

Anadolu Efes

Endeksin Üzerinde Getiri

Cari Fiyat: 28.52TL
12 Aylık Hedef: 41TL

4Ç21 Bilanço Değerlendirmesi

Analist: Mustafa Küçükmeral, CFA
Mustafa.Kucukmeral@akyatirim.com.tr

4Ç21 beklenti – gerçekleşme				Hisse Performansı		Marjlar	
TL milyon	Gerçek	Piyasa	Ak				
Satışlar	10,962	9,843	9,860	1A		40%	
FAVÖK	1,460	1,626	1,595	3A		20%	
marj	13.3%	16.5%	16.2%	SBB		0%	
Net Kar	-198	-347	-390				

Operasyonel olmayan giderlerin düşük gerçekleşmesi ile beklentilerinden daha az zarar açıkladı: Anadolu Efes 4Ç21’de 198 milyon TL net zarar açıkladı. Piyasa 347 milyon TL zarar açıklanmasını bekliyordu. Operasyonel karın beklentilerin altında kalmasına ve ertelenmiş vergi gideri kaydedilmesine rağmen zararın beklentilerden daha düşük olması büyük ölçüde operasyonel olmayan giderlerin beklentilerden daha düşük gerçekleşmesinden kaynaklandı. Geçtiğimiz yıl aynı dönem 126 milyon TL net kar açıklamıştı. Geçen seneye göre operasyonel kardaki güçlü büyümeye rağmen yıllık bazda düşüş Anadolu Etap’ın TL’nin değer kaybından kaynaklanan kur farkı zararlarından ve ertelenmiş vergi giderinden kaynaklandı. Konsolide gelirler 11 milyar TL açıklanırken, piyasa beklentisinin 11% üzerinde gerçekleşti (Ak Yatırım: 9.9 milyar TL, piyasa: 9.8 milyar TL). Konsolide gelirler %5 hacim artışı, fiyat artışları ve uluslararası operasyonların kur çevrim farkları sayesinde yıllık bazda %71 artış gösterdi. Kur etkisinden arındırılmış büyüme %35 gerçekleşti. Konsolide FAVÖK maliyet artışları nedeniyle gelir büyümesine göre görece daha düşük %62 büyüme ile 1.5 milyar TL’ye ulaşırken piyasa beklentisinin %10 altında kaldı (Ak Yatırım: 1.6 milyar TL, piyasa: TL1.6 milyar TL).

Yorum: Şirket, beklentilerden daha az zarar açıklarken, buradaki olumlu sapmanın daha çok operasyonel olmayan kalemlerden kaynaklanmış olması ve operasyonel karın beklentilerin altında kalması nedeniyle piyasanın sonuçlara önemli bir tepki vermesini beklemiyoruz. Şirket’in 2022 öngörülerinde de önemli bir sürpriz bulunmuyor.

2022 öngörülerini: Şirket yönetimi yüksek fiyat artışları nedeniyle toplam bira grubu satış hacminin orta-tek haneli daralmasını ancak bira gelirlerinin kur çevrim farklarından arındırılmış olarak orta-onlu yüzdelerde büyümesini bekliyor. Bira grubu FAVÖK marjının ise yüksek enflasyon ortamı ve artan maliyet baskılarından olumsuz etkilenecek yıllık bazda 100 baz puan civarı daralmasını öngörüyor. 2022 öngörülerini genel olarak bizim beklentilerimize paralel.

Temettü verimi %6.5 gerçekleşti: Anadolu Efes Yönetim Kurulu Genel Kurul’un onayına 1098 milyon TL (hisse başı 1,8545 TL) brüt nakit temettü ödeme teklifi yapma kararı aldı. Açıklanan temettü miktarı bizim 950 milyon TL olan beklentimizin üzerinde yer alıyor. Temettü dağıtımına 20 Mayıs’tan itibaren başlanması planlanıyor. Temettü dağıtım oranı %103’e, temettü verimi %6,5’e denk geliyor.

AL tavsiyemizi yineliyoruz: Mevcut hedef değerimiz 41TL’ye %44 getiri potansiyeli sunan hisse için AL tavsiyemizi devam ettiriyoruz. Hisse 3.9 FD/FAVÖK çarpanı ile benzerlerine %65 iskontolu işlem görüyor. İskontonun son 3 yıllık ortalaması olan %55’e göre genişlediği görülüyor.

Gelir Tablosu (milyon TL)	4Ç20	1Ç21	2Ç21	3Ç21	4Ç21	2020	2021
Satış Gelirleri	6,419	6,159	10,387	11,787	10,962	26,743	39,296
Brüt Kar	2,418	1,952	3,919	4,368	3,915	9,943	14,154
Operasyonel Giderler	2,070	1,835	2,468	2,623	3,179	7,267	10,106
Faaliyet Karı	348	117	1,451	1,745	735	2,676	4,048
FAVÖK	900	656	2,008	2,323	1,460	4,749	6,447
Operasyonel Olmayan Gelir / (Gider)	-68	486	-210	-412	-109	-609	-245
Diğer Faaliyet Gelir / (Gider)	253	-11	40	32	277	41	337
Özkaynak Yöntemiyle Değ. Yatırım Karı	-25	-86	-86	-23	-347	-249	-542
Yatırım Faalaliyetlerinden Gelir / (Gider)	-40	535	39	-46	-59	316	467
Finansal Gelir / (Gider)	-256	48	-202	-375	21	-717	-508
Vergi Öncesi Kar	280	603	1,241	1,333	626	2,067	3,803
Vergi Geliri / (Gideri)	-98	-186	-321	-244	-684	-610	-1,436
Dönem Vergi Geliri / (Gideri)	-115	-195	-322	-300	-193	-610	-1,011
Ertelenmiş Vergi Geliri / (Gideri)	18	9	1	56	-491	0	-425
Vergi Sonrası Net Kar	183	417	920	1,089	-58	1,457	2,367
Azınlık Payları	57	121	504	533	140	638	1,299
Net Kar	126	295	415	556	-198	815	1,068
Büyüme (Yıllık)	4Ç20	1Ç21	2Ç21	3Ç21	4Ç21	2020	2021
Satış Gelirleri	28.1%	36.5%	46.9%	34.9%	70.8%	15.9%	46.9%
Operasyonel Giderler	13.3%	17.3%	44.4%	34.1%	53.6%	8.8%	39.1%
Faaliyet Karı	115.6%	-148.4%	49.4%	11.5%	111.3%	28.8%	51.3%
FAVÖK	46.3%	152.6%	36.0%	12%	62.2%	24.3%	35.8%
Net Kar	-35.7%	-329.5%	18.0%	23.9%	-257.6%	-21.2%	31.1%
Karlılık / Rasyo Analizi	4Ç20	1Ç21	2Ç21	3Ç21	4Ç21	2020	2021
Brüt Kar Marjı	37.7%	31.7%	37.7%	37.1%	35.7%	37.2%	36.0%
Operasyonel Gider Marjı	32.25%	29.8%	23.8%	22.3%	29.00%	27.2%	25.7%
Faaliyet Kar Marjı	5.4%	1.9%	14.0%	14.8%	6.7%	10.0%	10.3%
FAVÖK Marjı	14.0%	10.6%	19.3%	19.7%	13.3%	17.8%	16.41%
Efektif Vergi Oranı	34.8%	30.9%	25.9%	18.3%	109.3%	29.5%	37.8%
Net Kar Marjı	2.0%	4.8%	4.0%	4.7%	-1.8%	3.0%	2.7%
Operasyonel Nakit Akımı Marjı	8.9%	5.7%	29.2%	26.0%	14.8%	18.6%	20.5%
Serbest Nakit Akımı Marjı	3.8%	-1.3%	22.6%	5.4%	-5.7%	12.9%	5.8%
Operasyonel Nakit Akımı / FAVÖK	63%	54%	151%	132%	111%	105%	125%
Yatırım Harcaması / Satış Gelirleri	5.1%	7.1%	5.7%	3.2%	12.1%	5.2%	6.9%
İşletme Sermayesinde Değişim (Nakit Akım) / Satış Gelirleri	-0.2%	-6.7%	11.4%	8.0%	-2.7%	2.0%	3.6%
Nakit Akım Tablosu (milyon TL)	4Ç20	1Ç21	2Ç21	3Ç21	4Ç21	2020	2021
İşletme Faaliyetlerinden Nakit	570	353	3,028	3,068	1,624	4,972	8,073
Düzeltilme Öncesi Kar	183	417	920	1,089	-58	1,453	2,367
Amortisman ve İtfâ Payları	552	539	557	578	725	2,073	2,399
İşletme Sermayesindeki Değişim	-15	-413	1,180	942	-291	530	1,418
Diğer İşletme Faaliyetlerinden Nakit	-151	-190	371	458	1,249	916	1,889
Yatırım Faaliyetlerinden Nakit	-326	-435	-678	-2,432	-2,245	-1,515	-5,790
Sabit Sermaye Yatırımları	-326	-435	-591	-378	-1,322	-1,389	-2,725
Diğer Yatırım Faaliyetlerinden Nakit	0	0	-87	-2,054	-924	-126	-3,065
Serbest Nakit Akımı	244	-82	2,350	636	-621	3,457	2,283
Finansman Faaliyetlerinden Nakit	114	-856	2,069	-3,663	325	-1,129	-2,125
Finansal Borçlardaki Değişim	103	-49	3,785	-3,248	226	-325	714
Temettü	0	-721	-1,468	-23	0	-604	-2,211
Diğer Finansman Faaliyetlerinden Nakit	10	-86	-247	-392	99	-200	-628
Nakit ve Benzerlerindeki Değişim	125	-713	4,409	-2,870	919	2,712	1,745

Kaynak: Şirket, AK Yatırım Araştırma

Bilanço (milyon TL)	4Ç20	1Ç21	2Ç21	3Ç21	4Ç21
Dönen Varlıklar	15,723	16,600	23,591	20,178	24,664
Nakit ve Nakit Benzerleri	8,525	7,801	12,206	9,340	10,260
Finansal Yatırımlar	39	7	1	2	74
Ticari Alacaklar	2,745	3,708	5,899	4,942	5,117
Stoklar	2,709	3,236	3,675	3,736	5,903
Diğer Dönen Varlıklar	1,744	1,855	1,811	2,161	3,383
Duran Varlıklar	34,839	38,285	40,312	42,467	60,373
Finansal Yatırımlar	1	1	1	1	1
Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımlar	0	0	0	0	0
Maddi Duran Varlıklar	12,592	13,955	14,666	14,734	21,297
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	20,467	22,327	23,494	25,617	36,193
Kullanım Hakkı Varlıkları (UFRS 16)	327	314	341	317	431
Diğer Duran Varlıklar	1,452	1,688	1,811	1,799	2,451
Toplam Varlıklar	50,561	54,885	63,903	62,645	85,037
Kısa Vadeli Yükümlülükler	12,542	13,499	19,861	16,929	24,521
Finansal Borçlar	2,984	3,353	5,650	2,634	6,475
Ticari Borçlar	6,196	7,105	9,508	9,846	12,702
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	3,361	3,041	4,703	4,448	5,345
Uzun Vadeli Yükümlülükler	13,005	14,262	16,338	16,384	21,183
Finansal Borçlar	9,180	10,028	11,921	11,931	14,772
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	3,824	4,233	4,417	4,452	6,412
Özkaynaklar	25,015	27,124	27,704	29,333	39,332
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	12,806	13,673	13,488	14,162	18,715
Azınlık Payları	12,209	13,451	14,216	15,171	20,617
Toplam Kaynaklar	50,561	54,885	63,903	62,645	85,037
Yatırım Sermayesi (IC)	32,479	36,938	37,486	39,012	56,730
İşletme Sermayesi	-743	-161	66	-1,168	-1,682
İşletme Sermayesi (Diğer Dönen Varlıklar ve Yükümlülükler D)	-2,360	-1,347	-2,827	-3,455	-3,643
Toplam Borç	12,165	13,382	17,571	14,566	21,246
Net Borç / (Nakit)	3,601	5,573	5,364	5,224	10,912
Net Borç / G12A FAVÖK	0.8	1.1	1.0	0.9	1.7
Net Borç / Özkaynaklar	0.1	0.2	0.2	0.2	0.3
Fx Pozisyonu (Türev Korunma Dahil)	-502	127	3,249	-2,089	-2,545

Kaynak: Şirket, AK Yatırım Araştırma

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 dayanarak 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.

© Ak Yatırım Menkul Değerler A.Ş. 2020