

ANADOLU EFES

Operasyonel sonuçlar beklentilerle uyumlu

Anadolu Efes, TMS29 sonrası finansallara göre 2Ç26'da 5.125mn TL net kâr açıkladı. Bu rakam, beklenenden yüksek amortisman gideri nedeniyle 5,6 milyar TL seviyesindeki tahminimizin %9 altında (konsensusa göre %9 aşağıda) gerçekleşti. 17 milyar TL FAVÖK ve 88 milyar TL gelir ise beklentilerle büyük ölçüde uyumlu gerçekleşirken, meşrubat segmentindeki güçlü performans bira segmentindeki zayıf performansı dengeledi.

Bira segmenti beklentileri aşağı yönlü revize edildi: Anadolu Efes yönetimi, bira hacim beklentisini düşük tek haneli büyümeden düşük tek haneli daralmaya revize etti. Net satış/hektolitreye büyüme beklentisi ise düşük-orta tek haneli büyüme olarak korundu. Ayrıca şirket, bira segmenti FAVÖK marjı beklentisini TMS29 sonrası finansallarda 150 baz puan, TMS29 öncesi finansallarda ise 100 baz puan daralma yönünde güncelledi. Önceki beklenti marjların yatay seyretmesiydi. Buna rağmen, bira segmentinde serbest nakit akışının 2026 yılında başabaş ile pozitif arasında gerçekleşmesi bekleniyor. Beklentilerdeki aşağı yönlü revizyon ve zayıf 2Ç sonuçları nedeniyle hisseye piyasa tepkisinin olumsuz olmasını bekliyoruz.

Bira operasyonlarında reel gelir yıllık %6 daralırken, FAVÖK marjı 476 baz puan geriledi: Alkollü içecek talebindeki zayıflama ve turizm sektöründeki yavaşlama, Türkiye bira hacimlerinde (1,8mn hl, toplam bira hacimlerinin %47'si) yıllık %12,5 daralmaya yol açtı. Bunun sonucunda Türkiye bira gelirleri (11 milyar TL) reel bazda yıllık %11,5 geriledi. Uluslararası bira hacimleri yıllık %4 daralırken (2mn hl), Kazakistan'daki kur etkisi ve fiyat artışlarının desteğiyle dolar bazında gelirler (TMS29 öncesi) yıllık %15 arttı (TMS29 sonrası reel gelir büyümesi %2). Sonuç olarak bira segmenti FAVÖK'ü, ağırlıklı olarak Türkiye bira operasyonlarındaki marj daralması nedeniyle yıllık %28 azalarak 3,1 milyar TL oldu. Sadece bira segmentinin net kârı ise 2Ç26'da yıllık %6,3 düşüşle 3,8 milyar TL olarak gerçekleşti.

Hedef fiyat revizyonu ağırlıklı olarak meşrubat segmentinden kaynaklanıyor: Meşrubat segmentindeki güçlü performans, bira segmentindeki zayıf performansı büyük ölçüde dengeledi. Mevcut hedef değerlemenin yaklaşık %93'ü, Anadolu Efes'in Coca-Cola İçecek'teki %50 payından kaynaklanmaktadır. Bira operasyonlarına, mevcut yalnızca bira segmentine ilişkin 58mn dolar piyasa değerine kıyasla 12 ay ileriye dönük 250mn dolar değer biçiyoruz. Revize ettiğimiz makro varsayımlar ve güncellenen 2Ç26 tahminlerimiz doğrultusunda 12A hedef fiyatımızı 29 TL'den 32 TL'ye yükseltiyoruz.

Çeyrek Özet -TMS29 Sonrası

milyon TL	Özet Finansallar				Beklentilerle Karşılaştırma		
	2Ç26	2Ç25	y/y	1Ç26	ç/ç	Piyasa	AK Piyasa Farkı
Net Satışlar	87,491	85,069	3%	66,803	31%	88,486	87,871 -1%
FAVÖK	17,447	15,724	11%	8,631	102%	17,635	16,571 -1%
FAVÖK Marjı	19.9%	18.5%	146 bps	12.9%	702 bps	19.9%	18.9% 1 bps
Net Kar	5,125	5,370	-5%	2,151	138%	5,612	5,605 -9%

Kaynak: Şirket, Rasyonet, AK Yatırım

Endeksin Üzerinde Getiri

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

Bloomberg Kodu	AEFES TI
Tavsiye	Endeks Üz. Getiri
Hedef Fiyat, TL	32.00
Güncel Fiyat, TL	21.02
Getiri Potansiyeli	52%
Halka Açıklık Oranı	32%
Piyasa Değeri, mn TL	124,461
Firma Değeri, mn TL	316,905

Finansal Veriler	2025	2026T	2027T	2028T
Özet UFRS Finansallar				
Ciro, mn TL	243,847	327,070	437,978	566,300
FAVÖK, mn TL	40,510	56,871	75,283	98,515
Net Kâr, mn TL	8,957	13,450	15,393	19,903

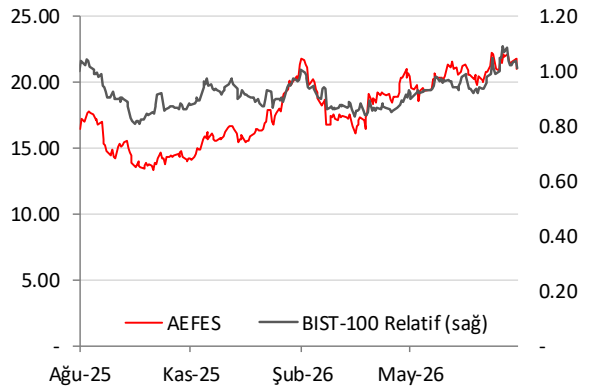
Borçluluk				
Net Borç, mn TL	55,384	63,955	84,755	127,594
Net Borç/FAVÖK	1.4	1.1	1.1	1.3

Kârlılık				
FAVÖK Marjı	16.6%	17.4%	17.2%	17.4%
Net Marj	3.7%	4.1%	3.5%	3.5%
Temettü Verimi	0.8%	1.6%	1.6%	1.9%

Büyüme				
Ciro, y/y	34.2%	34.1%	33.9%	29.3%
FAVÖK, y/y	27.2%	40.4%	32.4%	30.9%
Net Kâr, y/y	-14.2%	50.2%	14.4%	29.3%

Değerleme Verisi	2025	2026T	2027T	2028T
F/K	10.4	9.3	8.1	6.3
FD/FAVÖK	5.5	5.4	4.4	3.8
FD/Ciro	0.9	0.9	0.8	0.7

Hisse Verileri	1A	3A	12A	YBG
Nominal Getiri	2.7%	-0.0%	22.7%	34.9%
BİST-100 Relatif	7.4%	10.4%	-1.2%	10.9%
AOİH, mn TL	831	776	1,052	968



Piyasa verileri 11 Ağustos 2026 tarihli.

Değerleme verileri dolar cinsindendir.

2Ç26 Sonuçlarına İlişkin Detaylar:

Konsolide gelirler, gelirlerin %77'sini oluşturan meşrubat segmentindeki yıllık %5,7 büyümenin desteğiyle 2Ç26'da yıllık %2,8 artarak 87 milyar TL'ye ulaştı. FAVÖK ise meşrubat segmentindeki yıllık %24'lük büyümenin etkisiyle %10,3 arttı.

Net borç, çeyrek bazda %14 artarak 1,65 milyar dolara yükseldi. Böylece net borç/FAVÖK oranı 2Ç26'da 1,2x olarak gerçekleşti (1Ç26: 1,3x). Sadece bira segmentine ait net borç/FAVÖK oranı ise 1Ç26'daki 4,6x seviyesinden 2Ç26'da 4,7x'e yükseldi.

TMS29 öncesi finansallara göre gelirler yıllık %37 artarken, FAVÖK marjı 127 baz puan iyileşerek %22,3'e yükseldi ve net kâr marjı %5,2 olarak gerçekleşti. Bira segmenti gelirleri yıllık %25 artmasına rağmen, FAVÖK marjı 444 baz puan gerileyerek %21,3'e indi. Net kâr marjı ise yıllık 197 baz puan düşüşle %13,5 oldu.

TRY milyon	2025	Eski Tahminler		Yeni Tahminler		Fark	
		2026T	2027T	2026T	2027T	2026T	2027T
Net Satışlar	243,847	324,345	415,461	327,070	437,978	1%	5%
FAVÖK düzeltilmiş	40,510	52,911	71,246	56,871	75,283	7%	6%
Net Kar	8,957	12,885	14,207	13,450	15,393	4%	8%
FAVÖK Marjı	16.6%	16.3%	17.1%	17.4%	17.2%	1.1pp	0.0pp
Net Marj	3.7%	4.0%	3.4%	4.1%	3.5%	0.1pp	0.1pp

Kaynak: Şirket Verisi, Ak Yatırım Araştırma

Çeyreksel Özet -TRYmn¹

TMS29 Sonrası	1Ç25	2Ç25	3Ç25	4Ç25	1Ç26	2Ç26
Net Satışlar	44,346	64,393	68,860	47,010	62,425	87,491
Büyüme	32%	32%	38%	55%	41%	36%
Büyüme - Reel	-4.6%	-2.0%	3.8%	18.6%	7.6%	2.8%
Bira	7,852	15,626	15,674	11,104	9,306	19,200
Büyüme	25%	33%	24%	47%	19%	23%
Türkiye	4,069	9,399	9,628	7,039	4,333	10,992
Büyüme	31%	38%	22%	39%	6%	17%
Yurtdışı	3,728	6,147	5,945	4,009	5,001	8,266
Büyüme	19%	26%	27%	58%	34%	34%
Coca-Cola İçecek	36,158	48,142	52,201	35,700	52,369	67,218
Büyüme	33%	32%	42%	61%	45%	40%
Hacim (mn birim kasa)	2.3	4.1	3.9	2.7	2.1	3.8
Büyüme	0%	5%	-5%	0%	-10%	90%
Türkiye	1.0	2.0	1.8	1.4	0.8	1.8
Büyüme	-1%	6%	-8%	0%	-20%	-12%
Yurtdışı	1.3	2.1	2.1	1.3	1.3	2.0
Büyüme	0%	5%	-2%	1%	-2%	98%
Brüt Kar	14,073	24,658	27,821	18,493	22,373	34,508
Faaliyet Gideri	-13,313	-15,716	-15,767	-15,616	-18,091	-21,436
Faaliyet Karı	912	8,919	11,987	2,215	4,306	12,880
Diğer Gelir/Gider	119	-50	-82	-662	11	-203
Finansal Gelir/Gider	-1,125	-4,953	-4,790	-3,333	-3,814	-5,289
Parasal Kazanç/Kayıp	4,595	3,449	4,057	2,108	6,504	5,137
VÖK Marjı	4,501	7,365	11,172	328	7,007	12,525
Vergi	-791	-763	-2,393	-3,973	-2,482	-3,298
Azınlık Payı	1,985	2,537	3,527	-509	2,515	4,102
Net Kar	1,725	4,065	5,253	-3,137	2,010	5,125
FAVÖK - Şirketin Hesaplaması	4,128	12,324	15,366	5,739	8,514	17,961
Marj	9.3%	19.1%	22.3%	12.2%	13.6%	20.5%
Bira	-486	3,235	3,444	650	-761	3,091
Marj	-6.2%	20.7%	22.0%	5.8%	-8.2%	16.1%
Coca-Cola İçecek	4,540	8,974	11,578	5,245	8,992	14,889
Marj	12.6%	18.6%	22.2%	14.7%	17.2%	22.1%
İşletme Sermayesi	19,869	22,379	17,346	14,262	22,279	30,189
Yatırım Harcaması	-3,856	-5,277	-3,731	-3,954	-3,349	-6,114
Net Borç	66,128	63,121	54,412	55,384	64,124	65,655
Brüt Marj	31.7%	38.3%	40.4%	39.3%	35.8%	39.4%
Faaliyet Gideri/Satış	-30.0%	-24.4%	-22.9%	-33.2%	-29.0%	-24.5%
Faaliyet Kar Marjı	2.1%	13.9%	17.4%	4.7%	6.9%	14.7%
VÖK Marjı	10.2%	11.4%	16.2%	0.7%	11.2%	14.3%
Net Marj	3.9%	6.3%	7.6%	-6.7%	3.2%	5.9%
İşletme Sermayesi/Satış	44.8%	34.8%	25.2%	30.3%	35.7%	34.5%
Yatırım/Satış	-8.7%	-8.2%	-5.4%	-8.4%	-5.4%	-7.0%
Net Borç/FAVÖK	2.0	1.9	1.5	1.4	1.3	1.2
TMS29 Öncesi	1Ç25	2Ç25	3Ç25	4Ç25	1Ç26	2Ç26
Net Satışlar	44,200	65,875	72,420	51,783	62,327	90,169
Büyüme	32%	32%	36%	49%	41%	37%
FAVÖK	5,334	13,841	17,375	7,924	9,874	20,093
Büyüme	-5%	16%	40%	73%	85%	45%
FAVÖK Marjı	12.1%	21.0%	24.0%	15.3%	15.8%	22.3%

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.