

ANADOLU EFES

Büyüme meşrubat grubu katkısıyla sağlandı

Anadolu Efes, 3Ç25'te IAS29 sonrası bazda %10 yıllık düşüşle 5,3 milyar TL net kâr açıkladı; bu rakam piyasa beklentisi olan 4,8 milyar TL'nin %10 üzerinde gerçekleşti. 15,4 milyar TL FAVÖK ve 69 milyar TL gelir ise beklentilere paralel geldi. Beklentilerin üzerindeki net kâr, 3Ç25'te tahminimizin üzerinde gerçekleşen parasal kazançtan kaynaklandı.

Çeyrek dönem itibarıyla, net borç çeyreklik bazda %18 azalarak 1,3 milyar dolara geriledi ve net borç/FAVÖK oranı 1,5x'e düştü (1Y25'te 1,9x), bu da işletme sermayesi iyileşmesi ve meşrubat segmentindeki operasyonel kârlılık artışı sayesinde gerçekleşti. Sonuçların Anadolu Efes hisseleri üzerinde nötr etki yapmasını bekliyoruz.

Bira segmenti gelirleri 3Ç25'te reel bazda %7 daraldı; bu düşüş, Türkiye bira gelirlerindeki %9 azalış (bira gelirlerinin %60'ı) ve uluslararası gelirlerdeki %4,5 düşüşten (proforma bazda) kaynaklandı. Bira hacimleri %5 gerilerken (Türkiye -%8,4, uluslararası -%2,1), bira FAVÖK marjı 3Ç25'te yıllık bazda 57bps azalarak %22'ye (9A25'te -109bp) düştü. Bu gerilemede düşen kapasite kullanım oranı ve artan maliyet baskısı etkili oldu.

Konsolide gelirler %4 arttı, bu büyümede içecek segmentindeki %7'lik artış belirleyici oldu. FAVÖK de %8 yükseldi, meşrubat segmentindeki %19 yıllık büyüme sayesinde. Meşrubat segmentinin 3Ç25'teki FAVÖK katkısı %76 seviyesinde gerçekleşti. Net kâr, yıllık bazda %10 azalarak daha düşük parasal kazanç etkisiyle geriledi.

TMS29 öncesi finansallara göre, yıllık bazda %36 gelir artışı, 70bps FAVÖK marjı artışıyla %24 seviyesine yükseliş, ancak 40bps net marj düşüşüyle %6,2'ye gerileme görülmektedir. Bira gelirleri %23 artarken, FAVÖK marjı 50bp azalarak %26,7'ye geriledi.

Kapsamı yeniden başlatıyoruz: Hedef fiyat TL25, "Endeks Üstü Getiri" tavsiyesi: Değerlememiz, (i) Anadolu Efes'in %50 ortaklık payı dikkate alınarak Coca-Cola İçecek için hedef değerlememizden ve (ii) Türkiye, Kazakistan, Gürcistan, Moldova ve Ukrayna'daki bira operasyonlarına atfedilen 394 milyon dolar tutarındaki değerlemeden oluşmaktadır. Coca-Cola İçecek hariç bira kısmının mevcut piyasa değeri 247 milyon dolardır. Coca-Cola İçecek toplam hedef değerlemenin %87'sini temsil etmektedir. Anadolu Efes, 2025T F/K çarpanı bazında uluslararası benzerlerine göre %50 iskonto ile 7x çarpan üzerinden işlem görmektedir.

Endeks Üzeri Getiri

Analist: Ece Mandacı, CFA
ece.mandaci@akyatirim.com.tr

Bloomberg Kodu	AEFES TI
Tavsiye	Endeks Üz. Getiri
Hedef Fiyat, TL	25.00
Güncel Fiyat, TL	14.79
Getiri Potansiyeli	69%
Halka Açıklık Oranı	32%
Piyasa Değeri, mn TL	87,572
Firma Değeri, mn TL	253,349

Finansal Veriler	2025T	2026T	2027T
Özet UFRS Finansallar			
Ciro, mn TL	239,896	306,177	383,255
FAVÖK, mn TL	40,177	52,588	71,169
Net Kâr, mn TL	12,795	14,955	16,612

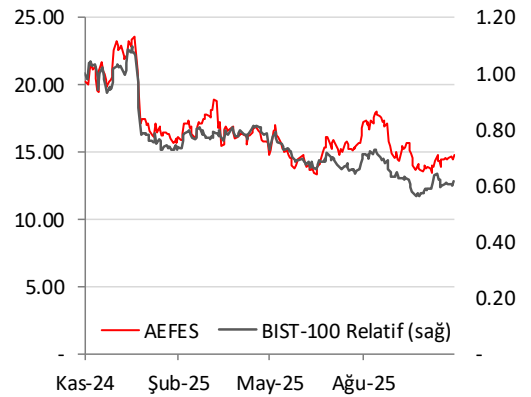
Borçluluk			
Net Borç, mn TL	62,712	68,611	79,201
Net Borç/FAVÖK	1.6	1.3	1.1

Kârlılık			
FAVÖK Marjı	16.7%	17.2%	18.6%
Net Marj	5.3%	4.9%	4.3%
Temettü Verimi	36.2%	92.1%	107.7%

Büyüme			
Ciro, y/y	n.a.	27.6%	25.2%
FAVÖK, y/y	n.a.	30.9%	35.3%
Net Kâr, y/y	n.a.	16.9%	11.1%

Değerleme Verisi	2025T	2026T	2027T
F/K	7.1	7.1	7.4
FD/FAVÖK	5.8	5.1	4.4
FD/Ciro	1.0	0.9	0.8

Hisse Verileri	3A	12A	YBG
Nominal Getiri	-5.7%	-16.1%	-22.2%
BİST-100 Relatif	-6.8%	-34.1%	-30.2%
AOİH, mn TL	1,205	1,182	1,235



Piyasa verileri 5 Kasım 2025 tarihli dir.

Çeyrek Özet		Özet Finansallar				Beklentilerle Karşılaştırma		
milyon TL		3Ç25	3Ç24	y/y	2Ç25	ç/ç	Piyasa	AK Piyasa Farkı
Net Satışlar		68,860	66,338	4%	69,225	-1%	69,350	68,532 -1%
FAVÖK		15,366	14,266	8%	12,795	20%	15,002	14,981 2%
FAVÖK Marjı		22.3%	21.5%	81 bps	18.5%	383 bps	21.6%	21.9% 68 bps
Net Kar		5,253	5,805	-10%	4,370	20%	4,773	4,693 10%

Kaynak: Şirket, Rasyonet, AK Yatırım *3Ç24 finansalları proforma finansallardır.

2025 yılı için %1 reel gelir artışı, FAVÖK marjında 60bps düşüşle %16,7'ye, net marjda 130bps azalışla %5,3'e gerileme öngörüyoruz. 2026 itibarıyla bira gelirleri ve FAVÖK'te kademeli bir iyileşme bekliyoruz.

Yakın vadede sınırlı katkı beklemekle birlikte, Tariş Üzüm (Mercan Rakı)'daki %60 hisse alımı ve Azerbaycan merkezli Salyan Food Products ile yapılan Efes markalı bira üretim lisans anlaşmasının, uzun vadede büyüme potansiyelini desteklemesini bekliyoruz.

Gelir Tablosu - TRY mn ^{1,2} - TMS29 Sonrası	2024	2025T	2026T	2027T
Satış Gelirleri	179,715	239,896	306,177	383,255
Brüt Kar	68,974	88,606	113,626	145,063
Operasyonel Giderler	-48,438	-63,097	-77,148	-94,963
Diğer Gelir / (Gider)	519	40,177	52,588	71,169
Faaliyet Karı	20,930	61	-142	-176
FAVÖK	31,138	40,177	52,588	71,169
Özkaynak Yöntemiyle Değ. Yatırımlar	-4	11	14	18
Yat./Finans. Faaliyet. Gelir / (Gider)	-10,785	-16,412	-17,924	-19,308
Parasal Gelir / (Gider)	15,045	17,520	13,651	10,373
Vergi Öncesi Kar	25,311	26,690	32,078	41,007
Vergi Geliri / (Gideri)	-6,074	-3,905	-6,416	-10,252
Efektif Vergi Oranı	0	0	0	0
Azınlık Payları	7,368	9,990	10,707	14,144
Net Kar	11,869	12,795	14,955	16,612
Ödenmiş Sermaye (m)	592	5,921	5,921	5,921
Hisse Başı Net Kar	20.0	2.2	2.5	2.8
Hisse Başı Temettü	0.1	0.3	0.4	0.4
Temettü Dağıtım Oranı	1%	15%	15%	15%

Bilanço - TRY mn	2024	2025T	2026T	2027T
Dönen Varlıklar	121,297	135,160	171,479	209,769
Nakit ve Nakit Benzerleri	54,459	48,259	60,705	71,719
Ticari Alacaklar	21,785	41,407	52,847	66,151
Stoklar	30,209	25,699	32,707	40,460
Diğer Dönen Varlıklar	14,843	m	25,220	31,439
Duran Varlıklar	230,924	300,711	378,615	458,356
Uzun Vadeli Finans Alacakları	84,343	93,213	123,473	154,739
Maddi Duran Varlıklar	132,026	132,669	165,790	197,239
Diğer Duran Varlıklar	14,556	74,829	89,352	106,378
Toplam Varlıklar	352,221	435,871	550,094	668,125

Kısa Vadeli Yükümlülükler	107,327	130,823	161,862	196,301
Finansal Borçlar	32,047	51,498	60,011	70,037
Ticari Borçlar	49,518	44,937	57,961	71,325
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	25,762	34,389	43,890	54,939
Uzun Vadeli Yükümlülükler	75,127	90,237	108,568	130,031
Finansal Borçlar	46,636	59,473	69,305	80,884
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	28,491	30,764	39,263	49,148
Özkaynaklar	169,767	214,810	279,663	341,793
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	84,041	106,235	160,381	208,366
Azınlık Payları	85,726	108,575	119,282	133,426
Toplam Yükümlülükler ve Özkaynaklar	352,221	435,870	550,094	668,125

Nakit Akım Tablosu - TRY mn	2024	2025T	2026T	2027T
Faaliyetlerden Nakit Akışı	30,839	33,349	43,228	56,254
Faaliyet Karı	-1,661	1,811	1,297	4,632
Amortisman	11,869	12,795	14,955	16,612
Vergi Gideri	-5,023	-3,785	-7,267	-12,481
İşletme Sermayesindeki Değişim	-4,724	-3,043	-2,093	-2,434
Sabit Sermaye Yatırımları	-14,592	-19,713	-23,242	-29,089
Yatırım/Satış	-8.1%	-8.2%	-7.6%	-7.6%
	0	0	0	0
Serbest Nakit Akışı	16,247	13,636	19,986	27,165
Serbest Nakit Akış Marjı	9.0%	5.7%	6.5%	7.1%
	0	0	0	0
Temettü	-1,391	-754	-1,919	-2,243
Nakit ve Benzerlerindeki Değişim	-	-	5,899	10,590

Kaynak: Şirket Verisi, Ak Yatırım Araştırma

¹ 2024 sonrası tahminler her ilgili yılın yıl sonu itibarıyla TL satın alma gücü cinsinden ifade edilmiştir

² 2024 finansalları tahmini proforma (Rusya hariç) değerler Ak Yatırım tahminlerini içermektedir.

Büyüme yıllık	2024	2025T	2026T	2027T
Satış Gelirleri	-	33%	28%	25%
Brüt Kar	-	28%	28%	28%
Operasyonel Giderler	-	30%	22%	23%
Faaliyet Karı	-	24%	40%	37%
FAVÖK	-	29%	31%	35%
PBT	-	5%	20%	28%
Net Profit	-	8%	17%	11%

Karlılık	2024	2025T	2026T	2027T
Brüt Kar Marjı	38.4%	36.9%	37.1%	37.9%
Operasyonel Gider Marjı	-27.0%	-26.3%	-25.2%	-24.8%
Faaliyet Kar Marjı	11.6%	10.8%	11.9%	13.0%
FAVÖK Marjı	17.3%	16.7%	17.2%	18.6%
VÖK Marjı	14.1%	11.1%	10.5%	10.7%
Net Kar Marjı	6.6%	5.3%	4.9%	4.3%
Özkaynak Karlılığı (ROE)	16.0%	11.8%	10.2%	8.3%
Yatırım Sermayesi Getirisi (ROIC)	17.7%	13.1%	13.2%	14.3%

Borçluluk	2024	2025T	2026T	2027T
Net Borç (Nakit)	-	62,712	68,611	79,201
Net Borç / FAVÖK	-	1.6	1.3	1.1
Faaliyet Karı / Net Faiz Gideri	-	2.4	2.9	3.7

Bira Satış Hacmi	2024	2025T	2026T	2027T
Konsolide	13.0	12.9	13.1	13.5
Türkiye	6.3	6.2	6.4	6.5
Yurtdışı	6.6	6.7	6.8	7.0
Büyüme - Yıllık				
Konsolide	6.7%	-0.1%	1.5%	2.5%
Türkiye	2.6%	-1.3%	2.0%	2.0%
Yurtdışı	10.9%	0.9%	1.0%	3.0%

Değerleme	2024	2025T	2026T	2027T
F/K	6.2	7.1	7.1	7.4
FD/FAVÖK	5.2	5.8	5.1	4.4
FD/Net Satışlar	0.9	1.0	0.9	0.8

Makro Tahminler	2024	2025T	2026T	2027T
USD/TL Yılsonu	35.2	43.5	50.7	59.1
EUR/TL Yılsonu	36.7	51.3	61.8	73.9
TÜFE Yılsonu	32%	25%	19%	17%

Çeyrekssel Özet -TRYmn^{1,2} -Proforma

TMS29 Sonrası	1Ç24	2Ç24	3Ç24	1Ç25	2Ç25	3Ç25
Net Satışlar	33,645	48,661	49,768	44,346	64,393	68,860
Büyüme	-	-	-	32%	32%	38%
Büyüme - Reel	-	-	-	-5%	-2%	4%
Bira	6,288	11,717	12,635	7,852	15,626	15,674
Büyüme	-30%	-20%	-29%	25%	33%	24%
Türkiye	3,118	6,797	7,909	4,069	9,399	9,628
Büyüme	85%	87%	61%	31%	38%	22%
Yurtdışı	3,121	4,868	4,670	3,728	6,147	5,945
Büyüme	-57%	-55%	-63%	19%	26%	27%
Coca-Cola İçecek	27,230	36,600	36,711	36,158	48,142	52,201
Büyüme	75%	57%	16%	33%	32%	42%
Hacim (mn birim kasa)	2.3	3.9	4.1	2.3	4.1	3.9
Büyüme	-68%	-61%	-61%	0%	5%	-5%
Türkiye	1.0	1.9	2.0	1.0	2.0	1.8
Büyüme	12%	3%	-1%	-1%	6%	-8%
Yurtdışı	1.3	2.0	2.1	1.3	2.1	2.1
Büyüme	-79%	-76%	-75%	0%	5%	-2%
Brüt Kar	11,293	19,732	20,021	14,073	24,658	27,821
Faaliyet Gideri	-9,480	-11,158	-11,418	-13,313	-15,716	-15,767
Faaliyet Karı	1,702	8,539	8,249	912	8,919	11,987
Diğer Gelir/Gider	-225	432	-354	119	-50	-82
Finansal Gelir/Gider	-949	-4,134	-2,601	-1,125	-4,953	-4,790
Parasal Kazanç/Kayıp	4,060	3,394	3,747	4,595	3,449	4,057
VÖK Marjı	4,588	8,230	9,041	4,501	7,365	11,172
Vergi	-761	-1,859	-2,113	-791	-763	-2,393
Azınlık Payı	1,346	1,477	2,573	1,985	2,537	3,527
Net Kar	2,482	4,895	4,355	1,725	4,065	5,253
FAVÖK	3,992	11,038	10,703	4,128	12,324	15,366
Marj	11.9%	22.7%	21.5%	9.3%	19.1%	22.3%
Bira	-426	2,808	2,848	-486	3,235	3,444
Marj	-6.8%	24.0%	22.5%	-6.2%	20.7%	22.0%
Coca-Cola İçecek	4,426	8,137	7,722	4,540	8,974	11,578
Marj	16.3%	22.2%	21.0%	12.6%	18.6%	22.2%
İşletme Sermayesi	14,223	13,870	8,670	19,869	22,379	17,346
Yatırım Harcaması	-2,452	-4,372	-4,197	-3,856	-5,277	-3,731
Net Borç	29,077	21,957	20,729	66,128	63,121	54,412
Brüt Marj	33.6%	40.5%	40.2%	31.7%	38.3%	40.4%
Faaliyet Gideri/Satış	-28.2%	-22.9%	-22.9%	-30.0%	-24.4%	-22.9%
Faaliyet Kar Marjı	5.1%	17.5%	16.6%	2.1%	13.9%	17.4%
VÖK Marjı	13.6%	16.9%	18.2%	10.2%	11.4%	16.2%
Net Marj	7.4%	10.1%	8.8%	3.9%	6.3%	7.6%
İşletme Sermayesi/Satış	42.3%	28.5%	17.4%	44.8%	34.8%	25.2%
Yatırım/Satış	-7.3%	-9.0%	-8.4%	-8.7%	-8.2%	-5.4%
Net Borç/FAVÖK	0.9	0.7	0.8	2.0	1.9	1.5

TMS29 Öncesi	1Ç24	2Ç24	3Ç24	1Ç25	2Ç25	3Ç25
Net Satışlar	33,543	49,938	53,399	44,200	65,875	72,420
Büyüme	-	-	-	32%	32%	36%
FAVÖK	5,625	11,933	12,449	5,334	13,841	17,375
Büyüme	-	-	-	-5%	16%	40%
FAVÖK Marjı	16.8%	23.9%	23.3%	12.1%	21.0%	24.0%

Kaynak: Şirket Verisi, AK Yatırım Araştırma

¹ Finansallar her ilgili çeyreğin dönem sonu itibarıyla TL satın alma gücü cinsinden ifade edilmiştir

² Finansallar proforma (Rusya hariç) değerleri içermektedir.

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.