

## ANADOLU EFES

## Endeks Üzeri Getiri

Analist: Ece Mandacı, CFA  
[ece.mandaci@akyatirim.com.tr](mailto:ece.mandaci@akyatirim.com.tr)

## Bira İşkolu Beklentinin Altında Sonuç Açıkladı

**Anadolu Efes, 1Ç26'da TMS29 sonrası finansallara göre 2.010 mn TL net kâr açıkladı.** Sonuç, 2,0 mlr TL seviyesindeki tahminimizle uyumlu gerçekleşirken, piyasa beklentisi olan 2,5 mlr TL'nin %18 altında kaldı. Alkolsüz içecek segmentindeki güçlü performansa rağmen, bira segmenti FVÖK marjı tahminimizin hafif altında gerçekleşti ve vergi giderleri 1Ç26'da daha yüksek geldi. Bira operasyonlarına ilişkin net borç çeyreksele arttı. Şirket 2026 yılı beklentilerini korudu.

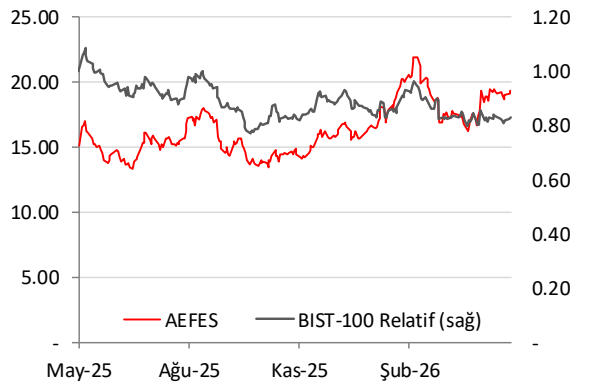
**Türkiye bira hacimleri, yıllık bazda %20 daralarak 0,8 mn hektolitreye geriledi** ve gelirlerde %18,6 düşüşle 4,3 mlr TL seviyesine yol açtı. Serin hava koşulları ve pazardaki çift haneli daralma, gelirlerdeki zayıflığın temel nedenleri oldu. Uluslararası bira hacimleri de Gürcistan'daki ihracat operasyonlarının yeniden yapılandırılması nedeniyle %1,8 daraldı. Buna karşın gelirler yıllık %2,5 artarak 5 mlr TL'ye yükseldi (USD bazında %11 artış). Toplam bira gelirleri, hacimlerdeki %9,6 düşüşle 2,1 mn hektolitreye gerilemeye paralel olarak yıllık %8,4 daralarak 9,4 mlr TL oldu. Bira FAVÖK marjı -%8,1 seviyesinde gerçekleşti (-761 mn TL FAVÖK). Bira segmenti, 1Ç25'teki 1,2 mlr TL net kâra kıyasla 1Ç26'da 327 mn TL net zarar açıkladı.

**Konsolide gelirler, alkolsüz içecek segmentindeki %11 büyümenin desteğiyle yıllık %7,6 artarak 62 mlr TL'ye yükseldi.** BNRI bazında FAVÖK, alkolsüz içecek segmentindeki %53 büyümenin etkisiyle yıllık %57,6 artış gösterdi.

**Net borç, çeyreksele bazda %12 artarak 1,44 mlr USD'ye yükseldi.** Bu durum, 1Ç26'da 1,3x net borç/FAVÖK oranına işaret ediyor (4Ç25: 1,4x). Sadece bira operasyonlarına ilişkin net borç/FAVÖK oranı ise 4Ç25'teki 4,0x seviyesinden 1Ç26'da 4,6x'e yükseldi.

**Endeks Üzeri Getiri tavsiyesini ve 12 aylık hedef fiyatı 29TL seviyesinde koruyoruz:** 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 400mn dolar (USD bazlı İNA) üzerinden hesaplanmaktadır (106mn dolar bira piyasa değeri). Toplam hedef değerimizin %87'si Coca-Cola İçecek'ten gelmektedir. Revize tahminlerimiz, 2026 yılında reel bazda %2 gelir büyümesine ve FAVÖK marjında yıllık 30 baz puan daralmaya işaret ediyor.

Bloomberg Kodu	AEFES TI			
Tavsiye	Endeks Üz. Getiri			
Hedef Fiyat, TL	29.00			
Güncel Fiyat, TL	19.34			
Getiri Potansiyeli	50%			
Halka Açıklık Oranı	32%			
Piyasa Değeri, mn TL	114,513			
Firma Değeri, mn TL	295,163			
Finansal Veriler	2025	2026T	2027T	2028T
Özet UFRS Finansallar				
Ciro, mn TL	243,847	324,345	415,461	513,055
FAVÖK, mn TL	40,510	52,911	71,246	96,545
Net Kâr, mn TL	8,957	12,885	14,207	17,545
Borçluluk				
Net Borç, mn TL	55,384	74,010	92,284	125,325
Net Borç/FAVÖK	1.4	1.4	1.3	1.3
Kârlılık				
FAVÖK Marjı	16.6%	16.3%	17.1%	18.8%
Net Marj	3.7%	4.0%	3.4%	3.4%
Temettü Verimi	0.8%	1.8%	1.7%	1.9%
Büyüme				
Ciro, y/y	34.2%	33.0%	28.1%	23.5%
FAVÖK, y/y	27.2%	30.6%	34.7%	35.5%
Net Kâr, y/y	-14.2%	43.9%	10.3%	23.5%
Değerleme Verisi	2025	2026T	2027T	2028T
F/K	10.4	8.9	8.1	6.5
FD/FAVÖK	5.5	5.7	4.5	3.6
FD/Ciro	0.9	0.9	0.8	0.7
Hisse Verileri	1A	3A	12A	YBG
Nominal Getiri	10.5%	-3.2%	22.7%	23.1%
BİST-100 Relatif	-1.4%	-9.3%	-22.9%	-4.4%
AÖİH, mn TL	982	981	1,106	1,107



Piyasa verileri 5 Mayıs 2026 tarihlidir.

Çeyreksele Özet	Özet Finansallar				Beklentilerle Karşılaştırma			
	1Ç26	1Ç25	y/y	4Ç25	ç/ç	Piyasa	AK	Piyasa Fark
Net Satışlar	62,425	58,033	8%	51,730	21%	62,427	58,325	0%
FAVÖK	8,065	4,682	72%	6,662	21%	8,443	7,844	-4%
FAVÖK Marjı	12.9%	8.1%	485 bps	12.9%	4 bps	13.5%	13.4%	-60 bps
Net Kar	2,010	2,258	-11%	-3,452	a.d.	2,454	2,027	-18%

Kaynak: Şirket, Rasyonet, AK Yatırım

**TMS29 öncesi finansallar**, yıllık %41 gelir büyümesine, 377 baz puan FAVÖK marj iyileşmesiyle %15,8 marja ve -%0,3 net kâr marjına işaret ediyor. Proforma bira gelirleri yıllık %22 artarken, FAVÖK marjı 106 baz puan gerileyerek %2,6'ya düştü.

**Anadolu Efes**, toplam 2.010 mn TL brüt nakit temettü dağıtacak. Bu tutar hisse başına 0,3395 TL temettüye karşılık geliyor ve 13 Mayıs ile 5 Ekim tarihlerinde iki eşit taksitte ödenecek. Temettü verimi ise %1,8 seviyesinde bulunuyor.

**2026 beklentileri:** Anadolu Efes konsolide hacimlerde orta tek haneli büyüme beklenmektedir (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.

TRY milyon	2025	Eski Tahminler		Yeni Tahminler		Fark	
		2026T	2027T	2026T	2027T	2026T	2027T
Net Satışlar	243,847	312,722	391,714	324,345	415,461	4%	6%
FAVÖK düzeltilmiş	40,510	52,222	69,245	52,911	71,246	1%	3%
Net Kar	8,957	12,223	14,215	12,885	14,207	5%	0%
FAVÖK Marjı	16.6%	16.7%	17.7%	16.3%	17.1%	-0.4pp	-0.5pp
Net Marj	3.7%	3.9%	3.6%	4.0%	3.4%	0.1pp	-0.2pp

Kaynak: Şirket Verisi, Ak Yatırım Araştırma



## Çeyrek Özet -TRYmn<sup>1,2</sup> -Proforma

TMS29 Sonrası	1Ç24	2Ç24	3Ç24	4Ç24	1Ç25	2Ç25	3Ç25	4Ç25	1Ç26
<b>Net Satışlar</b>	<b>33,645</b>	<b>48,661</b>	<b>49,768</b>	<b>30,276</b>	<b>44,346</b>	<b>64,393</b>	<b>68,860</b>	<b>47,010</b>	<b>62,425</b>
Büyüme	37%	28%	0%	-33%	32%	32%	38%	55%	41%
Büyüme - Reel	0%	0%	0%	0%	-5%	-2%	4%	19%	8%
<b>Bira</b>	<b>6,289</b>	<b>11,711</b>	<b>12,631</b>	<b>7,570</b>	<b>7,852</b>	<b>15,626</b>	<b>15,674</b>	<b>11,104</b>	<b>9,306</b>
Büyüme	-30%	-20%	-29%	-147%	25%	33%	24%	47%	19%
<b>Türkiye</b>	<b>3,118</b>	<b>6,797</b>	<b>7,911</b>	<b>5,054</b>	<b>4,069</b>	<b>9,399</b>	<b>9,628</b>	<b>7,039</b>	<b>4,333</b>
Büyüme	85%	87%	61%	60%	31%	38%	22%	39%	6%
<b>Yurtdışı</b>	<b>3,121</b>	<b>4,868</b>	<b>4,670</b>	<b>2,539</b>	<b>3,728</b>	<b>6,147</b>	<b>5,945</b>	<b>4,009</b>	<b>5,001</b>
Büyüme	-57%	-55%	-63%	-113%	19%	26%	27%	58%	34%
<b>Coca-Cola İçecek</b>	<b>27,230</b>	<b>36,600</b>	<b>36,711</b>	<b>22,138</b>	<b>36,158</b>	<b>48,142</b>	<b>52,201</b>	<b>35,700</b>	<b>52,369</b>
Büyüme	75%	57%	16%	-6%	33%	32%	42%	61%	45%
<b>Hacim (mn birim kasa)</b>	<b>2.3</b>	<b>3.9</b>	<b>4.1</b>	<b>2.6</b>	<b>2.3</b>	<b>4.1</b>	<b>3.9</b>	<b>2.7</b>	<b>2.1</b>
Büyüme	-68%	-61%	-61%	-67%	0%	5%	-5%	0%	-10%
<b>Türkiye</b>	<b>1.0</b>	<b>1.9</b>	<b>2.0</b>	<b>1.4</b>	<b>1.0</b>	<b>2.0</b>	<b>1.8</b>	<b>1.4</b>	<b>0.8</b>
Büyüme	12%	3%	-1%	1%	-1%	6%	-8%	0%	-20%
<b>Yurtdışı</b>	<b>1.3</b>	<b>2.0</b>	<b>2.1</b>	<b>1.3</b>	<b>1.3</b>	<b>2.1</b>	<b>2.1</b>	<b>1.3</b>	<b>1.3</b>
Büyüme	-79%	-76%	-75%	-81%	0%	5%	-2%	1%	-2%
<b>Brüt Kar</b>	<b>11,293</b>	<b>19,732</b>	<b>20,021</b>	<b>10,767</b>	<b>14,073</b>	<b>24,658</b>	<b>27,821</b>	<b>18,493</b>	<b>22,373</b>
<b>Faaliyet Gideri</b>	<b>-9,480</b>	<b>-11,158</b>	<b>-11,418</b>	<b>-14,538</b>	<b>-13,313</b>	<b>-15,716</b>	<b>-15,767</b>	<b>-15,616</b>	<b>-18,091</b>
<b>Faaliyet Karı</b>	<b>1,702</b>	<b>8,539</b>	<b>8,249</b>	<b>-397</b>	<b>912</b>	<b>8,919</b>	<b>11,987</b>	<b>2,215</b>	<b>4,306</b>
<b>Diğer Gelir/Gider</b>	<b>-225</b>	<b>432</b>	<b>-354</b>	<b>-545</b>	<b>119</b>	<b>-50</b>	<b>-82</b>	<b>-662</b>	<b>11</b>
<b>Finansal Gelir/Gider</b>	<b>-949</b>	<b>-4,134</b>	<b>-63</b>	<b>-315</b>	<b>-1,125</b>	<b>-4,953</b>	<b>-4,790</b>	<b>-3,333</b>	<b>-3,814</b>
<b>Parasal Kazanç/Kayıp</b>	<b>4,060</b>	<b>3,394</b>	<b>3,747</b>	<b>2,041</b>	<b>4,595</b>	<b>3,449</b>	<b>4,057</b>	<b>2,108</b>	<b>6,504</b>
<b>VÖK Marjı</b>	<b>4,588</b>	<b>8,230</b>	<b>11,579</b>	<b>783</b>	<b>4,501</b>	<b>7,365</b>	<b>11,172</b>	<b>328</b>	<b>7,007</b>
<b>Vergi</b>	<b>-761</b>	<b>-1,859</b>	<b>-2,114</b>	<b>-1,877</b>	<b>-791</b>	<b>-763</b>	<b>-2,393</b>	<b>-3,973</b>	<b>-2,482</b>
<b>Azınlık Payı</b>	<b>1,346</b>	<b>1,477</b>	<b>3,865</b>	<b>259</b>	<b>1,985</b>	<b>2,537</b>	<b>3,527</b>	<b>-509</b>	<b>2,515</b>
<b>Net Kar</b>	<b>2,482</b>	<b>3,742</b>	<b>4,355</b>	<b>-2,133</b>	<b>1,725</b>	<b>4,065</b>	<b>5,253</b>	<b>-3,137</b>	<b>2,010</b>
<b>FAVÖK</b>	<b>3,992</b>	<b>11,038</b>	<b>10,703</b>	<b>2,582</b>	<b>4,128</b>	<b>12,324</b>	<b>15,366</b>	<b>5,739</b>	<b>8,514</b>
Marj	11.9%	22.7%	21.5%	8.5%	9.3%	19.1%	22.3%	12.2%	13.6%
<b>Bira</b>	<b>-300</b>	<b>2,808</b>	<b>2,848</b>	<b>858</b>	<b>-486</b>	<b>3,235</b>	<b>3,444</b>	<b>650</b>	<b>-761</b>
Marj	-4.8%	24.0%	22.6%	11.3%	-6.2%	20.7%	22.0%	5.8%	-8.2%
<b>Coca-Cola İçecek</b>	<b>4,426</b>	<b>8,137</b>	<b>7,722</b>	<b>1,484</b>	<b>4,540</b>	<b>8,974</b>	<b>11,578</b>	<b>5,245</b>	<b>8,992</b>
Marj	16.3%	22.2%	21.0%	6.7%	12.6%	18.6%	22.2%	14.7%	17.2%
<b>İşletme Sermayesi</b>	<b>14,223</b>	<b>13,870</b>	<b>8,670</b>	<b>2,476</b>	<b>19,869</b>	<b>22,379</b>	<b>17,346</b>	<b>14,262</b>	<b>22,279</b>
<b>Yatırım Harcaması</b>	<b>-2,452</b>	<b>-4,372</b>	<b>-4,197</b>	<b>-5,227</b>	<b>-3,856</b>	<b>-5,277</b>	<b>-3,731</b>	<b>-3,954</b>	<b>-3,349</b>
<b>Net Borç</b>	<b>29,077</b>	<b>21,957</b>	<b>20,729</b>	<b>24,428</b>	<b>66,128</b>	<b>63,121</b>	<b>54,412</b>	<b>55,384</b>	<b>64,124</b>
<b>Brüt Marj</b>	<b>33.6%</b>	<b>40.5%</b>	<b>40.2%</b>	<b>35.6%</b>	<b>31.7%</b>	<b>38.3%</b>	<b>40.4%</b>	<b>39.3%</b>	<b>35.8%</b>
<b>Faaliyet Gideri/Satış</b>	<b>-28.2%</b>	<b>-22.9%</b>	<b>-22.9%</b>	<b>-48.0%</b>	<b>-30.0%</b>	<b>-24.4%</b>	<b>-22.9%</b>	<b>-33.2%</b>	<b>-29.0%</b>
<b>Faaliyet Kar Marjı</b>	<b>5.1%</b>	<b>17.5%</b>	<b>16.6%</b>	<b>-1.3%</b>	<b>2.1%</b>	<b>13.9%</b>	<b>17.4%</b>	<b>4.7%</b>	<b>6.9%</b>
<b>VÖK Marjı</b>	<b>13.6%</b>	<b>16.9%</b>	<b>23.3%</b>	<b>2.6%</b>	<b>10.2%</b>	<b>11.4%</b>	<b>16.2%</b>	<b>0.7%</b>	<b>11.2%</b>
<b>Net Marj</b>	<b>7.4%</b>	<b>7.7%</b>	<b>8.8%</b>	<b>-7.0%</b>	<b>3.9%</b>	<b>6.3%</b>	<b>7.6%</b>	<b>-6.7%</b>	<b>3.2%</b>
<b>İşletme Sermayesi/Satış</b>	<b>42.3%</b>	<b>28.5%</b>	<b>17.4%</b>	<b>8.2%</b>	<b>44.8%</b>	<b>34.8%</b>	<b>25.2%</b>	<b>30.3%</b>	<b>35.7%</b>
<b>Yatırım/Satış</b>	<b>-7.3%</b>	<b>-9.0%</b>	<b>-8.4%</b>	<b>-17.3%</b>	<b>-8.7%</b>	<b>-8.2%</b>	<b>-5.4%</b>	<b>-8.4%</b>	<b>-5.4%</b>
<b>Net Borç/FAVÖK</b>	<b>0.9</b>	<b>0.7</b>	<b>0.8</b>	<b>0.8</b>	<b>2.0</b>	<b>1.9</b>	<b>1.5</b>	<b>1.4</b>	<b>1.3</b>
<b>TMS29 Öncesi</b>	<b>1Ç24</b>	<b>2Ç24</b>	<b>3Ç24</b>	<b>4Ç24</b>	<b>1Ç25</b>	<b>2Ç25</b>	<b>3Ç25</b>	<b>4Ç25</b>	<b>1Ç26</b>
<b>Net Satışlar</b>	<b>33,543</b>	<b>49,938</b>	<b>53,399</b>	<b>34,862</b>	<b>44,200</b>	<b>65,875</b>	<b>72,420</b>	<b>51,783</b>	<b>62,327</b>
Büyüme	-	-	-	-	32%	32%	36%	49%	41%
<b>FAVÖK</b>	<b>5,625</b>	<b>11,933</b>	<b>12,449</b>	<b>4,591</b>	<b>5,334</b>	<b>13,841</b>	<b>17,375</b>	<b>7,924</b>	<b>9,874</b>
Büyüme	-	-	-	-	-5%	16%	40%	73%	85%
<b>FAVÖK Marjı</b>	<b>16.8%</b>	<b>23.9%</b>	<b>23.3%</b>	<b>13.2%</b>	<b>12.1%</b>	<b>21.0%</b>	<b>24.0%</b>	<b>15.3%</b>	<b>15.8%</b>

Kaynak: Şirket Verisi, AK Yatırım Araştırma

<sup>1</sup>Finansallar her ilgili çeyreğin dönem sonu itibarıyla TL satın alma gücü cinsinden ifade edilmiştir

<sup>2</sup>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. Raporunda 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 İnternet 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.