3Ç26 Kâr Değerlendirmesi

5 Kasım 2026

ANADOLU EFES

Endeksin Üzerinde Getiri

Türkiye operasyonlarındaki zayıflık genel karlılığı baskılıyor

Analist: Ece Mandacı, CFA
ece.mandaci@akyatirim.com.tr

Anadolu Efes, 3Ç26'da (TMS29 sonrası) TRY4.374mn net kâr açıkladı. Net kâr, TRY15,8mlr seviyesinde gerçekleşen FAVÖK'ün tahminlerin %6 altında kalması nedeniyle beklentilerimizin %5 altında gerçekleşti (Konsensüs: TRY4,6mlr, AK: TRY4,6mlr). FAVÖK marjındaki sapma, hem alkolsüz içecek hem de bira segmentlerinde daralmanın beklentilerden daha belirgin olmasından kaynaklandı (70bp daha düşük). Alkolsüz içecek segmentine ilişkin detaylı değerlendirmemiz için CCI değerlendirme raporumuza bakılabilir. TRY88,8mlr seviyesindeki gelirler tahminlerle büyük ölçüde uyumlu gerçekleşti. Net kârın beklentilerin altında kalması ve beklenti revizyonu nedeniyle piyasanın açıklamaya olumsuz tepki vermesini bekliyoruz.

Anadolu Efes, TMS29 sonrası bira segmentine ilişkin hacim ve FAVÖK marjı beklentilerini aşağı yönlü revize etti: Anadolu Efes, bira grubunda hacimlerin orta tek haneli daralmasını bekliyor (önceki beklenti: düşük tek haneli daralma; 9A26: -%7,4; AK: -%7). FAVÖK marjı beklentisi ise 250bp daralma olarak güncellendi (önceki beklenti: 150bp daralma; 9A26: 361bp daralma; AK: 270bp daralma). Gelir/hektolitre beklentisi düşük-orta tek haneli büyüme seviyesinde korundu. Konsolide bazda Anadolu Efes, hacimlerde orta tek haneli büyüme (9A26: %6,5), gelir/hl'de düşük tek haneli daralma (önceki beklenti: düşük tek haneli büyüme) ve FAVÖK marjında sınırlı düşüş (9A26'da 29bp daralma) öngörüyor. Konsolide ve bira gelir/hl beklentisi TMS29 öncesi bazda değişmezken (konsolide gelirlerde orta çift haneli kur etkisinden arındırılmış büyüme), bira grubu FAVÖK marjı beklentisi 200bp aşağı yönlü revize edildi (önceki beklenti: 100bp daralma; 9A26: 380bps daralma). 4Ç25'in düşük baz oluşturması nedeniyle, bira segmenti için revize edilen FAVÖK marjı beklentisinin ulaşılabilir olduğunu düşünüyoruz.

12 aylık hedef fiyatımızı TRY32'den TRY26'ya indiriyoruz: Hedef fiyatımıza göre %50'nin üzerinde getiri potansiyeli sunması nedeniyle Endeks Üstü Getiri önerimizi koruyoruz. BIST'te eylül ortasından bu yana yaşanan satışların ardından Anadolu Efes'in piyasa değeri USD1,9mlr seviyesine gerileyerek bira operasyonları için negatif 42mn dolar piyasa değeri ima ediyor. Rusya'daki varlıkların mülkiyetine ilişkin somut bir haber akışının bulunmaması, Türkiye'de tüketici talebinin ve turizm sektörünün zayıflamasıyla birlikte beklentilerin altında kalan hacim ve marj performansı, Anadolu Efes'in %50 iştiraki Coca-Cola İçecek'e kıyasla negatif ayrışmasına neden oldu. Revize tahminlerimize göre Anadolu Efes 2026T 10x F/K çarpanıyla işlem görürken, uluslararası benzerlerine kıyasla %26 iskonto sunuyor.

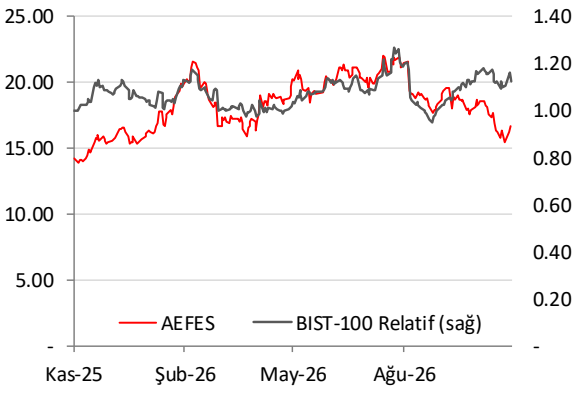
Çeyreksel Özet -TMS29 Sonrası

	Özet Finansallar					Beklentilerle Karşılaştırma		
milyon TL	3Ç26	3Ç25	y/y	2Ç26	ç/ç	Piyasa	AK	Piyasa Fark
Net Satışlar	88,760	89,334	*-0.6%*	92,364	*-3.9%*	89,381	91,571	*-1%*
FAVÖK	15,804	19,746	*-20.0%*	18,419	*-14.2%*	16,846	17,747	*-6%*
FAVÖK Marjı	*17.8%*	*22.1%*	*-430 bps*	*19.9%*	*-214 bps*	*18.8%*	*19.4%*	*-104 bps*
Net Kar	4,374	6,814	*-35.8%*	5,410	*-19.2%*	4,601	4,626	*-5%*

Kaynak: Şirket, Rasyonet, AK Yatırım

Bloomberg Kodu	AEFES TI
Tavsiye	Endeks Üz. Getiri
Hedef Fiyat, TL	26.00 (önceki 32.00)
Güncel Fiyat, TL	16.69
Getiri Potansiyeli	56%
Halka Açıklık Oranı	32%
Piyasa Değeri, mn TL	98,822
Firma Değeri, mn TL	283,286

Finansal Veriler	**2025**	**2026T**	**2027T**	**2028T**
Özet UFRS Finansallar				
Ciro, mn TL	243,847	322,449	419,504	540,982
FAVÖK, mn TL	40,510	50,089	70,347	93,650
Net Kâr, mn TL	8,957	10,047	14,501	18,700
Borçluluk				
Net Borç, mn TL	55,384	67,808	90,744	133,774
Net Borç/FAVÖK	1.4	1.4	1.3	1.4
Kârlılık				
FAVÖK Marjı	16.6%	15.5%	16.8%	17.3%
Net Marj	3.7%	3.1%	3.5%	3.5%
Temettü Verimi	0.8%	2.0%	1.5%	2.2%
Büyüme				
Ciro, y/y	34.2%	32.2%	30.1%	29.0%
FAVÖK, y/y	n.m.	23.6%	40.4%	33.1%
Net Kâr, y/y	-14.2%	12.2%	44.3%	29.0%
Değerleme Verisi	**2025**	**2026T**	**2027T**	**2028T**
F/K	10.4	10.2	8.5	8.1
FD/FAVÖK	5.5	5.5	4.8	4.7
FD/Ciro	0.9	0.8	0.8	0.8
Hisse Verileri	**1A**	**3A**	**12A**	**YBG**
Nominal Getiri	-6.6%	-21.8%	18.0%	8.1%
BİST-100 Relatif	-0.2%	-6.7%	12.2%	6.1%
AOİH, mn TL	561	809	963	919



Piyasa verileri 4 Kasım 2026 tarihlidir.
Değerleme verileri dolar cinsindendir.

3Ç26 Sonuçlarına İlişkin Detaylar:

Konsolide gelirler 3Ç26'da yıllık bazda %0,6 daralarak TRY89mlr seviyesinde gerçekleşti. Gelirlerin %78'ini oluşturan alkolsüz içecek segmenti 3Ç26'da %1 büyüme kaydetti. FAVÖK ise yıllık bazda %16,7 geriledi (bira: -%21, alkolsüz içecekler: -%13).

Bira operasyonlarında reel gelirler yıllık bazda %5 daralarak TRY20mlr seviyesinde gerçekleşirken, FAVÖK marjı 370bps düşüşle %18,3'e geriledi: Alkollü içecek ve turizm sektöründeki zayıf talep, Türkiye bira hacimlerinde %14,3 daralmaya yol açtı. Türkiye, 1,6mn hl ile toplam bira hacimlerinin %43'ünü oluşturuyor. Hacimlerdeki düşüş sonucunda Türkiye gelirleri reel bazda yıllık %14,5 daralarak TRY10,7mlr seviyesinde gerçekleşti. Buna karşın, uluslararası bira hacimleri yıllık %2 artarak 2mn hl seviyesine ulaştı. Uluslararası gelirler ise (TMS29 öncesi) Kazakistan'daki kur avantajı ve fiyat artışlarının desteğiyle dolar bazında yıllık %21 büyüdü. Genel olarak bira FAVÖK'ü, ağırlıklı olarak Türkiye bira operasyonlarındaki marj erozyonu nedeniyle yıllık %21 düşüşle TRY3,5mlr seviyesinde gerçekleşti. Bira operasyonlarının net kârı 3Ç26'da yıllık %59 düşüşle TRY892mn oldu.

Net borç çeyreksel bazda %28 azalarak TRY50mlr (1.015mn dolar) seviyesine geriledi. Böylece net borç/FAVÖK oranı 2Ç26'daki 1,2x seviyesinden 3Ç26'da 0,9x'e düştü. Bu iyileşmede alkolsüz içecek segmentindeki güçlü serbest nakit akışı yaratımı etkili oldu. Bira operasyonlarının solo net borcu ise çeyreksel bazda %4 azalarak 721m dolar seviyesine geriledi. Bununla birlikte, FAVÖK'teki zayıflık nedeniyle bira operasyonlarının 12 aylık net borç/FAVÖK oranı 2Ç26'daki 4,7x seviyesinden 3Ç26'da 5,1x'e yükseldi.

TMS29 öncesi finansallar, gelirlerde yıllık %29 büyümeye, FAVÖK marjında 365bps daralmayla %20,3 seviyesine ve %4,3 net kâr marjına işaret ediyor. Bira gelirleri %23 artarken, FAVÖK marjı 454bps düşüşle %22,1'e geriledi. Net kâr marjı ise yıllık bazda 424bps daralarak %0,4 seviyesinde gerçekleşti.

Hedef fiyatı 26 TL'ye indiriyoruz: CCI'ın hedef değerinin %50'sini ve Anadolu Efes'in bira operasyonları için USD200mn ortalama hedef değerini içeren geçmiş 1 yıllık hedef NAD hesaplamamız %20 iskonto ima ediyor. Bu doğrultuda hedef NAD değerimize %20 iskonto uyguladık. Ayrıca, 2026 yılındaki operasyonel zayıflığı ve mevcut borçlanma araçlarının refinansmanı sırasında borçlanma maliyetlerinde yaşanabilecek olası artışı dikkate alarak, bira operasyonlarına 12 aylık ileriye dönük USD178mn hedef değer atfediyoruz. Sonuç olarak, 12 aylık hedef fiyatımızı TRY32'den TRY26'ya indiriyoruz. Hedef fiyatımıza göre %50'nin üzerinde getiri potansiyeli sunması nedeniyle Endeks Üstü Getiri önerimizi koruyoruz.

		Eski Tahminler		Yeni Tahminler		Fark	
TRY milyon	2025	2026T	2027T	2026T	2027T	2026T	2027T
Net Satışlar	243,847	327,070	437,978	322,449	419,504	-1%	-4%
FAVÖK düzeltilmiş	40,510	56,871	75,283	50,089	70,347	-12%	-7%
Net Kar	8,957	13,450	15,393	10,047	14,501	-25%	-6%
FAVÖK Marjı	16.6%	17.4%	17.2%	15.5%	16.8%	-1.9pp	-0.4pp
Net Marj	3.7%	4.1%	3.5%	3.1%	3.5%	-1.0pp	-0.1pp

Kaynak: Şirket Verisi, Ak Yatırım Araştırma

Çeyreksel Özet -TRYmn[1]

TMS29 Sonrası	1Ç25	2Ç25	3Ç25	4Ç25	1Ç26	2Ç26	3Ç26
Net Satışlar	**44,346**	**64,393**	**68,860**	**47,010**	**62,425**	**87,491**	**88,760**
Büyüme	32%	32%	38%	55%	41%	36%	29%
Büyüme - Reel	-4.6%	-2.0%	3.8%	18.6%	7.6%	2.8%	-0.7%
Bira	7,852	15,626	15,674	11,104	9,411	19,389	19,142
Büyüme	25%	33%	24%	47%	20%	24%	22%
Turkiye	4,069	9,399	9,628	7,039	4,333	10,992	10,683
Büyüme	31%	38%	22%	39%	6%	17%	11%
Yurtdışı	3,728	6,147	5,945	4,009	5,001	8,266	8,516
Büyüme	19%	26%	27%	58%	34%	34%	43%
Coca-Cola İçecek	36,158	48,142	52,201	35,700	52,369	67,218	68,398
Büyüme	33%	32%	42%	61%	45%	40%	31%
Hacim (mn birim kasa)	**2.3**	**4.1**	**3.9**	**2.7**	**2.1**	**3.8**	**3.7**
Büyüme	0%	5%	-5%	0%	-10%	-8%	-6%
Türkiye	1.0	2.0	1.8	1.4	0.8	1.8	1.6
Büyüme	-1%	6%	-8%	0%	-20%	-12%	-14%
Yurtdışı	1.3	2.1	2.1	1.3	1.3	2.0	2.1
Büyüme	0%	5%	-2%	1%	-2%	-4%	2%
Brüt Kar	14,073	24,658	27,821	18,493	22,373	34,508	33,730
Faaliyet Gideri	-13,313	-15,716	-15,767	-15,616	-18,091	-21,436	-22,099
Faaliyet Karı	912	8,919	11,987	2,215	4,306	12,880	12,075
Diğer Gelir/Gider	119	-50	-82	-662	11	-203	435
Finansal Gelir/Gider	-1,125	-4,953	-4,790	-3,333	-3,814	-5,289	-5,587
Parasal Kazanç/Kayıp	4,595	3,449	4,057	2,108	6,504	5,137	4,220
VÖK Marjı	4,501	7,365	11,172	328	7,007	12,525	11,143
Vergi	-791	-763	-2,393	-3,973	-2,482	-3,298	-2,814
Azınlık Payı	1,985	2,537	3,527	-509	2,515	4,102	3,955
Net Kar	**1,725**	**4,065**	**5,253**	**-3,137**	**2,010**	**5,125**	**4,374**
FAVÖK - Şirketin Hesaplaması	**4,128**	**12,324**	**15,366**	**5,739**	**8,514**	**17,961**	**16,598**
Marj	9.3%	19.1%	22.3%	12.2%	13.6%	20.5%	18.7%
Bira	-486	3,235	3,444	650	-761	3,091	3,525
Marj	-6.2%	20.7%	22.0%	5.8%	-8.1%	15.9%	18.4%
Coca-Cola İçecek	4,540	8,974	11,578	5,245	8,992	14,889	12,622
Marj	12.6%	18.6%	22.2%	14.7%	17.2%	22.1%	18.5%
İşletme Sermayesi	19,869	22,379	17,346	14,262	22,279	30,189	14,030
Yatırım Harcaması	-3,856	-5,277	-3,731	-3,954	-3,349	-6,114	-4,680
Net Borç	66,128	63,121	54,412	55,384	64,124	65,655	49,653
Brüt Marj	31.7%	38.3%	40.4%	39.3%	35.8%	39.4%	38.0%
Faaliyet Gideri/Satış	-30.0%	-24.4%	-22.9%	-33.2%	-29.0%	-24.5%	-24.9%
Faaliyet Kar Marjı	2.1%	13.9%	17.4%	4.7%	6.9%	14.7%	13.6%
VÖK Marjı	10.2%	11.4%	16.2%	0.7%	11.2%	14.3%	12.6%
Net Marj	3.9%	6.3%	7.6%	-6.7%	3.2%	5.9%	4.9%
İşletme Sermayesi/Satış	44.8%	34.8%	25.2%	30.3%	35.7%	34.5%	15.8%
Yatırım/Satış	-8.7%	-8.2%	-5.4%	-8.4%	-5.4%	-7.0%	-5.3%
Net Borç/FAVÖK	2.0	1.9	1.5	1.4	1.3	1.2	0.9
TMS29 Öncesi	1Ç25	2Ç25	3Ç25	4Ç25	1Ç26	2Ç26	3Ç26
Net Satışlar	44,200	65,875	72,420	51,783	62,327	90,169	93,245
Büyüme	32%	32%	36%	49%	41%	37%	29%
FAVÖK	5,334	13,841	17,375	7,924	9,874	20,093	18,969
Büyüme	-5%	16%	40%	73%	85%	45%	9%
FAVÖK Marjı	12.1%	21.0%	24.0%	15.3%	15.8%	22.3%	20.3%

Kaynak: Şirket Verisi, AK Yatırım Araştırma

[1] *Finansallar her ilgili çeyreğin dönem sonu itibarıyla TL satın alma gücü cinsinden ifade edilmiştir*

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 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 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. 2026