

Anadolu Efes

Endeksin Üzerinde Getiri

Cari Fiyat: 38.40TL
12 Aylık Hedef: 53TL

2Ç22 Bilanço Değerlendirmesi ve Hedef Değer Güncellemesi

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

2Ç22 beklenti – gerçekleşme				Hisse Performansı		Marjlar	
TL milyon	Gerçek	Piyasa	Ak				
Satışlar	24,536	23,580	23,540	1A			
FAVÖK	4,761	4,552	4,740	3A			
marj	19.4%	19.3%	20.1%	SBB			
Net Kar	1,426	924	1,256				

Net kar güçlü operasyonel sonuçlar ve kur farkı karları sayesinde beklentileri aştı: Anadolu Efes 2Ç22’de 1.43 milyar TL net kar açıklarken, piyasa beklentisinin %54 üzerinde gerçekleşti (AKY: 1.26 milyar TL, piyasa: 924 milyon TL). Net kardaki sapma operasyonel karın beklentilerin hafif üzerinde olması, Rusya operasyonlarında Ruble’nin diğer yabancı paralara karşı değer kazancı nedeniyle ticari borçlar üzerinden oluşan kur farkı karları ve 148 milyon TL tutarında tek seferlik yatırım geliri elde edilmesinden kaynaklandı. Geçtiğimiz yıl aynı dönem 415 milyon TL net kar açıklanmıştı. Konsolide gelirler 24.5 milyar TL olarak açıklanırken, piyasa beklentisinin 4% üzerinde gerçekleşti (Ak Yatırım: 23.4 milyar TL, piyasa: 23.6 milyar TL). Konsolide gelirler %13 hacim artışı, fiyat artışları ve uluslararası operasyonların kur çevrim farkları sayesinde yıllık bazda %136 artış gösterdi. Konsolide FAVÖK güçlü büyüme ve fiyat artışları sayesinde, maliyet baskılarına rağmen, yıllık bazda %137 artış göstererek 4.76 milyar TL’ye yükselirken piyasa beklentisinin %5 üzerinde gerçekleşti (Ak Yatırım: 4.74 milyar TL, piyasa: TL4.55 milyar TL).

Yorum: Operasyonel sonuçların ve net karın beklentileri aşması ve Şirket’in öngörülerinde yukarı yönlü revizyon olması nedeniyle piyasanın sonuçlara olumlu tepki vermesini bekliyoruz.

2022 öngörülerinde yukarı yönlü revizyon: Şirket yönetimi ilk yarıyıdaki güçlü performansın ardından bira grubu satış büyüme öngörüsünü ve FAVÖK marjı öngörüsünü yukarı revize etti. Buna göre yüksek fiyat artışları sayesinde bira grubu satışlarının kur çevrim farklarından arındırılmış olarak yüksek onlu yüzdelerde artış göstermesini öngörüyor (önceki: orta-onlu yüzdelerde büyüme). Bira grubu FAVÖK marjının ise yıllık bazda yatay yada 100 baz puan civarı genişleyeceğini öngörüyorlar (önceki 100 baz puan daralma). Buna göre konsolide gelirlerin de orta-otuzlu yüzdelerde (önceki: düşük otuzlu yüzdelerde) artış göstermesini, konsolide FAVÖK’ün ise yatay (önceki: 100 baz puan civarı daralma) kalacağını öngörüyorlar. 2022 öngörülerinin genel olarak bizim güncel beklentilerimize paralel olduğunu söyleyebiliriz.

AL tavsiyemizi devam ettiriyoruz: Güçlü finansalların ve Şirket’in 2022 öngörülerini revize etmesinin ardından güncel makro tahminlerimiz ile değerlememizi revize ediyoruz. Ayrıca CCI’da yapmış olduğumuz güncellemeyi de hesaba katarak AEFES hissesi için hedef değerimizi 53TL’ye yükseltiyoruz (önceki: 41TL). Güncel hedef değerimize %38 getiri potansiyeli sunan hisse için AL tavsiyemizi devam ettiriyoruz. Hisse 2023 tahminlerimize göre 5.1 F/K ve 3.1 FD/FAVÖK çarpanı ile uluslararası benzerlerine göre geçmiş ortalamalarına yakın yaklaşık %55 iskonto ile işlem görüyor.

Gelir Tablosu (milyon TL)	2020	2021	2022	2023	Nakit Akım Tablosu (milyon TL)	2020	2021	2022	2023
Satış Gelirleri	26,743	39,296	80,009	116,006	İşletme Faaliyetlerinden Nakit	4,972	8,073	12,005	16,109
Brüt Kar	9,943	14,154	28,244	41,024	Düzeltilme Öncesi Kar	1,453	2,367	4,091	7,579
Operasyonel Giderler	7,267	10,106	19,132	27,818	Amortisman ve İfta Payları	2,073	2,399	4,273	5,795
Faaliyet Karı	2,676	4,048	9,112	13,206	İşletme Sermayesindeki Değişim	530	1,418	494	-407
FAVÖK	4,749	6,447	13,385	19,000	Diğer İşletme Faaliyetlerinden Nakit	916	1,889	3,147	3,142
FAVÖK (UFRS-16 öncesi)	4,749	6,447	13,385	19,000	Yatırım Faaliyetlerinden Nakit	-1,515	-5,790	-2,954	-3,574
Operasyonel Olmayan Gelir / (Gider)	41	337	416	225	Sabit Sermaye Yatırımları	-1,389	-2,725	-2,512	-3,574
Özkaynak Yöntemiyle Değ. Yatırım Karı	-249	-542	-125	-72	Diğer Yatırım Faaliyetlerinden Nakit	-126	-3,065	-442	0
Yatırım Faaliyetlerinden Gelir / (Gider)	316	467	-388	0	Serbest Nakit Akımı	3,457	2,283	9,051	12,536
Finansal Gelir / (Gider)	-717	-508	-1,854	-1,329	Finansman Faaliyetlerinden Nakit	-1,129	-2,125	1,586	-3,137
Vergi Öncesi Kar	2,067	3,803	7,160	12,029	Nakit ve Benzerlerindeki Değişim	2,328	158	10,637	9,399
Vergi Geliri / (Gideri)	-610	-1,436	-3,069	-4,450	Büyüme	2020	2021	2022	2023
Azınlık Payları	-638	-1,299	-1,889	-3,137	Satış Gelirleri	15.9%	46.9%	103.6%	45.0%
Net Kar	815	1,068	2,202	4,442	Brüt Kar	13.6%	42.3%	99.6%	45.2%
Hisse Başı Net Kar	1.4	1.8	3.7	7.5	Operasyonel Giderler	8.8%	39.1%	89.3%	45.4%
Hisse Başı Temettü	1.9	1.9	3.0	5.4	Faaliyet Karı	28.8%	51.3%	125.1%	44.9%
Temettü Dağıtım Oranı	141%	103%	80%	72%	FAVÖK	24.3%	35.8%	107.6%	42.0%
Bilanço (milyon TL)	2020	2021	2022	2023	FAVÖK (UFRS-16 Öncesi)	24.3%	35.8%	107.6%	42.0%
Dönen Varlıklar	15,723	24,664	51,702	73,142	Net Kar	-21.2%	31.1%	106.1%	101.7%
Nakit ve Nakit Benzerleri	8,525	10,260	20,891	30,290	Karlılık	2020	2021	2022	2023
Finansal Yatırımlar	39	74	74	74	Brüt Kar Marjı	37.2%	36.0%	35.3%	35.4%
Ticari Alacaklar	2,745	5,117	13,544	19,638	Operasyonel Gider Marjı	27.2%	25.7%	23.9%	24.0%
Stoklar	2,709	5,903	13,221	19,170	Faaliyet Kar Marjı	10.0%	10.3%	11.4%	11.4%
Diğer Dönen Varlıklar	1,705	3,310	3,971	3,971	FAVÖK Marjı	17.8%	16.4%	16.7%	16.4%
Duran Varlıklar	34,839	60,373	86,896	90,712	FAVÖK Marjı (UFRS-16 Öncesi)	17.8%	16.4%	16.7%	16.4%
Maddi Duran Varlıklar	12,592	21,297	30,185	34,001	Net Kar Marjı	3.0%	2.7%	2.8%	3.8%
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	20,467	36,193	52,480	52,480	Özkaynak Karlılığı (ROE)	6.3%	6.8%	9.5%	14.9%
Kullanım Hakkı Varlıkları	327	431	431	431	Yatırım Sermayesi Getirisi (ROIC)	6.4%	5.9%	8.7%	10.3%
Diğer Duran Varlıklar	1,453	2,452	3,800	3,800	Operasyonel Nakit Akımı Marjı	18.6%	20.5%	15.0%	13.9%
Toplam Varlıklar	50,561	85,037	138,597	163,854	Serbest Nakit Akımı Marjı	12.9%	5.8%	11.3%	10.8%
Kısa Vadeli Yükümlülükler	12,542	24,521	45,798	55,204	Operasyonel Nakit Akımı / FAVÖK	104.7%	125.2%	89.7%	84.8%
Finansal Borçlar	2,984	6,475	10,850	8,620	Rasyo Analizi	2020	2021	2022	2023
Diğer Finansal Yükümlülükler	0	0	0	0	F / K	15.3	13.2	10.3	5.1
Ticari Borçlar	6,196	12,702	25,862	37,498	FD / FAVÖK	4.8	6.0	4.7	3.1
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	3,361	5,345	9,086	9,086	FD / FAVÖK (UFRS-16 Öncesi)	4.8	6.0	4.7	3.1
Uzun Vadeli Yükümlülükler	13,005	21,183	32,435	40,707	FD / Satış	0.9	1.0	0.8	0.5
Finansal Borçlar	9,180	14,772	22,817	31,089	Temettü Verimi	8.4%	8.1%	4.8%	7.8%
Diğer Finansal Yükümlülükler	0	0	0	0	Borçluluk	2020	2021	2022	2023
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	3,824	6,412	9,618	9,618	Net Borç (Nakit)	3,601	10,912	12,703	9,346
Özkaynaklar	25,015	39,332	60,365	67,944	Net Borç (Nakit) (UFRS-16 Öncesi)	3,601	10,912	12,703	9,346
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	12,806	18,715	27,549	31,991	Net Borç / FAVÖK	0.8	1.7	0.9	0.5
Ödenmiş Sermaye	592	592	592	592	Net Borç / FAVÖK (UFRS-16 Öncesi)	0.8	1.7	0.9	0.5
Rezerv ve Diğer Kalemler	6,186	11,054	17,686	17,686	Faaliyet Karı / Net Faiz Gideri (Geliri)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Geçmiş Yıllar Karları / (Zararları)	5,213	6,001	7,069	9,271					
Dönem Net Karı / (Zararı)	815	1,068	2,202	4,442					
Toplam Kaynaklar	50,561	85,037	138,597	163,854					

Kaynak: Şirket, AK Yatırım Araştırma

Gelir Tablosu (milyon TL)	2Ç21	3Ç21	4Ç21	1Ç22	2Ç21	6A21	6A22
Satış Gelirleri	10,387	11,787	10,962	13,769	24,536	16,547	38,305
Brüt Kar	3,919	4,368	3,915	4,787	8,825	5,871	13,611
Operasyonel Giderler	2,468	2,623	3,179	3,602	5,100	4,303	8,702
Faaliyet Karı	1,451	1,745	735	1,185	3,724	1,568	4,909
Amortisman ve İtfa Payları	557	578	725	852	1,037	1,096	1,889
FAVÖK	2,008	2,323	1,460	2,037	4,761	2,664	6,798
Operasyonel Olmayan Gelir / (Gider)	-210	-412	-109	-1,214	124	276	-1,090
Diğer Faaliyet Gelir / (Gider)	40	32	277	-513	929	29	416
Özkaynak Yöntemiyle Değ. Yatırım Karı	-86	-23	-347	-53	-9	-172	-62
Yatırım Faalaliyetlerinden Gelir / (Gider)	39	-46	-59	-521	133	573	-388
Finansal Gelir / (Gider)	-202	-375	21	-126	-930	-154	-1,056
Vergi Öncesi Kar	1,241	1,333	626	-29	3,848	1,843	3,819
Vergi Geliri / (Gideri)	-321	-244	-684	-181	-1,379	-507	-1,560
Dönem Vergi Geliri / (Gideri)	-322	-300	-193	-426	-977	-517	-1,403
Ertelenmiş Vergi Geliri / (Gideri)	1	56	-491	245	-402	10	-157
Vergi Sonrası Net Kar	920	1,089	-58	-210	2,469	1,336	2,259
Azınlık Payları	504	533	140	-78	1,043	626	965
Net Kar	415	556	-198	-132	1,426	710	1,294
Büyüme (Yıllık)	2Ç21	3Ç21	4Ç21	1Ç22	2Ç21	6A21	6A22
Satış Gelirleri	46.9%	34.9%	70.8%	123.5%	136.2%	42.8%	131.5%
Operasyonel Giderler	44.4%	34.1%	53.6%	96.3%	106.6%	32.8%	102.2%
Faaliyet Karı	49.4%	11.5%	111.3%	913.6%	156.7%	105.6%	213.1%
FAVÖK	36.0%	12%	62.2%	210.6%	137.1%	50.6%	155.1%
Net Kar	18.0%	23.9%	-257.6%	-144.7%	243.5%	196.1%	82.2%
Karlılık / Rasyo Analizi	2Ç21	3Ç21	4Ç21	1Ç22	2Ç21	6A21	6A22
Brüt Kar Marjı	37.7%	37.1%	35.7%	34.8%	36.0%	35.5%	35.5%
Operasyonel Gider Marjı	23.8%	22.3%	29.00%	26.2%	20.8%	26.0%	22.7%
Faaliyet Kar Marjı	14.0%	14.8%	6.7%	8.6%	15.2%	9.5%	12.8%
FAVÖK Marjı	19.3%	19.7%	13.3%	14.8%	19.4%	16.1%	17.75%
Efektif Vergi Oranı	25.9%	18.3%	109.3%	-626.9%	35.8%	27.5%	40.9%
Net Kar Marjı	4.0%	4.7%	-1.8%	-1.0%	5.8%	4.3%	3.4%
Operasyonel Nakit Akımı Marjı	29.2%	26.0%	14.8%	5.6%	28.5%	20.4%	20.3%
Serbest Nakit Akımı Marjı	22.6%	5.4%	-5.7%	-5.4%	24.2%	13.7%	13.5%
Operasyonel Nakit Akımı / FAVÖK	151%	132%	111%	38%	147%	127%	114%
Yatırım Harcaması / Satış Gelirleri	5.7%	3.2%	12.1%	7.9%	4.4%	6.2%	5.6%
İşletme Sermayesinde Değişim (Nakit Akım) / Satış Gelirleri	11.4%	8.0%	-2.7%	-6.6%	7.8%	4.6%	2.6%
Nakit Akım Tablosu (milyon TL)	2Ç21	3Ç21	4Ç21	1Ç22	2Ç21	6A21	6A22
İşletme Faaliyetlerinden Nakit	3,028	3,068	1,624	774	7,004	3,381	7,779
Düzeltilme Öncesi Kar	920	1,089	-58	-210	2,469	1,336	2,259
Amortisman ve İtfa Payları	557	578	725	852	1,037	1,096	1,889
İşletme Sermayesindeki Değişim	1,180	942	-291	-904	1,911	767	1,007
Diğer İşletme Faaliyetlerinden Nakit	371	458	1,249	1,036	1,588	182	2,624
Yatırım Faaliyetlerinden Nakit	-678	-2,432	-2,245	-1,523	-1,069	-1,113	-2,591
Sabit Sermaye Yatırımları	-591	-378	-1,322	-1,081	-1,068	-1,026	-2,149
Diğer Yatırım Faaliyetlerinden Nakit	-87	-2,054	-924	-441	-1	-87	-442
Serbest Nakit Akımı	2,350	636	-621	-748	5,936	2,268	5,187
Finansman Faaliyetlerinden Nakit	2,069	-3,663	325	5,211	-850	1,213	4,361
Finansal Borçlardaki Değişim	3,785	-3,248	226	6,119	947	3,736	7,066
Temettü	-1,468	-23	0	0	-1,417	-2,188	-1,417
Diğer Finansman Faaliyetlerinden Nakit	-247	-392	99	-908	-380	-334	-1,288
Nakit ve Benzerlerindeki Değişim	4,409	-2,870	919	5,262	5,687	3,697	10,950

Kaynak: Şirket, AK Yatırım Araştırma

Bilanço (milyon TL)	2Ç21	3Ç21	4Ç21	1Ç22	2Ç21
Dönen Varlıklar	23,591	20,178	24,664	36,084	48,457
Nakit ve Nakit Benzerleri	12,206	9,340	10,260	15,520	21,215
Finansal Yatırımlar	1	2	74	631	1,023
Ticari Alacaklar	5,899	4,942	5,117	7,067	12,487
Stoklar	3,675	3,736	5,903	8,408	10,623
Diğer Dönen Varlıklar	1,811	2,161	3,383	5,089	4,132
Duran Varlıklar	40,312	42,467	60,849	61,606	85,170
Finansal Yatırımlar	1	1	1	1	1
Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımlar	0	0	0	0	1
Maddi Duran Varlıklar	14,666	14,734	21,297	22,056	28,364
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	23,494	25,617	36,669	35,887	52,445
Kullanım Hakkı Varlıkları (UFRS 16)	341	317	431	453	589
Diğer Duran Varlıklar	1,811	1,799	2,451	3,208	3,771
Toplam Varlıklar	63,903	62,645	85,513	97,690	133,627
Kısa Vadeli Yükümlülükler	19,861	16,929	24,521	30,593	46,732
Finansal Borçlar	5,650	2,634	6,475	9,213	13,277
Ticari Borçlar	9,508	9,846	12,702	16,148	22,584
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	4,703	4,448	5,345	5,232	10,871
Uzun Vadeli Yükümlülükler	16,338	16,384	21,659	26,876	30,626
Finansal Borçlar	11,921	11,931	14,772	20,506	21,419
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	4,417	4,452	6,887	6,371	9,207
Özkaynaklar	27,704	29,333	39,332	40,221	56,269
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	13,488	14,162	18,715	18,967	25,138
Ödenmiş Sermaye	592	592	592	592	592
Rezerv ve Diğer Kalemler	6,158	6,276	11,054	11,437	17,380
Geçmiş Yıllar Karları / (Zararları)	6,028	6,028	6,001	7,069	5,872
Dönem Net Karı / (Zararı)	710	1,267	1,068	-132	1,294
Azınlık Payları	14,216	15,171	20,617	21,254	31,131
Toplam Kaynaklar	63,903	62,645	85,513	97,690	133,627
Yatırım Sermayesi (IC)	37,486	39,012	57,206	60,790	78,957
İşletme Sermayesi	66	-1,168	-1,682	-673	526
İşletme Sermayesi (Diğer Dönen Varlıklar ve Yükümlülükler D:	-2,827	-3,455	-3,643	-816	-6,213
Toplam Borç	17,571	14,566	21,246	29,719	34,696
Net Borç / (Nakit)	5,364	5,224	10,912	13,567	12,458
Net Borç / G12A FAVÖK	1.0	0.9	1.7	1.7	1.2
Net Borç / Özkaynaklar	0.2	0.2	0.3	0.3	0.2
Fx Pozisyonu (Türev Korunma Dahil)	3,249	-2,089	-2,545	-3,861	-2,144

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