

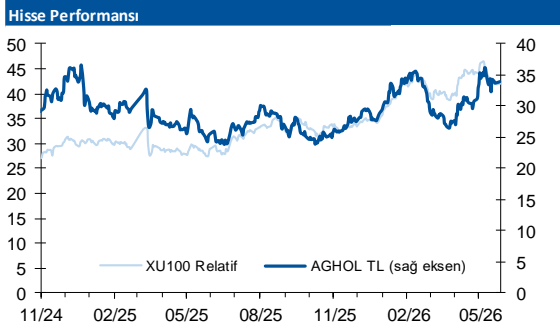
Hisse Verileri	
Bloomberg Hisse Kodu	AGHOL
Mevcut Fiyat (TL)	33.84
Hedef Fiyat (TL)	50.90
Getiri Potansiyeli (%)	50%
Son 12 Ay Hisse Fiyat Aralığı (TL)	24.13 37.01
3 Aylık Ortalama Hacim (mln TL)	158
Sermaye (mln TL)	2,435
Pazar	Yıldız Pazar

Hisse Verileri (mln TL)	
Piyasa Değeri	82,412
Hedeflenen Piyasa Değeri	123,982
Solo Net Borç	3,160
Firma Değeri	85,572

Hisse Performansı	1 Ay	3 Ay	6 Ay	YBB
Nominal Getiri	10%	10%	22%	20%
BIST100 Rölatif Getiri	16%	4%	-1%	-1%

Özet Veriler (mln TL)	2024	2025	2026T	2027T
Net Kar	6,781	2,506	7,307	10,434

Tahminler ve Rasyolar	2024	2025	2026T	2027T
F/K	11.4x	27.5x	11.3x	7.9x
PD/DD	0.7x	0.5x	0.6x	0.6x



Kaynak: Rasyonet, Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Fiyatlar 01 Haziran 2026 tarihi itibarıyla.

Ortaklık Yapısı	
AG SINAI YATIRIM VE YÖNETİM ANONİM ŞİRKETİ	48.65%
AZİMUT PORTFÖY SKY HİSSE SENEDİ SERBEST ÖZEL FON	7.04%
Diğer	44.31%

Strateji ve Araştırma
DenizbankYatirimHizmetleriGrubuStratejiVeArastirma@denizbank.com

Anadolu Grubu Holding (AGHOL TI)

Müşteri odaklı güçlü portföy

Anadolu Holding'in yakın zaman içerisindeki gelişmelerini, 2026 ve sonrasına dair Grup beklentilerini ve stratejilerini kapsamlı şekilde değerlendirdik. Bunun neticesinde Anadolu Holding ve Anadolu Efes'i Araştırma kapsamımıza dahil etmeye karar verdik.

Anadolu Holding için 12-aylık hedef fiyatımızı 50,90 TL, önerimizi ise AL olarak paylaşıyoruz. Şirket, mevcut durumda %35,4 Net Aktif Değer (NAD) iskontosuyla işlem görmektedir. Diğer taraftan, Anadolu Efes için 12-aylık hedef fiyatımızı 29,00 TL, önerimizi de AL olarak paylaşıyoruz. Şirket mevcut durumda 12,0x F/K ve 3,8x FD/FAVÖK ile işlem görürken, 2026 yılı beklentilerimize göre çarpanların sırasıyla 6,8x ve 3,2x seviyelerini işaret etmesini bekliyoruz.

Anadolu Holding'i i) cazip NAD iskontosu ii) portföyünün tüketici alışkanlığı ve marka bilinirliği açısından güçlü olması iii) perakende tarafındaki inovatif yaklaşımları ve iv) düzenli temettü dağıtım politikası gibi gerekçelerle temel olarak beğeniyoruz.

Anadolu Holding cephesinden 2026 yılına bakacak olursak:

- Holding bünyesindeki şirketler 2026 yılına dair beklentilerini paylaşmaya başladı.

➤ Meşrubat grubu:

Tüketici tercihlerini izlemeye, ürün portföyünü yönetmeye ve doğru zamanda doğru aksiyon almaya devam edileceğini belirtilerek, Türkiye'de düşük-orta-tek haneli büyüme ve uluslararası operasyonlarda yüksek-tek haneli büyüme beklendiği paylaşıldı. Konsolide bazda ise bu beklentiler orta-tek haneli hacim büyümesini işaret etmektedir.

➤ Bira grubu:

2025 yılı Türkiye'de hafif daralma, uluslararası operasyonlarda ise hafif artış ile tamamlanmıştı. 2026 yılında ise, Türkiye operasyonlarında düşük-tek haneli büyüme görülmesi beklenirken, uluslararası operasyonlarda ise yatay bir seyir beklenmektedir.

➤ Perakende grubu:

2026 yılında konsolide satışlarda reel büyümenin %5,0-7,0, FAVÖK marjında %6,0-7,0 ve yatırım harcamalarının satışlara oranının %2,5-3,0 olması beklenirken, 180-200 arasında yeni mağazanın açılması hedeflenmektedir.

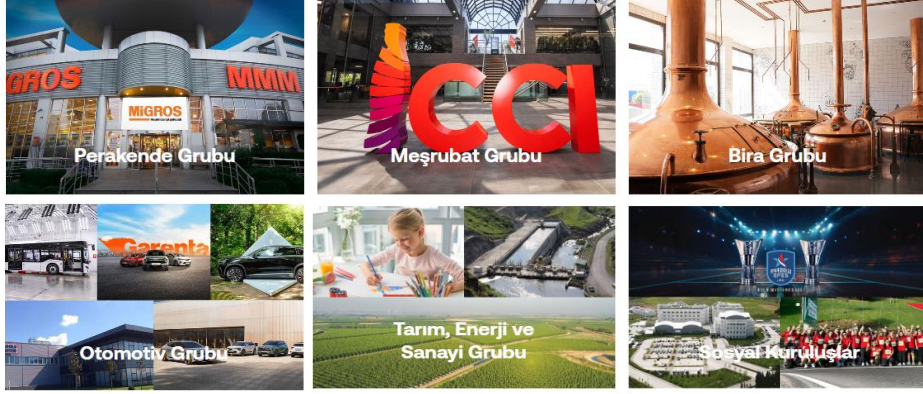
Bahse konu üç grup, hesaplamalarımıza göre, AGHOL'un NAD değerinin %87'sini oluşturmaktadır.

İçerik

Anadolu Grubu Holding Detay bakış	3
Anadolu Grubu Holding Segmentlere bakış	12
Anadolu Grubu Holding (AGHOL) Net Aktif Değer (NAD)	15
Anadolu Efes (AEFES TI)	16
Anadolu Efes (AEFES) Değerleme	18
Anadolu Efes (AEFES) Bira Grubu benzer şirket karşılaştırmaları	19
Potansiyel riskler	19
Coca Cola İçecek (COLA TI)	20
Migros (MGROS TI)	22
Anadolu Isuzu Otomotiv (ASUZU TI)	24
Adel Kalemcilik (ADEL TI)	26
Anadolu Grubu Holding Diğer şirketlere bakış	27
EK Rusya senaryoları	28
Yasal Uyarı	29

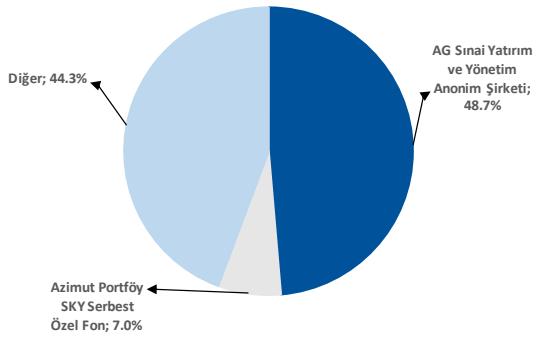
Anadolu Grubu Holding | Detay bakış

- Holding, faaliyetlerini 6 ana grup içerisinde göstermekle birlikte konsolide satışlarının büyük kısmını bira, meşrubat ve perakende iş kollarından yaratmaktadır. Diğer iş kolları ise; otomotiv, bir bütün olarak değerlendirilen tarım, enerji & sanayi ve diğer olarak tanımlanan bilgi teknolojileri & ticaret faaliyetlerinden oluşmaktadır. **Migros** perakende segmentini, **Anadolu Efes & Coca Cola İçecek** bira & meşrubat segmentini ve **Çelik Motor, Anadolu Isuzu & TOGG (Holding sınıflandırmasında "Diğer" grubu içerisindedir) içerisindeki payları** otomotiv segmentini, **Adel TES** (Tarım, Enerji & Sanayi) segmentini temsil eden, bilinen markalar olarak öne çıkmaktadır. Diğer taraftan, **The Coca Cola Company, AB Inbev, Isuzu, Kia ve Faber-Castell** gibi markalarla yapılan iş birlikleri Holding'in kurumsal yapısını öne çıkarırken, aynı zamanda kurumsallıkla ilişkili değer parametrelerinin korunmasını da sağlamaktadır.



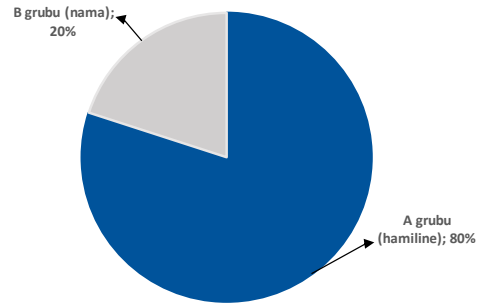
Holding'in ortaklık yapısını incelediğimizde; AG Sınai Yatırım ve Yönetim A.Ş.'nin %48,65, Azimut Portföy SKY Serbest Özel Fon'un %7,04 ve diğer ortakların %44,31 sermaye payına sahip olduğu görülmektedir. Sermaye payları oranı, oy hakkı oranını birebir karşılamaktadır. Fili dolaşımdaki pay oranı ise %37,92'dir. Diğer taraftan, paylar, A (hamiline yazılı) ve B (nama yazılı) grubuna bölünmüş olup, sadece A grubu paylar borsada işlem görmektedir. İmtiyaz bakımından ise B grubu payların yönetim kurulu üye seçiminde imtiyazları bulunmaktayken, A grubu paylarda herhangi bir imtiyaz bulunmamaktadır.

Ortaklık yapısı



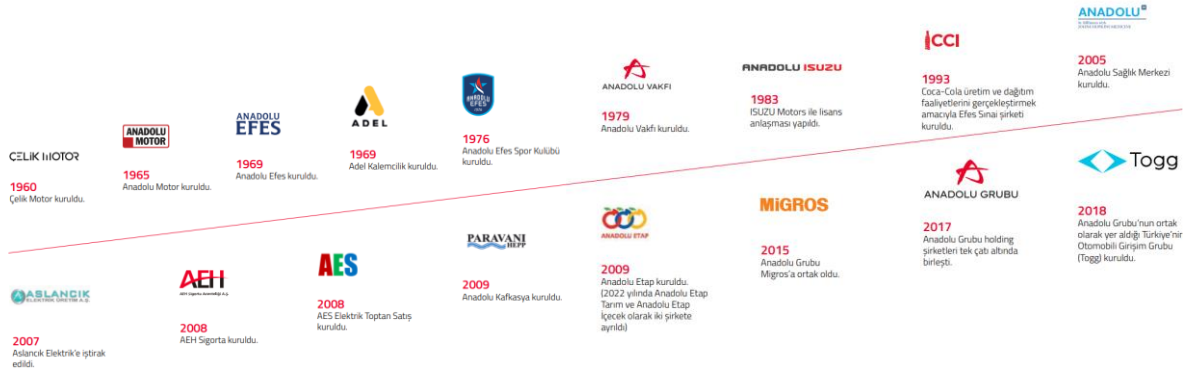
Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, KAP

Pay grupları

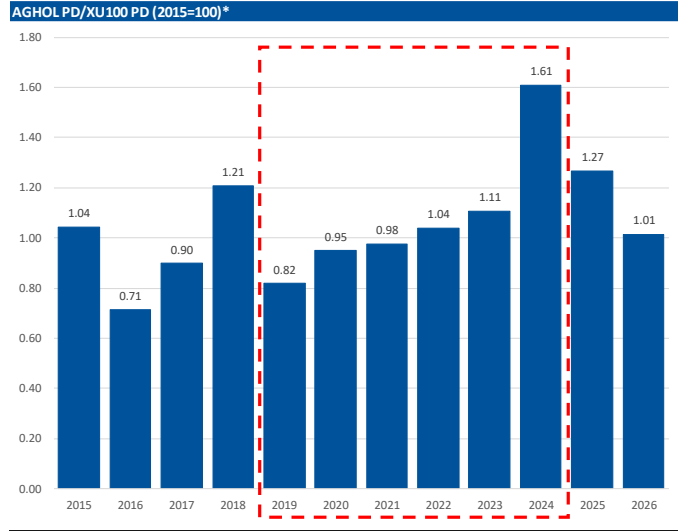


Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, KAP

- Holding, geniş portföy yapısının sağladığı avantajlar ile ürün çeşitliliğini ön plana çıkararak tüketici odaklı konsolide finansal satış gelirlerini sadece Türkiye operasyonlarıyla değil aynı zamanda uluslararası operasyonlarıyla da besleyerek etki alanını genişletmiştir. 20 ülkede uluslararası operasyonlar gerçekleştirilirken, özellikle Orta Asya'nın ağırlığının ön plana çıktığını görmekteyiz. Tüketici odaklı gelir yapısının hem otomotiv gibi lüks tüketim hem de gündelik temel ihtiyaca yönelik tüketim çeşitliliği içermesi sayesinde ekonominin stabil olduğu zamanlarda satış gelirlerini desteklerken, ekonominin yavaşladığı dönemlerde ise koruyucu bir etki yaratmaktadır.
- Holding'in kilometre taşlarına baktığımızda; otomotiv tarafında köklü markaların yaratılmasıyla başlayan portföyün, Anadolu Efes'in kurulmasıyla birlikte tüketici odaklı olarak güçlendiğini görmekteyiz. 2015 yılında Migros'un katılmasıyla birlikte portföyün tüketici odağına perakende sektörünün eklendiğini belirtebiliriz.



- Holding'in halka açık şirketlerine göre tarihsel net aktif değerini incelemeyen önce, her ikisi için de ilgili yıldaki ortalama USDTRY parite değerlerini kullanmak kaydıyla, AGHOL PD/XU100 PD rasyosuna baktığımızda, pandemi öncesi dönemde en yüksek değeri 2018 yılında test ettiğini ve 2019 yılındaki gerilemeden sonra 2024'e dek istikrarlı şekilde arttığını görmekteyiz. 2024 yılında ise AGHOL'un güçlü bir şekilde ayrıştığı da görülmektedir.
- 2024 yılından günümüze dek geçen sürede ise ilgili rasyoda gerileme söz konusudur. Rasyonun söz konusu geri çekilmesinde, daha sıkı bir hal alan makroekonomik ortam içerisinde alternatif varlıklara yönelik ilginin artması, hem **Anadolu Efes'in** hem de **Coca Cola İçecek'in** operasyonel performansına etki eden dışsal faktörler, enflasyon muhasebesinden kaynaklanan zorluklar ve tüketici nezdinde satın alma gücündeki düşüş gibi farklı türden sebeplerin etken olduğunu düşünüyoruz. Diğer taraftan, önümüzdeki dönem için özellikle **Coca Cola İçecek'e** ve **Migros'a** dair orta vadeli beklentilerimiz çerçevesinde rasyonun yukarı yönlü gelişmesini ve dolayısıyla AGHOL'un ayrışmasını bekleriz.



*USD bazlı piyasa değerlerinin dikkate alındığı rasyonun ilgili yıl içerisindeki ortalamasıdır.

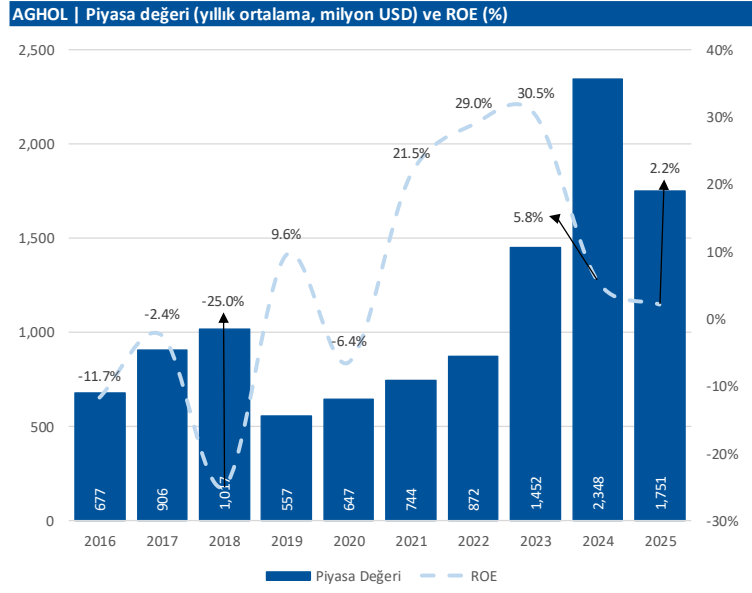
2015 yılı başlangıç değerine göre endekslenmiştir.

**Son kapanış verisine göre eklendi, tam yıl değildir.

Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Matris

- Holding'in piyasa değerini Amerikan doları (USD) olarak ele alıp 2016-2025 yılları arasında incelediğimizde, ilgili yıllar arasındaki yıllık bileşik büyüme oranını (CAGR) %11 olarak hesaplarken, piyasa değerinin süreklilik göstererek arttığını söyleyemeyiz. 2018 yılında 1.017 milyon USD'lik seviyeye ulaştıktan sonra 2019 yılında %45,3'lük düşüş ile dip seviyelerini gördüğünü ve daha sonrasında 2025 yılına kadar süreklilik içerisinde arttığını ifade etmek gerekir. Bu gelişmenin arkasında piyasa katılımcılarının hisse senedi piyasasına dair beklentilerinden makroekonomik gelişmelere dek birçok değişkenin etkisi olmakla birlikte finansallar cephesinde özkaynak getirisinin (ROE) etkisini göstermeye çalıştık. Özellikle, 2021-2023 yılları arasında sağlanan istikrar sayesinde Holding'in piyasa değerinin olumlu olarak etkilendiğini söylemek isteriz.

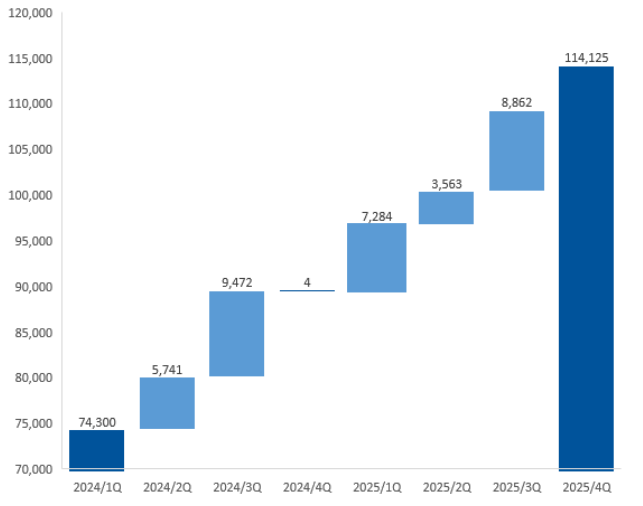
Not: Enflasyon muhasebesi sebebiyle ortalama özkaynak getirisi (ROAE) kullanılmadı. ROE için ilgili finansal yılın net karı ve yıl sonunda ulaşılan özkaynak değerine göre hesaplama yapıldı. Bütünlük sağlanması amacıyla ana ortaklığa ait net kar ve özkaynaklar kullanılırken, USD değerlerin hesaplanmasında ilgili yılın ortalama USDTRY değerleri dikkate alındı.



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Rasyonet

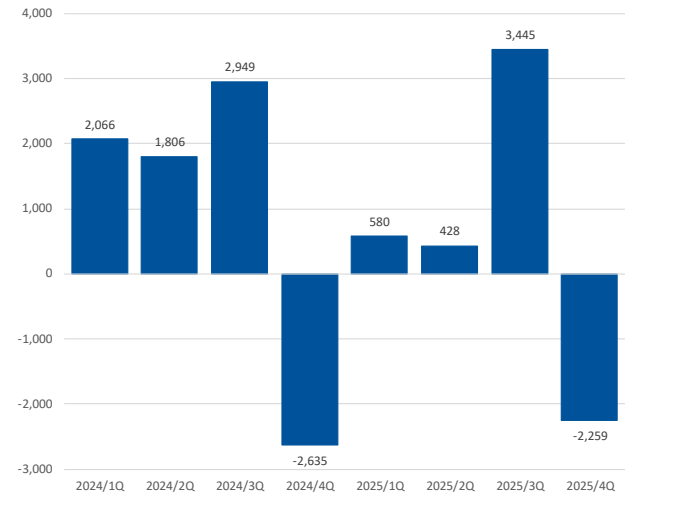
- **2024-2025 yıllarına odaklandığımızda, raporlanan ana ortaklığa ait özkaynakların 2025 yıl sonunda 74 milyar TL seviyesinden 114 milyar TL seviyesine ulaştığını görmekteyiz. Ancak, taşınmış rakamlara göre 2025 yılı sonunda ilgili değer 122 milyar TL seviyesinden 114 milyar TL'ye gerilediği görülmektedir.** Grafikte son iki yılın verilerine odaklanmamızın sebebi, enflasyon muhasebesi uygulaması sebebiyle güncel verilerin düzeltilmesinin daha okunabilir olmasıdır. Bu sebeple, güncel rakamlara odaklanmanın daha doğru olacağını değerlendiriyoruz.
- Ana ortaklığa ait net karın seyrinde, enflasyon muhasebesi düzeltmesi sonrasında 2025 yılı için çeyreklerin 2024 yılına kıyasla daha zayıf kaldığını ve bunun sonucu olarak 2025 yılına göre taşınmış 2025 yılı tam yıl net karının yıllık bazda %63 gerilediği görüldü (2024 yılı tam yıl ana ort. net kar: 6.781 milyon TL; 2025 yılı tam yıl ana ort. net kar: 2.506 milyon TL). Son çeyrekte görülen net zararda parasal kazancın azalması, VUK-IFRS tarafındaki farkı derinleştiren ertelenmiş vergi gideri gibi etkenlerin öne çıktığını görüyoruz. Muhasebe etkilerinin dışında artan finansman gideri de net zararın oluşmasında diğer bir etken olarak belirtmektedir. Ana ortaklığa ait net kar rakamı eğer TMS29 olmasaydı 2025 tam yıl için yaklaşık %63 artışla 8,3 milyar TL seviyesinde gerçekleşecekti.

AGHOL | Özkaynaklar (ana ort.), milyon TRY - raporlanan



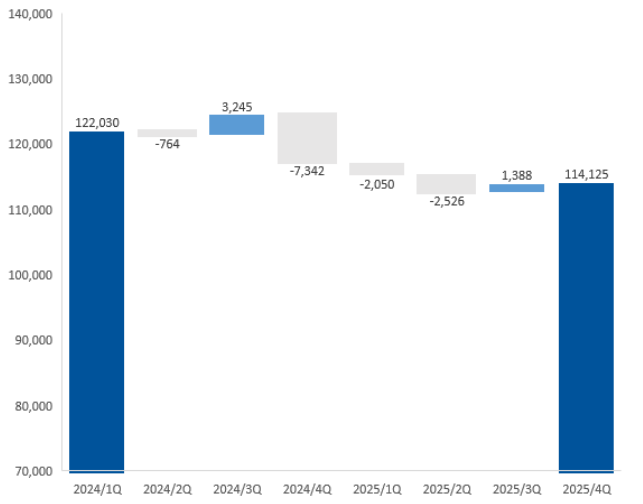
Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Rasyonel

AGHOL | Net kar (ana ort.), milyon TRY - raporlanan



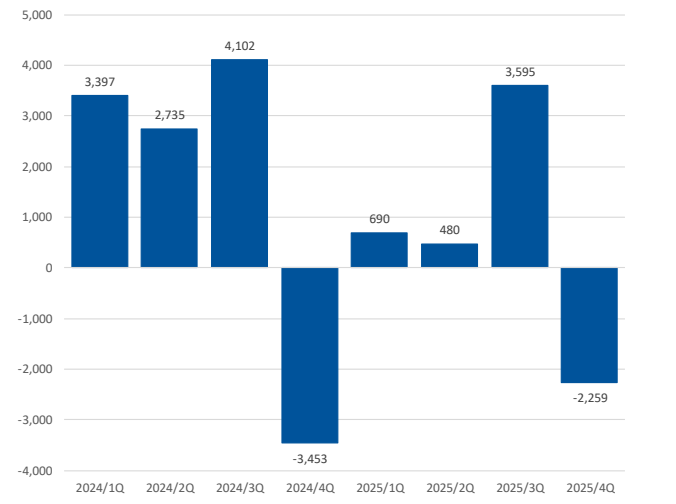
Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Rasyonel

AGHOL | Özkaynaklar (ana ort.), milyon TRY - 2025 kapanışa göre taşınmış



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Rasyonel

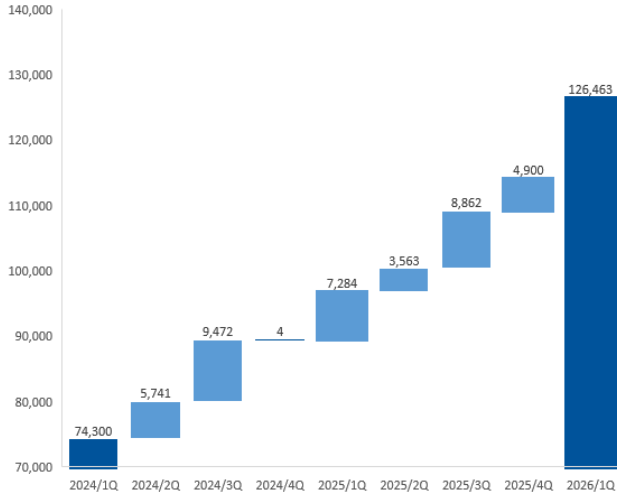
AGHOL | Net kar (ana ort.), milyon TRY - 2025 kapanışa göre taşınmış



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Rasyonel

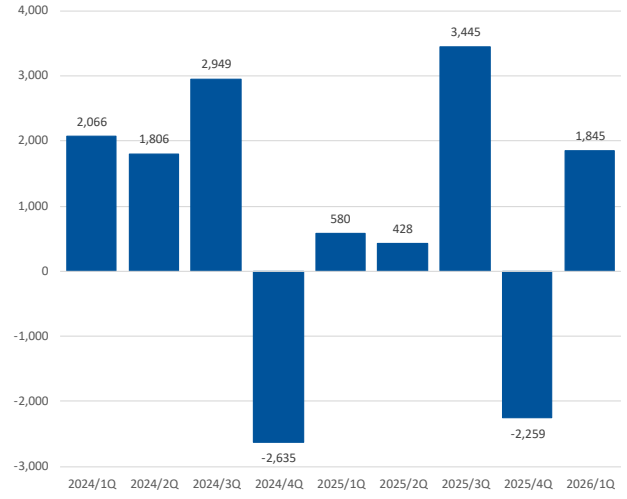
■ **Grafiklerin aşağıda 1Ç26'ya göre güncellenmiş ve düzeltilmiş versiyonlarını takip edebilirsiniz;**

AGHOL | Özkaynaklar (ana ort.), milyon TRY - raporlanan



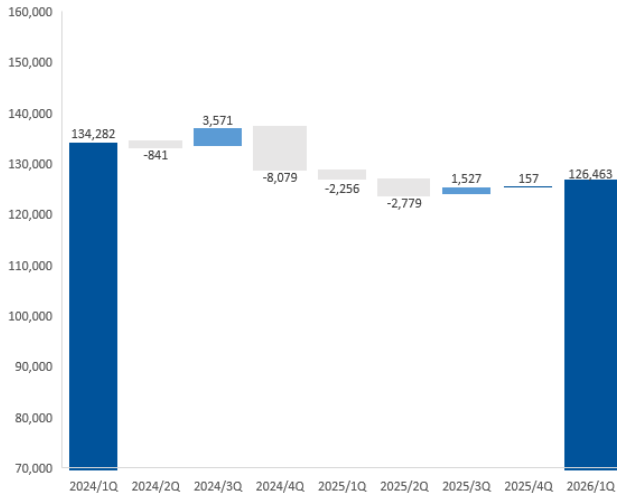
Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Rasyonet

AGHOL | Net kar (ana ort.), milyon TRY - raporlanan



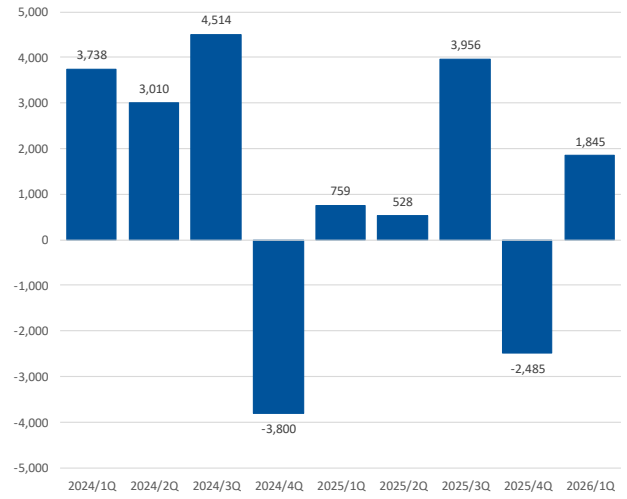
Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Rasyonet

AGHOL | Özkaynaklar (ana ort.), milyon TRY - 1Ç26'ya göre taşınmış



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Rasyonet

AGHOL | Net kar (ana ort.), milyon TRY - 1Ç26'ya göre taşınmış

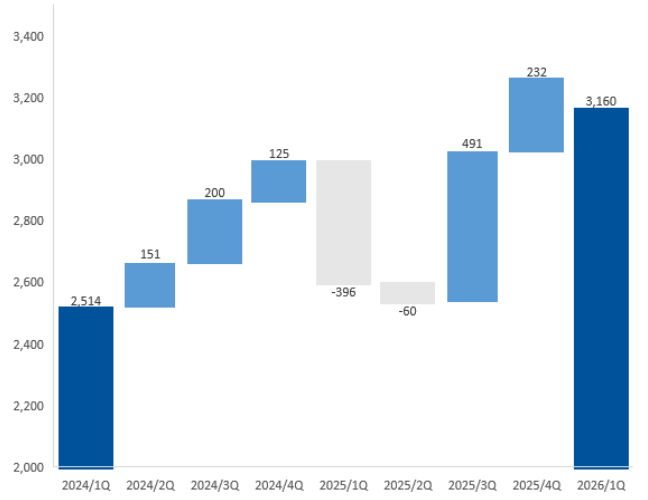


Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Rasyonet

- **Holding, borçlardan kaynaklanan riskler noktasında güvenilir kalmaya devam ediyor.** Finansal disiplini odağına alan yaklaşım ve portföydeki şirketlerin temel olarak sağlam, rekabetçi ve birçok alanda güçlü marka değerleriyle nakit akışını destekleyerek kar payı ödemelerinde süreklilik kazanması noktasında solo net borç pozisyonunun yönetilebilir olduğu açıkça görülmektedir. Ayrıca, ana ortaklığa ait özkaynaklara kıyasla solo net borç seviyesi oldukça düşük kalmaktadır.

Diğer taraftan, solo net borcu faaliyetlerle kıyaslamak anlamlı olmayacağı için konsolide verileri ele alırsak, net borç/FAVÖK oranının mevcut durumda 1,2x seviyesinde olduğu ve oldukça yönetilebilir seviyeleri işaret ettiği görülmektedir. Holding'in odağında mevcut işlerinde organik büyüme hedefleri olsa da herhangi yeni bir iş alanına girme ve/veya mevcut işlere yatırım yapma noktasında oyun alanının olduğunu değerlendiriyoruz.

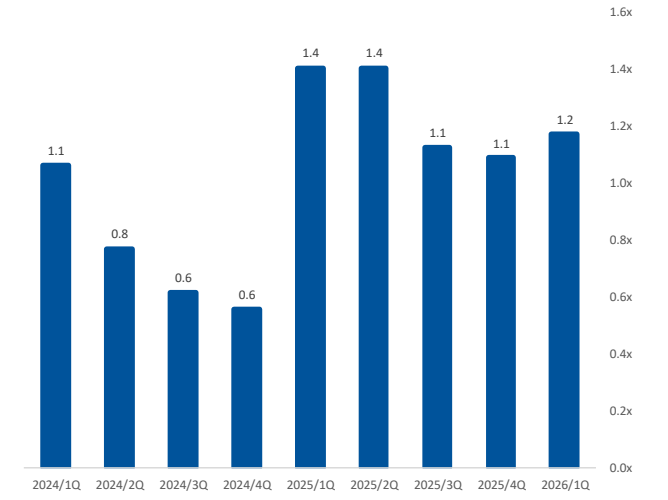
AGHOL | Holding solo net borç, milyon TRY



Şirket faaliyet raporlarında paylaşılan taşınmamış verilerdir.

Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Şirket faaliyet raporları

AGHOL | Konsolide Net borç/FAVÖK (milyon TRY, x)

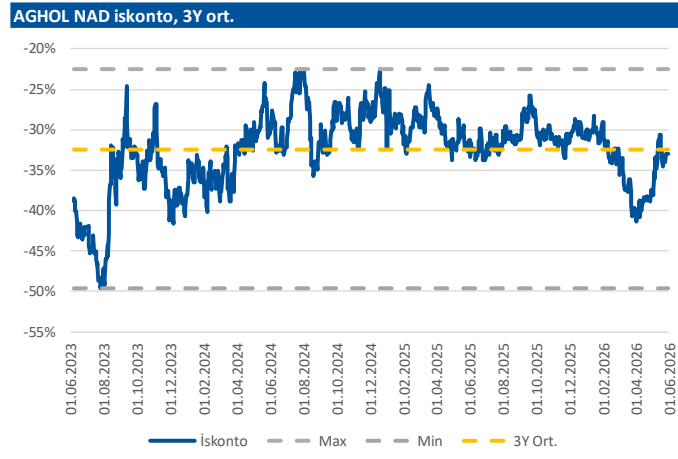


Taşınmamış verilerdir.

Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Şirket faaliyet raporları

- Holding'in son 3 yıllık NAD (*Net Aktif Değer*) seyrine baktığımızda, 2023 yılının ortalarına doğru %50'lik derin bir iskontoyla işlem gördüğünü, ancak, neredeyse aynı dönem içerisinde hızlı bir toparlanma ile iskontoğu %25'in aşağısına taşıdığını ve yıl sonuna doğru ortalamaya (sarı çizgi) yakın performans gösterdiği görülmektedir. 2024 yılının ilk çeyreğinden itibaren Holding'in iskontosu, yukarı bandın ve ortalamanın arasındaki alanda ağırlıklı olarak piyasa katılımcıları tarafından fiyatlandı. Ayrıca, 2024 yılının ilk çeyreğinden itibaren ortalama iskonto değerinin çok sınırlı şekilde derinleştiği görülmektedir.

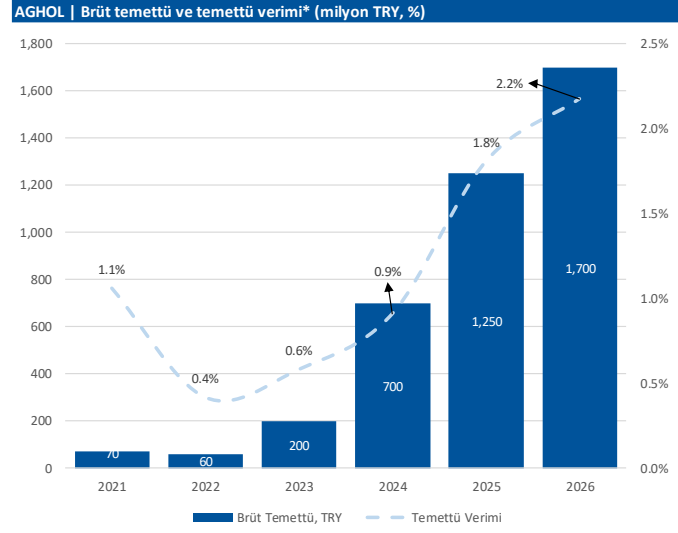
Son döneme baktığımızda ise, Borsa İstanbul'daki olumlu fiyatlamaya rağmen iskontonun üst banda yakın bölgelerde fiyatlanmadığı ve son dönemdeki jeopolitik risklerin etkisiyle iskonto derinliğinin arttığını görmekteyiz. Son döneme baktığımızda ise, 2025 yılında genelinde 3 yıllık tarihsel ortalamanın (sarı çizgi) üzerinde seyreden iskontonun, 2026 yılında %40 seviyelerine doğru derinleştiğini ama hızlı bir toparlanma tekrardan sarı çizgiye yaklaştığını görmekteyiz. İleriye yönelik olarak, portföydeki şirketlere karşı risk iştihanın artması ve olumlu fiyatlamaların yansması ile birlikte, Holding iskontosunun iyileşerek daralması yönündedir.



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Rasyonet

- **Holding, 2001 yılından bu yana düzenli şekilde temettü ödemesi yapmaktadır.** Son 5 yıllık temettü verilerine baktığımızda, brüt temettü ödemelerinde istikrarlı artış görülürken, temettü verimliliğinde ise 2022 yılında bir önceki yıla kıyasla 0,7 puanlık gerileme yaşandıktan sonra tekrar 2021 yılı seviyesine 2024 yılındaki %0,9'luk verimlilik ile yaklaştığı görülmektedir. 2025 yılında yapılan temettü ödemesinin verimliliği ise son yıllardaki ortalamalarının oldukça üzerinde %1,9 seviyesinde gerçekleşirken, 2026 yılında yapılan tutarda da artış eğiliminin devam ettiğini görmekteyiz. **Beklentimiz, Holding'in temettü tarafındaki politikasını ve eğilimini sürdürmesi yönündedir.**

Brüt temettü ödemesini ilgili yılın piyasa kapanış değerlerinin ortalamasına oranlayarak verimliliğini ölçtük. Farklı hesaplamalara göre sonuçların değişkenlik gösterebileceğini, ancak, eğilimin aynı yönde olacağını değerlendiriyoruz.

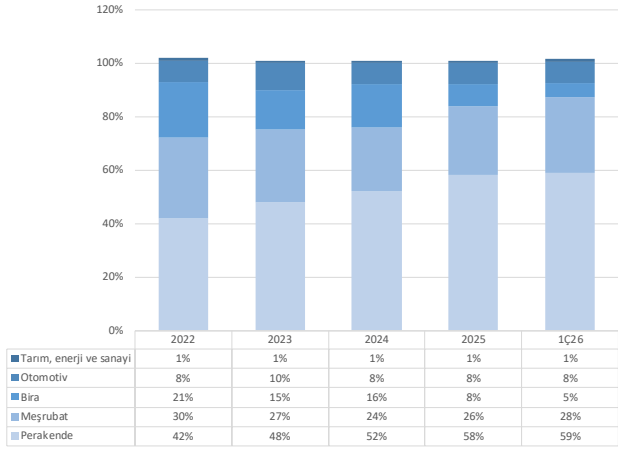


*: Yıl içerisindeki piyasa değeri kapanışlarının ortalaması alınarak hesaplanmıştır.
2026 yılı için işlem gören gün kapanışlarına göre ortalama değer alınır hesaplanmıştır.
Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Rasyonet

Anadolu Grubu Holding | Segmentlere bakış

- Holding'e ait incelemeye aldığımız 2022-2025 yılları içerisinde portföy yapısında stratejik bir değişiklik görülmedi. Bununla birlikte, aşağıda detaylandırıldığı üzere hem ciro hem de FAVÖK kompozisyonunda değişimler meydana geldi. Bu durumun şekillenmesinde birden fazla faktör rol oynadı.
 - **Operasyonel sebepler.** Yurt dışı operasyonlara ait meşrubat & bira grubu operasyonel zorluklar çerçevesinde hacim ve maliyet baskısıyla karşı karşıya kaldı. Diğer taraftan, perakende ve meşrubat segmentlerinin Türkiye operasyonlarındaki güçlü seyri, uluslararası pazarlara kıyasla daha güçlü ayrışma sağlayarak ağırlığın değişiminde rol oynadı.
 - **Muhasebesel sebepler.** Reel kurun enflasyonun altında seyrettiği FX işlem ortamı, yüksek faiz evreni, yurt dışı gelirler ve FAVÖK üzerinde baskı unsuru oldu. Enflasyon muhasebesi uygulamasının teknik yansımaları sonucunda yurt içi rakamların konsolide içerisinde ağırlığı arttı.
 - **Bira Grubu – Rusya.** Konsolide tablolarda 2024 yılı da dahil olmak üzere Rusya bira operasyonları yer alıyordu. Ancak, 2025 yılından itibaren Rusya'nın konsolide tablolardan muhasebe standartları gereği çıkarılıp "Finansal Yatırımlar (Duran Varlıklar)" başlığı altında izlenmesi sonucunda portföy içerisindeki bira grubunun ağırlığı azalış gösterdi.

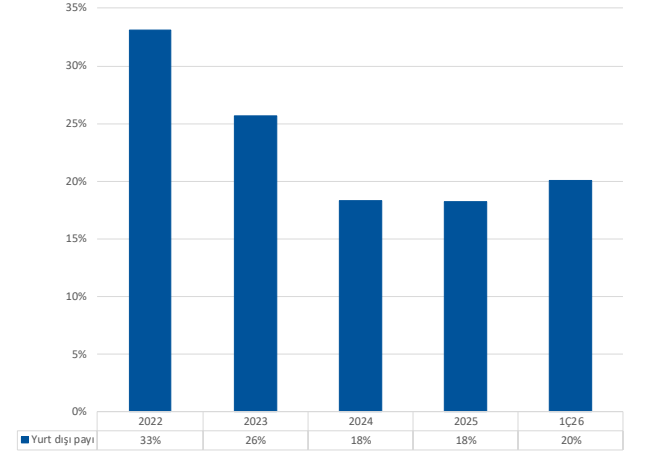
AGHOL | Konsolide satış kırılımı, %



Segment toplamını eliminasyon sebebiyle %100'den farklı olabilmektedir.

Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Şirket verisi

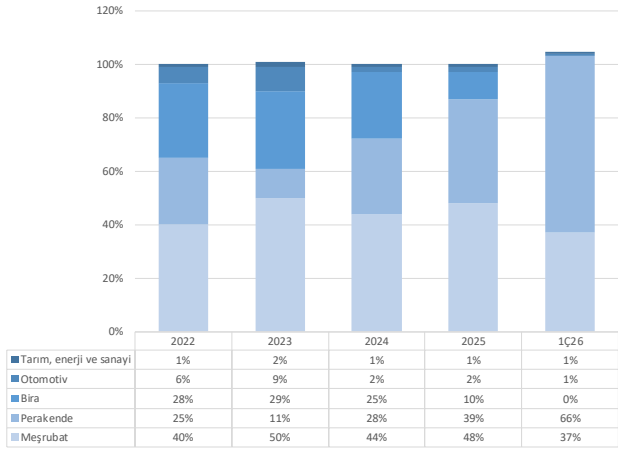
AGHOL | Konsolide satış kırılımı, %



Segment toplamını eliminasyon sebebiyle %100'den farklı olabilmektedir.

Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Şirket verisi

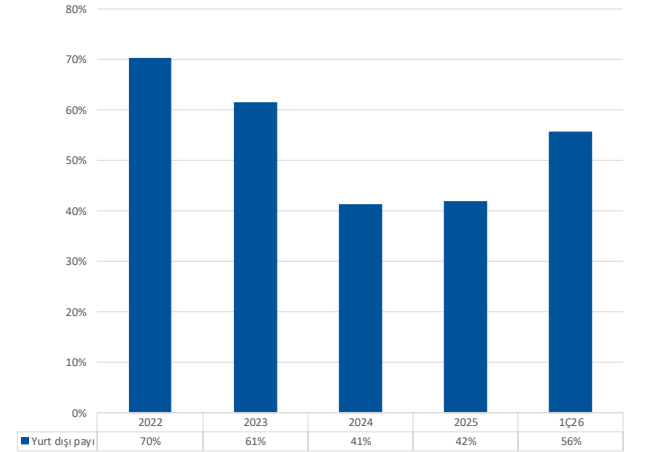
AGHOL | Konsolide FAVÖK kırılımı, %



Segment toplamını eliminasyon sebebiyle %100'den farklı olabilmektedir.

Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Şirket verisi

AGHOL | Konsolide FAVÖK kırılımı, %

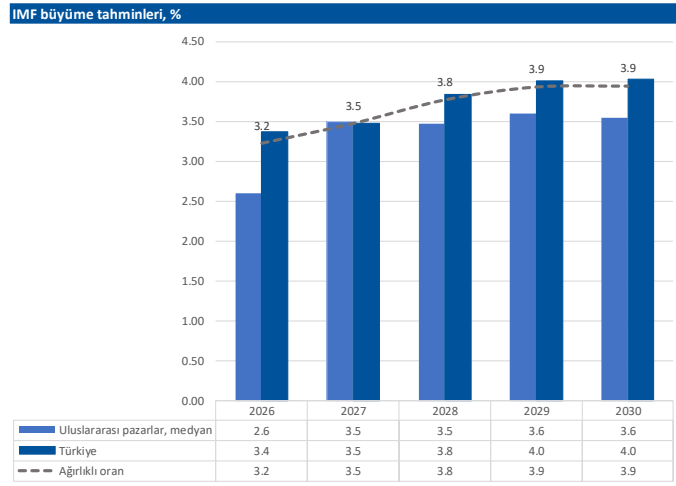


Segment toplamını eliminasyon sebebiyle %100'den farklı olabilmektedir.

Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Şirket verisi

- **Ülkelerin ve bölgelerin büyüme tahminleri stratejik önem arz etmektedir.** IMF, büyüme için, 2030 yılına kadar ülkeler ve bölgeler bazında büyüme tahminlerini paylaşmaktadır. Holding'in operasyonlarını yürüttüğü ülkeleri Türkiye ve uluslararası pazarlar olarak sınıflandırıp incelediğimizde, görünüm olarak, Türkiye'nin uluslararası kompozisyonundan sınırlı derecede daha iyi performans göstermesi beklenmektedir. Aşağıda detayları yer alan grafik, Mart ayında beliren jeopolitik şokun ardından güncel beklentileri ifade etmektedir.

- Türkiye'nin 2015-2025 yılları arasındaki büyüme ortalaması %4,8'e, 2026-2030 ortalama büyüme tahmini ise %3,7'ye işaret etmektedir. Diğer taraftan, 2015-2025 ortalama değeri için, 2020 ve 2021 yıllarını çıkardığımızda ise %4,4 seviyesini elde etmekteyiz.
- Uluslararası pazarların 2015-2025 yılları arasındaki büyüme medyan değerlerinin ortalaması %3,2 seviyesini işaret ederken, 2026-2030 büyüme medyan değerlerinin ortalaması ise %3,3'ü işaret etmektedir. Diğer taraftan, 2015-2025 ortalama değeri için, 2020 ve 2021 yıllarını ortalamadan çıkardığımızda ise %3,7 seviyesini elde etmekteyiz.
- Holding'in konsolide operasyonlarına & 2025 yılı kapanış rakamlarına göre ve IMF tahminlerini ağırlıklandırarak hesapladığımız seviyeleri de aşağıya ekledik. Buna göre, halihazırda Türkiye operasyonlarının ağırlığı sebebiyle elde ettiğimiz bu büyüme verisinin de Türkiye büyüme verisine yakın olacağını değerlendiriyoruz.



Son açıklanan finansal verilere göre Türkiye ağırlığı %82, uluslararası pazarlar ağırlığı %18'dir.
Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, IMF

- **Bangladeş, Pakistan ve diğer Orta Asya cumhuriyetlerinin olduğu bölgenin Holding operasyonları için, özellikle meşrubat tarafı için, güçlü büyüme avantajları sunduğunu değerlendiriyoruz.** Diğer taraftan, Türkiye'nin operasyonlara stabil katkı sağlayacağını ve sürdürülebilir büyümeyi destekleyeceğini düşünüyoruz.

Büyüme tahminleri, %	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Azerbaycan	1.1	-3.1	0.2	1.5	2.5	-4.2	5.6	4.7	1.4	4.2	1.4	2.2	2.5	2.5	2.5	2.5
Bangladeş	6.6	7.1	6.6	7.3	7.9	3.4	6.9	7.1	5.8	4.2	3.5	4.7	4.3	4.5	5.7	5.8
Belarus	-3.8	-2.5	2.5	3.1	1.4	-0.7	2.3	-4.5	4.1	4.4	1.3	1.2	1.0	1.0	0.9	1.0
Gürcistan	3.4	3.5	5.2	6.1	5.4	-6.3	10.6	11.0	7.8	9.7	7.5	5.3	5.0	5.0	5.0	5.0
Almanya	1.7	2.2	2.8	1.1	1.0	-4.1	3.9	1.8	-0.9	-0.5	0.2	0.8	1.2	1.2	0.9	0.7
Irak	2.5	16.2	-1.5	2.6	5.6	-12.4	1.4	7.7	0.9	0.1	-0.4	-6.8	11.3	3.5	3.3	3.4
Ürdün	2.5	2.1	2.5	1.9	1.9	-1.2	3.8	2.7	3.1	2.6	2.7	2.7	3.1	3.0	3.0	3.0
Kazakistan	1.0	0.9	3.9	4.1	4.5	-2.6	4.1	3.2	5.1	5.0	6.5	4.6	4.4	3.3	3.6	3.6
Kırgızistan	3.9	4.3	4.7	3.5	4.6	-7.1	5.5	9.0	9.0	11.5	11.1	6.1	6.1	5.7	5.4	5.3
Moldova	-0.7	4.6	4.2	4.1	3.6	-8.3	13.9	-4.6	1.2	0.3	2.4	1.9	3.2	3.7	3.6	3.6
Hollanda	2.1	2.4	2.8	2.3	2.3	-3.9	6.3	5.0	-0.6	1.1	1.9	1.2	1.4	1.4	1.3	1.2
Pakistan	3.8	4.1	4.6	6.1	3.1	-0.9	5.8	6.2	-0.2	2.6	3.1	3.6	3.5	4.3	4.5	4.5
Rusya Federasyonu	-2.0	0.2	1.8	2.8	2.2	-2.7	5.9	-1.4	4.1	4.9	1.0	1.1	1.1	1.0	1.0	1.0
Suriye																
Tajikistan	6.0	6.9	7.1	7.6	7.4	4.4	9.4	8.0	8.3	8.4	8.4	6.0	4.8	4.5	4.5	4.5
Türkmenistan	0.8	3.7	4.3	4.8	5.1	-1.6	9.9	3.3	4.3	3.4	3.6	2.6	2.0	2.3	2.3	2.3
Türkiye	5.8	3.3	7.8	3.5	1.3	1.8	11.8	5.4	5.0	3.3	3.6	3.4	3.5	3.8	4.0	4.0
Ukrayna	-9.8	2.4	2.4	3.5	3.2	-3.8	3.4	-28.8	5.5	3.2	1.8	2.0	3.5	4.2	3.9	3.7
Özbekistan	7.9	6.7	4.7	5.7	6.8	1.6	8.2	6.1	6.3	6.7	7.7	6.5	5.9	5.8	5.8	5.7

Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, IMF

Anadolu Grubu Holding (AGHOL) | Net Aktif Değer (NAD)

- Anadolu Grubu Holding'in 12-ay hedef piyasa değerine ulaşırken **NAD değerlemesi** yöntemini uyguladık. Holding'in bünyesinde yer alan **Migros** ve **Coca Cola İçecek**, mevcut durumda Araştırma kapsamımızda yer aldığı için hali hazırda yer alan hedef fiyatlarımızı tabloya yansıttık. Yine, **Anadolu Efes'in** değerini yansıtabilme için **Bira Grubu** tarafında ayrı bir değerlendirme çalışması yaparak aşağıdaki tabloya ekledik.
- Halka açık şirketlerden **Anadolu Isuzu** ve **Adel Kalemcilik** için son kapanıştaki piyasa değerlerini özsermaye maliyeti kadar ileriye taşıyarak NAD tablosuna eklerken, halka kapalı şirketlerden **TOGG** ve **Çelik Motor'u** son açıklanan finansal tablolarındaki defter değerlerine göre yansıttık. **Anadolu Kafkasya Enerji Yatırımları'nı** ise paylaşılan [KAP duyurusundaki](#) işlem değerine göre hesaplamamıza dahil ettik.
- Holding'e ait solo net borcu ve 3 yıllık ortalama NAD iskontosunu (%32,5) uyguladıktan sonra **AGHOL** payları için **12-ay hedef hisse değerini 50,90 TL olarak, önerimizi ise AL olarak belirliyoruz. Hisse, son kapanışa göre %50,4 potansiyel getiri sunmaktadır.**

Segment	Değerleme Yöntemi	Hisse Fiyatı / Değerleme Kat Sayısı	Toplam Değer (m TL)	Mevcut			Hedef (12A ileri)		
				Holding Payı	m TL	% of NAD	Holding Payı	m TL	% of NAD
Perakende									
Migros	DCF	664.0	120,220	50%	60,110	47.1%	50%	85,678	46.7%
Tarım, Enerji & Sanayi									
Adel Kalemcilik	Piyasa Değeri	32.9	8,560	57%	4,870	3.8%	57%	6,343	3.5%
Anadolu Kafkasya Enerji Yatırımları	İşlem Değeri	1.0	3,391	61%	2,085	1.6%	61%	2,560	1.4%
Otomotiv									
Anadolu Isuzu	Piyasa Değeri	61.4	15,473	55%	8,572	6.7%	55%	11,112	6.1%
TOGG**	Defter Değeri	1.0	17,657	23%	4,061	3.2%	23%	5,137	2.8%
Çelik Motor	Defter Değeri	1.0	1,568	100%	1,568	1.2%	100%	1,984	1.1%
Bira & İçecek									
Anadolu Efes Biraçılık	Parçaların Toplamı	19.4	114,928	43%	49,476	38.8%	43%	74,004	40.3%
Coca Cola İçecek*	DCF		114,615						
Bira grubu	DCF & Benzer Şirket								
Halka açık olmayan kısım					7,714	5.9%		9,680	5.2%
TOPLAM					130,742			186,818	
Solo Net Borç	@1Ç26				3,160			3,160	
NAD					127,582			183,658	
NAD iskonto, %					-35.4%			-32.5%	
dNAD								123,982	
Piyasa Değeri					82,412			82,412	
Hisse Değeri					33.84			50.90	
Getiri, %								50.4%	

*: Anadolu Efes'in pay sahipliğine göre düzeltilmiş değeri göstermektedir.

** : Holding sınıflandırmasında otomotiv altında yer almamaktadır.

Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma

- 3 yıllık ortalama NAD iskontosunu (%32,5) uyguladıktan sonra elde ettiğimiz hedefe fiyata alternatif olarak ilgili döneme dair en düşük ve en derin iskonto oranlarına göre fiyatlamayı öngörebilmek adına aşağıdaki kısa senaryo tablosunu sunuyoruz.

AGHOL 3Y veriler	İskonto oranı %		
	-22.5%	-32.5%	-49.6%
Hedef Fiyat (TL)	58.47	50.90	37.98
Getiri	72.8%	50.4%	12.2%

Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma

Hisse Verileri

Bloomberg Hisse Kodu	AEFES
Mevcut Fiyat (TL)	19.41
Hedef Fiyat (TL)	29.00
Getiri Potansiyeli (%)	49%
Son 12 Ay Hisse Fiyat Aralığı (TL)	13.32 23.09
3 Aylık Ortalama Hacim (mln TL)	853
Sermaye (mln TL)	5,921
Pazar	Yıldız Pazar

Hisse Verileri (mln TL)

Piyasa Değeri	114,928
Hedeflenen Piyasa Değeri	171,902
Net Borç	64,124
Firma Değeri	179,052

Hisse Performansı	1 Ay	3 Ay	6 Ay	YBB
Nominal Getiri	3%	6%	24%	25%
BIST100 Rölatif Getiri	9%	0%	0%	2%

Özet Veriler (mln TL)

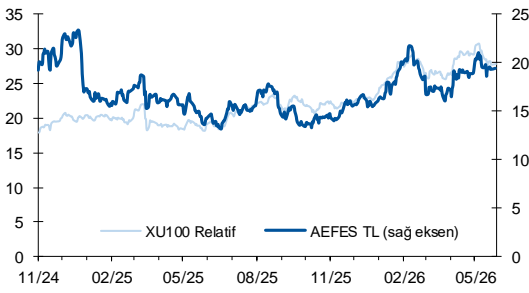
	2024	2025	2026T	2027T
Satış Gelirleri	302,825	243,847	325,973	410,562
FAVÖK	49,989	39,545	55,140	69,620
Net Kar	17,169	8,957	16,841	19,812

Satış Büyümesi	131.2%	-19.5%	33.7%	25.9%
FAVÖK Büyümesi	128.0%	-20.9%	39.4%	26.3%
Net Kar Büyümesi	53.7%	-47.8%	88.0%	17.6%

FAVÖK Marjı	16.5%	16.2%	16.9%	17.0%
Net Kar Marjı	5.7%	3.7%	5.2%	4.8%

Tahminler ve Rasyolar

	2024	2025	2026T	2027T
FD/Ciro	0.5x	0.6x	0.5x	0.4x
FD/FAVÖK	3.0x	3.9x	3.2x	2.6x
F/K	6.8x	10.4x	6.8x	5.8x
PD/DD	1.1x	0.8x	0.6x	0.6x
Net Borç/FAVÖK	0.6x	1.6x	1.2x	1.1x

Hisse Performansı

Kaynak: Rasyonet, Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma
Fiyatlar 01 Haziran 2026 tarihi itibarıyla.

Ortaklık Yapısı

AG ANADOLU GRUBU HOLDİNG ANONİM ŞİRKETİ	43.05%
AB INBEV HARMONY LİMİTED	24.00%
Diğer	32.95%

Strateji ve Araştırma

DenizbankYatırımHizmetleriGrubuStratejiVeAraştırma@denizbank.com

Anadolu Efes (AEFES TI)

AGHOL – Bira Grubu

Bira grubu, üretim hacmi bakımından dünyanın en büyük 10 bira şirketinden biri* olan Anadolu Efes'in geniş ürün portföyü, markalarının güçlü konumu ve dolayısıyla operasyonel gücü altında şekillenmektedir. *The Barth Report 2023/2024

■ Bira grubunun 1Ç26 için açıkladığı finansalları hatırlamak gerekirse:

- 1Ç26'da yıllık bazda %8,4 azalışla 9.411 milyon TL satış geliri kaydetti.
- FAVÖK (BMKÖ; Bir Defaya Mahsus Kalemler Öncesi) 1Ç26'da -761 milyon TL seviyesinde gerçekleşti (1Ç25: -636 milyon TL)
- 1Ç26 döneminde -327 milyon TL net zarar açıkladı (1Ç25: 1.238 milyon TL net kar).

■ 2025 yılı sonuçlarını incelediğimizde ise:

- Şirket, 2025 yılında yıllık bazda %2,4 azalışla 54.329 milyon TL satış geliri kaydetti.
- FAVÖK (BMKÖ) 2025 yılında yıllık bazda %15,6 azalışla 7.291 milyon TL seviyesinde gerçekleşirken, FAVÖK marjı 2,1 puan azalışla %13,4 oldu.
- Şirket, 2025 yılında yıllık bazda %32,1 azalışla 4.125 milyon TL net kar açıkladı (2024: 6.075 milyon TL).
- Serbest nakit akımı tarafında 2025 yılında 4.879 milyon TL'lik nakit çıkışı görüldü.

■ Şirket, 2024 yılının proforma verilerine kıyasla yatay bir performans göstererek 13,0 milyon hL konsolide satış hacmiyle 2025'i tamamladı (2024 Proforma: 13,0 milyon hL; 2024 Raporlanan: 38,7 milyon hL). Pazarlar özelindeki gelişmelere bakarsak:

- 3 yıl üst üste daralma gösteren **Kazakistan** operasyonlarının yılı hafif büyüme ile tamamladığı,
- **Gürcistan** operasyonları tarafında orta-tek haneli daralma ile yılın tamamlandığı,
- **Moldova** operasyonlarının ise geçen senenin düşük baz etkisine rağmen düşük-orta-tek haneli büyüme ile yılı tamamladığı paylaşıldı.
- **Türkiye bira operasyonları ise 4 yıl üst üste büyüme performansı sergiledikten sonra 2025 yılında hafif daralma gösterdi.**

■ 2025'te karlılık neden geriledi? Şirket'in 2025 yılı performansına baktığımızda, 2,1 puan azalışla FAVÖK marjının gerilediğini görüyoruz. Özellikle de son çeyrekteki 5,4 puanlık gerilemenin tam yıl sonuçlar üzerindeki düşüşü derinleştirdiği görülmektedir. 4Ç24 döneminde yapılan hedge işlemleri sayesinde maliyetlerin düşük seviyelerde gerçekleşmesinin 4Ç25 dönemine karşı düşük baz etkisi yaratması sebebiyle, aslında maliyetlerdeki bu normalleşme olmasına rağmen, artış görüldü. Bununla birlikte, faaliyet giderlerinin etkin yönetimi sayesinde neredeyse 1 puanlık iyileştirmenin sağlanması söz konusudur. Şirket, 2026 yılı için brüt kar marjının 2025 yılına göre yatay sonuçlanacağını beklemektedir.

- **Bira grubu 2026 yılına nasıl başladı?** 1Ç26 döneminde yurt içi pazar satış hacminde %20,2, uluslararası pazarlarda ise %1,6 daralma görüldü. Yurt içi özelinde talep tarafında *i) yağışlı geçen havalar ii) Ramazan döneminin etkisi ve iii) satın alma gücündeki gerileme* baskı unsurları olarak ön plana çıktı. Uluslararası pazardaki daralmanın ana nedeni olarak Gürcistan ihracat operasyonlarının yeniden yapılandırılması ön plana çıkarken, bu etki hariç tutulduğunda %3,2'lik artış görüldüğü belirtildi. Konsolide olarak ise satış hacmi %9,6 daralırken, fiyat artışlarının ve iskonto oranlarındaki iyileşmenin etkisiyle net satışlar desteklendi. Karlılık tarafında ise düşen operasyonel hacim sonucunda gerileyen brüt kâr marjı sonucunda FAVÖK tarafında zarar gerçekleşti. Diğer taraftan, Rusya konsolidasyon düzeltmeleri sonucunda 1Ç25 net kar kalemi 1.238 milyon TL seviyesinde gerçekleşirken, 1Ç26'da ise 327 milyon TL'lik net zarar gerçekleşti.
- **Bira grubu net borç pozisyonu.** Diğer taraftan, bira grubunun net borç/FAVÖK (BMKÖ) metriği ise 2024 yılında 3,2x seviyesindeyken, gerileyen FAVÖK performansının da etkisiyle, 2025 yılında 4,0x olarak gerçekleşmişti. **Mevcut durumda bira grubunun net borç/FAVÖK (BMKÖ) rasyosu 4,6x seviyesindedir. Rusya'daki gelişmelere ek olarak bahse konu yüksek borçlülüğün da değerlendirme üzerindeki baskının bir diğer sebebi olduğunu düşünüyoruz. Dolayısıyla, bu tarafta görülebilecek olumlu gelişmelerin değerlendirilmesinin üzerindeki iskontoyu azaltma ihtimalini değerlendiriyoruz.**
- **Bira dışı alkol segmenti yatırımları.** 2024 yılının ikinci yarısından itibaren ürün gamında çeşitlilik, ciro ve karlılığa katkı sağlamak amacıyla William Grant & Sons şirketiyle viski, likör ve cin dahil tüm ürün portföyünün Türkiye'de satış, pazarlama ve dağıtımına ilişkin anlaşma yapılmıştı. 2025 yılında ise bira dışı alkol segmenti için Tarih Üzüm'ün %60'ını temsil eden payların 26 milyon USD devir bedeliyle satım alımı gerçekleştirildi (*Şirket'in bilançosu üzerindeki olası etkileri asgari düzeyde tutmak amacıyla, ana hissedar Anadolu Grubu ile ortak bir çatı altında yeniden yapılandırılmasına karar verildiği belirtildi*). Böylece, William Grant & Sons markalarına ek olarak, "Mercan" ve "Fasıl" markaları da distile alkol grubuna dahil olarak Şirket'in operasyonlarına eklendi. **Şirket'in, yeni segmentteki motivasyonunun arkasında disiplinli şekilde takip edilen tüketici trendleri ve Türkiye'deki başarıları etkin olunan diğer pazarlara da genişletme stratejisi başrol oynamaktadır.**
- **2Ç26 döneminde duyurulan gelişmeler.** Şirket, son dönemde, büyüme stratejisi doğrultusunda, kendi markalarının Özbekistan'da ve Çin'de yerel üretim yöntemiyle (toll-filling) üretilmesine dair anlaşmalar yaptığını duyurdu. Özbekistan'da 2026 yılının ikinci çeyreği içerisinde teknik hazırlıkların tamamlanmasının ardından başlaması tahmin edilirken, Çin'de ise deneme üretimlerinin tamamlanmasının ardından başlaması beklenmektedir. **2026 yılı için ilgili pazarların oldukça kısıtlı katkısı olabileceğini düşünmekle birlikte, özellikle Çin gibi dünyanın en büyük bira pazarında Şirket'in kendi markalarıyla yer alması ve başarı kazanılması durumunda orta – uzun vade açısında olası pozitif katalizör olarak değerlendirilebilir. Şu aşamada, bu iki pazarın etkilerini henüz modelimize yansıtıyoruz.**
- **2026 yılına dair beklentiler.** 2025 yılı Türkiye'de hafif daralma, uluslararası operasyonlarda ise hafif artış göstermişti. **2026 yılında ise Türkiye operasyonlarında düşük tek haneli büyüme görülmesi, uluslararası operasyonlarda ise yatay bir seyir beklenmektedir. Diğer taraftan, operasyonel karlılık marjlarının geçen yıla paralel seyretmesi öngörülmekle birlikte, 2026 yıl sonunda pozitif nakit akışı yaratılması ve bira grubunun yüksek seyreden net borç seviyesinin daha optimal noktalara gelmesi de finansal açıdan beklenen gelişmelerdir.**

Türkiye

Premium Segment Markalar

• Stella Artois • Bud • Miller • Corona
• Amsterdam Navigator • Leffe • Hoegaarden
• Erdinger • Duvel • Efes Glutensiz • Efes Haus

Popüler Segment Markalar

• Belfast • Bomonti Filtresiz • Beck's • Jupiler
• Efes Pilsen • Efes Malt • Efes Pilsen Green
• Efes Xtra

Ekonomi Segment Markalar

• Bremen • Bremen Yüksek Alkollü • Marmara 34

Distile Alkol Markaları

• Balvenie • Glenfiddich • Grant's • Hendricks
• Monkey Shoulder • Reyka • Tullamore Dew
• Milagro • Drambuie • Mercan Göbek Raki
• Fasıl Yaş Üzüm Raki

Kazakistan

Süper Premium Segment Markalar

• Miller Genuine Draft • Corona • Leffe
• Hoegaarden Keg • Franziskaner • Spaten
• Stella Artois

Premium Segment Markalar

• Bud Fıçı

Üst Popüler Segment Markalar

• Efes Pilsener • Velkopopovicky Kozel
• Bavaria • Sary Melnik

Popüler Segment Markalar

• Kruzha Svezhego • Bely Medved
• Zhigulevskoe • Slavna Praga (Fıçı)
• Bolshaya Slavna Praga (Kutu)
• Wukong Ju • SpecPegas Brands (Ryba Tvoey
Mechty, Yuzhnyi Lis, Sibirsky Medved)

Ekonomi Segment Markalar

• 13 Region • Khmelnoy Los
• Bolshaya Slavna Praga (Bottle) • Bremen
• Karagandinskoe • Alkhen • Tyan-Shan

Moldova

Süper Premium Segment Markalar

• Corona • Franziskaner • Spaten • Kwartals
• Hoegaarden • Grolsch • Leffe

Premium Segment Markalar

• Radler • Kozel • Efes • Hopfenbrau
• Sary Melnik iz Bochonka

Popüler Segment Markalar

• Chisinau • Finch • Timisoreana
• Jigulevscoe Bocikovee

Ekonomi Segment Markaları

• Camarad • Bely Medved • Bremen

Diğer

• Festival • Kvassica

Gürcistan

Premium Segment Markalar

• Efes • Corona Extra • Leffe • Beck's
• Stella Artois • Hoegaarden • Taati

Popüler Segment Markalar

• Lowenbrau • Staropramen • Natakhtari
• Karva • Kasris • Alpenbrau

Ekonomi Segment Markaları

• Ai Ludi • Kaiser

Alkolsüz Markalar

• Natakhtari Lemonade • Natakhtari Zigzag

Anadolu Efes (AEFES) | Değerleme

- Anadolu Efes'in 12-ay hedef piyasa değerine ulaşırken **Bira Grubu için İndirgenmiş Nakit Akımı (İNA)** yöntemini ve **Benzer Şirket Karşılaştırmasını** kullandık. Mevcut durumda Araştırma kapsamımızda yer alan **Coca Cola İçecek'in (12-ay hedef fiyatımız: 108,57 TL)** değerini ise Anadolu Efes'in payı oranında yansıttık. Sonuç olarak, her iki parçanın toplamına göre, **AEFES için 12-ay hedef fiyatımız 29,00 TL seviyesinde oluşurken, son kapanış rakamına göre %49 getiri potansiyeline işaret ediyor.**

Değerleme Özeti			
	Şirket Değeri (TL mn)	Ağırlık	Değer
İNA	10,471	80%	8,377
Benzer Şirket Karşılaştırması	54,208	20%	10,842
CCOLA* (12A Hedef Değer)	303,787	50.26%	152,684
12 Aylık Hedef Şirket Değeri			171,902
Hisse Adedi			5,921
Hisse Fiyatı			19.41
12 Aylık Hedef Fiyat			29.00
Yükseliş Potansiyeli			49%

AEFES'in pay oranı baz alınmıştır.

Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma

- Bira Grubu** değerlememizde; (i) **ortalama risksiz getiri oranını 2026 yılı için %7,25, diğer yıllar için ise %7,0** (ii) **piyasa risk primini 2026 yılı için %5,25, diğer yıllar için ise %5,0** (iii) **AEFES şirket betasını 1,06** (iv) **büyüme oranını %2,0** olarak kullandık. Buna bağlı, indirgeme faktörü olarak kullanılan ağırlıklı ortalama sermaye maliyetini 10 yıllık tahmin döneminde ortalama %9,9 olarak değerlendirdik. **Diğer taraftan, bahsedilmesi noktasında önemli olduğunu düşündüğümüz bu değerlendirme çalışmasında, Rusya operasyonları dahil edilmemiştir (dahil olan senaryo için raporun ek kısmına bakabilirsiniz). Ayrıca, Bira Grubu'na dair azınlık payı düzeltmesi de detay kırılıma hakim olmadığımız için yapılmamıştır. Yüksek seviyelerde seyreden net borç, İNA bazlı değerlendirme baskılamaktadır.**

Bira (mn USD)	2025	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	2032T	2033T	2034T	2035T
Net Satışlar	1,375	1,405	1,440	1,476	1,512	1,550	1,589	1,629	1,670	1,712	1,755
FVÖK	36	52	94	125	129	139	143	147	145	149	153
Vergi Gideri (-)	9	13	23	31	32	35	36	37	36	37	38
FAVÖK	185	190	209	221	227	232	238	244	245	252	258
Yatırım Harcamaları (-)	112	133	112	89	92	87	90	90	96	98	101
İşletme Sermayesinde Değişim (-)	271	23	26	26	24	23	22	20	19	19	20
Serbest Nakit Akış	21	47	75	79	79	88	90	98	95	97	100
İndirgenmiş Nakit Akım	20	41	59	56	56	57	53	53	46	43	40

Devam Eden Değer (mn USD)	1,293
Büyüme Oranı	2.0%
İndirgenmiş Devam Eden Değer (mn USD)	522
İndirgenmiş Serbest Nakit Akımı (mn USD)	468
Firma Değeri (mn USD)	991
Net Borç (mn USD) (-)	823
Azınlık Payı (mn USD) (-)	0
Piyasa Değeri (mn USD)	168
12A Piyasa Değeri (mn USD)	189
Fwd USDTRY	55.4
12A Hedef Piyasa Değeri (mn TRY)	10,471

	2025	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	2032T	2033T	2034T	2035T
Risksiz Getiri Oranı	7.0%	7.25%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%
Risk Primi	5.5%	5.25%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%
Özkaynak Maliyeti	12.8%	12.8%	12.3%	12.3%	12.3%	12.3%	12.3%	12.3%	12.3%	12.3%	12.3%
Beta	1.06	1.06	1.06	1.06	1.06	1.06	1.06	1.06	1.06	1.06	1.06
Borçlanma Ağırlığı	36%	34%	36%	36%	38%	39%	39%	38%	38%	37%	37%
Sermaye Ağırlığı	64%	66%	64%	64%	62%	61%	61%	62%	62%	63%	63%
Borçlanma Maliyeti	7.7%	8.0%	7.7%	7.7%	7.7%	7.7%	7.7%	7.7%	7.7%	7.7%	7.7%
Vergi oranı	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%
Vergi Sonrası Borçlanma Maliyeti	5.8%	6.0%	5.8%	5.8%	5.8%	5.8%	5.8%	5.8%	5.8%	5.8%	5.8%
Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti	10.3%	10.5%	9.9%	9.9%	9.8%	9.8%	9.8%	9.8%	9.8%	9.9%	9.9%
İskonto Faktörü		1.1	1.2	1.3	1.4	1.5	1.7	1.9	2.0	2.2	2.5

Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma

Anadolu Efes (AEFES) | Bira Grubu benzer şirket karşılaştırmaları

- Benzer şirketler karşılaştırmasında 10 ayrı firmaya yer verilmiştir. **Bira Grubu'na dair piyasa değerini, AEFES piyasa değerinden CCOLA paylarına denk gelen CCOLA piyasa değerini çıkararak tespit ettik. Bu sayfanın değerlendirmesinde ilgili varsayımın dikkate alınmasını önemle belirtmek isteriz.**
- Modelimizde benzer şirketler çarpanları olarak 2026 ve 2027 yıllarının medyan FD/FAVÖK çarpanları %50-%50 eşit ağırlıkla kullanılmıştır. **Benzer şirket çarpanları sonuçlarına göre, 54.208 milyon TL değerine ulaştık.**
- Bira Grubu, benzer şirketlerin genel medyanına kıyasla FD/FAVÖK rasyosunda 2026 ve 2027 yılı tahminlerimize göre sırasıyla %38 ve %45 iskontolu işlem görmektedir. F/K ve FD/Satışlar çok daha yüksek iskontoları işaret etmektedir. **Bununla beraber, bu kadar yüksek iskontoların olmasını mantıklı bulmadığımız, güvenli tarafta kalmak ve değerlendirme üzerinde uç sonuçların çıkacağı aşikar olduğu için benzer şirket karşılaştırmasını oldukça düşük düzeyde yansıtmaya çalıştık. İskontoların bu kadar derin olmasının birden fazla sebebi olabilir; (i) gelişen ve gelişmekte olan piyasalara yönelik sermaye akımlarına yönelik risk iştahı (ii) yerli & yabancı yatırımcı nezdinde enflasyon muhasebesinden kaynaklanan finansalların okunmasının zorlaşması (iii) Anadolu Efes özelinde Rusya tarafındaki gelişmelerin hisse fiyatlaması üzerindeki negatif etkisi gibi örnekler sıralanabilir.**

Şirket İsmi	Ülke	Piyasa Değeri (USD mn)	FAVÖK Marjı (son 4 çeyrek)	FD/FAVÖK		F/K		FD/Satışlar	
				2026T	2027T	2026T	2027T	2026T	2027T
CARLSBERG-B	Danimarka	18,707	18.2%	9.8	9.2	14.8	13.2	2.0	2.0
KIRIN HOLDINGS C	Japonya	13,934	12.8%	10.5	9.5	14.1	12.0	1.3	1.3
ASAHI GROUP HOLD	Japonya	14,556	13.4%	9.1	8.2	15.0	11.7	1.2	1.2
MOLSON COORS-B	ABD	7,456	-13.8%	6.0	6.5	7.4	8.3	1.2	1.2
HEINEKEN NV	Hollanda	44,258	19.8%	8.4	7.8	14.3	12.7	1.9	1.8
TSINGTAO BREW-H	Çin	10,565	21.6%	7.6	7.2	12.7	12.3	1.5	1.5
FOMENTO ECON-UBD	Meksika	37,275	13.6%	7.2	6.6	39.5	21.2	1.0	1.0
AMBEV SA	Brezilya	50,927	34.2%	8.2	7.8	16.8	16.0	2.7	2.6
ANHEUSER-BUSCH I	Belçika	162,624	34.2%	11.0	10.1	22.0	18.5	3.9	3.6
Medyan			18.2%	8.4	7.8	14.8	12.7	1.5	1.5
Anadolu Efes (Bira Grubu)	Türkiye	37	13.4%	5.2	4.3	0.4	0.4	0.7	0.6
Prim/(İskonto)				-38%	-45%	-97%	-97%	-54%	-62%

1 Haziran 2026 tarihi itibarıyladır.

Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Bloomberg

Potansiyel riskler

- Anadolu Efes için; **i) küresel emtia fiyatlarındaki yukarı yönlü baskılanma ii) rekabetçi sektör dinamikleri sebebiyle satış hacimlerinin ve ürün fiyatlamalarının baskılanması iii) jeopolitik risklerin operasyonlar üzerindeki olumsuz etkileri** gibi başlıklar değerlememiz açısından başlıca risk unsurları konumunda bulunuyor.

Hisse Verileri

Bloomberg Hisse Kodu	CCOLA
Mevcut Fiyat (TL)	81.50
Hedef Fiyat (TL)	108.57
Getiri Potansiyeli (%)	33%
Son 12 Ay Hisse Fiyat Aralığı (TL)	45.43 - 87.90
3 Aylık Ortalama Hacim (mln TL)	419
Sermaye (mln TL)	2,798
Pazar	Yıldız Pazar

Hisse Verileri (mln TL)

Piyasa Değeri	228,043
Hedeflenen Piyasa Değeri	303,787
Net Borç	26,242
Firma Değeri	254,285

Hisse Performansı	1 Ay	3 Ay	6 Ay	YBB
Nominal Getiri	10%	26%	60%	41%
BIST100 Rölatif Getiri	16%	19%	29%	16%

Özet Veriler (mln TL)

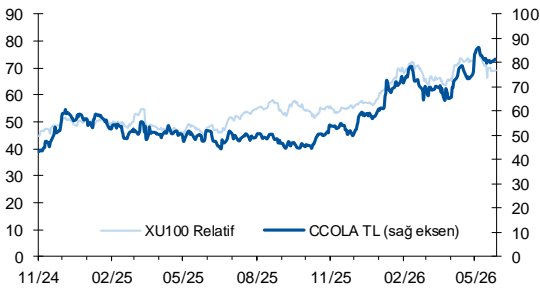
	2024	2025	2026T	2027T
Satış Gelirleri	180,216	187,185	260,350	329,559
FAVÖK	31,601	32,910	46,267	57,875
Net Kar	19,390	14,072	24,629	28,460
Hisse Başı Kar	6.93	5.03	8.80	10.17

Satış Büyümesi	23.5%	3.9%	39.1%	26.6%
FAVÖK Büyümesi	22.2%	4.1%	40.6%	25.1%
Net Kar Büyümesi	-34.7%	-27.4%	75.0%	15.6%

FAVÖK Marjı	17.5%	17.6%	17.8%	17.6%
Net Kar Marjı	10.8%	7.5%	9.5%	8.6%

Tahminler ve Rasyolar

	2024	2025	2026T	2027T
FD/Ciro	1.1x	0.9x	1.0x	0.8x
FD/FAVÖK	6.4x	5.3x	5.5x	4.4x
F/K	8.7x	10.4x	9.3x	8.0x
PD/DD	3.0x	1.8x	2.2x	1.9x
Net Borç/FAVÖK	1.1x	0.9x	0.7x	0.5x

Hisse Performansı

Kaynak: Rasyonet, Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma
Fiyatlar 01 Haziran 2026 tarihi itibarıyla.

Ortaklık Yapısı

Anadolu Efes Biracılık	40.12%
The Coca-Cola Export Corporation	20.09%
Efes Pazarlama Ve Dağıtım Ticaret	10.14%
Diğer	29.65%

Strateji ve Araştırma

DenizbankYatirimHizmetleriGrubuStratejiVeAraştırma@denizbank.com

Coca Cola İçecek (CCOLA TI)

AGHOL – Meşrubat Grubu

Meşrubat grubu, 12 ülkede 600 milyon nüfusa hizmet veren Coca Cola İçecek'in operasyonları altında şekillenmektedir.

- Meşrubat grubunun 1Ç26 için açıkladığı finansalları hatırlamak gerekirse:
 - Coca Cola İçecek, 1Ç26'da yıllık bazda %11 artışla 52.369 milyon TL satış geliri kaydetti.
 - FAVÖK 1Ç26'da yıllık %60 artışla 8.992 milyon TL seviyesinde gerçekleşirken, FAVÖK marjı 5,3 puan artışla %17,2 oldu.
 - Şirket, 1Ç26 döneminde yıllık bazda %214 artışla 5.237 milyon TL net kar açıkladı (4Ç25: 666 milyon TL net zarar, 1Ç25: 1669 milyon TL net kar).
- 2025 yılı sonuçlarını incelediğimizde ise:
 - Şirket, 2025 yılında yıllık bazda %4 artışla 187.185 milyon TL satış geliri kaydetti.
 - FAVÖK 2025 yılında yıllık bazda %4 artışla 32.910 milyon TL seviyesinde gerçekleşirken, FAVÖK marjı 0,1 puan artışla %17,6 seviyesinde gerçekleşti.
 - Şirket, 2025 yılında yıllık bazda %27 azalışla 14.072 milyon TL net kar açıkladı (2024: 19.390 milyon TL).
- 2025 yılı genelinde ise Şirket'in satış gelirleri %4 artışla 187.185 milyon TL'ye ulaştı. 2025'te konsolide satış hacmi yıllık bazda %8 artarken, Türkiye'nin satış hacmi %1,0 daraldı (562 milyon ünite kasa). Uluslararası hacim ise yıllık %13,5 artış kaydetti. Türkiye satış hacminin daralmasında, Şirket'in değer odaklı stratejisi kapsamında önceliklendirmedeği su kategorisi etkili oldu. Daha az odaklanılan su kategorisi hariç bakıldığında ise Türkiye operasyonlarında hacim bazlı %3,8 artış gözlemlendi. Uluslararası operasyonların satış hacmindeki payı yıllık bazda 315 baz puan artışla %65,3'e yükseldi.**

2025'in ilk yarısında hacim ve satın alma öncelikli strateji izlenirken, yılın ikinci yarısında ise doğru fiyatlandırma stratejileriyle öne çıktı. **Böylece, birim başına net satış gelirleri 2,8 USD seviyesine ulaşarak son 10 yıldaki en yüksek seviyesini gördü. Şirket, hem talep momentumunu koruyarak hem de fiyatlandırma yeteneklerini kullanarak değer yaratımını devam ettirdi. Öne çıkan ülke performansları:**

- Pakistan:** Tam yıl bazında hacim büyümesi %1,3 artış ile 314 milyon ünite kasa seviyesine ulaşırken, pazardaki liderlik rasyosu 1,1x seviyesinde korundu. Pakistan'ın hacim bakımından oldukça büyük pazar olması sebebiyle burada görülecek iyileşmelerin Şirket'in değer yaratımı noktasında oldukça önemli olduğunu belirtmek isteriz.
- Özbekistan:** 2025 yılında %33,7 artış ile 220 milyon ünite kasa satış hacmine ulaşıldı. Şirket'in, rakiplerine göre hem ürün bazında hem de müşteriye ulaşım bazında daha görünür olması, bu güçlü performansın oluşmasında etkisi oldu.

- **Kazakistan:** 2025 yılında %15,5 artış ile 215 milyon ünite kasa satış hacmine ulaşıldı. Özellikle gazsız içecekler kategorisinde Fusetea'nın güçlü etkisiyle %32,1 seviyesinde artış gösterdi.
- **Irak:** 2025 yılında %12,0 artış ile 140 milyon ünite kasa satış hacmine ulaşıldı. Üst üste 3 yıldır büyümesini sürdürmektedir.
- **Uzun dönemde verimlilik yaratıldı.** Son 5 yıl içerisinde Şirket'in operasyonlarını etkileyen ve genelde olumsuz yönde olan gelişmelere rağmen USD bazında %7 hacim YBBO, %17 satış gelirleri YBBO ve %19 FVÖK YBBO yaratıldı (*enflasyon muhasebesi hariç rakamlardır. YBBO: Yıllık Bileşik Büyüme Oranı*). Hacim gelişimine kıyasla fiyatlandırma stratejisinin daha fazla değer yarattığı görülmekle birlikte operasyonel karlılığın her ikisinden de daha güçlü seyrettiği görülmektedir. **Şirket'in marka gücü büyümeyi sağlarken, diğer taraftan, ürün miksinin ayarlanması ve etkin maliyet yönetimi de karlılığı perçinlemektedir. Bu başarının güçlü marka ve geniş pazar hakimiyetine ek olarak tamamlanan birçok tesis yatırımıyla ilerleyen yıllarda da sürececeğini değerlendiriyoruz.**
- **'Dynamic hedging'.** Şirket, SMM (*Satılan Malın Maliyeti*) yönetiminde öngörülebilirliğini korumak adına ve ünite kasa başına karlılığını sürdürmek için maliyetleri için hedge yapmaktadır. Korumacı risk yönetimi çerçevesinde 2026 yılında şeker, alüminyum ve reçine maliyetlerini sırasıyla %79, %51 ve %81 oranında sabitledi. **Şirket'in, operasyonlarını gerçekleştirdiği ülkelerin makroekonomik gelişmelere karşı oldukça duyarlı olması sebebiyle ve globalde de olası şoklara karşı -ki 2026 yılının ilk aylarında gerçekleşen risk buna örnek verilebilir- karlılığın yönetilebilir olması yönünde alınan önlemler değer yaratımı noktasında kritik olmaktadır. 2026 yılında başlayan bölgesel gerilim çerçevesinde artan hammadde fiyatlarına karşı alınan önlemlerin piyasa katılımcıları tarafından değerlendirilme tarafında olumlu olarak ele alınacağını düşünüyoruz.**
- **1Ç26'da Türkiye satış hacmi 130 milyon ünite kasa ile %1,4'lük artış, uluslararası satış hacminde 284 milyon ünite kasa ile yıllık bazda %9,6'lık artış izlendi.** Böylelikle konsolide satış hacmi 1Ç26'da 414 milyon ünite kasaya ulaşarak bir önceki yılın aynı dönemine kıyasla %6,9'luk artış kaydetti. **Pazar geneline baktığımızda;** sırasıyla Türkiye, Kazakistan, Özbekistan ve Pakistan satış hacimleri %1,4, %11,0, %40,7 ve %0,2 artış gösterdi. 1Ç25'te görülen %13,4'lük büyümenin yüksek bazına rağmen 1Ç26'da görülen %6,9 artış dikkat çekti (konsolide olarak). Diğer taraftan, jeopolitik gelişmeler çerçevesinde Irak pazarında 11 çeyrekte sonra ilk defa daralma görüldü (yıllık bazda %1,8).
- **2026 beklentileri;** i) *Türkiye'de düşük tek haneli ve uluslararası operasyonlarda yüksek tek haneli büyüme ile konsolide bazda orta-tek haneli hacim büyümesi* ii) *TMS-29'a göre yatay FVÖK marjı ile yatay-orta-tek haneli NSG/ÜK büyümesi* olarak açıklandı. Ayrıca, *Şirket'in yatırım harcamaları/satışlar oranının yüksek tek haneli seviyede gerçekleşmesi* öngörülmektedir. **Coca Cola'nın nispeten güçlü değerlendirildiği çeyrekler olarak 2Ç ve 3Ç ön plana çıkmaktadır. Dolayısıyla, bu çeyreklerin performansı yıl sonu beklentilerinin büyük ölçüde gerçekleşip gerçekleşmeyeceği yönünde belirleyici olacaktır. Diğer taraftan, yatırım harcamalarının bu sene için de olağan oranın üzerinde gerçekleşmesi planlanmakla birlikte net borç/FAVÖK rasyosunun 0,8x seviyesinde olması sebebiyle Şirket'in değerlemesi konusunda herhangi bir zorlayıcı faktör olarak öne çıkmayacağını değerlendiriyoruz.**
- **Genel değerlendirme:** 2026 yılı tahminlerimiz, 260.305 milyon TL satış geliri, 46.260 milyon TL FAVÖK ve 24.629 milyon TL net kar yönündedir. Bu doğrultuda **Coca Cola İçecek için 12-aylık hedef fiyatımız 108,57 TL, önerimizi ise AL yönündedir.** Hisse, yıl başından itibaren BIST 100 endeksinin %16 üzerinde performans göstermiştir. Geriye dönük 12 aylık verilere göre hisse 12,0x F/K ve 6,4x FD/FAVÖK çarpanlarından işlem görmektedir. **2026 tahminlerimize göre, CCOLA hissesi 5,5x FD/FAVÖK çarpanı ile işlem görmektedir.**

Hisse Verileri

Bloomberg Hisse Kodu	MGROS
Mevcut Fiyat (TL)	664.00
Hedef Fiyat (TL)	946.44
Getiri Potansiyeli (%)	43%
Son 12 Ay Hisse Fiyat Aralığı (TL)	409.72 - 727.00
3 Aylık Ortalama Hacim (mln TL)	1660
Sermaye (mln TL)	181
Pazar	Yıldız Pazar

Hisse Verileri (mln TL)

Piyasa Değeri	120,220
Hedeflenen Piyasa Değeri	171,357
Net Borç	7,604
Firma Değeri	128,683

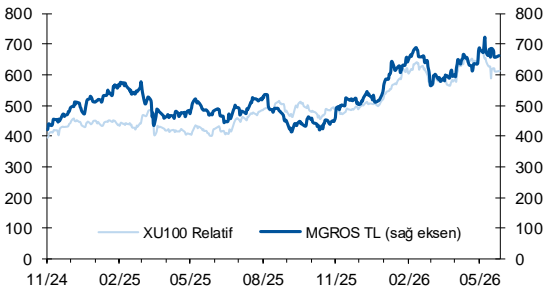
Hisse Performansı	1 Ay	3 Ay	6 Ay	YBB
Nominal Getiri	7%	4%	28%	28%
BIST100 Rölatif Getiri	12%	4%	2%	5%

Özet Veriler (mln TL)	2024	2025	2026T	2027T
Satış Gelirleri	384,534	412,756	558,573	717,962
FAVÖK	20,676	27,320	36,761	47,905
Net Kar	8,298	6,467	8,558	11,155
Hisse Başı Kar	45.83	35.72	47.27	61.61

Satış Büyümesi	46.7%	7.3%	35.3%	28.5%
FAVÖK Büyümesi	355.7%	32.1%	34.6%	30.3%
Net Kar Büyümesi	-34.9%	-22.1%	32.3%	30.4%

FAVÖK Marjı	5.4%	6.6%	6.6%	6.7%
Net Kar Marjı	2.2%	1.6%	1.5%	1.6%

Tahminler ve Rasyolar	2024	2025	2026T	2027T
FD/Ciro	0.2x	0.2x	0.2x	0.2x
FD/FAVÖK	4.0x	3.5x	3.5x	2.7x
F/K	0.1x	14.1x	14.0x	10.8x
PD/DD	1.1x	1.0x	1.2x	1.1x
Net Borç/FAVÖK	-0.1x	0.2x	-0.3x	-0.5x

Hisse Performansı

Kaynak: Rasyonet, Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma

Fiyatlar 29 Mayıs 2026 tarihi itibarıyla.

Ortaklık Yapısı

MH PERAKENDEÇİLİK VETİCARET ANONİM ŞİRKETİ	49.2%
Diğer	50.8%

Strateji ve Araştırma

DenizbankYatirimHizmetleriGrubuStratejiVeAraştırma@denizbank.com

Migros (MGROS TI)

AGHOL – Perakende Grubu

Perakende grubu, 2025 yılı itibarıyla FMCG’de %9,9, modern FMCG’de ise %15,2 pazar payına sahip Migros operasyonları altında şekillenmektedir.

- Perakende grubunun 1Ç26 için açıkladığı finansalları hatırlamak gerekirse:
 - Migros, 1Ç26’da yıllık bazda %6 artışla 109.237 milyon TL satış geliri kaydetti.
 - FAVÖK 1Ç26’da yıllık %10 artışla 5.290 milyon TL seviyesinde gerçekleşirken, FAVÖK marjı 0,1 puan artışla %4,8 oldu.
 - Şirket, 1Ç26 döneminde yıllık bazda %24 artışla 1.598 milyon TL net kar açıkladı (4Ç25: 951 milyon TL net kar, 1Ç25: 1.284 milyon TL net kar).
- 2025 yılı sonuçlarını incelediğimizde ise:
 - Şirket, 2025 yılında yıllık bazda %7,3 artışla 412.756 milyon TL satış geliri kaydetti.
 - FAVÖK 2025 yılında yıllık bazda %32 artışla 27,320 milyon TL seviyesinde gerçekleşirken, FAVÖK marjı 1,2 puan artışla %6,6 seviyesinde gerçekleşti.
 - Şirket, 2025 yılında yıllık bazda %22 azalışla 6.467 milyon TL net kar açıkladı (2024: 8.298 milyon TL).
- Online operasyonlar ve mağaza ağı büyümeye devam etti.** 1Ç26 itibarıyla mağaza sayısı 3.812’ye yükselirken, online hizmet veren mağaza sayısı 2.520 oldu. Toplam satış alanı ise 1Ç26’da 2.090 bin m²’ye yükseldi. 1Ç26’da hibrit mağaza modeli öne çıkarken, fiziksel mağazaların da online mağazaları destekleyen yapıya ulaşması önceliklendirildi. Fiziksel mağaza büyümesinin sektör genelinde normalize olmaya başladığı ifade edilirken, Migros’un penetrasyon ve mağaza ağı açısından büyüme potansiyeli taşıdığı belirtildi. Bu kapsamda mağaza açılış stratejisinde daha seçici davranıldığı, büyük formatlı mağazalar, süpermarketlerin önceliklendirildiği ifade edildi.
- Hacim büyümesi 1Ç26’da devam etti. Bu dönemde özellikle taze ürün kategorilerindeki güçlü performans hem hacim hem sepet büyümesini destekledi.** Birebir mağaza büyümeleri karşılaştırıldığında reel bazda, mağaza satış büyümesi %3,1, sepet büyümesi %4,2 artış kaydederken, trafik büyümesi %1,1 azalış kaydetti. Bu dönemde, dağıtım merkezlerinde yaşanan operasyonel aksaklıklar ile pazarlama aktivitelerinin bilinçli olarak sınırlandırıldığı ve bunun trafik üzerinde baskı yarattığı ifade edildi.

- 2030 yılı hedefleri doğrultusunda izlenen strateji başlıkları:
 - **Geleneksel perakendecilikte pazar kazanımı odağı:** Migros, geleneksel kanalda rekabetçiliğini korumaya devam ediyor. Bu doğrultuda, pazar kazanımı hedeflerini gerçekleştirebilmek adına organize olmayan perakende payının kazanılması ile Migros Anadolu gibi formatları ile penetrasyonunun daha düşük olduğu bölgelerdeki etkinliğini artırmayı hedeflemektedir.
 - **Omnichannel modeli fırsat alanı:** Omnichannel modelin uzun vadede güçlü bir büyüme alanı sunduğunu ve fiziksel mağazalar ile dijital kanalların birlikte çalışarak toplam verimliliği artırdığı ifade edilmektedir.
 - **Moneypay & Mimedat:** Şirket'in ekosistemi içerisinde büyüme potansiyeli içeren bu iki girişimin gelecek dönemde karlılığa katkısının da destekleyici etki etmesi bekleniyor.

- **2026 ve 2027-30 beklentileri.** Şirket, beklentilerini iki ayrı aralık için paylaştı. Bu doğrultuda,

2026 yılında:

- *Konsolide satış büyümesi: %5,0-7,0*
- *Konsolide FAVÖK marjı: %6,0-7,0*
- *Yeni mağaza açılışları: 180-200 yeni mağaza*
- *Yatırım Harcamaları/satışlar: %2,5-3,0*

2027-2030 yıllarında:

- *Konsolide satış büyümesi (her yıl için): Yüksek tek haneli reel büyüme*
- *Konsolide FAVÖK marjı: 2030 yılında 2025'e göre en az 100 baz puan iyileşme*
- *Satış alanı büyümesi (her yıl için): %2,5 – %3,5*
- *Yatırım Harcamaları/satışlar: ~ %2,5 olarak bulunmaktadır.*

- **Şirket'in büyüme stratejilerini ve odağını, grup içerisindeki payı da göz önünde bulundurduğunda oldukça önemli buluyoruz.** Geçmiş dönemde gerçekleştirilen yoğun fiziksel yatırım sürecinin ardından, önümüzdeki dönemde yatırım harcamalarının daha sınırlı seyretmesi beklenmektedir. Bu doğrultuda, daha düşük sermaye ihtiyacı ile faaliyetlerin sürdürülmesi ROIC tarafında iyileşme potansiyeline işaret ederken, operasyonel kaldıraç ile kârlılık görünümünün destekleneceğini öngörüyoruz.
- **Şirket'in büyüme stratejisinde yalnızca hacim artışı değil, aynı zamanda sepet kalitesinin iyileştirilmesi de öncelikli alanlardan biri olarak öne çıkmaktadır.** Özel markalı ürünlerin ve yüksek marjlı kategorilerin payının artırılmasını hem brüt kârlılığı destekleyen hem de fiyatlama esnekliği sağlayan önemli bir unsur olarak değerlendiriyoruz. Bu yapının, gelir kalitesinin artmasına ve sürdürülebilir kârlılık dinamiklerinin güçlenmesine katkı sağlayacağını düşünüyoruz.
- **Buna ek olarak, Şirket'in büyüme yaklaşımının müşteri ekosistemini genişleten tamamlayıcı iş kolları üzerinden şekillendiği görülmektedir.** Yemek teslimatı segmentinde pazarın sınırlı sayıda oyuncu etrafında konsolide olmasına karşın, Migros'un bu alanda liderlikten ziyade ekosistemi destekleyici bir konumda yer aldığı anlaşılmaktadır. Gıda perakendesi ile entegre çalışan bu yapı, müşteri trafiğini artıran ve çok kanallı büyümeyi destekleyen bir unsur olarak öne çıkmaktadır.
- **Genel değerlendirme:** Migros için 2026 yılına ilişkin beklentilerimiz, 541.320 milyon TL satış geliri, 35.905 milyon TL FAVÖK, 7.227 milyon TL net kar olarak bulunuyor. **Şirket'in operasyonel tarafta sergilediği rekabetçi görünümü sayesinde yıl sonu beklentileri doğrultusunda sonuçlar açıklayacağını değerlendiriyor ve nakit yaratımı noktasında yıla güçlü şekilde başladığını düşünüyoruz.** Bu doğrultuda Migros için 12-aylık hedef fiyatımızı 946,44 TL, önerimizi ise AL yönünde sürdürüyoruz. **2026 tahminlerimize göre MGROS hissesi 3,5x FD/FAVÖK çarpanıyla işlem görmektedir.** Hisse, yıl başından itibaren BIST 100 endeksinin %5 üzerinde performans göstermiştir. Geriye dönük 12 aylık verilere göre hisse 16,2x F/K ve 4,2x FD/FAVÖK çarpanlarından işlem görmektedir.

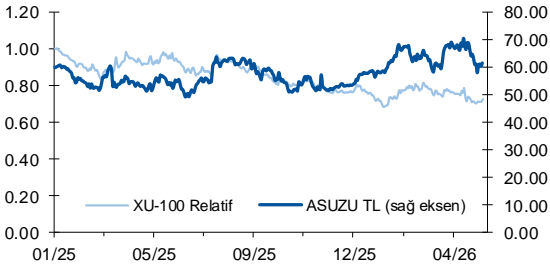
Hisse Verileri

Bloomberg Hisse Kodu	ASUZU
Mevcut Fiyat (TL)	61.40
Hedef Fiyat (TL)	-
Getiri Potansiyeli (%)	-
Son 12 Ay Hisse Fiyat Aralığı (TL)	49.05 72.87
3 Aylık Ortalama Hacim (mln TL)	53
Sermaye (mln TL)	252
Pazar	Ana Pazar

Hisse Verileri (mln TL)

Piyasa Değeri	15,473
Hedeflenen Piyasa Değeri	-
Net Borç	9,870
Firma Değeri	25,343

Hisse Performansı	1 Ay	3 Ay	12 Ay	YBB
Nominal Getiri	-11%	-9%	13%	11%
BIST100 Rölatif Getiri	-6%	-9%	-25%	-8%

Hisse Performansı

Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma
Fiyatlar 01 Haziran 2026 tarihi itibarıyla.

Anadolu Isuzu Otomotiv (ASUZU TI)

AGHOL – Otomotiv Grubu

Otomotiv grubu, Anadolu Isuzu, Çelik Motor, Garenta ve Anadolu Motor operasyonları altında şekillenmektedir.

- Otomotiv grubunun 1Ç26 için açıkladığı finansalları hatırlamak gerekirse:
 - Anadolu Isuzu, 1Ç26'te yıllık bazda %31 artışla 7.340 milyon TL satış geliri kaydetti.
 - FAVÖK 1Ç26'te yıllık %80 azalışla 60 milyon TL seviyesinde gerçekleşirken, FAVÖK marjı 4,5 puan azalışla %0,8 oldu.
 - Şirket, 1Ç26 döneminde 276 milyon TL net zarar açıkladı (4Ç25: 607 milyon TL net kar, 1Ç25: 313 milyon TL net kar).
- 2025 yılı sonuçlarını incelediğimizde ise:
 - Şirket, 2025 yılında yıllık bazda %8 artışla 26.687 milyon TL satış geliri kaydetti.
 - FAVÖK 2025 yılında yıllık bazda %47 artışla 1.513 milyon TL seviyesinde gerçekleşirken, FAVÖK marjı 1,5 puan artışla %5,7 seviyesinde gerçekleşti.
 - Şirket, 2025 yılında yıllık bazda %56 artışla 905 milyon TL net kar açıkladı (2024: 580 milyon TL).
- 2025 yılı, Anadolu Isuzu açısından uluslararası genişleme ve üretim altyapısının çeşitlendirilmesi açısından kritik bir dönem olmuştur. Şirket, Özbekistan'da faaliyet gösteren SamAuto'nun %75,2 hissesini satın alarak Orta Asya'da üretim gücüne sahip çok merkezli bir yapıya geçiş yapmıştır. Bu yatırım, yeni bir coğrafyaya açılımın yanında, tedarik zinciri, üretim esnekliği ve maliyet yapısının optimize edilmesi açısından stratejik bir eşik niteliği taşımaktadır. 2026 yılı itibarıyla Özbekistan operasyonunda satış adedi bazında orta 10'lu yüzdelerde artış beklenmektedir (ilk paylaşılan beklenti düşük 10'lu yüzdelerde artış yönündeydi).
- 1Ç26 döneminde, SamAuto'nun konsolide etkisiyle birlikte satışlar tarafında güçlü artış görülürken, FAVÖK tarafında ise artan vergi oranlarının kamyon ve 4x4 pickup satışlarındaki hacmi üzerinde baskı yaratması sebebiyle olumsuz görünüm gerçekleşti.
- Anadolu Isuzu, 2026 yılına dair beklentilerini paylaştı.**
 - İç pazarda pickup pazarı dışındaki bulunduğu segmentlerin toplam pazar büyüklüğünün 2025'e kıyasla aynı seviyelerde kalmasını beklerken, Pickup pazarında ise 4x4 segmentindeki artan vergiler sebebiyle yüksek 30'lu yüzdelerde azalış beklenmektedir. Şirket, ağır ticari araç satış adetlerini 2025 yılına paralel, hafif ticari araçta ise orta 10'lu yüzdelerde artış beklemektedir. İhracat faaliyetlerinde ise adet bazında düşük tek haneli yüzdelerde artış beklenmektedir. Sonuç olarak, 2026 yılı itibarıyla konsolide satış adetlerinde yüksek tek haneli yüzdelerde artış, 2026 yıl sonu itibarıyla FAVÖK marjının ise önceki yıla göre yatay seyretmesini beklenmektedir.

- Şirket, yoğun geçen 4Ç25 satışları sebebiyle kamyon ve pickup satışları 2Ç26'ya kaydığını ve yılın geri kalanında 4x2 pickup ve kamyon satışlarında hızlanma beklediğini belirtti. Özbekistan tarafında ise mevsimsel etkiler sebebiyle 2Ç26'da satışlarda önemli artış beklenmektedir. **Şirket'in öngörülerini baz aldığımızda, yılın geri kalanında satış hacimlerinin artmasıyla birlikte birim başına elde edilen brüt karın artmasıyla birlikte yıl sonu FAVÖK beklentisinin gerçekleşmesi olasıdır. ASUZU Araştırma kapsamımızda yer almamakta ve dolayısıyla herhangi bir tahminimizin olmadığını not düşerek, diğer giderlerin (vergi, finansman gibi) de kontrol altında tutulduğu senaryoda net karın da olumlu etkilenebileceğini düşünebiliriz.**
- **Stratejik odak alanları:**
 - Orta Asya yatırımı ile üretim ağına coğrafi çeşitlendirilmesi ve ihracatın derinleştirilmesi,
 - Elektrikli ve alternatif yakıtlı araç projeleri ile sürdürülebilir ürün gamının genişletilmesi,
 - Maliyet yönetimi, ölçeklenebilirlik ve finansal dayanıklılığın güçlendirilmesi olarak öne çıkmaktadır.
- Mart 2026 sonu itibarıyla Şirket'in 9.870 milyon TL net borç pozisyonu bulunmaktadır (2025 yıl sonu: 6.915 milyon TL net borç pozisyonu). Aynı dönemde net borç/FAVÖK rasyosu ise 6,9x oldu (2025 yıl sonu: 4,2x net borç/FAVÖK).

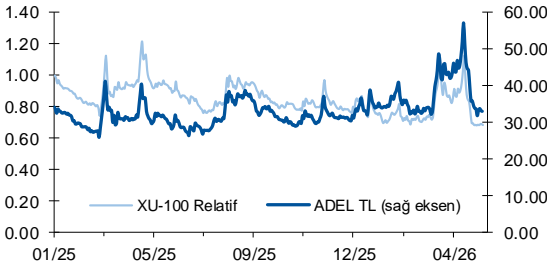
Hisse Verileri

Bloomberg Hisse Kodu	AEDEL
Mevcut Fiyat (TL)	32.94
Hedef Fiyat (TL)	-
Getiri Potansiyeli (%)	-
Son 12 Ay Hisse Fiyat Aralığı (TL)	26.18 61.15
3 Aylık Ortalama Hacim (mln TL)	344
Sermaye (mln TL)	260
Pazar	Ana Pazar

Hisse Verileri (mln TL)

Piyasa Değeri	8,560
Hedeflenen Piyasa Değeri	-
Net Borç	1,626
Firma Değeri	10,186

Hisse Performansı	1 Ay	3 Ay	12 Ay	YBB
Nominal Getiri	-32%	-3%	17%	0%
BIST100 Rölatif Getiri	-28%	-3%	-23%	-18%

Hisse Performansı

Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma
Fiyatlar 01 Haziran 2026 tarihi itibarıyla.

Adel Kalemcilik (AEDEL TI)

AGHOL – Tarım, Enerji ve Sanayi Grubu

Tarım, Enerji ve Sanayi Grubu, Anadolu Etap, Anadolu Kafkasya Enerji Yatırımları, AES Elektrik Enerjisi Toptan Satış, Aslancık Barajı ve Hidroelektrik Santrali ve Adel Kalemcilik operasyonları altında şekillenmektedir.

- Adel Kalemcilik'in 1Ç26 için açıkladığı finansalları hatırlamak gerekirse:
 - Adel Kalemcilik, 1Ç26'da yıllık bazda %127 artışla 823 milyon TL satış geliri kaydetti.
 - FAVÖK 1Ç26'da 27 milyon TL (1Ç25: -178 milyon TL) seviyesinde gerçekleşirken, FAVÖK marjı %3.3 oldu.
 - Şirket, 1Ç26 döneminde 35 milyon TL net zarar açıkladı (4Ç25: 316 milyon TL net zarar, 1Ç25: 263 milyon TL net zarar).
- 2025 yılı sonuçlarını incelediğimizde ise:
 - Şirket, 2025 yılında yıllık bazda %41 azalışla 2.100 milyon TL satış geliri kaydetti.
 - FAVÖK 2025 yılında -26 milyon TL seviyesinde gerçekleşti.
 - Şirket, 2025 yılında 502 milyon TL net zarar açıkladı (2024: 24 milyon TL net kar).
- 2025 yılı, Adel Kalemcilik açısından talep tarafında normalleşmenin devam ettiği, ancak, maliyet yönetiminin ön planda olduğu bir dönem olmuştur. Özellikle kağıt, plastik ve enerji maliyetlerindeki dalgalanmalar, şirketin marj yapısı üzerinde belirleyici oldu.** Bu eğilimin 1Ç6 döneminde de devam ettiği görülmekle birlikte güçlü büyüme sayesinde FAVÖK tarafında pozitif sonuç söz konusu oldu.
- Okul sezonuna bağlı mevsimsellik, satış performansında belirleyici olmaya devam ederken, 1Ç26'da sipariş hacmindeki güçlü artış en dikkat çekici unsur olarak öne çıktı.
- Stratejik odak alanları:**
 - Marka gücü ve premium segment:** Faber-Castell iş birliği ile yüksek katma değerli ürünlerin payının artırılması,
 - İhracat büyümesi:** Yeni pazarlara açılım ve mevcut pazarlarda derinleşme,
 - Operasyonel verimlilik:** Maliyet yönetimi ve üretim süreçlerinde optimizasyon olarak öne çıkmaktadır.
- Hammadde maliyetleri ve kur oynaklığı, marj dinamikleri açısından yakından izlenmesi gereken unsurlar arasında yer almaktadır.**
- Bununla birlikte, ihracat odaklı büyüme stratejisi ve yüksek katma değerli ürün segmentine geçiş, orta vadeli büyüme görünümünü destekleyen ana faktörler olarak öne çıkmaktadır.**

Anadolu Grubu Holding | Diğer şirketlere bakış

■ Çelik Motor (Otomotiv Grubu)

- 1960 yılında kurulmuştur. KIA markasının Türkiye distribütörü olup, markanın araç ve yedek parça pazarlama ve satış faaliyetlerini yürütmektedir. "Garenta" markasıyla bayiler üzerinden kurumlara ve bireylere araç kiralama hizmeti, "ikinciye.com" markasıyla da ikinci el araç alım-satım hizmeti vermektedir. 16.09.2025 tarihinde KAP'ta yapılan özel durum açıklamasında, Şirket bünyesinde yer alan ikinci el araç alım-satım hizmeti verilen "ikinciye.com" markası ile araç ekspertiz hizmeti verilen "Carwizz" markası ve bu markalar altındaki tüm operasyonların Yes Oto Kiralama ve Turizm Yatırımları A.Ş.'ye ("Yes Oto") satışına yönelik taraflar arasında "Bağlayıcı Olmayan Ön Protokol" imzalandığı duyurulmuştur.
- Binek araç pazarında %1,9 Pazar payına sahip olan Çelik Motor, net satışlarını 2025 yılında 31.908 milyon TL seviyesinde gerçekleştirerek yıllık bazda %26,6 oranında artış gösterdi. FAVÖK tarafında ise 395 milyon TL'lik kapanış gerçekleşti.

- **Paravani HEPP (Tarım, Enerji ve Sanayi Grubu).** 90 MW kurulu güce sahip olan tesis, 2025 yılında 398 GWh elektrikenerjisi üretimi gerçekleştirdi.
- **Aslancık Elektrik (Tarım, Enerji ve Sanayi Grubu).** 120 MW kurulu güce sahip olan tesis, 2025 yılında 306 GWh elektrik enerjisi üretti. Holding, bu tesisi Doğan ve Doğu grupları ile birlikte ortaklaşa yönetmektedir.
- **Anadolu Etap Tarım (Tarım, Enerji ve Sanayi Grubu).** 21 bin dekar arazi ve 3,5 milyonu aşkın meyve ağacı ile tarım alanında faaliyet göstermektedir. Gelirlerinin %50'den fazlasını ihracattan elde etmektedir.
- **Anadolu Etap İçecek (Tarım, Enerji ve Sanayi Grubu).** 3 üretim tesisiyle yılda 335 bin ton meyve işleme kapasitesine sahiptir. Gelirlerinin %65'ini ihracattan elde etmektedir.

EK | Rusya senaryoları

- Rusya Federasyonu Başkanlık kararıyla uyarınca Anadolu Efes'in Rusya'daki bira operasyonuna geçici yönetim atıldığı 30 Aralık 2024 tarihinde ilan edilmiştir. Bu gelişmeyi takiben Anadolu Efes yönetimi tarafından, söz konusu operasyon üzerindeki kontrolün TFRS 10 gereğince 31 Aralık 2024 tarihinde Grup'ta olduğu belirlenmiş ve bu doğrultuda ilgili bağlı ortaklıklar, 31 Aralık 2024 mali tablolarında konsolidasyon kapsamına dahil edilmiştir. Devam eden süreçte yaşanan gelişmeler doğrultusunda, Anadolu Efes tarafından yapılan değerlendirmeler sonucunda, 1 Ocak 2025 tarihi itibarıyla TFRS 10 gereğince Rusya'daki bira operasyonunun konsolidasyon kapsamı dışında bırakılmasına karar verilmiştir. İlgili şirketler Anadolu Efes bünyesinde yer almaya devam etmekte olup, 31 Mart 2026 konsolide mali tablolarda finansal yatırım olarak ve **56.605 milyon TL** (31 Mart 2026 kapanış USDTRY'e göre 1.274 milyon USD) değerinde muhasebeleştirilmiştir. Bu değer %50'si Anadolu Efes'e aittir.
- Aşağıda yer alan senaryoların hepsinde iştiraklerden yatırımlar tamamen yansıtılırken, Rusya Operasyonlarının değeri sırasıyla %25, %50 ve %100 alınarak gösterilmiştir. Tekrar belirtmekte fayda görüyoruz; aşağıda yer alan değerlemeler sadece farklı senaryoları gösterim amaçlıdır ve şu aşamada baz aldığımız hedef değerlememizi yansıtmamaktadır.

Değerleme Özeti			
	Şirket Değeri (TL mn)	Ağırlık	Değer
İNA	20,421	80%	16,337
Benzer Şirket Karşılaştırması	63,300	20%	12,660
CCOLA* (12A Hedef Değer)	303,787	50.26%	152,684
12 Aylık Hedef Şirket Değeri			181,681
Hisse Adedi			5,921
Hisse Fiyatı			19.41
12 Aylık Hedef Fiyat			30.70
Yükseliş Potansiyeli			58%

AEFES'in pay oranı baz alınmıştır.
Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma

Değerleme Özeti			
	Şirket Değeri (TL mn)	Ağırlık	Değer
İNA	30,371	80%	24,297
Benzer Şirket Karşılaştırması	72,392	20%	14,478
CCOLA* (12A Hedef Değer)	303,787	50.26%	152,684
12 Aylık Hedef Şirket Değeri			191,459
Hisse Adedi			5,921
Hisse Fiyatı			19.41
12 Aylık Hedef Fiyat			32.30
Yükseliş Potansiyeli			66%

AEFES'in pay oranı baz alınmıştır.
Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma

Değerleme Özeti			
	Şirket Değeri (TL mn)	Ağırlık	Değer
İNA	50,272	80%	40,217
Benzer Şirket Karşılaştırması	90,577	20%	18,115
CCOLA* (12A Hedef Değer)	303,787	50.26%	152,684
12 Aylık Hedef Şirket Değeri			211,016
Hisse Adedi			5,921
Hisse Fiyatı			19.41
12 Aylık Hedef Fiyat			35.60
Yükseliş Potansiyeli			83%

AEFES'in pay oranı baz alınmıştır.
Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma

Yasal Uyarı

Bu rapor/e-posta içerisinde yer alan değerlendirmeler Deniz Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş. tarafından, güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan elde edilen bilgi ve veriler kullanılarak hazırlanmıştır. Raporunda yer alan ifadeler, mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir ve hiçbir şekilde alış veya satış yapılması yönünde yönlendirme olarak değerlendirilmemelidir. Deniz 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 etmeleri önerilir ve bu bilgilere dayanılarak aldıkları kararlarda sorumluluk okuyucuların kendilerine aittir. Bilgilerin eksikliği ve yanlışlığından Deniz Yatırım hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. Ayrıca, Deniz Yatırım ve DenizBank Finansal Hizmetler Grubu çalışanları ve danışmanlarının, herhangi bir şekilde bu rapor/e-posta içerisinde yer alan bilgiler dolayısıyla ortaya çıkabilecek, doğrudan veya dolaylı zararlarla ilgili herhangi bir sorumluluğu yoktur. Burada yer alan bilgiler sermaye piyasası aracına yönelik bir yatırım tavsiyesi, alım-satım önerisi ya da getiri vaadi değildir ve yatırım danışmanlığı kapsamında yer almamaktadır. Yatırım Danışmanlığı hizmeti; yetkili kuruluşlar tarafından imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Buradaki içeriğin hiçbir bölümü Deniz Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş.'nin yazılı izni olmadan çoğaltılamaz, hiçbir şekil ve ortamda yayımlanamaz, alıntı yapılamaz ve kullanılamaz.

Derecelendirme

Deniz Yatırım Analistleri, her hisse senedi için bir veya birden fazla değerlendirme yöntemi kullanarak 12 aylık hedef değerler (fiyatlar) ve buna bağlı olarak potansiyel getirileri hesaplamaktadır. 12 ay derecelendirme sistemimiz; AL, TUT ve SAT olmak üzere 3 farklı genel yatırım tavsiyesi içerir.

AL: Hisse senedinin gelecek 12 ay toplam potansiyel getirisinin **en az %20 ve üzerinde** oluşması şeklindeki değerlendirme ifade etmektedir.

TUT: Hisse senedinin gelecek 12 ay toplam potansiyel getirisinin **%0-20 aralığında** oluşması şeklindeki değerlendirme ifade etmektedir.

SAT: Hisse senedinin gelecek 12 ay toplam potansiyel getirisinin **%0'dan daha düşük** seviyelerde oluşması şeklindeki değerlendirme ifade etmektedir.

Derecelendirme	Potansiyel Getiri (PG), 12-ay
AL	≥%20
TUT	%0-20
SAT	≤%0

Kaynak: Deniz Yatırım

Deniz Yatırım Analistleri, hisse senetlerini; potansiyel katalizörler, tetikleyici gelişmeler, riskler ile piyasa, sektör ve rakip firma gelişmeleri ışığında değerlendirmektedir. Analistlerimiz, genel yatırım tavsiyesinin kamuoyuyla paylaşılmasını takip eden süreçte hisse senetlerini titizlikle yakından takibe devam etmekte; ancak, hisse senedi fiyatındaki dalgalanmalardan ötürü değerler, derecelendirme sistemimizdeki sınırları aştığı takdirde, hisse senedi hakkında sundukları tavsiyeyi değiştirmemeyi ve/veya Gözden Geçirme (GG) sürecine almayı tercih edebilirler. Olası Gözden Geçirme (GG) durumunda, analistlerimiz açısından derecelendirme ve/öneri güncelleme noktasında herhangi bir zaman kısıtlaması kesinlikle söz konusu değildir. Kimi durumlarda, değerlendirme açısından, matematiksel olarak yükseliş potansiyeli veya düşüş riskinin doğması durumunda, analistlerimiz, AL-TUT-SAT önerilerinin dışında, sektör ve şirket ile ilgili genel gidişatı ve son gelişmeleri gözetenerek derecelendirmeye temel oluşturan potansiyel getiri seviyelerinin dışında önerilerde bulunma haklarını saklı tutarlar. Bu gibi durumlarda, bahse konu şirket(ler)in, içerisinde buldukları sektörün genel koşulları, muhtemel risk ve getiri başlıkları, açıklanan son finansallarındaki parametreler, politik ve jeopolitik gibi farklı birçok girdi gözetilerek değerlendirme yapılabilir. Analistlerimiz, AL-TUT-SAT önerilerini belirlerken, sadece matematiksel değerlerin gözetildiği, mekanik bir süreç yürütmemektedirler.

© DENİZ YATIRIM 2026