

ANADOLU EFES

Vergi gideri nedeniyle net zarar gerçekleşti

Anadolu Efes 4Ç25'te 3.137 milyon TL net zarar açıkladı. Bu rakam, 4 milyar TL vergi gideri ve beklentimizin %10 altında gerçekleşen 5,7 milyar TL FAVÖK (TMS 29 sonrası) nedeniyle hem bizim tahminimizin (603 milyon TL seviyesinde) hem de piyasa beklentisinin altında kaldı. Net satışlar ise 47 milyar TL ile beklentilerin hafif üzerinde gerçekleşti. Net borç 1,3 milyar dolar ile büyük ölçüde yatay kaldı ve 4Ç25'te 1,4x net borç/FAVÖK seviyesine işaret etti (3Ç25: 1,5x). Sadece bira operasyonlarına bakıldığında net borç çeyrek bazda %4 azalarak 680 milyon dolara gerilerken net borç/FAVÖK 4x seviyesinde gerçekleşti. Anadolu Efes hisseleri üzerinde hafif olumsuz etki bekliyoruz.

Bira gelirleri 4Ç25'te proforma bazda yıllık %11 arttı. Bu artışta Kazakistan'daki fiyat ayarlamaları ve hacimlerdeki sınırlı artış (%0,6 büyüme) sayesinde uluslararası gelirlerdeki %20,5'lik artış (4 milyar TL) etkili oldu. Türkiye bira operasyonlarında gelirler yıllık %6,4 artarak 7 milyar TL oldu. Bira FAVÖK marjı ise 4Ç25'te yıllık bazda 537bps düşüşle %5,8'e geriledi. 2025 yılı finansallarında bira hacimleri yatay seyrederken, bira gelirleri %2,4 geriledi ve FAVÖK marjı 209 bps düştü.

2026 beklentileri: Anadolu Efes konsolide hacimlerde orta tek haneli büyüme beklemektedir (bira grubu düşük tek haneli büyüme, Türkiye bira düşük tek haneli artış, uluslararası bira yatay). TMS 29 sonrası finansallarda düşük tek haneli gelir büyümesi (bira grubu düşük-orta tek haneli), TMS 29 öncesi finansallarda kur etkisinden arındırılmış bazda orta onlu büyüme (bira grubunda kur etkisinden arındırılmış yüksek onlu büyüme) öngörülmektedir. Hem TMS 29 öncesi hem sonrası finansallarda FAVÖK marjının yatay kalması, bira grubunda da FAVÖK marjının sabit seyretmesi beklenmektedir.

Anadolu Efes toplam 2.010 milyon TL brüt nakit temettü dağıtma kararı açıkladı. Bu tutar hisse başına 0,3395 TL temettüye karşılık gelmekte olup 13 Mayıs ve 5 Ekim tarihlerinde iki eşit taksitte ödenecektir. Temettü verimi %1,8'dir.

Endeks Üzeri Getiri tavsiyesini koruyor 12 aylık hedef fiyatı 29TL'ye (önceki 27TL) yükseltiyoruz: Değerlememiz i) Anadolu Efes'in %50 payına göre düzeltilmiş hedef Coca-Cola İçecek değeri ve ii) Türkiye, Kazakistan, Gürcistan, Moldova ve Ukrayna operasyonlarını kapsayan bira faaliyetlerine atfettiğimiz 397mn dolar (USD bazlı İNA) üzerinden hesaplanmaktadır (320mn dolar bira piyasa değeri). Toplam hedef değerimizin %87'si Coca-Cola İçecek'ten gelmektedir. 2026 için gelirlerde %3 reel büyüme, FAVÖK marjında 10 baz puan ve net kâr marjında 30 baz puan artışla %4 seviyesine yükseliş varsayıyoruz.

Çeyrek Özet

milyon TL	Özet Finansallar					Beklentilerle Karşılaştırma		
	4Ç25	4Ç24	y/y	3Ç25	ç/ç	Piyasa	AK	Piyasa Farl
Net Satışlar	47,010	39,629	19%	71,859	-35%	45,232	45,232	4%
FAVÖK	5,739	3,379	70%	15,883	-64%	6,319	6,716	-9%
FAVÖK Marjı	12.2%	8.5%	368 bps	22.1%	-990 bps	14.0%	14.8%	-176 bps
Net Kar	-3,137	-2,133	47%	5,481	-157%	603	603	-620%

Kaynak: Şirket, Rasyonet, AK Yatırım, Proforma Finansallar

Endeks Üzeri Getiri

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

Bloomberg Kodu	AEFES TI
Tavsiye	Endeks Üz. Getiri
Hedef Fiyat, TL	29.00 (önceki 27.00)
Güncel Fiyat, TL	18.75
Getiri Potansiyeli	55%
Halka Açıklık Oranı	32%
Piyasa Değeri, mn TL	111,020
Firma Değeri, mn TL	276,797

Finansal Veriler

Özet UFRS Finansallar

	2025	2026T	2027T	2028T
Ciro, mn TL	243,847	312,722	391,714	472,791
FAVÖK, mn TL	40,510	52,222	69,245	91,926
Net Kâr, mn TL	8,957	12,223	14,215	17,157

Borçluluk

Net Borç, mn TL	55,384	70,751	86,400	117,835
Net Borç/FAVÖK	1.4	1.4	1.2	1.3

Kârlılık

FAVÖK Marjı	16.6%	16.7%	17.7%	19.4%
Net Marj	3.7%	3.9%	3.6%	3.6%
Temettü Verimi	0.8%	1.8%	1.7%	1.9%

Büyüme

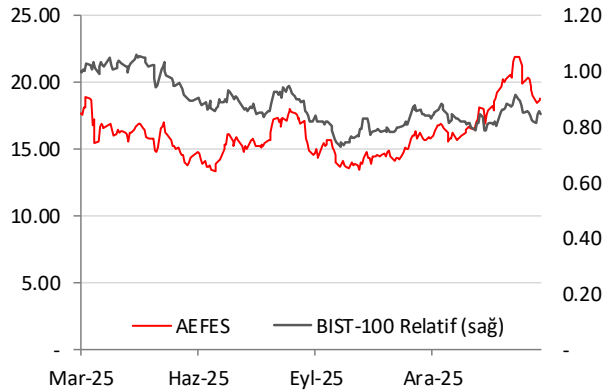
Ciro, y/y	34.2%	28.2%	25.3%	20.7%
FAVÖK, y/y	27.2%	28.9%	32.6%	32.8%
Net Kâr, y/y	-14.2%	36.5%	16.3%	20.7%

Değerleme Verisi

	2025	2026T	2027T	2028T
F/K	10.4	9.1	7.8	6.5
FD/FAVÖK	5.5	5.4	4.3	3.6
FD/Ciro	0.9	0.9	0.8	0.7

Hisse Verileri

	1A	3A	12A	YBG
Nominal Getiri	-6.2%	19.5%	7.3%	19.4%
BİST-100 Relatif	-2.5%	0.6%	-16.4%	2.8%
AOİH, mn TL	1,253	1,234	1,163	1,341



Piyasa verileri 5 Mart 2026 tarihlidir.

Konsolide gelirler 4Ç25'te meşrubat segmentindeki %23 büyümenin etkisiyle %18,6 arttı. FAVÖK ise %70 artarak meşrubat segmentindeki toparlanmanın etkisiyle FAVÖK marjında 368 baz puanlık iyileşmeye işaret etti. Meşrubat segmentinin toplam gelirlerdeki payı %76, FAVÖK'teki payı ise %89 oldu. 2025 yılında hacim büyümesi %7, gelir büyümesi %2,5 olurken FAVÖK marjı 86 baz puan düşüşle %16,6 olarak gerçekleşti.

TMS 29 öncesi finansallar yıllık %49 gelir büyümesine, FAVÖK marjında 213 baz puan artışla %15,3 seviyesine ve -%2,3 net kâr marjına işaret etmektedir. Proforma bira gelirleri %39 artarken FAVÖK marjı 647 baz puan düşüşle %12,4'e geriledi. Yıllık bazda konsolide gelirler %36 artarken FAVÖK marjı 116 baz puan geriledi. Sadece bira operasyonlarında gelirler %30 artarken FAVÖK marjı yıllık bazda 239 baz puan düşüşle %19,6 oldu.

Çeyreksel Özet

milyon TL	Özet Finansallar					Beklentilerle Karşılaştırma					
	4Ç25	4Ç24	y/y	3Ç25	ç/ç	Piyasa	AK	Piyasa Fark	2025	2024	y/y
Net Satışlar	47,010	39,629	19%	71,859	-35%	45,232	45,232	4%	243,847	237,838	3%
FAVÖK	5,739	3,379	70%	15,883	-64%	6,319	6,716	-9%	40,510	41,546	-2%
FAVÖK Marjı	12.2%	8.5%	368 bps	22.1%	-990 bps	14.0%	14.8%	-176 bps	16.6%	17.5%	-86 bps
Net Kar	-3,137	-2,133	47%	5,481	-157%	603	603	-620%	8,957	13,670	-34%

Kaynak: Şirket, Rasyonet, AK Yatırım, Proforma Finansallar

TRY milyon	Eski Tahminler			Yeni Tahminler		Fark	
	2025	2026T	2027T	2026T	2027T	2026T	2027T
Net Satışlar	243,847	309,431	389,160	312,722	391,714	1%	1%
FAVÖK düzeltilmiş	40,510	52,227	70,376	52,222	69,245	0%	-2%
Net Kar	8,957	14,850	16,354	12,223	14,215	-18%	-13%
FAVÖK Marjı	16.6%	16.9%	18.1%	16.7%	17.7%	-0.2pp	-0.4pp
Net Marj	3.7%	4.8%	4.2%	3.9%	3.6%	-0.9pp	-0.6pp

Kaynak: Şirket Verisi, Ak Yatırım Araştırma

TMS29 Sonrası	1Ç24	2Ç24	3Ç24	4Ç24	1Ç25	2Ç25	3Ç25	4Ç25
Net Satışlar	33,645	48,661	66,338	30,276	44,346	64,393	68,860	47,010
Büyüme	37%	28%	33%	-33%	32%	32%	4%	55%
Büyüme - Reel	-19%	-25%	-11%	-54%	-5%	-2%	-22%	19%
Bira	6,288	11,717	12,635	7,570	7,852	15,626	15,674	11,104
Büyüme	-30%	-20%	-29%	-147%	25%	33%	24%	47%
Türkiye	3,118	6,797	7,909	5,054	4,069	9,399	9,628	7,039
Büyüme	85%	87%	61%	60%	31%	38%	22%	39%
Yurtdışı	3,121	4,868	4,670	2,539	3,728	6,147	5,945	4,009
Büyüme	-57%	-55%	-63%	-113%	19%	26%	27%	58%
Coca-Cola İçecek	27,230	36,600	36,711	22,138	36,158	48,142	52,201	35,700
Büyüme	75%	57%	16%	-6%	33%	32%	42%	61%
Hacim (mn birim kasa)	2.3	3.9	4.1	2.6	2.3	4.1	3.9	2.7
Büyüme	-68%	-61%	-61%	-67%	0%	5%	-5%	0%
Türkiye	1.0	1.9	2.0	1.4	1.0	2.0	1.8	1.4
Büyüme	12%	3%	-1%	1%	-1%	6%	-8%	0%
Yurtdışı	1.3	2.0	2.1	1.3	1.3	2.1	2.1	1.3
Büyüme	-79%	-76%	-75%	-81%	0%	5%	-2%	1%
Brüt Kar	11,293	19,732	26,687	10,767	14,073	24,658	27,821	18,493
Faaliyet Gideri	-9,480	-11,158	-15,338	-14,538	-13,313	-15,716	-15,767	-15,616
Faaliyet Karı	1,702	8,539	10,995	-397	912	8,919	11,987	2,215
Diğer Gelir/Gider	-225	432	-354	-545	119	-50	-82	-662
Finansal Gelir/Gider	-949	-4,134	-2,809	-315	-1,125	-4,953	-4,790	-3,333
Parasal Kazanç/Kayıp	4,060	3,394	3,747	2,041	4,595	3,449	4,057	2,108
VÖK Marjı	4,588	8,230	11,579	783	4,501	7,365	11,172	328
Vergi	-761	-1,859	-2,114	-1,877	-791	-763	-2,393	-3,973
Azınlık Payı	1,346	1,477	3,865	259	1,985	2,537	3,527	-509
Net Kar	2,482	4,895	5,805	-2,133	1,725	4,065	5,253	-3,137
FAVÖK	3,992	11,038	14,266	2,582	4,128	12,324	15,366	5,739
Marj	11.9%	22.7%	21.5%	8.5%	9.3%	19.1%	22.3%	12.2%
Bira	-426	2,808	2,848	859	-486	3,235	3,444	650
Marj	-6.8%	24.0%	22.5%	11.3%	-6.2%	20.7%	22.0%	5.8%
Coca-Cola İçecek	4,426	8,137	7,722	1,484	4,540	8,974	11,578	5,245
Marj	16.3%	22.2%	21.0%	6.7%	12.6%	18.6%	22.2%	14.7%
İşletme Sermayesi	14,223	13,870	8,670	2,476	19,869	22,379	17,346	14,262
Yatırım Harcaması	-2,452	-4,372	-4,197	-5,227	-3,856	-5,277	-3,731	-3,954
Net Borç	29,077	21,957	20,729	24,428	66,128	63,121	54,412	55,384
Brüt Marj	33.6%	40.5%	40.2%	35.6%	31.7%	38.3%	40.4%	39.3%
Faaliyet Gideri/Satış	-28.2%	-22.9%	-23.1%	-48.0%	-30.0%	-24.4%	-22.9%	-33.2%
Faaliyet Kar Marjı	5.1%	17.5%	16.6%	-1.3%	2.1%	13.9%	17.4%	4.7%
VÖK Marjı	13.6%	16.9%	17.5%	2.6%	10.2%	11.4%	16.2%	0.7%
Net Marj	7.4%	10.1%	8.8%	-7.0%	3.9%	6.3%	7.6%	-6.7%
İşletme Sermayesi/Satış	42.3%	28.5%	13.1%	8.2%	44.8%	34.8%	25.2%	30.3%
Yatırım/Satış	-7.3%	-9.0%	-6.3%	-17.3%	-8.7%	-8.2%	-5.4%	-8.4%
Net Borç/FAVÖK	0.9	0.7	0.7	0.7	1.8	1.7	1.5	1.4
TMS29 Öncesi	1Ç24	2Ç24	3Ç24	4Ç24	1Ç25	2Ç25	3Ç25	4Ç25
Net Satışlar	33,543	49,938	53,399	34,862	44,200	65,875	72,420	51,783
Büyüme	-	-	-	-	32%	32%	36%	49%
FAVÖK	5,625	11,933	12,449	4,591	5,334	13,841	17,375	7,924
Büyüme	-	-	-	-	-5%	16%	40%	73%
FAVÖK Marjı	16.8%	23.9%	23.3%	13.2%	12.1%	21.0%	24.0%	15.3%

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.