

Anadolu Efes

Endeksin Üzerinde Getiri

Cari Fiyat: 46.78TL
12 Aylık Hedef: 66TL

3Ç22 Bilanço Değerlendirmesi ve Hedef Değer Güncellemesi

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

3Ç22 beklenti – gerçekleşme				Hisse Performansı		Marjlar	
TL milyon	Gerçek	Piyasa	Ak				
Satışlar	29,767	29,727	30,040	1A			
FAVÖK	6,662	6,027	6,230	3A			
marj	22.4%	20.3%	20.7%	SBB			
Net Kar	2,082	1,328	1,620				

Net kar güçlü operasyonel sonuçlar sayesinde beklentileri aştı: Anadolu Efes 3Ç22’de yıllık bazda %274 yükseliş ile 2.08 milyar TL net kar açıklarken, piyasa beklentisinin %57 üzerinde gerçekleşti (AKY: 1.62 milyar TL, piyasa: 1.33 milyar TL). Net kardaki pozitif sapma büyük ölçüde operasyonel karın beklentilerin üzerinde olmasından kaynaklandı. Konsolide gelirler 29.8 milyar TL olarak açıklanırken, piyasa beklentisine paralel gerçekleşti (Ak Yatırım: 30.4 milyar TL, piyasa: 29.7 milyar TL). Konsolide gelirler fiyat artışları ve uluslararası operasyonların kur çevrim farkları sayesinde yıllık bazda %153 artış gösterdi. Konsolide FAVÖK güçlü büyüme ve fiyat artışları sayesinde yıllık bazda %187 artış göstererek 6.66 milyar TL’ye yükselirken piyasa beklentisinin %11 üzerinde gerçekleşti (Ak Yatırım: 6.2 milyar TL, piyasa: TL6 milyar TL).

Yorum: Net karın güçlü operasyonel sonuçlar nedeniyle beklentileri aşması ve Şirket’in öngörülerinde yukarı yönlü revizyon olması nedeniyle piyasanın sonuçlara olumlu tepki vermesini bekliyoruz. Hisse fiyatının son 2 haftada %10 düşmesi ve endekse %15 yenilmesinin de piyasa tepkisini güçlendirebileceğini düşünüyoruz.

2022 öngörülerinde yukarı yönlü revizyon: Şirket yönetimi 3. çeyrekteki güçlü performansın ardından bira grubu satış büyüme öngörüsünü ve FAVÖK marjı öngörüsünü yukarı revize etti. Buna göre bira grubu satışlarının kur çevrim farklarından arındırılmış olarak düşük-orta yirmili yüzdelerde artış göstermesini öngörüyorlar (önceki: yüksek-onlu yüzdelerde büyüme). Bira grubu FAVÖK marjının ise yıllık bazda 400 baz puan civarı genişleyeceğini öngörüyorlar (önceki yatay yada 100 baz puan artış). Buna göre konsolide gelirlerin kur çevrim farkı etkisinden arındırılmış olarak düşük-kırkılı yüzdelerde (önceki: orta-otuzlu) artış göstermesini, konsolide FAVÖK marjının ise yatay kalması yada 100 baz puan artmasını bekliyorlar (önceki: yatay). 2022 öngörülerini genel olarak bizim güncel beklentilerimize kabaca paralel olmakla birlikte FAVÖK marjı tarafından yukarı yönlü potansiyel olduğunu düşünüyoruz.

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 66TL’ye yükseltiyoruz (önceki: 53TL). Güncel hedef değerimize %41 getiri potansiyeli sunan hisse için AL tavsiyemizi devam ettiriyoruz. Hisse 2023 tahminlerimize göre 4.8 F/K ve 2.9 FD/FAVÖK çarpanı ile uluslararası benzerlerine göre son iki yıllık ortalamalarına yakın yaklaşık %60 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	90,005	138,829	İşletme Faaliyetlerinden Nakit	4,972	8,073	12,438	18,046
Brüt Kar	9,943	14,154	32,152	48,515	Düzeltilme Öncesi Kar	1,453	2,367	6,248	9,012
Operasyonel Giderler	7,267	10,106	20,273	32,019	Amortisman ve İfta Payları	2,073	2,399	4,138	6,325
Faaliyet Karı	2,676	4,048	11,879	16,496	İşletme Sermayesindeki Değişim	530	1,418	-1,126	-364
FAVÖK	4,749	6,447	16,017	22,821	Diğer İşletme Faaliyetlerinden Nakit	916	1,889	3,179	3,073
FAVÖK (UFRS-16 öncesi)	4,749	6,447	16,017	22,821	Yatırım Faaliyetlerinden Nakit	-1,515	-5,790	-4,363	-4,262
Operasyonel Olmayan Gelir / (Gider)	41	337	416	225	Sabit Sermaye Yatırımları	-1,389	-2,725	-3,646	-4,262
Özkaynak Yöntemiyle Değ. Yatırım Karı	-249	-542	-125	-72	Diğer Yatırım Faaliyetlerinden Nakit	-126	-3,065	-717	0
Yatırım Faaliyetlerinden Gelir / (Gider)	316	467	-388	0	Serbest Nakit Akımı	3,457	2,283	8,075	13,784
Finansal Gelir / (Gider)	-717	-508	-1,753	-1,804	Finansman Faaliyetlerinden Nakit	-1,129	-2,125	7,522	239
Vergi Öncesi Kar	2,067	3,803	10,029	14,845	Nakit ve Benzerlerindeki Değişim	2,328	158	15,597	14,023
Vergi Geliri / (Gideri)	-610	-1,436	-3,782	-5,833					
Azınlık Payları	-638	-1,299	-2,047	-3,255	Büyüme	2020	2021	2022	2023
Net Kar	815	1,068	4,201	5,757	Satış Gelirleri	15.9%	46.9%	129.0%	54.2%
Hisse Başı Net Kar	1.4	1.8	7.1	9.7	Brüt Kar	13.6%	42.3%	127.2%	50.9%
Hisse Başı Temettü	1.9	1.9	3.2	5.4	Operasyonel Giderler	8.8%	39.1%	100.6%	57.9%
Temettü Dağıtım Oranı	141%	103%	45%	56%	Faaliyet Karı	28.8%	51.3%	193.4%	38.9%
					FAVÖK	24.3%	35.8%	148.4%	42.5%
					FAVÖK (UFRS-16 Öncesi)	24.3%	35.8%	148.4%	42.5%
					Net Kar	-21.2%	31.1%	293.2%	37.0%
Bilanço (milyon TL)	2020	2021	2022	2023	Karlılık	2020	2021	2022	2023
Dönen Varlıklar	15,723	24,664	60,097	89,582	Brüt Kar Marjı	37.2%	36.0%	35.7%	34.9%
Nakit ve Nakit Benzerleri	8,525	10,260	25,851	39,874	Operasyonel Gider Marjı	27.2%	25.7%	22.5%	23.1%
Finansal Yatırımlar	39	74	884	884	Faaliyet Kar Marjı	10.0%	10.3%	13.2%	11.9%
Ticari Alacaklar	2,745	5,117	13,478	20,790	FAVÖK Marjı	17.8%	16.4%	17.8%	16.4%
Stoklar	2,709	5,903	13,927	21,481	FAVÖK Marjı (UFRS-16 Öncesi)	17.8%	16.4%	17.8%	16.4%
Diğer Dönen Varlıklar	1,705	3,310	5,957	6,553	Net Kar Marjı	3.0%	2.7%	4.7%	4.1%
Duran Varlıklar	34,839	60,373	90,171	94,969	Özkaynak Karlılığı (ROE)	6.3%	6.8%	17.4%	17.8%
Maddi Duran Varlıklar	12,592	21,297	31,454	35,682	Yatırım Sermayesi Getirisi (ROIC)	6.4%	5.9%	11.2%	11.8%
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	20,467	36,193	54,290	54,290	Operasyonel Nakit Akımı Marjı	18.6%	20.5%	13.8%	13.0%
Kullanım Hakkı Varlıkları	327	431	627	627	Serbest Nakit Akımı Marjı	12.9%	5.8%	9.0%	9.9%
Diğer Duran Varlıklar	1,453	2,452	3,800	4,370	Operasyonel Nakit Akımı / FAVÖK	104.7%	125.2%	77.7%	79.1%
Toplam Varlıklar	50,561	85,037	150,268	184,551	Rasyo Analizi	2020	2021	2022	2023
Kısa Vadeli Yükümlülükler	12,542	24,521	51,023	59,671	F / K	15.3	13.2	6.6	4.8
Finansal Borçlar	2,984	6,475	15,070	8,620	FD / FAVÖK	5.1	6.4	4.5	2.9
Diğer Finansal Yükümlülükler	0	0	0	0	FD / FAVÖK (UFRS-16 Öncesi)	5.1	6.4	4.5	2.9
Ticari Borçlar	6,196	12,702	24,729	38,144	FD / Satış	0.9	1.1	0.8	0.5
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	3,361	5,345	11,224	12,908	Temettü Verimi	8.4%	8.1%	4.0%	6.8%
Uzun Vadeli Yükümlülükler	13,005	21,183	34,662	51,285	Borçluluk	2020	2021	2022	2023
Finansal Borçlar	9,180	14,772	23,121	38,590	Net Borç (Nakit)	3,601	10,912	11,456	6,452
Diğer Finansal Yükümlülükler	0	0	0	0	Net Borç (Nakit) (UFRS-16 Öncesi)	3,601	10,912	11,456	6,452
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	3,824	6,412	11,541	12,695	Net Borç / FAVÖK	0.8	1.7	0.7	0.3
Özkaynaklar	25,015	39,332	64,583	73,595	Net Borç / FAVÖK (UFRS-16 Öncesi)	0.8	1.7	0.7	0.3
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	12,806	18,715	29,548	35,305	Faaliyet Karı / Net Faiz Gideri (Geliri)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Ödenmiş Sermaye	592	592	592	592					
Rezerv ve Diğer Kalemler	6,186	11,054	17,686	17,686					
Geçmiş Yıllar Karları / (Zararları)	5,213	6,001	7,069	11,270					
Dönem Net Karı / (Zararı)	815	1,068	4,201	5,757					
Toplam Kaynaklar	50,561	85,037	150,268	184,551					

Kaynak: Şirket, AK Yatırım Araştırma

Gelir Tablosu (milyon TL)	3Ç21	4Ç21	1Ç22	2Ç21	3Ç22	9A21	9A22
Satış Gelirleri	11,787	10,962	13,769	24,536	29,767	28,334	68,072
Brüt Kar	4,368	3,915	4,787	8,825	11,481	10,239	25,092
Operasyonel Giderler	2,623	3,179	3,602	5,100	5,874	6,926	14,576
Faaliyet Karı	1,745	735	1,185	3,724	5,607	3,313	10,516
Amortisman ve İtfa Payları	578	725	852	1,037	1,055	1,674	2,943
FAVÖK	2,323	1,460	2,037	4,761	6,662	4,987	13,460
Operasyonel Olmayan Gelir / (Gider)	-412	-109	-1,214	124	-1,016	-136	-2,106
Diğer Faaliyet Gelir / (Gider)	32	277	-513	929	-154	61	263
Özkaynak Yöntemiyle Değ. Yatırım Karı	-23	-347	-53	-9	39	-195	-23
Yatırım Faalaliyetlerinden Gelir / (Gider)	-46	-59	-521	133	48	527	-341
Finansal Gelir / (Gider)	-375	21	-126	-930	-948	-529	-2,004
Vergi Öncesi Kar	1,333	626	-29	3,848	4,592	3,177	8,411
Vergi Geliri / (Gideri)	-244	-684	-181	-1,379	-1,424	-751	-2,984
Dönem Vergi Geliri / (Gideri)	-300	-193	-426	-977	-890	-817	-2,293
Ertelenmiş Vergi Geliri / (Gideri)	56	-491	245	-402	-533	66	-690
Vergi Sonrası Net Kar	1,089	-58	-210	2,469	3,168	2,426	5,427
Azınlık Payları	533	140	-78	1,043	1,086	1,159	2,051
Net Kar	556	-198	-132	1,426	2,082	1,267	3,376
Büyüme (Yıllık)	3Ç21	4Ç21	1Ç22	2Ç21	3Ç22	9A21	9A22
Satış Gelirleri	34.9%	70.8%	123.5%	136.2%	152.5%	39.4%	140.3%
Operasyonel Giderler	34.1%	53.6%	96.3%	106.6%	124.0%	33.3%	110.4%
Faaliyet Karı	11.5%	111.3%	913.6%	156.7%	221.3%	42.3%	217.4%
FAVÖK	12%	62.2%	210.6%	137.1%	187%	29.6%	169.9%
Net Kar	23.9%	-257.6%	-144.7%	243.5%	274.1%	83.9%	166.5%
Karlılık / Rasyo Analizi	3Ç21	4Ç21	1Ç22	2Ç21	3Ç22	9A21	9A22
Brüt Kar Marjı	37.1%	35.7%	34.8%	36.0%	38.6%	36.1%	36.9%
Operasyonel Gider Marjı	22.3%	29.00%	26.2%	20.8%	19.7%	24.4%	21.4%
Faaliyet Kar Marjı	14.8%	6.7%	8.6%	15.2%	18.8%	11.7%	15.4%
FAVÖK Marjı	19.7%	13.3%	14.8%	19.4%	22.4%	17.6%	19.77%
Efektif Vergi Oranı	18.3%	109.3%	-626.9%	35.8%	31.0%	23.6%	35.5%
Net Kar Marjı	4.7%	-1.8%	-1.0%	5.8%	7.0%	4.5%	5.0%
Operasyonel Nakit Akımı Marjı	26.0%	14.8%	5.6%	28.5%	12.3%	22.8%	16.8%
Serbest Nakit Akımı Marjı	4.5%	-4.7%	-5.4%	24.2%	8.1%	9.9%	11.1%
Operasyonel Nakit Akımı / FAVÖK	132%	111%	38%	147%	55%	129%	85%
Yatırım Harcaması / Satış Gelirleri	3.2%	12.1%	7.9%	4.4%	3.3%	5.0%	4.6%
İşletme Sermayesinde Değişim (Nakit Akım) / Satış Gelirleri	8.0%	-2.7%	-6.6%	7.8%	-6.6%	6.0%	-1.4%
Nakit Akım Tablosu (milyon TL)	3Ç21	4Ç21	1Ç22	2Ç21	3Ç22	9A21	9A22
İşletme Faaliyetlerinden Nakit	3,068	1,624	774	7,004	3,673	6,448	11,452
Düzeltilme Öncesi Kar	1,089	-58	-210	2,469	3,168	2,426	5,427
Amortisman ve İtfa Payları	578	725	852	1,037	1,055	1,674	2,943
İşletme Sermayesindeki Değişim	942	-291	-904	1,911	-1,967	1,709	-960
Diğer İşletme Faaliyetlerinden Nakit	458	1,249	1,036	1,588	1,417	640	4,041
Yatırım Faaliyetlerinden Nakit	-2,535	-2,142	-1,523	-1,069	-1,272	-3,648	-3,863
Sabit Sermaye Yatırımları	-378	-1,322	-1,081	-1,068	-997	-1,403	-3,146
Diğer Yatırım Faaliyetlerinden Nakit	-2,158	-820	-441	-1	-275	-2,245	-717
Serbest Nakit Akımı	532	-518	-748	5,936	2,401	2,800	7,589
Finansman Faaliyetlerinden Nakit	-3,663	325	5,211	-850	1,165	-2,449	5,526
Finansal Borçlardaki Değişim	-3,248	226	6,119	947	678	488	7,744
Temettü	-23	0	0	-1,417	-3	-2,211	-1,421
Diğer Finansman Faaliyetlerinden Nakit	-392	99	-908	-380	490	-726	-798
Nakit ve Benzerlerindeki Değişim	-2,973	1,022	5,262	5,687	5,175	723	16,125

Kaynak: Şirket, AK Yatırım Araştırma

Bilanço (milyon TL)	3Ç21	4Ç21	1Ç22	2Ç21	3Ç22
Dönen Varlıklar	20,178	24,664	36,084	48,457	55,657
Nakit ve Nakit Benzerleri	9,340	10,260	15,520	21,215	26,394
Finansal Yatırımlar	2	74	631	1,023	884
Ticari Alacaklar	4,942	5,117	7,067	12,487	11,272
Stoklar	3,736	5,903	8,408	10,623	12,713
Diğer Dönen Varlıklar	2,161	3,383	5,089	4,132	5,278
Duran Varlıklar	42,467	60,849	61,606	85,170	87,108
Finansal Yatırımlar	1	1	1	1	1
Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımlar	0	0	0	1	1
Maddi Duran Varlıklar	14,734	21,297	22,056	28,364	29,071
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	25,617	36,669	35,887	52,445	53,578
Kullanım Hakkı Varlıkları (UFRS 16)	317	431	453	589	627
Diğer Duran Varlıklar	1,799	2,451	3,208	3,771	3,830
Toplam Varlıklar	62,645	85,513	97,690	133,627	142,765
Kısa Vadeli Yükümlülükler	16,929	24,521	30,593	46,732	48,316
Finansal Borçlar	2,634	6,475	9,213	13,277	14,749
Ticari Borçlar	9,846	12,634	16,148	22,584	22,157
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	4,448	5,412	5,232	10,871	11,410
Uzun Vadeli Yükümlülükler	16,384	21,659	26,876	30,626	33,072
Finansal Borçlar	11,931	14,772	20,506	21,419	23,665
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	4,452	6,887	6,371	9,207	9,407
Özkaynaklar	29,333	39,332	40,221	56,269	61,377
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	14,162	18,715	18,967	25,138	27,897
Ödenmiş Sermaye	592	592	592	592	592
Rezerv ve Diğer Kalemler	6,276	11,054	11,437	17,380	17,776
Geçmiş Yıllar Karları / (Zararları)	6,028	6,001	7,069	5,872	6,153
Dönem Net Karı / (Zararı)	1,267	1,068	-132	1,294	3,376
Azınlık Payları	15,171	20,617	21,254	31,131	33,480
Toplam Kaynaklar	62,645	85,513	97,690	133,627	142,765
Yatırım Sermayesi (İC)	39,012	57,206	60,790	78,957	82,804
İşletme Sermayesi	-1,168	-1,614	-673	526	1,828
İşletme Sermayesi (Diğer Dönen Varlıklar ve Yükümlülükler D:	-3,455	-3,643	-816	-6,213	-4,304
Toplam Borç	14,566	21,246	29,719	34,696	38,415
Net Borç / (Nakit)	5,224	10,912	13,567	12,458	11,137
Net Borç / G12A FAVÖK	0.9	1.7	1.7	1.2	0.7
Net Borç / Özkaynaklar	0.2	0.3	0.3	0.2	0.2
Fx Pozisyonu (Türev Korunma Dahil)	-2,089	-2,545	-3,861	-2,144	5,516

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. 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