

# Anadolu Grubu Holding

## Endeksin Üzerinde Getiri

Cari Fiyat: 40.626TL  
12 Aylık Hedef: N.A.

## 1Ç22 Bilanço Değerlendirmesi

Analist: Mustafa Küçükmeral, CFA  
[Mustafa.Kucukmeral@akyatirim.com.tr](mailto:Mustafa.Kucukmeral@akyatirim.com.tr)

1Ç22 beklenti – gerçekleşme				Hisse Performansı		Marjlar	
TL milyon	Gerçek	Piyasa	Ak				
Satışlar	28,214	n.a.	28,215	1A		1Ç21	Brüt
FAVÖK	3,223	n.a.	3,225	3A		2Ç21	FAVÖK
marj	11.4%	n.a.	11.4%	SBB		3Ç21	
Net Kar	-77	n.a.	-180			4Ç21	
						1Ç22	

### Önemli bir sürpriz yok

Anadolu Grubu Holding 1Ç22 finansallarında 77 milyon TL net zarar açıkladı. Geçtiğimiz yılın aynı döneminde 684 milyon TL kar açıklamıştı. Güçlü operasyonel sonuçlara rağmen net karda yıllık bazda yaşanan kötüleşme geçtiğimiz yıl varlık satışlarından kaynaklı tek seferlik yatırım gelirlerine karşın bu yıl Anadolu Efes'in Ukrayna operasyonlarına ilişkin değer düşüklüğü gideri kaydedilmesinden kaynaklandı. Tek seferlik giderler olmasaydı net kar geçen sene ilk çeyreğe paralel 97 milyon TL seviyesinde olurdu. Karşılaştırma yapmak için herhangi bir piyasa tahmini bulunmazken bizim beklentilerimiz 180mn TL zarar açıklayacağı yönündeydi. Zararın beklentimizden daha az gerçekleşmesi sonuçlarını daha önce açıklayan halka açık iştiraklerinin net kar katkılarının beklentilerimizin üzerinde olmasından kaynaklandı. Holding'in konsolide cirosu ve FAVÖK'ü beklentimize paralel gerçekleşti. Net aktif değerinin yaklaşık %90'ını oluşturan halka açık iştiraklerinin sonuçlarını daha önce açıklaması, halka açık olmayan portföyde de önemli bir sürpriz olmaması nedeniyle piyasanın sonuçlara önemli bir tepki vermesini beklemiyoruz.

### Güçlü büyüme gösterirken, girdi maliyetlerindeki artışa rağmen operasyonel marjlar iyileşti

Anadolu Holding'in konsolide gelirleri başta içecek segmenti olmak tüm segmentlerin güçlü büyümesi sayesinde yıllık bazda %84 artış göstererek 28.2 milyar TL'ye yükseldi. Konsolide FAVÖK ise özellikle meşrubat ve enerji segmentleri başta olmak üzere tüm segmentlerin katkısı ile yıllık bazda oldukça güçlü %125 büyüme göstererek 3.2 milyar TL'ye yükseldi. FAVÖK marjı Migros hariç tüm segmentlerde yaşanan marj iyileşmesi ve marjı daha yüksek olan meşrubat segmentinin ağırlığının artması nedeniyle yıllık bazda 200 baz puan yükselerek %11.4'e ulaştı. Yurt dışı operasyonları FAVÖK'ün yaklaşık %33'ünü oluşturdu.

### Güçlü operasyonel sonuçlar serbest nakit akışına yansımada

Güçlü büyümeye ve karlılığa rağmen serbest nakit akışı eksi 378 milyon TL olurken geçen sene aynı dönem pozitif 551mn TL seviyesindeydi. Önemli iş kollarında tedarik tarafında yaşanabilecek olası riskler için stok miktarının artırılması ve yatırım harcamalarındaki artış serbest nakit akışının zayıf olmasını sağladı. Holding'in konsolide net borcu zayıf nakit akışı ve TL'nin değer kaybı nedeniyle 22 milyar TL seviyesine yükseldi (4Ç21 sonu: 18.6 milyar TL). Net borç / FAVÖK rasyosu 1.8x olarak gerçekleşti (4Ç21 sonu: 1.8x, 1Ç21 sonu: 1.7x). Holding'in solo net borç pozisyonu da 1Ç22 sonu itibari ile 3.3 milyar TL seviyesinde gerçekleşti (4Ç21 sonu: 3.2 milyar TL, 1Ç21 sonu: 3 milyar TL).

Gelir Tablosu (milyon TL)	1Ç21	2Ç21	3Ç21	4Ç21	1Ç22	2020	2021
<b>Satış Gelirleri</b>	<b>15,348</b>	<b>20,603</b>	<b>23,361</b>	<b>23,429</b>	<b>28,214</b>	<b>62,081</b>	<b>82,741</b>
<b>Brüt Kar</b>	<b>4,142</b>	<b>6,330</b>	<b>7,164</b>	<b>6,912</b>	<b>8,482</b>	<b>18,104</b>	<b>24,548</b>
Operasyonel Giderler	3,512	4,241	4,475	5,400	6,420	13,297	17,629
<b>Faaliyet Karı</b>	<b>629</b>	<b>2,090</b>	<b>2,688</b>	<b>1,512</b>	<b>2,062</b>	<b>4,807</b>	<b>6,919</b>
Amortisman ve İtfa Payları	806	823	859	1,013	1,161	3,138	3,501
<b>FAVÖK</b>	<b>1,435</b>	<b>2,912</b>	<b>3,547</b>	<b>2,525</b>	<b>3,223</b>	<b>7,945</b>	<b>10,420</b>
Operasyonel Olmayan Gelir / (Gider)	695	-788	-1,099	-746	-2,018	-3,205	-1,937
Diğer Faaliyet Gelir / (Gider)	-161	-153	-159	-414	-819	-358	-887
Özkaynak Yöntemiyle Değ. Yatırım Karı	-86	-80	-24	-362	-95	-280	-552
Yatırım Faalaliyetlerinden Gelir / (Gider)	1,251	61	-45	145	-525	502	1,412
Finansal Gelir / (Gider)	-309	-615	-870	-115	-580	-3,069	-1,910
<b>Vergi Öncesi Kar</b>	<b>1,325</b>	<b>1,302</b>	<b>1,590</b>	<b>766</b>	<b>43</b>	<b>1,601</b>	<b>4,982</b>
Vergi Geliri / (Gideri)	-196	-304	-343	-555	-183	-903	-1,398
Dönem Vergi Geliri / (Gideri)	-253	-361	-359	-263	-512	-808	-1,236
Ertelenmiş Vergi Geliri / (Gideri)	56	57	16	-292	329	-95	-162
<b>Vergi Sonrası Net Kar</b>	<b>1,128</b>	<b>998</b>	<b>1,247</b>	<b>211</b>	<b>-140</b>	<b>699</b>	<b>3,584</b>
Azınlık Payları	402	800	946	104	-62	893	2,251
<b>Net Kar</b>	<b>684</b>	<b>198</b>	<b>301</b>	<b>107</b>	<b>-77</b>	<b>-351</b>	<b>1,291</b>
<b>Büyüme (Yıllık)</b>	<b>1Ç21</b>	<b>2Ç21</b>	<b>3Ç21</b>	<b>4Ç21</b>	<b>1Ç22</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>
Satış Gelirleri	24.3%	36.7%	27.3%	43.7%	83.8%	38.6%	33.3%
Operasyonel Giderler	12.9%	35.5%	28.4%	45.4%	82.8%	26.5%	32.6%
Faaliyet Karı	322.9%	55.3%	18.7%	49.1%	227.5%	51.7%	43.9%
FAVÖK	57.9%	37.8%	16%	37.0%	124.5%	41.1%	31.1%
Net Kar	-283.7%	-259.2%	21.2%	-192.0%	-111.3%	-162.1%	-468.1%
<b>Karlılık / Rasyo Analizi</b>	<b>1Ç21</b>	<b>2Ç21</b>	<b>3Ç21</b>	<b>4Ç21</b>	<b>1Ç22</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>
Brüt Kar Marjı	27.0%	30.7%	30.7%	29.5%	30.1%	29.2%	29.7%
Operasyonel Gider Marjı	22.9%	20.6%	19.2%	23.05%	22.8%	21.4%	21.3%
Faaliyet Kar Marjı	4.1%	10.1%	11.5%	6.5%	7.3%	7.7%	8.4%
FAVÖK Marjı	9.4%	14.1%	15.2%	10.8%	11.4%	12.8%	12.59%
Efektif Vergi Oranı	14.8%	23.3%	21.6%	72.4%	424.1%	56.4%	28.1%
Net Kar Marjı	4.5%	1.0%	1.3%	0.5%	-0.3%	-0.6%	1.6%
Operasyonel Nakit Akımı Marjı	4.3%	21.2%	21.7%	14.7%	3.9%	15.3%	16.4%
Serbest Nakit Akımı Marjı	3.6%	17.3%	9.3%	3.1%	-1.3%	13.6%	8.5%
Operasyonel Nakit Akımı / FAVÖK	46%	150%	143%	136%	34%	120%	130%
Yatırım Harcaması / Satış Gelirleri	3.2%	3.4%	2.7%	7.6%	4.6%	1.9%	4.3%
İşletme Sermayesinde Değişim (Nakit Akım) / Satış Gelirleri	-4.9%	6.5%	8.3%	1.3%	-5.3%	3.9%	3.4%
<b>Nakit Akım Tablosu (milyon TL)</b>	<b>1Ç21</b>	<b>2Ç21</b>	<b>3Ç21</b>	<b>4Ç21</b>	<b>1Ç22</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>
<b>İşletme Faaliyetlerinden Nakit</b>	<b>660</b>	<b>4,367</b>	<b>5,075</b>	<b>3,433</b>	<b>1,104</b>	<b>9,527</b>	<b>13,535</b>
Düzeltilme Öncesi Kar	1,086	998	1,247	211	-140	543	3,542
Amortisman ve İtfa Payları	806	823	859	1,013	1,161	3,138	3,501
İşletme Sermayesindeki Değişim	-758	1,347	1,938	302	-1,494	2,445	2,830
Diğer İşletme Faaliyetlerinden Nakit	-474	1,199	1,031	1,907	1,575	3,401	3,663
<b>Yatırım Faaliyetlerinden Nakit</b>	<b>-110</b>	<b>-793</b>	<b>-2,900</b>	<b>-2,711</b>	<b>-1,482</b>	<b>-1,061</b>	<b>-6,514</b>
Sabit Sermaye Yatırımları	-491	-707	-625	-1,771	-1,299	-1,179	-3,594
Diğer Yatırım Faaliyetlerinden Nakit	382	-86	-2,275	-940	-182	117	-2,919
<b>Serbest Nakit Akımı</b>	<b>551</b>	<b>3,574</b>	<b>2,175</b>	<b>722</b>	<b>-378</b>	<b>8,466</b>	<b>7,022</b>
<b>Finansman Faaliyetlerinden Nakit</b>	<b>-2,344</b>	<b>1,765</b>	<b>-4,746</b>	<b>237</b>	<b>5,345</b>	<b>-4,869</b>	<b>-5,088</b>
Finansal Borçlardaki Değişim	-1,059	3,549	-3,807	880	7,491	-2,152	-437
Temettü	-751	-1,015	-23	-3	0	-183	-1,791
Diğer Finansman Faaliyetlerinden Nakit	-534	-769	-916	-641	-2,145	-2,533	-2,860
<b>Nakit ve Benzerlerindeki Değişim</b>	<b>-1,709</b>	<b>5,273</b>	<b>-2,481</b>	<b>2,209</b>	<b>5,786</b>	<b>3,949</b>	<b>3,292</b>

Kaynak: Şirket, AK Yatırım Araştırma

Bilanço (milyon TL)	1Ç21	2Ç21	3Ç21	4Ç21	1Ç22
<b>Dönen Varlıklar</b>	<b>26,341</b>	<b>34,246</b>	<b>31,337</b>	<b>38,051</b>	<b>52,922</b>
Nakit ve Nakit Benzerleri	11,156	16,424	13,954	16,163	21,956
Finansal Yatırımlar	21	41	16	132	1,270
Ticari Alacaklar	4,347	6,672	5,654	5,993	8,138
Stoklar	8,046	8,562	8,852	11,423	15,864
Diğer Dönen Varlıklar	2,792	2,587	2,877	4,473	6,963
<b>Duran Varlıklar</b>	<b>49,985</b>	<b>52,121</b>	<b>54,809</b>	<b>73,765</b>	<b>75,594</b>
Finansal Yatırımlar	11	14	14	97	74
Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımlar	211	224	465	733	881
Maddi Duran Varlıklar	17,734	18,555	18,764	25,940	26,974
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	26,578	27,785	29,918	40,525	40,223
Kullanım Hakkı Varlıkları (UFRS 16)	3,263	3,287	3,451	3,465	3,606
Diğer Duran Varlıklar	2,187	2,257	2,197	3,004	3,836
<b>Toplam Varlıklar</b>	<b>76,326</b>	<b>86,367</b>	<b>86,146</b>	<b>111,816</b>	<b>128,516</b>
<b>Kısa Vadeli Yükümlülükler</b>	<b>28,356</b>	<b>35,069</b>	<b>33,039</b>	<b>43,556</b>	<b>52,929</b>
Finansal Borçlar	9,165	11,155	7,841	13,069	17,193
Ticari Borçlar	15,062	18,014	19,433	23,327	28,931
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	4,128	5,901	5,766	7,160	6,805
<b>Uzun Vadeli Yükümlülükler</b>	<b>21,460</b>	<b>23,725</b>	<b>23,718</b>	<b>28,937</b>	<b>35,234</b>
Finansal Borçlar	16,628	18,801	18,753	21,794	28,019
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	4,833	4,923	4,965	7,143	7,214
<b>Özkaynaklar</b>	<b>26,510</b>	<b>27,573</b>	<b>29,389</b>	<b>39,323</b>	<b>40,353</b>
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	6,338	6,743	7,109	8,988	9,078
Azınlık Payları	20,172	20,830	22,280	30,335	31,274
<b>Toplam Kaynaklar</b>	<b>76,326</b>	<b>86,367</b>	<b>86,146</b>	<b>111,816</b>	<b>128,516</b>
Yatırım Sermayesi (İC)	45,980	46,028	46,994	65,166	70,823
İşletme Sermayesi	-2,669	-2,779	-4,927	-5,912	-4,929
İşletme Sermayesi (Diğer Dönen Varlıklar ve Yükümlülükler D.)	-4,005	-6,093	-7,815	-8,599	-4,771
Toplam Borç	25,793	29,956	26,594	34,863	45,212
Net Borç / (Nakit)	14,616	13,491	12,623	18,569	21,985
Net Borç / G12A FAVÖK	1.7	1.5	1.3	1.8	1.8
Net Borç / Özkaynaklar	0.6	0.5	0.4	0.5	0.5
Fx Pozisyonu (Türev Korunma Dahil)	254	3,152	-2,134	-1,944	-4,417

Kaynak: Şirket, AK Yatırım Araştırma

# 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 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 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. 2020