiyle birlikte kredi kartı komisyon giderlerindeki düşüş de temel destekleyici unsurlar arasında yer almaya devam edecektir.

16 Nisan 2026

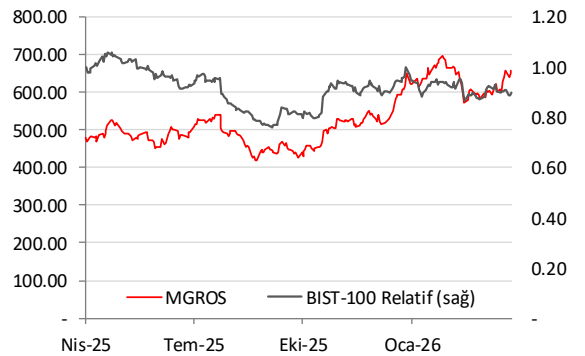
Endeks Üzeri Getiri

Analist:

Ece Mandacı, CFA

ece.mandaci@akyatirim.com.tr

Bloomberg Kodu	MGROS TI			
Tavsiye	Endeks Üz. Getiri			
Hedef Fiyat, TL	917.00 (önceki 905.00)			
Güncel Fiyat, TL	656.50			
Getiri Potansiyeli	40%			
Halka Açıklık Oranı	51%			
Piyasa Değeri, mn TL	118,862			
Firma Değeri, mn TL	122,753			
Finansal Veriler	2025	2026T	2027T	2028T
Özet UFRS Finansallar				
Ciro, mn TL	412,756	569,578	761,171	975,491
FAVÖK, mn TL	27,320	37,310	51,582	67,888
Net Kâr, mn TL	6,467	7,966	10,453	14,459
Borçluluk (Kira yükümlülükleri hariç)				
Net Borç, mn TL	-14,722	-18,937	-23,913	-35,011
Net Borç/FAVÖK	-0.5	-0.5	-0.5	-0.5
Kârlılık				
FAVÖK Marjı	6.6%	6.6%	6.8%	7.0%
Net Marj	a.d.	1.4%	1.4%	1.5%
Temettü Verimi	2.1%	0.7%	1.3%	1.8%
Büyüme				
Ciro, y/y	40.5%	38.0%	33.6%	28.2%
FAVÖK, y/y	a.d.	36.6%	38.3%	31.6%
Net Kâr, y/y	a.d.	a.d.	31.2%	38.3%
Değerleme Verisi (Dolar)	2025	2026T	2027T	2028T
F/K	17.7	16.9	15.1	12.6
FD/FAVÖK	4.3	3.8	3.1	2.7
FD/Ciro	0.3	0.2	0.2	0.2
Hisse Verileri	1A	3A	12A	YBG
Nominal Getiri	8.5%	6.5%	39.7%	25.8%
BİST-100 Relatif	-0.3%	-6.9%	-7.9%	-0.6%
AOİH, mn TL	1,387	2,104	1,350	2,048



Piyasa verileri 15 Nisan 2026 tarihindedir.

Migros - Finansallar

Şekil 37: Migros – Finansallar – TMS29 sonrası

Gelir Tablosu - TRY mn ¹ - TMS29	2025	2026T	2027T	2028T	Büyüme Yıllık	2025	2026T	2027T	2028T
Satış Gelirleri	412,756	569,578	761,171	975,491	Satış Gelirleri	40%	38%	34%	28%
Brüt Kar	100,347	138,407	184,964	237,044	Brüt Kar	48%	38%	34%	28%
Operasyonel Giderler	-89,097	-121,990	-159,781	-202,987	Operasyonel Giderler	43%	37%	31%	27%
Faaliyet Karı	11,250	16,417	25,183	34,057	Faaliyet Karı	93%	46%	53%	35%
FAVÖK	27,320	37,310	51,582	67,888	FAVÖK	73%	37%	38%	32%
FAVÖK düzeltilmiş ²	7,420	9,752	16,808	33,063	FAVÖK Düzeltilmiş	71%	31%	72%	97%
Diğer Gelir / (Gider)	-19,503	-26,934	-29,169	-27,997	VÖK	17%	10%	43%	38%
Özkaynak Yöntemiyle Değ. Yatırımlar	0	0	0	0	Net Kar	2%	23%	31%	38%
Yat./Finans. Faaliyet. Gelir / (Gider)	-3,540	-3,484	-5,374	-7,860					
Parasal Gelir / (Gider)	21,103	24,206	24,000	22,052	Karlılık	2025	2026T	2027T	2028T
Vergi Öncesi Kar	9,310	10,205	14,641	20,252	Brüt Kar Marjı	24.3%	24.3%	24.3%	24.3%
Vergi Geliri / (Gideri)	-2,517	-1,837	-3,660	-5,063	Operasyonel Gider Marjı	-21.6%	-21.4%	-21.0%	-20.8%
Efektif Vergi Oranı	-27%	-18%	-25%	-25%	Personel/Satış	-10.6%	-10.7%	-10.7%	-10.6%
Azınlık Payları	326	402	528	730	Kira/Satış	-4.7%	-4.7%	-4.7%	-4.7%
Net Kar	6,467	7,966	10,453	14,459	Amortisman/Satış (Kira dahil)	-3.9%	-3.7%	-3.5%	-3.5%
Ödenmiş Sermaye (m)	181	181	181	181	Faaliyet Kar Marjı	2.7%	2.9%	3.3%	3.5%
Hisse Başı Net Kar	35.7	44.0	57.7	79.9	FAVÖK Marjı	6.6%	6.6%	6.8%	7.0%
Hisse Başı Temettü	4.6	8.8	11.5	16.0	FAVÖK Marjı Düzeltilmiş	1.8%	1.7%	2.2%	3.4%
Temettü Dağıtım Oranı	13%	20%	20%	20%	VÖK Marjı	2.3%	1.8%	1.9%	2.1%
					Net Kar Marjı	1.6%	1.4%	1.4%	1.5%
					Özkaynak Karlılığı (ROE)	9.5%	8.4%	8.2%	8.8%
					Yatırım Sermayesi Getirisi (ROIC)	11.8%	13.6%	14.3%	15.4%
Bilanço - TRY mn	2025	2026T	2027T	2028T	Ana Parametreler	2025	2026T	2027T	2028T
Dönen Varlıklar	76,260	103,282	136,533	178,430	Net Satış (TMS29 sonrası)	412,756	569,578	761,171	975,491
Nakit ve Nakit Benzerleri	27,910	36,935	47,869	65,611	Büyüme - Yıllık	40%	38%	34%	28%
Ticari Alacaklar	2,508	3,433	4,588	5,880	Büyüme - Yıllık - Reel	7.3%	6.2%	7.8%	6.8%
Stoklar	41,241	56,564	75,591	96,066	Metrekare Bazında Satış	200,323	264,050	340,626	421,341
Diğer Dönen Varlıklar	4,601	6,349	8,484	10,873	Büyüme - Yıllık	35%	32%	29%	24%
Duran Varlıklar	133,323	183,985	234,914	290,449	Satış Alanı (Bin Metrekare)	2,089	2,157	2,235	2,315
Uzun Vadeli Finans Alacakları	48,302	70,372	98,147	130,796	Büyüme - Yıllık	3%	3%	4%	4%
Maddi Duran Varlıklar	3,524	5,134	7,160	9,542	Mağaza Sayısı	3,792	3,972	4,172	4,382
Diğer Duran Varlıklar	81,497	108,478	129,606	150,110	Net Satış (TMS29 Öncesi)	375,276	533,393	727,070	941,107
Toplam Varlıklar	209,583	287,266	371,446	468,879	Büyüme - Yıllık	45%	42%	36%	29%
					Birebir Mağaza Büyümesi	37%	-	-	-
Kısa Vadeli Yükümlülükler	96,259	131,125	171,294	215,910	Sepet	4%	-	-	-
Finansal Borçlar	96	124	154	185	Trafik	1%	1%	1%	1%
Kira Yükümlülükleri	6,027	8,090	9,352	10,466	TÜFE Yılsonu	31%	30%	24%	20%
Ticari Borçlar	79,823	108,679	145,236	186,129					
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	10,314	14,232	16,553	19,130	TMS29 Öncesi	2025	2026T	2027T	2028T
Uzun Vadeli Yükümlülükler	33,411	45,108	53,559	66,645	Net Satışlar	375,276	533,393	727,070	941,107
Finansal Borçlar	677	881	1,092	1,310	FAVÖK	34,198	46,939	58,917	69,089
Kira Yükümlülükleri	25,001	33,558	40,730	52,423	Net Kar	5,665	6,934	9,985	13,949
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	7,732	10,670	11,737	12,911	FAVÖK Marj	9.1%	8.8%	8.1%	7.3%
Özkaynaklar	79,913	111,033	146,593	186,324	Net Kar Marjı	1.5%	1.3%	1.4%	1.5%
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	79,034	109,820	144,973	184,247					
Azınlık Payları	879	1,213	1,620	2,077	Değerleme	2025	2026T	2027T	2028T
Toplam Yükümlülükler ve Özkaynaklar	209,583	287,266	371,446	468,879	F/K	17.7	16.9	15.1	12.6
					FD/FAVÖK Düzeltilmiş	11.8	10.1	6.6	3.6
					FD/Satış	0.3	0.2	0.2	0.2
Nakit Akım Tablosu - TRY mn	2025	2026T	2027T	2028T					
Faaliyetlerden Nakit Akışı	15,661	18,881	27,659	41,766					
Faaliyet Karı	7,420	9,752	16,808	33,063					
Kredi Kartı Komisyon Gideri	-2,335	-2,904	-3,659	-5,014					
Vergi Gideri	-33	-45	-1,218	-4,685					
İşletme Sermayesindeki Değişim	10,608	12,077	15,727	18,402					
Sabit Sermaye Yatırımları	-13,813	-17,087	-22,835	-27,314					
Yatırım/Satış	-3.3%	-3.0%	-3.0%	-2.8%					
Serbest Nakit Akışı	1,847	1,793	4,824	14,452					
Serbest Nakit Akış Marjı	0.4%	0.3%	0.6%	1.5%					
Temettü	1,900	825	1,593	2,091					
Nakit ve Benzerlerindeki Değişim	798	-656	-2,076	-8,154					
Borçluluk	2025	2026T	2027T	2028T					
Net Borç (Nakit)	3,891	5,717	3,458	-1,226					
Net Borç (Kiralama Yükümlülükleri Hariç)	-27,137	-35,931	-46,623	-64,116					
Net Borç / FAVÖK	-1.0	-1.0	-0.9	-0.9					

Kaynak: Rasyonet, Ak Yatırım Araştırma, * Tahminler, ilgili her yılın yıl sonu itibarıyla TL satın alma gücü cinsinden ifade edilmektedir. ²FAVÖK düzeltilmiş TMS29 operasyonel karlılıktaki etkisine ve TFRS-16'ya göre düzeltilmiştir.

Migros - Değerleme

Değerlememiz, yedi yıllık tahmin dönemi ve %5 uç büyüme oranı kullanılarak yapılan dolar bazlı bir indirgenmiş nakit akımı analizine dayanmaktadır. 7 yıllık tahmin dönemi için ortalama %14 iskonto oranı varsayıyoruz; bu oran %8,5 risksiz faiz oranı (önceki: %8), %5,5 özsermaye risk primi ve 1,0 beta ile türetilmiştir. Migros'un net nakit pozisyonu (TFRS 16 kapsamındaki kiralama yükümlülükleri hariç) dikkate alındığında, borcun ağırlığı sıfır kabul edilmiştir.

Uç değer için ise, diğer parametreleri sabit tutarak %6.5 risksiz faiz oranı (önceki: %6,5) ve 1,0 beta varsayımıyla %12 iskonto oranı kullanıyoruz. Değerlememizde benzer şirket karşılaştırmasını (Şekil 26), Migros'un 2025–2027 döneminde göreceli olarak daha güçlü büyüme patikasına sahip olması nedeniyle kullanmıyoruz. Bu durum, kârlılıkta düşük bir bazdan gelen toparlanma ile birlikte kredi kartı alacakları üzerindeki maliyetlerin artması (2023–2025 arasında satışlara oranı 70 baz puan artmıştır) ve TMS 29'un muhasebesel etkilerinden kaynaklanmaktadır.

Şekil 38: Migros- İNA^{1,2}, 2027T-2032T, Milyar

(Milyon Dolar)	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	2032T
Satış Gelirleri	11,236	12,866	14,290	15,477	16,194	16,943	17,726
büyüme %	17%	15%	11%	8%	5%	5%	5%
FAVÖK Düzeltilmiş	192	284	484	517	536	552	577
FAVÖK Marjı	1.7%	2.2%	3.4%	3.3%	3.3%	3.3%	3.3%
Vergi	(1)	(21)	(69)	(79)	(88)	(90)	(94)
Kredi Kartı Komisyon Gideri	(57)	(62)	(73)	(67)	(53)	(55)	(58)
İşletme Sermayesi Değişimi	238	266	270	260	219	252	264
İS Değişim/Satış	2.1%	2.1%	1.9%	1.7%	1.4%	1.5%	1.5%
Yatırım	(337)	(386)	(400)	(418)	(411)	(430)	(450)
Yatırım/Satıl	-3.0%	-3.0%	-2.8%	-2.7%	-2.5%	-2.5%	-2.5%
SNA	35	82	212	213	203	229	239
SNA Marjı	0.3%	0.6%	1.5%	1.4%	1.3%	1.3%	1.3%
<i>İskonto Faktörü</i>	<i>1.00</i>	<i>0.88</i>	<i>0.77</i>	<i>0.67</i>	<i>0.59</i>	<i>0.52</i>	<i>0.46</i>
İskontolu Değer		72	163	144	120	119	109
SNA Bugünkü Değeri 2027-2032T	726						
Uç Değer (%5 büyüme)	1,635						
Firma Değeri	2,361						
- Net Borç (2026 yılsonu)	-725						
- Azınlık Payı ve Colendi değeri	-72						
Özsermaye Değeri	3,158						
12A Hedef Piyasa Değeri -Dolar	3,279						
USD/TRY (2026)	50.7						
12A Hedef Piyasa Değeri - TRY	166,217						
Hisse Adedi (milyon)	181						
12A Hedef Fiyat (TRY)	917						
Kapanış Fiyatı	657						
Yükseliş Potansiyeli	40%						

Kaynak: Ak Yatırım Araştırma, ¹Tahminler, ilgili her yılın yıl sonu itibarıyla TL satın alma gücü hesaplanmış ve yılsonu dolar kuruna bölünmüştür.

²FAVÖK düzeltilmiş TMS29'ın operasyonel karlılıktaki etkisine ve TFRS-16'ya göre düzeltilmiştir.

ŞOK

Toparlanma teması devam ediyor.

ŞOK için Endeks Üstü Getiri tavsiyesi ile hisse başına 78TL 12 aylık hedef fiyatla araştırma kapsamına başlıyoruz. 2024 yılında başlayan operasyonel yeniden yapılanma sürecinin ardından ŞOK, 2025 yılında %5,4 reel satış büyümesi ve sınırlı marj genişlemesi elde etmiş; net nakit pozisyonunu (TFRS 16 kiralama yükümlülükleri hariç) %33 artırarak 218mn dolar seviyesine yükseltmiştir. 2026 yılında TMS29 sonrası finansallar bazında %5,3 reel satış büyümesi ve kademeli marj toparlanması bekliyoruz. Ayrıca stok günlerinin halka açık gıda perakendecilerine kıyasla daha yüksek kalmasını, bunun da görece daha düşük bir SNA marjına yol açmasını öngörüyoruz. Tahminlerimize göre ŞOK, 2027T F/K bazında benzerlerine göre %23 iskonto ile işlem görmektedir.

Yeniden yapılanma süreci ile iyileşen göstergeler: 2024 yılından bu yana ŞOK, operasyonel yeniden yapılanmaya odaklı bir dönüşüm sürecinden geçmektedir. Bu süreç, mağaza açılış hızında yavaşlamaya ve mağaza sayısının %6'sını oluşturan 2.0 mağaza formatının devreye alınmasına yol açmıştır. Şirket; özellikle belirli segmentlerde ürün gamının genişletilmesi, mağaza formatının zenginleşmesi, etkin promosyon yönetimi ve Win sadakat programının artan penetrasyonu ile müşteri trafiğini artırmaya yönelik adımlar atmıştır. Bu gelişmeler hem müşteri trafiği hem de sepet büyüklüğünde artışa katkı sağlamıştır.

2025 performansı: ŞOK, 2025 yılında (TMS 29 sonrası) %5 reel satış büyümesi kaydetmiş olup, bu büyüme ağırlıklı olarak benzer mağaza performansından kaynaklanırken, satış alanı %1,3 artmıştır. Düzeltilmiş FAVÖK (varsayımsal faiz, TMS 29 stok etkileri ve TFRS 16 düzeltmeleri hariç) 20 baz puan iyileşmiştir. TMS 29 öncesi bazda bakıldığında ise, 2025 yılında gelirler %42 büyürken FAVÖK marjında 100 baz puanlık iyileşme gerçekleşmiştir. Aynı dönemde net borç, FAVÖK toparlanması ve sıkı işletme sermayesi yönetimi sayesinde %33 azalarak 218 mn dolar seviyesine gerilemiştir.

2026'da kademeli marj iyileşmesi: Sektördeki yüksek promosyon yoğunluğu, 2026 yılında %5,3 reel satış büyümesini sınırlamaktadır. Tahminlerimiz, 180 mağaza açılışıyla %1,3 satış alanı büyümesine işaret etmektedir. Promosyonlar ve asgari ücret artışlarının 1Y26'da marjlar üzerinde dönemsel baskı oluşturması beklenmekle birlikte, TMS 29 sonrası bazda FAVÖK marjında 30 baz puan artış (TMS 29 öncesi bazda yaklaşık yatay) ve 2026 yılında 30 baz puanlık vergi öncesi kâr artışı öngörüyoruz.

16 Nisan 2026

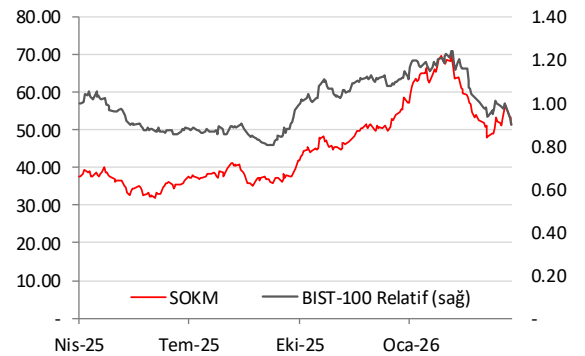
Endeks Üzeri Getiri

Analist:

Ece Mandacı, CFA

ece.mandaci@akyatirim.com.tr

Bloomberg Kodu	SOKM TI			
Tavsiye	Endeks Üz. Getiri			
Hedef Fiyat, TL	78.00			
Güncel Fiyat, TL	51.55			
Getiri Potansiyeli	51%			
Halka Açıklık Oranı	51%			
Piyasa Değeri, mn TL	30,584			
Firma Değeri, mn TL	35,690			
Finansal Veriler	2025	2026T	2027T	2028T
Özet UFRS Finansallar				
Ciro, mn TL	278,812	381,642	507,973	650,004
FAVÖK, mn TL	7,769	11,785	20,483	31,091
Net Kâr, mn TL	-1,928	925	3,275	5,712
Borçluluk (Kira yükümlülükleri hariç)				
Net Borç, mn TL	-9,324	-12,076	-16,527	-22,880
Net Borç/FAVÖK	-1.2	-1.0	-0.8	-0.7
Kârlılık				
FAVÖK Marjı	2.8%	3.1%	4.0%	4.8%
Net Marj	a.d.	0.2%	0.6%	0.9%
Temettü Verimi	-	-	-	3.2%
Büyüme				
Ciro, y/y	37.9%	36.9%	33.1%	28.0%
FAVÖK, y/y	a.d.	51.7%	73.8%	51.8%
Net Kâr, y/y	a.d.	a.d.	254.0%	74.4%
Değerleme Verisi (Dolar)	2025	2026T	2027T	2028T
F/K	-15.2	37.5	12.4	8.2
FD/FAVÖK	4.4	3.7	2.5	2.0
FD/Ciro	0.1	0.1	0.1	0.1
Hisse Verileri	1A	3A	12A	YBG
Nominal Getiri	-5.9%	-7.6%	39.7%	1.0%
BİST-100 Relatif	-13.6%	-19.3%	-7.9%	-20.2%
AOİH, mn TL	360	359	307	359



Piyasa verileri 15 Nisan 2026 tarihindedir.

ŞOK- Finansallar

Şekil 39: ŞOK – Finansallar – TMS29 sonrası

Gelir Tablosu - TRY mn ¹ - TMS29	2025	2026T	2027T	2028T
Satış Gelirleri	278,812	381,642	507,973	650,004
Brüt Kar	57,265	79,382	108,706	143,001
Operasyonel Giderler	-61,030	-82,820	-107,979	-135,310
Faaliyet Karı	-3,765	-3,439	727	7,691
FAVÖK	7,769	11,785	20,483	31,091
FAVÖK Düzeltilmiş	4,085	6,632	11,125	19,682
Diğer Gelir / (Gider)	-2,751	-3,022	-3,419	-3,609
Özkaynak Yöntemiyle Değ. Yatırımlar	0	0	0	0
Yat./Finans. Faaliyet. Gelir / (Gider)	-6,009	-6,877	-7,860	-9,505
Parasal Gelir / (Gider)	12,604	14,312	14,191	13,039
Vergi Öncesi Kar	78	974	3,639	7,615
Vergi Geliri / (Gideri)	-2,006	-49	-364	-1,904
Efektif Vergi Oranı	-2569%	-5%	-10%	-25%
Azınlık Payları	0	0	0	0
Net Kar	-1,928	925	3,275	5,712
Ödenmiş Sermaye (m)	593	593	593	593
Hisse Başı Net Kar	-3.3	1.6	5.5	9.6
Hisse Başı Temettü	0.0	0.0	1.7	2.9
Temettü Dağıtım Oranı	0%	0%	30%	30%
Bilanço - TRY mn	2025	2026T	2027T	2028T
Dönen Varlıklar	47,409	64,084	85,267	110,220
Nakit ve Nakit Benzerleri	9,324	12,076	16,527	22,880
Ticari Alacaklar	325	445	593	758
Stoklar	35,178	48,030	63,445	80,565
Diğer Dönen Varlıklar	2,581	3,533	4,702	6,017
Duran Varlıklar	58,260	78,654	102,333	117,547
Uzun Vadeli Finans Alacakları	22,204	31,152	42,179	48,679
Maddi Duran Varlıklar	11,860	15,626	19,697	20,290
Diğer Duran Varlıklar	24,195	31,875	40,457	48,578
Toplam Varlıklar	105,669	142,738	187,600	227,768
Kısa Vadeli Yükümlülükler	55,041	74,796	97,946	122,318
Finansal Borçlar	0	0	0	0
Kira Yükümlülükleri	4,350	5,954	7,925	10,141
Ticari Borçlar	45,743	62,409	82,041	104,179
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	4,947	6,433	7,980	7,997
Uzun Vadeli Yükümlülükler	15,166	21,099	28,445	37,043
Finansal Borçlar	0	0	0	0
Kira Yükümlülükleri	10,080	14,488	20,248	27,205
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	5,086	6,611	8,197	9,839
Özkaynaklar	35,462	46,843	61,209	68,407
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	35,462	46,843	61,209	68,407
Azınlık Payları	0	0	0	0
Toplam Yükümlülükler ve Özkaynaklar	105,669	142,738	187,600	227,768
Nakit Akım Tablosu - TRY mn	2025	2026T	2027T	2028T
Faaliyetlerden Nakit Akışı	5,730	7,910	11,813	18,839
FAVÖK Düzeltilmiş	4,085	6,632	11,125	19,682
Kredi Kartı Komisyon Gideri	-2,003	-1,766	-1,850	-2,273
Vergi Gideri	58	-322	-1,130	-2,971
İşletme Sermayesindeki Değişim	3,590	3,366	3,668	4,400
Sabit Sermaye Yatırımları	-5,162	-7,633	-10,159	-14,300
Yatırım/Satış	-2%	-2%	-2%	-2%
Serbest Nakit Akışı	568	277	1,654	4,539
Serbest Nakit Akış Marjı	0.2%	0.1%	0.3%	0.7%
Temettü	0	0	0	983
Nakit ve Benzerlerindeki Değişim	-1,755	44	-1,555	-3,043
Borçluluk	2025	2026T	2027T	2028T
Net Borç (Nakit)	5,106	8,367	11,646	14,466
Net Borç (Kiralama Yükümlülükleri Hariç)	-9,324	-12,076	-16,527	-22,880
Net Borç / FAVÖK	-1.2	-1.0	-0.8	-0.7
Büyüme Yıllık	2025	2026T	2027T	2028T
Satış Gelirleri	38%	37%	33%	28%
Brüt Kar	55%	39%	37%	32%
Operasyonel Giderler	36%	36%	30%	25%
Faaliyet Karı	-52%	-9%	-121%	958%
FAVÖK	n.m.	52%	74%	52%
VÖK	n.m.	n.m.	274%	109%
Net Kar	n.m.	n.m.	254%	74%
Karlılık	2025	2026T	2027T	2028T
Brüt Kar Marjı	20.5%	20.8%	21.4%	22.0%
Operasyonel Gider Marjı	-21.9%	-21.7%	-21.3%	-20.8%
Personel/Satış	-12.0%	-11.9%	-11.7%	-11.5%
Kira/Satış	-3.1%	-3.1%	-3.1%	-3.1%
Amortisman/Satış (Kira dahil)	-0.5%	-0.5%	-0.5%	-0.5%
Faaliyet Kar Marjı	-1.4%	-0.9%	0.1%	1.2%
FAVÖK Marjı	2.8%	3.1%	4.0%	4.8%
FAVÖK Marjı düzeltilmiş	1.5%	1.7%	2.2%	3.0%
VÖK Marjı	0.0%	0.3%	0.7%	1.2%
Net Kar Marjı	-0.7%	0.2%	0.6%	0.9%
Özkaynak Karlılığı (ROE)	-6.0%	2.2%	6.1%	8.8%
Yatırım Sermayesi Getirisi (ROIC)	330.3%	-9.5%	1.5%	12.8%
Ana Parametreler	2025	2026T	2027T	2028T
Net Satış (TMS29 sonrası)	278,812	381,642	507,973	650,004
Büyüme - Yıllık	38%	37%	33%	28%
Metrekare Bazında Satış	104,905	141,712	184,301	229,180
Büyüme - Yıllık	36%	35%	30%	24%
Satış Alanı (Bin Metrekare)	2,658	2,693	2,756	2,836
Büyüme - Yıllık	1%	1%	2%	3%
Mağaza Sayısı	11,074	11,254	11,484	11,734
Growth y/y	1%	2%	2%	2%
Net Satış (TMS29 Öncesi)	253,374	357,227	484,986	626,795
Büyüme - Yıllık	42%	41%	36%	29%
Birebir Mağaza Büyümesi	40%	39%	33%	26%
Sepet	39%	38%	31%	24%
Trafik	1%	1%	1%	1%
TÜFE Yılısonu	31%	30%	24%	20%
TMS29 Öncesi	2025	2026T	2027T	2028T
Net Satışlar	253,374	357,227	484,986	626,795
FAVÖK	13,332	19,154	27,188	35,457
Net Kar	725	1,072	3,127	5,508
Brüt Marj	22.9%	23.0%	22.9%	22.8%
FAVÖK Marj	5.3%	5.4%	5.6%	5.7%
Net Kar Marjı	0.3%	0.3%	0.6%	0.9%
Değerleme	2025	2026T	2027T	2028T
F/K	-15.2	37.5	12.4	8.2
FD/FAVÖK Düzeltilmiş	n.m.	3.4	2.2	1.2
FD/Satış	0.1	0.1	0.1	0.1

Kaynak: Rasyonet, Ak Yatırım Araştırma, * Tahminler, ilgili her yılın yıl sonu itibarıyla TL satın alma gücü cinsinden ifade edilmektedir. ²FAVÖK düzeltilmiş TMS29 operasyonel karlılıktaki etkisine ve TFRS-16'ya göre düzeltilmiştir.

ŞOK – Değerleme

Değerlememiz, yedi yıllık tahmin dönemi ve %4 uç büyüme oranı kullanılarak yapılan dolar bazlı bir indirgenmiş nakit akımı analizine dayanmaktadır. Açık tahmin dönemi için ortalama %14,6 iskonto oranı varsayıyoruz; bu oran %8,5 risksiz faiz oranı (önceki: %8), %5,5 özsermaye risk primi ve 1,1 beta ile türetilmiştir. ŞOK'un net nakit pozisyonu (TFRS 16 kapsamındaki kiralama yükümlülükleri hariç) dikkate alındığında, borcun ağırlığı sıfır kabul edilmiştir. Uç değer için ise, diğer parametreleri sabit tutarak %6.5 risksiz faiz oranı (önceki: %6,5) ve 1,0 beta varsayımıyla %12 iskonto oranı kullanıyoruz.

Değerlememizde benzer şirket karşılaştırmasını (Şekil 26), 2026–2027 tahminlerimizin değerlendirme ufkumuz içerisinde potansiyel FAVÖK/SNA marj iyileşmesini henüz tam olarak içermemesi nedeniyle kullanmıyoruz.

Şekil 40: ŞOK - İNA^{1,2}, 2027T-2032T, Dolar

(Milyon Dolar)	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	2032T
Satış Gelirleri	7,529	8,586	9,522	10,293	10,768	11,253	11,760
büyüme %	16%	14%	11%	8%	5%	5%	5%
FAVÖK Düzeltilmiş	131	188	288	329	345	362	379
FAVÖK Marjı	1.7%	2.2%	3.0%	3.2%	3.2%	3.2%	3.2%
Vergi	(6)	(19)	(44)	(62)	(67)	(71)	(74)
Kredi Kartı Komisyon Gideri	(35)	(31)	(33)	(28)	(30)	(35)	(36)
İşletme Sermayesi Değişimi	66	62	64	61	63	64	67
İS Değişim/Satış	0.9%	0.7%	0.7%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%
Yatırım	(151)	(172)	(209)	(237)	(248)	(259)	(270)
Yatırım/Satıl	-2.0%	-2.0%	-2.2%	-2.3%	-2.3%	-2.3%	-2.3%
SNA	5	28	66	64	63	62	65
SNA Marjı	0.1%	0.3%	0.7%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%
İskonto Faktörü	1.00	0.87	0.76	0.67	0.58	0.51	0.44
İskontolu Değer		24	51	43	36	31	29
SNA Bugünkü Değeri 2027-2032T	214						
Uç Değer (%5 büyüme)	430						
Firma Değeri	644						
- Net Borç (2026 yılsonu)	-238						
Özsermaye Değeri	882						
12A Hedef Piyasa Değeri -Dolar	918						
USD/TRY (2026)	50.7						
Hisse Adedi (milyon)	593						
12A Hedef Fiyat (TRY)	78						
Kapanış Fiyatı	52						
Yükseliş Potansiyeli	52%						

Kaynak: Ak Yatırım Araştırma, ¹Tahminler, ilgili her yılın yıl sonu itibarıyla TL satın alma gücü hesaplanmış ve yılsonu dolar kuruna bölünmüştür. ²FAVÖK düzeltilmiş TMS29'ın operasyonel karlılıktaki etkisine ve TFRS-16'ya göre düzeltilmiştir.

Koton

Tahminlerimize geçici durgunluk görünümünü yansıttık

Ocak 2025'ten bu yana hisse performansındaki zayıflık, düşen tüketici satın alma gücü nedeniyle düşük kârlılık, fiyatlama gücünü sınırlayan devam eden promosyon faaliyetleri ve artan finansal giderlerden kaynaklanmıştır. Satışlardaki zayıflığın 1Ç26'da da devam ettiğini gözlemliyoruz; bu doğrultuda 2026T reel gelir büyüme tahminimizi %2,5'e indirirken, FAVÖK marjı tahminimizi 20 baz puan aşağı yönlü revize ediyoruz. 2026 sonrasında ise, reel gelir büyümesinde, operasyonel göstergelerde ve SNA üretiminde potansiyel iyileşmeyi yansıtarak olumlu görüşümüzü koruyoruz. Hedef fiyatımızı 27,5 TL'den 24 TL'ye revize ederken Endeks Üstü Getiri tavsiyemizi sürdürüyoruz. Tahminlerimize göre Koton, 2027T F/K bazında uluslararası benzerlerine göre %14 iskonto ile işlem görmektedir.

Görece yüksek finansal kaldıraç 2025 yılında kârlılığı baskıladı: Koton, hem Türkiye'de hem de uluslararası operasyonlarında yatay seyreden gelirler kaydetmiştir. Dolar bazında uluslararası gelirler %8 artarken (TMS 29 öncesi finansallarda %15 büyüme), gelir kırılımı %83 perakende, %12 e-ticaret ve %5 toptan satış olarak gerçekleşmiştir. FAVÖK marjı 80 baz puan iyileşmiştir; ancak yüksek finansal giderler nedeniyle net kârlılık negatif kalmıştır. 2025 yılında net borç/FAVÖK (kiralama yükümlülükleri hariç) 0,6x seviyesinde gerçekleşmiştir.

2026 için ılımlı büyüme tahminleri: Güncellenmiş makro varsayımlar doğrultusunda, yıl sonu %30 TÜFE, güçlü TL görünümü ve yıl başından bu yana devam eden iç talep zayıflığını dikkate alıyoruz. Buna bağlı olarak, 2026 yılında 8 mağaza açılışı ve %2,5 reel satış büyümesi (şirket beklentisi: 10 mağaza açılışı, %5-7 satış büyümesi) öngörüyor; %54 brüt kâr marjı ve FAVÖK marjında 30 baz puan düşüşle %18,8 seviyesini tahmin ediyoruz. Bu doğrultuda 2026 için %0,6 net marj varsayıyoruz (2025: -%2,9).

Yatırım dönemi sonrası büyüme hızlanıyor: Reel satış büyümesinin 2027 ve 2028 yıllarında %7 seviyesine hızlanması bekliyoruz. Bu görünüm, mağaza başına performanstaki iyileşme ve tüketici ortamındaki potansiyel toparlanma ile desteklenecek olup, SNA marjlarında artış ve finansal kaldıraçta düşüşe yol açacaktır. Güçlü TL'nin normalleşmesi, rekabet gücünü artırarak üretimin ağırlıklı olarak Türkiye'den yapıldığı uluslararası pazarlarda büyümeyi destekleyebilir.

16 Nisan 2026

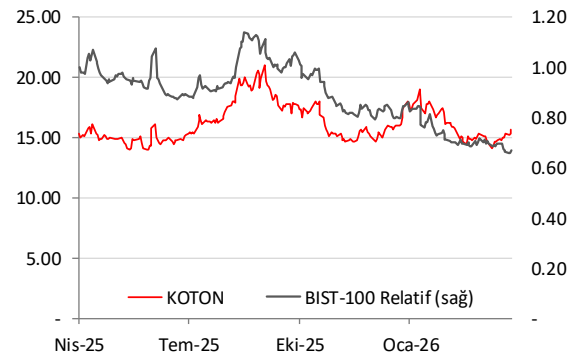
Endeks Üzeri Getiri

Analist:

Ece Mandacı, CFA

ece.mandaci@akyatirim.com.tr

Bloomberg Kodu	KOTON TI			
Tavsiye	Endeks Üz. Getiri			
Hedef Fiyat, TL	24.00 (önceki 27.50)			
Güncel Fiyat, TL	15.59			
Getiri Potansiyeli	54%			
Halka Açıklık Oranı	16%			
Piyasa Değeri, mn TL	12,934			
Firma Değeri, mn TL	20,710			
Finansal Veriler	2025	2026T	2027T	2028T
Özet UFRS Finansallar				
Ciro, mn TL	32,873	43,779	58,045	74,553
FAVÖK, mn TL	6,274	8,213	10,969	14,677
Net Kâr, mn TL	-964	276	1,676	4,316
Borçluluk (Kira yükümlülükleri hariç)				
Net Borç, mn TL	3,658	4,794	5,854	5,159
Net Borç/FAVÖK	0.6	0.6	0.5	0.4
Kârlılık				
FAVÖK Marjı	19.1%	18.8%	18.9%	19.7%
Net Marj	a.d.	0.6%	2.9%	5.8%
Temettü Verimi	-	-	-	-
Büyüme				
Ciro, y/y	31.0%	33.2%	32.6%	28.4%
FAVÖK, y/y	a.d.	30.9%	33.6%	33.8%
Net Kâr, y/y	a.d.	a.d.	506.3%	157.5%
Değerleme Verisi (Dolar)				
F/K	-12.9	53.1	10.2	4.6
FD/FAVÖK	-3.2	-3.0	-2.7	-2.3
FD/Ciro	0.6	0.6	0.5	0.5
Hisse Verileri				
Nominal Getiri	6.1%	-9.8%	0.7%	-0.1%
BİST-100 Relatif	-2.6%	-21.1%	-33.6%	-21.0%
AOİH, mn TL	48	66	73	64



Piyasa verileri 15 Nisan 2026 tarihlidir.

Koton - Finansallar

Şekil 41: Koton – Finansallar – TMS29 sonrası

Gelir Tablosu - TRY mn ¹ - TMS29	2025	2026T	2027T	2028T	Büyüme Yıllık	2025	2026T	2027T	2028T
Satış Gelirleri	32,873	43,779	58,045	74,553	Satış Gelirleri	31%	33%	33%	28%
Brüt Kar	17,798	23,575	31,112	40,258	Brüt Kar	32%	32%	32%	29%
Operasyonel Giderler	-15,459	-19,905	-25,538	-31,900	Operasyonel Giderler	34%	29%	28%	25%
Faaliyet Karı	2,339	3,670	5,575	8,359	Faaliyet Karı	20%	57%	52%	50%
FAVÖK	6,274	8,213	10,969	14,677	FAVÖK	37%	31%	34%	34%
FAVÖK düzeltilmiş²	1,647	2,446	4,314	7,211	FAVÖK Düzeltilmiş	34%	49%	76%	67%
Diğer Gelir / (Gider)	-648	-980	-715	-231	VÖK	a.d.	a.d.	a.d.	a.d.
Yat./Finans. Faaliyet. Gelir / (Gider)	-3,343	-3,125	-3,483	-3,253	Net Kar	a.d.	a.d.	a.d.	a.d.
Parasal Gelir / (Gider)	597	752	746	747	Karlılık	2025	2026T	2027T	2028T
Vergi Öncesi Kar	-1,056	317	2,122	5,622	Brüt Kar Marjı	54.1%	53.9%	53.6%	54.0%
Vergi Geliri / (Gideri)	97	-29	-403	-1,124	Operasyonel Gider Marjı	-47.0%	-45.5%	-44.0%	-42.8%
Efektif Vergi Oranı	-9%	-9%	-19%	-20%	Personel/Satış	-19.7%	-19.7%	-19.3%	-18.9%
Azınlık Payları	5	12	43	182	Kira/Satış	-10.7%	-9.5%	-8.8%	-8.3%
Net Kar	-964	276	1,676	4,316	Amortisman/Satış (Kira dahil)	-12.0%	-10.4%	-9.3%	-8.5%
Ödenmiş Sermaye (m)	830	830	830	830	Faaliyet Kar Marjı	7.1%	8.4%	9.6%	11.2%
Hisse Başı Net Kar	-1.2	0.3	2.0	5.2	FAVÖK Marjı	19.1%	18.8%	18.9%	19.7%
Hisse Başı Temettü	0.0	0.0	0.0	1.6	FAVÖK Marjı Düzeltilmiş	5.0%	5.6%	7.4%	9.7%
Temettü Dağıtım Oranı	0%	0%	0%	30%	VÖK Marjı	-3.2%	0.7%	3.7%	7.5%
Bilanço - TRY mn	2025	2026T	2027T	2028T	Net Kar Marjı	-2.9%	0.6%	2.9%	5.8%
Dönen Varlıklar	14,725	19,058	24,916	33,217	Özkaynak Karlılığı (ROE)	-13.0%	3.4%	17.3%	35.9%
Nakit ve Nakit Benzerleri	1,443	1,837	2,368	4,709	Yatırım Sermayesi Getirisi (ROIC)	a.d.	18.2%	20.1%	26.5%
Ticari Alacaklar	1,474	1,963	2,603	3,343	Ana Parametreler	2025	2026T	2027T	2028T
Stoklar	9,288	11,901	15,496	19,449	Net Satış (TMS29 sonrası)	32,873	43,779	58,045	74,553
Diğer Dönen Varlıklar	2,520	3,356	4,450	5,716	Büyüme - Yıllık	31%	33%	33%	28%
Duran Varlıklar	9,439	11,981	14,938	18,292	Büyüme - Reel	0.1%	2.5%	6.9%	7.0%
Uzun Vadeli Finans Alacakları	2,667	3,173	3,824	4,666	Türkiye	23,725	31,807	42,159	53,303
Maddi Duran Varlıklar	913	1,086	1,309	1,597	Büyüme - Yıllık	31%	34%	33%	26%
Diğer Duran Varlıklar	5,859	7,723	9,804	12,028	Yurtdışı	9,147	11,972	15,886	21,249
Toplam Varlıklar	24,164	31,040	39,854	51,508	Büyüme - Yıllık	31%	31%	33%	34%
Kısa Vadeli Yükümlülükler	14,335	19,201	24,756	30,789	Sales per sqm	69,395	91,444	119,545	151,005
Finansal Borçlar	5,057	6,573	8,149	9,781	Büyüme - Yıllık	33%	32%	31%	26%
Kira Yükümlülükleri	1,790	2,327	2,885	3,515	Türkiye	92,777	124,884	164,570	207,532
Ticari Borçlar	6,202	8,857	11,806	15,033	Büyüme - Yıllık	40%	35%	32%	26%
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	1,287	1,445	1,916	2,460	Yurtdışı	39,434	49,503	63,550	82,130
Uzun Vadeli Yükümlülükler	3,131	4,168	5,182	6,294	Büyüme - Yıllık	18%	26%	28%	29%
Finansal Borçlar	45	58	72	87	TÜFE - Yılsonu - Giyim	13%	30%	24%	20%
Kira Yükümlülükleri	2,328	3,100	4,110	5,007	TÜFE - Yılsonu - Giyim	31%	30%	24%	20%
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	758	1,010	1,000	1,200	Mağaza Sayısı	464	472	485	497
Özkaynaklar	6,698	7,671	9,916	14,425	Türkiye	243	247	250	252
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	6,691	7,650	9,849	14,165	Yurtdışı	221	225	235	245
Azınlık Payları	7	21	68	260	Mağaza Açılış Sayısı	13	8	13	12
Toplam Yükümlülükler ve Özkaynaklar	24,164	31,040	39,854	51,508	Büyüme - Yıllık	3%	2%	3%	2%
Nakit Akım Tablosu - TRY mn	2025	2026T	2027T	2028T	Satış Alanı (Ksqm)	395	399	406	413
Faaliyetlerden Nakit Akışı	1,110	1,344	1,998	4,164	Büyüme - Yıllık	1%	1%	2%	2%
Faaliyet Karı	1,647	2,446	4,314	7,211	Değerleme (Dolar Bazlı/TMS29 Dahil)	2025	2026T	2027T	2028T
Vergi Gideri	0	-19	-324	-851	F/K	a.d.	53.1	10.2	4.6
İşletme Sermayesindeki Değişim	-40	-453	-1,291	-1,475	FD/FAVÖK Düzeltilmiş	9.8	8.0	5.3	3.5
Komisyon Gideri	-497	-631	-701	-721	FD/Satış	0.6	0.6	0.5	0.5
Sabit Sermaye Yatırımları	-1,131	-1,313	-1,799	-2,311					
Yatırım/Satış	-3.4%	-3.0%	-3.1%	-3.1%					
Serbest Nakit Akışı	-21	31	198	1,853					
Serbest Nakit Akış Marjı	-0.1%	0.1%	0.3%	2.5%					
Temettü	0	0	0	0					
Nakit ve Benzerlerindeki Değişim	130	38	-90	-1,867					
Borçluluk	2025	2026T	2027T	2028T					
Net Borç (Nakit)	7,776	10,220	12,848	13,681					
Net Borç (Kiralama Yükümlülükleri Hariç)	3,658	4,794	5,854	5,159					
Net Borç / FAVÖK	0.6	0.6	0.5	0.4					

Kaynak: Rasyonet, Ak Yatırım Araştırma, * Tahminler, ilgili her yılın yıl sonu itibarıyla TL satın alma gücü cinsinden ifade edilmektedir. ²FAVÖK düzeltilmiş TMS29 operasyonel karlılıktaki etkisine ve TFRS-16'ya göre düzeltilmiştir.

Koton – Değerleme

Değerlememiz, yedi yıllık tahmin dönemi ve %4 uç büyüme oranı kullanılarak yapılan dolar bazlı bir indirgenmiş nakit akımı analizine dayanmaktadır. Açık tahmin dönemi için ortalama %13,5 iskonto oranı varsayıyoruz; bu oran %8,5 risksiz faiz oranı (önceki: %8), %5,5 özsermaye risk primi ve 1,0 beta ile türetilmiştir. ŞOK'un net nakit pozisyonu (TFRS 16 kapsamındaki kiralama yükümlülükleri hariç) dikkate alındığında, borcun ağırlığı sıfır kabul edilmiştir. Uç değer için ise, diğer parametreleri sabit tutarak %6.5 risksiz faiz oranı (önceki: %6,5) ve 1,0 beta varsayımıyla %11,6 iskonto oranı kullanıyoruz.

Değerlememizde benzer şirket karşılaştırmasını (Şekil 34), 2026–2027 tahminlerimizin değerlendirme ufkumuz içerisinde potansiyel FAVÖK/SNA marj iyileşmesini henüz tam olarak içermemesi nedeniyle kullanmıyoruz.

Şekil 42: Koton - İNA^{1,2}, 2027T-2032T, Dolar

(Milyon Dolar)	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	2032T
Satış Gelirleri	864	981	1,092	1,198	1,272	1,341	1,413
büyüme %	13%	14%	11%	10%	6%	5%	5%
FAVÖK Düzeltilmiş	48	73	106	130	146	154	162
FAVÖK Marjı	5.6%	7.4%	9.7%	10.8%	11.5%	11.5%	11.5%
Vergi	(0)	(5)	(12)	(17)	(20)	(22)	(23)
İşletme Sermayesi Değişimi	(9)	(22)	(22)	(26)	(22)	(24)	(25)
İS Değişim/Satış	-1.0%	-2.2%	-2.0%	-2.2%	-1.8%	-1.8%	-1.8%
Kredi Kartı Komisyon Gideri	(12)	(12)	(11)	(11)	(11)	(11)	(12)
Yatırım	(26)	(30)	(34)	(36)	(38)	(40)	(43)
Yatırım/Satış	-3.0%	-3.1%	-3.1%	-3.0%	-3.0%	-3.0%	-3.0%
SNA	1	3	27	39	54	57	60
SNA Marjı	0.1%	0.3%	2.5%	3.3%	4.2%	4.3%	4.3%
İskonto Faktörü	1.00	0.88	0.77	0.68	0.60	0.53	0.47
İskontolu Değer		3	21	27	33	30	28
SNA Bugünkü Değeri 2027-2032T	142						
Uç Değer (%5 büyüme)	387						
Firma Değeri	529						
- Net Borç (2026 yılsonu)	95						
- Azınlık Payı	60						
Özsermaye Değeri	374						
12A Hedef Piyasa Değeri -Dolar	389						
USD/TRY (2026)	50.7						
12A Hedef Piyasa Değeri - TRY	19,712						
Hisse Adedi (milyon)	830						
12A Hedef Fiyat (TRY)	24						
Kapanış Fiyatı	15.6						
Yükseliş Potansiyeli	52%						

Kaynak: Ak Yatırım Araştırma, ¹Tahminler, ilgili her yılın yıl sonu itibarıyla TL satın alma gücü hesaplanmış ve yılsonu dolar kuruna bölünmüştür.

²FAVÖK düzeltilmiş TMS29'ın operasyonel karlılıktaki etkisine ve TFRS-16'ya göre düzeltilmiştir.

Yatırım Süreci Devam Ederken Talep Zayıflığı Sürüyor

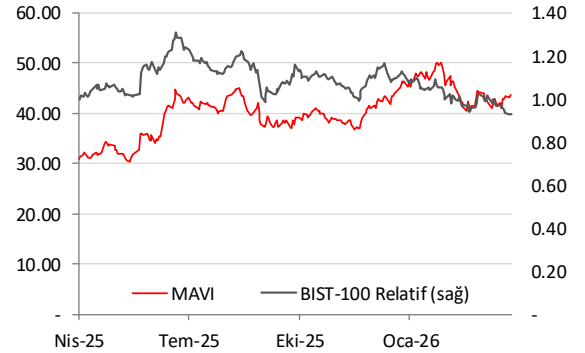
Mavi, artan personel giderleri, mağaza sayısı ve yatırım harcamalarına, ayrıca gelirlerdeki daralmaya rağmen 2025 yılını görece dayanıklı bir şekilde yönetmiş ve net nakit pozisyonunu büyük ölçüde korumuştur. Şirket, yüksek yatırım harcaması yoğunluğuna sahip iddialı bir mağaza açılış planı, yüksek temettü dağıtım politikası ve geri alınan payların iptal edilmesi kararını açıklamıştır. Tüketici isteğe bağlı harcamalarda toparlanma gerçekleştiğinde Mavi'nin öne çıkan başlıca fayda sağlayan şirketlerden biri olacağını düşünüyoruz. Tahminlerimiz, 2026'da ılımlı FAVÖK büyümesine, 2027'de ise daha güçlü bir büyümeye işaret etmektedir. Hisse, 2027T F/K bazında uluslararası benzerlerine göre %18 iskonto ile işlem görmektedir. Hedef fiyatımızı hisse başına 66 TL'den 69 TL'ye yükseltirken Endeks Üstü Getiri tavsiyemizi koruyoruz.

2025 performansı görece istikrarlı: Mavi, fatura sayısında %6 düşüş ve yeni mağazaların sınırlı katkısı nedeniyle yılı %5 reel satış daralması ile tamamlamıştır. Buna karşın, FAVÖK ve net nakit pozisyonu, satıştaki düşüğe rağmen istikrarlı kalmış; 22 net mağaza açılışı, %6 satış alanı artışı, yüksek yatırım harcaması yoğunluğu, %1,4 istihdam artışı ve temettü ödemesi gerçekleşmiştir.

2026 için güçlü mağaza açılış hedefleri: Güncellenmiş makro varsayımlar doğrultusunda, yıl sonu %30 TÜFE, güçlü TL ve yıl başından bu yana devam eden iç talep zayıflığını dikkate alıyoruz. Buna bağlı olarak 2026 yılında Türkiye'de 13 mağaza açılışı ve %3 reel satış büyümesi öngörüyoruz (şirket beklentisi: %5 ±1). Toplam gelirlerin yaklaşık %90'ını oluşturan Türkiye'deki satış alanındaki büyümenin, toparlanma başladığında Mavi'nin sektöre göre daha iyi performans göstermesini sağlayacağını düşünüyoruz. Artan personel maliyetlerinin 2026'da FAVÖK marjında 30bps gerilemeye sebep olmasını bekleriz.

Temettü ve geri alınan payların iptali: Mavi, hisse başına 1,673 TL temettü (temettü verimi %4, ödeme tarihi: 8 Mayıs) açıklamıştır. Şirket ayrıca 10 Haziran 2026'ya kadar pay geri alımlarına devam etmeyi planlamakta olup (geri alınan pay oranı %1,6, tahsis edilen tutarın %48'i kullanılmıştır), bu payların ardından iptal edilmesi öngörülmektedir. Bu adımların Mavi'nin kurumsal yönetim algısını olumlu etkileyeceğini ve uzun vadede hisseyi destekleyeceğini düşünüyoruz.

Bloomberg Kodu	MAVI TI			
Tavsiye	Endeks Üz. Getiri			
Hedef Fiyat, TL	69.00 (önceki 66.00)			
Güncel Fiyat, TL	43.82			
Getiri Potansiyeli	57%			
Halka Açıklık Oranı	73%			
Piyasa Değeri, mn TL	34,816			
Firma Değeri, mn TL	30,758			
Finansal Veriler	2025	2026T	2027T	2028T
Özet UFRS Finansallar				
Ciro, mn TL	47,729	63,913	85,434	109,393
FAVÖK, mn TL	8,841	11,613	15,502	19,691
Net Kâr, mn TL	2,294	3,533	4,739	6,439
Borçluluk (Kira yükümlülükleri hariç)				
Net Borç, mn TL	-6,869	-7,527	-10,593	-15,387
Net Borç/FAVÖK	-0.8	-0.6	-0.7	-0.8
Kârlılık				
FAVÖK Marjı	18.5%	18.2%	18.1%	18.0%
Net Marj	a.d.	5.5%	5.5%	5.9%
Temettü Verimi	3.1%	3.8%	3.0%	4.1%
Büyüme				
Ciro, y/y	23.9%	33.9%	33.7%	28.0%
FAVÖK, y/y	a.d.	31.4%	33.5%	27.0%
Net Kâr, y/y	a.d.	a.d.	34.1%	35.9%
Değerleme Verisi (Dolar)				
F/K	14.7	11.2	9.7	8.3
FD/FAVÖK	3.4	3.0	2.5	2.2
FD/Ciro	0.6	0.5	0.5	0.4
Hisse Verileri				
Nominal Getiri	1A	3A	12A	YBG
BİST-100 Relatif	5.6%	-4.7%	35.0%	0.7%
AOİH, mn TL	-3.0%	-16.7%	-11.0%	-20.4%
	271	333	413	356



Piyasa verileri 15 Nisan 2026 tarihlidir.

Mavi - Finansallar

Şekil 43: Mavi – Finansallar – TMS29 sonrası

Gelir Tablosu - TL mn ¹ - TMS29	2025	2026T	2027T	2028T
Satış Gelirleri	47,729	63,913	85,434	109,393
Brüt Kar	24,338	32,404	42,888	54,696
Operasyonel Giderler	-18,934	-25,224	-33,312	-42,594
Faaliyet Karı	5,404	7,180	9,576	12,102
FAVÖK	8,841	11,613	15,502	19,691
FAVÖK Düzeltilmiş	5,520	7,246	10,528	14,079
Diğer Gelir / (Gider)	240	322	430	551
Özkaynak Yöntemiyle Değ. Yatırımlar	0	0	0	0
Yat./Finans. Faaliyet. Gelir / (Gider)	-1,709	-2,142	-2,560	-2,333
Parasal Gelir / (Gider)	-489	-753	-1,127	-1,587
Vergi Öncesi Kar	3,447	4,607	6,319	8,733
Vergi Geliri / (Gideri)	-1,388	-1,152	-1,580	-2,183
Efektif Vergi Oranı	-40%	-25%	-25%	-25%
Azınlık Payları	-235	-78	0	111
Net Kar	2,294	3,533	4,739	6,439
Ödenmiş Sermaye (m)	795	795	795	795
Hisse Başı Net Kar	2.9	4.4	6.0	8.1
Hisse Başı Temettü	1.7	1.3	1.8	2.4
Temettü Dağıtım Oranı	58%	30%	30%	30%
Bilanço - TRY mn	2025	2026T	2027T	2028T
Dönen Varlıklar	17,960	22,403	30,378	40,562
Nakit ve Nakit Benzerleri	8,519	9,671	13,252	18,578
Ticari Alacaklar	2,845	3,852	5,149	6,594
Stoklar	5,853	7,884	10,646	13,686
Diğer Dönen Varlıklar	744	996	1,331	1,705
Duran Varlıklar	9,021	14,091	19,087	24,415
Uzun Vadeli Finans Alacakları	4,052	7,097	9,964	12,904
Maddi Duran Varlıklar	722	1,012	1,421	1,840
Diğer Duran Varlıklar	4,247	5,982	7,703	9,676
Toplam Varlıklar	26,981	36,495	49,466	64,981
Kısa Vadeli Yükümlülükler	10,990	14,762	19,607	24,931
Finansal Borçlar	1,650	2,144	2,658	3,191
Kira Yükümlülükleri	1,213	1,625	2,172	2,781
Ticari Borçlar	5,649	7,609	10,275	13,209
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	2,478	3,384	4,502	5,750
Uzun Vadeli Yükümlülükler	2,060	2,758	3,687	4,721
Finansal Borçlar	0	0	0	0
Kira Yükümlülükleri	1,599	2,141	2,862	3,665
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	461	617	825	1,056
Özkaynaklar	13,932	18,975	26,172	35,330
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	13,887	18,915	26,093	35,228
Azınlık Payları	44	60	80	102
Toplam Yükümlülükler ve Özkaynaklar	26,981	36,495	49,466	64,981
Nakit Akım Tablosu - TL mn	2025	2026T	2027T	2028T
Faaliyetlerden Nakit Akışı	3,190	4,080	6,280	8,981
FAVÖK - UFRS16 ve vade farkı gideri hariç	5,520	7,246	10,528	14,079
Vergi Gideri	-863	-1,131	-1,779	-2,516
İşletme Sermayesindeki Değişim	-656	-998	-1,308	-1,451
Komisyon Gideri	-811	-1,036	-1,162	-1,131
Sabit Sermaye Yatırımları	-2,612	-3,515	-3,417	-3,829
Yatırım/Satış	-5.5%	-5.5%	-4.0%	-3.5%
Serbest Nakit Akışı	579	565	2,863	5,152
Serbest Nakit Akışı Marjı	1.2%	0.9%	3.4%	4.7%
Temettü	931	1,329	1,060	1,422
Net Borçtaki Değişim	164	1,402	-1,261	-2,672
Borçluluk	2025	2026T	2027T	2028T
Net Borç (Nakit)	-4,057	-3,761	-5,560	-8,942
Net Borç (Kiralama Yükümlülükleri Hariç)	-6,869	-7,527	-10,593	-15,387
Net Borç / FAVÖK	-0.8	-0.6	-0.7	-0.8

Büyüme Yıllık	2025	2026T	2027T	2028T
Satış Gelirleri	24%	34%	34%	28%
Brüt Kar	26%	33%	32%	28%
Operasyonel Giderler	29%	33%	32%	28%
Faaliyet Karı	16%	33%	33%	26%
FAVÖK	26%	31%	33%	27%
FAVÖK Düzeltilmiş	25%	31%	45%	34%
VÖK	-6%	34%	37%	38%
Net Kar	-16%	54%	34%	36%

Karlılık	2025	2026T	2027T	2028T
Brüt Kar Marjı	51.0%	50.7%	50.2%	50.0%
Operasyonel Gider Marjı	-39.7%	-39.5%	-39.0%	-38.9%
Personel/Satış	-16.4%	-16.9%	-16.6%	-16.6%
Kira/Satış	-8.8%	-8.5%	-8.5%	-8.5%
Amortisman/Satış (Kira dahil)	-7.2%	-6.9%	-6.9%	-6.9%
Faaliyet Kar Marjı	11.3%	11.2%	11.2%	11.1%
FAVÖK Marjı	18.5%	18.2%	18.1%	18.0%
Düzeltilmiş FAVÖK Marjı	11.6%	11.3%	12.3%	12.9%
VÖK Marjı	7.2%	7.2%	7.4%	8.0%
Net Kar Marjı	4.8%	5.5%	5.5%	5.9%
Özkaynak Karlılığı (ROE)	16.9%	19.1%	19.1%	21.0%
Yatırım Sermayesi Getirisi (ROIC)	36.0%	38.6%	36.5%	38.8%

Ana Parametreler	2025	2026T	2027T	2028T
Net Satış (TMS29 sonrası)	47,729	63,913	85,434	109,393
Büyüme - Yıllık - Nominal	24%	34%	34%	28%
Büyüme - Yıllık - Reel	-5%	3%	8%	7%
Türkiye	43,248	58,103	77,779	99,538
Büyüme - Yıllık	25%	34%	34%	28%
Yurtdışı	4,481	5,810	7,655	9,855
Büyüme - Yıllık	16%	30%	32%	29%
Metrekare başına satış	172,040	220,419	281,968	341,397
Büyüme - Yıllık	18%	28%	28%	21%
Birebir Mağaza Büyümesi	26%	33%	30%	22%
Sepet	34%	30%	28%	21%
Trafik	-6%	2%	2%	1%
Yılsonu TUFİ	29.9%	30.0%	24.0%	20.0%
USD/TRY Yılsonu	43	51	59	68
USD/TRY Ortalama	40	47	55	64
Satış Alanı (Bin Metrekare)	197	204	216	229
Büyüme - Yıllık	5%	3%	6%	6%
Mağaza Sayısı	498	517	532	547
Türkiye - Perakende	360	373	388	403
Yurtdışı - Perakende	34	40	40	40
Türkiye - Franchise	67	67	67	67
Yurtdışı - Franchise	37	37	37	37

TMS29 Öncesi	2025	2026T	2027T	2028T
Net Satışlar	41,766	57,362	78,211	101,145
FAVÖK	9,220	12,280	16,743	21,653
Net Kar	4,225	4,884	6,674	8,974
Brüt Marj	54.2%	53.6%	53.6%	53.6%
FAVÖK Marj	22.1%	21.4%	21.4%	21.4%
Net Kar Marjı	10.1%	8.5%	8.5%	8.9%

Değerleme	2025	2026T	2027T	2028T
F/K	14.7	11.2	9.7	8.3
FD/FAVÖK	4.9	4.4	3.4	2.7
FD/Satış	0.6	0.5	0.5	0.4

Kaynak: Rasyonet, Ak Yatırım Araştırma, * Tahminler, ilgili her yılın yıl sonu itibarıyla TL satın alma gücü cinsinden ifade edilmektedir. ²FAVÖK düzeltilmiş TMS29 operasyonel karlılıktaki etkisine ve TFRS-16'ya göre düzeltilmiştir.

Mavi – Değerleme

Karma bir değerlendirme yaklaşımı kullanıyoruz ve indirgenmiş nakit akımı analizine %60, benzer şirket karşılaştırmasına %40 ağırlık veriyoruz. Dolar bazlı değerlendirme modelimiz, yedi yıllık tahmin dönemi ve %4 uç büyüme oranı üzerine kuruludur.

İki aşamalı bir sermaye maliyeti çerçevesi uyguluyoruz: Yedi yıllık tahmin dönemi için ortalama sermaye maliyetini %14 olarak varsayıyoruz. Bu oran, %8,5 risksiz getiri (önceki: %8), %5,5 özsermaye risk primi ve 1,0x beta varsayımından türetilmiştir. Mavi'nin net nakit pozisyonu nedeniyle borcun ağırlığını sıfır olarak kabul ediyoruz. Uç değer için, %6.5 risksiz getiri (önceki: %6,5) ve 1,0x beta varsayımıyla %12,0 sermaye maliyeti kullanıyoruz; diğer parametreleri ise sabit tutuyoruz.

Şekil 44: Değerleme Özeti

Değerleme	Değer (Milyon dolar)	Ağırlık	Ağırlıklı Değer
İNA	1,126	60%	700
Çarpan Analizi	921	40%	382
12Aylık Hedef Değer - Ağırlıklandırılmış - Dolar			1,082
USD/TL (2026)			50.7
12Aylık Hedef Değer - Ağırlıklandırılmış - TL			54,853
Hisse Adedi			795
12 Aylık Hedef Fiyat - (TL)			69
Kapanış Fiyatı			44
Yükseliş Potansiyeli			58%

Kaynak: Ak Yatırım Araştırma

Şekil 45: Mavi- İNA^{1,2}, 2027T-2032T, Dolar

(Milyon Dolar)	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	2032T
Satış Gelirleri	1,261	1,444	1,602	1,739	1,851	1,947	2,048
büyüme %	14%	15%	11%	9%	6%	5%	5%
FAVÖK Düzeltilmiş	143	178	206	226	242	253	266
FAVÖK Marjı	11.3%	12.3%	12.9%	13.0%	13.1%	13.0%	13.0%
Vergi	(22)	(30)	(37)	(41)	(44)	(47)	(49)
İşletme Sermayesi Değişimi	(20)	(22)	(21)	(23)	(25)	(26)	(27)
İS Değişim/Satış	-1.6%	-1.5%	-1.3%	-1.3%	-1.3%	-1.3%	-1.3%
Kredi Kartı Komisyon Gideri	(20)	(20)	(17)	(16)	(16)	(15)	(16)
Yatırım	(69)	(58)	(56)	(56)	(59)	(62)	(66)
Yatırım/Satış	-5.5%	-4.0%	-3.5%	-3.2%	-3.2%	-3.2%	-3.2%
SNA	11	48	75	90	98	103	108
SNA Marjı	0.9%	3.4%	4.7%	5.2%	5.3%	5.3%	5.3%
İskonto Faktörü	1.00	0.88	0.77	0.67	0.59	0.52	0.46
İskontolu Değer		42	58	61	58	53	49
SNA Bugünkü Değeri 2027-2032	322						
Uç Değer (%5 büyüme)	641						
Firma Değeri	963						
- Net Borç (2026 yılsonu)	-175						
- Azınlık Payı ve FLO değeri	12						
Özsermaye Değeri	1,126						

Kaynak: Ak Yatırım Araştırma, ¹Tahminler, ilgili her yılın yıl sonu itibarıyla TL satın alma gücü hesaplanmış ve yılsonu dolar kuruna bölünmüştür.

²FAVÖK düzeltilmiş TMS29'ın operasyonel karlılıktaki etkisine ve TFRS-16'ya göre düzeltilmiştir.

AKYatırım

Bu rapor, Ak Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından, güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan elde edilen bilgi ve veriler kullanılarak hazırlanmıştır. Raporda yer alan ifadeler, hiçbir şekilde veya suretle alış veya satış teklifi olarak değerlendirilmemelidir. Ak Yatırım, bu bilgilerin doğru, eksiksiz ve değişmez olduğunu garanti etmemektedir. Bu sebeple, okuyucuların, bu raporlardan elde edilen bilgilere dayanarak hareket etmeden önce, bilgilerin doğruluğunu teyit ettirmeleri önerilir ve bu bilgilere dayanılarak aldıkları kararlarda sorumluluk kendilerine aittir. Bilgilerin eksikliği ve yanlışlığından Ak Yatırım hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. Ayrıca, Ak Yatırım'ın ve Akbank'ın tüm çalışanları ve danışmanlarının, herhangi bir şekilde bilgiler dolayısıyla ortaya çıkabilecek, doğrudan veya dolaylı zararlarla ilgili herhangi bir sorumluluğu yoktur. Burada yer alan bilgiler, bir yatırım tavsiyesi, yatırım aracının alım-satım önerisi ya da getiri vaadi değildir ve Yatırım Danışmanlığı kapsamında yer almamaktadır. Yatırım Danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak Yatırım Danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde sunulmaktadır. Bunlara ilaveten, Ak Yatırım, raporların Internet üzerinden e-mail yoluyla alınması durumunda virüs, hatalı gönderim veya diğer herhangi bir teknik sebepten dolayı alıcının donanımına veya yazılımına gelebilecek herhangi bir zarardan dolayı sorumlu tutulamaz.

© Ak Yatırım Menkul Değerler A.Ş. 2026