

Stratejik Yönelim - daha geniş ölçekli bir bölgesel yapı: Çeyreksele finansal performansın ötesinde (bkz. s.2-3-4), portföy genelindeki son gelişmelerin Anadolu Grubu'nun büyüme eksenini giderek daha fazla Türkiye dışındaki pazarlara kaydırıldığı yönündeki görüşümüzü desteklediğini düşünüyoruz. Orta Asya'yı Anadolu Grubu için yalnızca coğrafi çeşitlendirme sağlayan bir bölge değil, giderek daha stratejik bir büyüme ayağı olarak görüyoruz. Grup; Meşrubat, Bira ve Otomotiv segmentleri kapasite artışları, yerleşme girişimleri ve satın almalar aracılığıyla bölgedeki varlıklarını eş zamanlı olarak genişletiyor. Özbekistan ve Kazakistan, Coca-Cola İçecek'in güçlü büyüyen bölgeleri arasında dikkat çekerken, Anadolu Isuzu'nun SamAuto satın alması da grubun bölgesel üretim ayak izini daha da güçlendirdi. Bu gelişmelerin, Orta Asya'nın tek bir iştirak özelindeki bir hikâyeden ziyade, Anadolu Grubu'nun farklı iş kolları için ortak bir büyüme platformuna dönüştüğünü gösterdiğini düşünüyoruz. Bunun yanında TOGG'a yapılan yatırımlar ve yeni mobilite alanındaki girişimler de, yüksek büyüme potansiyeline sahip sektör ve pazarlarda büyümeyi hızlandırmayı hedefleyen grubun Vision 2035 çerçevesiyle uyumlu görünmektedir. Genel olarak Anadolu Grubu'nun Türkiye odaklı bir holding yapısından daha geniş ölçekli bölgesel bir tüketim ve sanayi platformuna doğru evrildiğini düşünüyoruz.

Hisse Performansı, Değerleme ve NAD İskontosu: Piyasanın Anadolu Grubu'na yönelik algısının, grubun kârlılık kompozisyonundaki dönüşümü tam olarak yansıtmadığını düşünüyoruz. Pandemi öncesi dönemde (2017-2019), Meşrubat, Bira ve Migros sırasıyla Grup FAVÖK'ünün yaklaşık %39, %25 ve %26'sını oluşturuyordu. Dikkat çekici olarak, söz konusu dönemde Bira ve Migros'un Grup FAVÖK'üne katkıları neredeyse eşit seviyede idi. Bugün ise Migros Grup FAVÖK'ünün yaklaşık %40'ını üretirken, Bira segmentinin payı yalnızca %10 seviyesine gerilemiş durumda. Buna rağmen, Bira operasyonları yatırımcı ilgisinin odağında kalmaya devam ediyor ve bize göre holding iskontosunun önemli bir kısmını da hâlen bu segment belirliyor. Öte yandan, kârlılık kompozisyonundaki bu değişim, güçlü nakit yaratımı, düşük kaldıraç ve daha dayanıklı kârlılık profiline sahip iş kollarının göreceli önemini artırmış durumdadır. Bu çerçevede, mevcut NAD iskontosunun yalnızca operasyonel görünümle açıklanmasının giderek zorlaştığını düşünüyoruz.

Grup NAD'ının %95'ten fazlasının halka açık varlıklardan oluştuğunu, bunun da ağırlıklı olarak Migros ve Anadolu Efes'i (CCI'deki pay ile düşünerek) kapsadığını dikkate aldığımızda, Meşrubat ile Migros tarafındaki güçlü operasyonel performansın devam etmesi halinde holding iskontosunda zaman içinde normalleşme görülebileceğini düşünüyoruz. Bira ve Otomotiv tarafındaki son dönem zayıflığa rağmen, grubun temel değer sürükleyicileri güçlü performans göstermeye devam ediyor. Bu nedenle mevcut NAD iskontosunun, portföy kalitesinde genel bir bozulmadan ziyade belirsizlikleri yansıttığını düşünüyoruz.

Anadolu Grubu hissesi 2024 yılında BIST100 endeksine göre yaklaşık %19 pozitif ayrışırken, 2025 yılında yaklaşık %18 ve yılbaşından bugüne kadar %7 negatif ayrıştı. AG Holding hisseleri halihazırda NAD'ına göre ~%39 iskontolu işlem görürken, bu oran son 1 yılda ortalama %31, son 2 yılda ise ortalama %29 seviyesindeydi. Hisse ayrıca 0,64x PD/DD çarpanıyla işlem görürken, bu seviye son 10 yıllık ortalama olan 0,87x'in belirgin şekilde altında bulunuyor.

AG ANADOLU GRUBU HOLDİNG

ENDEKSİN ÜZERİNDE GETİRİ

Şirket Raporu

Hisse Bilgileri	HOLDİNG
Sektör	AGHOL.TI / AGHOL.IS
Bloomberg / Reuters Kodu	AGHOL.TI / AGHOL.IS
Fiyat (TL/hisse)	33,38
Hedef Fiyat (TL/hisse)	40,60
Potansiyel Getiri	22%
52 Haftalık Fiyat Aralığı (TL)	23,84-36,05
Piyasa Değeri (milyon TL)	81.292
Firma Değeri (milyon TL)	173.978
Fili Dolaşım PD (milyon TL)	27.639
Ödenmiş Sermaye (milyon TL)	2.435
Dolaşımdaki Paylar	%34
Yabancı Oranı (Dolaşımdaki Pay %)	
En Son	%21,2
3 Ay Önce	%21,3

İşlem Hacmi	1H	1A	3A	1Y
Ortalama İşlem Miktarı (000)	2.979	4.051	5.160	5.852
Ortalama İşlem Hacmi (000TL)	98.473	134.960	164.096	171.818
Fiyat Aralığı (TL/hisse)	32,34-33,38	32,26-34,80	26,41-36,05	23,84-36,05

Hisse Performansı	1A	3A	6A	12A
Nominal Getiri	-%1	%25	%21	%39
BİST-100'e Göre Rölatif Getiri	-%4	%12	-%5	-%8

Ortaklık Yapısı

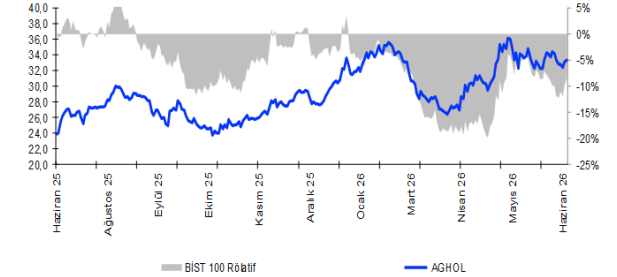
AG Smaı Yatırım ve Yönetim AS	%49
Azımlı Portföy	%7
Other	%44

Şirket Özeti

AG Anadolu Grubu Holding Anonim Şirketi, bir holding şirketi olarak faaliyet göstermektedir. Şirket, iştirakleri aracılığıyla bira, meşrubat, perakende, tarım-gıda, otomotiv, kırtasiye, gayrimenkul ve enerji sektörlerine odaklanmaktadır.

Hisse Performansı

Kaynak: Gedik Yatırım Araştırma



* 29/06/2026 tarihli kapanış fiyatlarıyla hazırlanmıştır.

Mehmet Mumcu

Araştırma Müdür Yardımcısı

arastirma@gedik.com

+90 216 453 00 00

1Ç26 Genel Değerlendirme: 1Ç26 sonuçlarını genel olarak dengeli değerlendiriyoruz. Meşrubat ve Perakende segmentlerindeki güçlü performans, Bira ve Otomotiv tarafındaki devam eden zayıflığı önemli ölçüde dengeledi. Meşrubat (COLA TI, Endeks Üzeri Getiri, Hedef Değer: TL95,10/hisse), güçlü hacim büyümesi, disiplinli fiyatlama, olumlu ürün karması ve belirgin marj iyileşmesinin desteğiyle bir kez daha öne çıkan sonuçlar açıkladı. Orta Asya, özellikle Özbekistan ve Kazakistan, büyümenin temel sürükleyicisi olmaya devam etti. Perakende (MGROS TI, Endeks Üzeri Getiri, Hedef Değer: TL824/hisse) ise zorlu tüketici ortamına rağmen mağaza açılışları, artan online satış penetrasyonu ve devam eden verimlilik uygulamalarının desteğiyle satış büyümesini ve marj iyileşmesini sürdürdü. Buna karşılık Bira (AEFES TI, Endeks Paralel Getiri, Hedef Değer: TL18,40/hisse), olumsuz hava koşulları, Ramazan takvimi etkisi ve özellikle Türkiye’de zayıf seyreden tüketici talebi nedeniyle bir çeyrek daha zayıf sonuçlar açıkladı. Düşen hacimlerin yarattığı negatif operasyonel kaldıraç ve maliyet bazındaki normalleşme kârlılığı baskıladı. Otomotiv tarafında da kârlılık baskı altında kalmaya devam etti. Anadolu Isuzu’nun kamyon ve 4x4 pick-up satışlarındaki zayıflıktan olumsuz etkilenmesinin yanı sıra, satın alma kaynaklı etkiler ve devam eden yatırımlar, SamAuto’nun katkısına rağmen segment kârlılığı üzerinde baskı oluşturdu. Ayrıca, 1Ç25 sonuçlarını destekleyen Rusya bira operasyonlarının konsolidasyon kapsamında çıkarılmasına ilişkin tek seferlik kazancın bulunmamasına rağmen, holding solo net kârının yıllık bazda artış göstermesini olumlu değerlendiriyoruz.

Meşrubat: 2025 yılında satış hacmi yıllık %8 artışla 1.622 milyon ünite kasaya ulaşırken, gelirler yıllık %4 artışla 187,2 milyar TL’ye yükseldi. FAVÖK ise 33,2 milyar TL ile yatay seyretti.

1Ç26’da satış hacmi yıllık %7 artışla yaklaşık 414 milyon ünite kasaya ulaşırken, gelirler yıllık %11 artışla 52,4 milyar TL’ye yükseldi. FAVÖK yıllık %53 artışla 9,3 milyar TL’ye ulaşırken, net kâr yıllık %214 artışla 5,2 milyar TL olarak gerçekleşti. Büyüme, Orta Asya’daki güçlü hacim performansı, disiplinli fiyatlama ve olumlu ürün karması tarafından desteklendi. Marjlardaki iyileşmede etkin maliyet kontrolü, zamanında yapılan fiyat artışları ve proaktif satın alma ile hedge uygulamaları sayesinde hammadde maliyetlerinin başarılı şekilde yönetilmesi etkili oldu. Daha düşük finansman giderleri de net kârdaki güçlü büyümeyi destekledi.

Bira: 2025 yılında satış hacmi yaklaşık 13,0 milyon hektolitreye ulaşırken, gelirler yıllık %2 düşüşle 54,3 milyar TL’ye geriledi. FAVÖK (BNRI) ise yıllık %16 düşüşle 7,3 milyar TL olarak gerçekleşti.

1Ç26’da satış hacmi yıllık %10 düşüşle yaklaşık 2,1 milyon hektolitreye gerilerken, gelirler de yıllık %8 düşüşle 9,3 milyar TL oldu. Segment, -761 milyon TL FAVÖK (BNRI) açıkladı (1Ç25: -636 milyon TL). Sonuç olarak segment 327 milyon TL net zarar açıkladı (1Ç25: +1,2 milyar TL). Düşük hacimler operasyonel kaldıraç olumsuz etkilerken, 2024 yılının son çeyreğinde görülen hedge kaynaklı olumlu etkilerin ortadan kalkmasıyla maliyet bazının normalleşmesi kârlılığı baskıladı. Rusya sonrası portföy yapısının bira segmenti için daha zorlu bir kârlılık tabanı yarattığını ve bu nedenle hem Türkiye’de hem de uluslararası operasyonlarda hacim toparlanması ile fiyatlama disiplininin önemini arttırdığını düşünüyoruz. Yönetim ayrıca Türkiye’de ürün, ambalaj ve hizmet kalitesini iyileştirmeyi hedefleyen “Efes Family Uplift” programını devreye aldı. Bu girişimin yılın geri kalanında marka değerini ve fiyatlama gücünü destekleyebileceğini düşünüyoruz.

Perakende (Migros): 2025 yılında gelirler yıllık %7 artışla 412,8 milyar TL'ye yükselirken, FAVÖK yıllık %32 artışla 27,3 milyar TL'ye ulaştı.

1Ç26'da **gelirler** yıllık %6 artışla 109,2 milyar TL'ye yükselirken, **FAVÖK** yıllık %10 artışla 5,3 milyar TL olarak gerçekleşti ve %4,8 FAVÖK marjına işaret etti. **Net kâr** ise yıllık %24 artışla 1,6 milyar TL'ye ulaştı. Büyüme ağırlıklı olarak devam eden mağaza açılışları, artan online satış penetrasyonu ve etkin kampanya yönetimi tarafından desteklenirken, kârlılık enerji, lojistik ve mağaza içi teknolojilerde sürdürülen verimlilik uygulamalarından olumlu etkilendi. Daha yüksek parasal kazançlar da net kâr büyümesini destekledi.

Tarım, Enerji & Sanayi: 2025 yılında gelirler yıllık %24 düşüşle 5,3 milyar TL'ye gerilerken, FAVÖK yıllık %44 daralarak 562 milyon TL'ye düştü.

1Ç26'da **gelirler** yıllık %60 artışla 1,7 milyar TL'ye yükselirken, **FAVÖK** 75 milyon TL'ye ulaşarak pozitif bölgeye geçti (1Ç25: -142 milyon TL) ve %4,5 FAVÖK marjına işaret etti (2025: %10,6, 2024: %14,2). Operasyonel toparlanmaya rağmen segment 314 milyon TL **net zarar** açıkladı (1Ç25: +77 milyon TL). Operasyonel iyileşme, portföy genelinde gelir yaratımındaki toparlanma ve kârlılığın normalleşmesi sayesinde FAVÖK'ün yeniden pozitive dönmesinden kaynaklandı. Ancak operasyonel olmayan kalemlerin devam eden baskısı ve segmentin finansman ile sabit maliyet yapısına kıyasla hâlen yetersiz kalan kârlılık seviyesi nedeniyle net sonuçlar zayıf kalmaya devam etti.

Bilanço Görünümü&Kaldıraç: Holding **solo net borcu** 1Ç26 itibarıyla 3,16 milyar TL seviyesinde gerçekleşerek 2025 yıl sonuna göre büyük ölçüde yatay seyretti. Konsolide tarafta **Net Borç/FAVÖK** oranı, ağırlıklı olarak mevsimsel işletme sermayesi ihtiyacı ve bira operasyonlarındaki zayıf ilk çeyrek nakit yaratımı nedeniyle 2025 yıl sonundaki 1,1x seviyesinden 1,2x seviyesine yükseldi. Buna rağmen konsolide kaldıraç seviyesi tarihsel ortalamalara kıyasla hâlen oldukça sağlıklı görünmektedir. (İştirak bazındaki borçluluk görünümü için bkz. s.2.) Ayrıca, kaldıraç ağırlıklı olarak Grubun NAD içerisindeki payı daha düşük segmentlerinde yoğunlaşırken, en büyük değer yaratan iştirakler muhafazakâr bilanço yapısını korumaya devam etmektedir.

Segment bazında bakıldığında, güçlü nakit yaratımı ve dayanıklı kârlılık sayesinde **Meşrubat** (0,7x) ve **Migros** (0,3x) tarafında kaldıraç sağlıklı seviyelerde kalmaya devam etti. **Bira** segmentinde kaldıraç, mevsimsel olarak zayıf kârlılık ve Rusya sonrası portföy dönüşümünün ardından hacimler üzerindeki baskının sürmesi nedeniyle 2025 yıl sonundaki 4,1x seviyesinden 4,7x seviyesine yükseldi. **Otomotiv** tarafında ise kaldıraç, ağırlıklı olarak Anadolu Isuzu'daki düşük FAVÖK üretimi, SamAuto satın alımının bilanço etkisi ve devam eden yatırımlar nedeniyle 6,2x seviyesinden 12,0x seviyesine yükseldi. **Tarım, Enerji ve Sanayi** segmentinde ise FAVÖK üretimindeki toparlanmanın desteğiyle kaldıraç 8,3x seviyesinden 7,0x seviyesine geriledi; ancak segment hâlen portföyün en yüksek kaldıraçlı bölümü olmaya devam ediyor. Genel olarak Anadolu Grubu, devam eden yatırımlar, satın alma kaynaklı etkiler ve daha zorlu makroekonomik koşullara rağmen güçlü bilanço profilini korudu. Özellikle en büyük kârlılık katkısını sağlayan Meşrubat ve Migros segmentlerindeki düşük kaldıraç seviyesi, Gruba önemli bir finansal esneklik sağlamaya devam ederken, Bira ve Otomotiv tarafındaki kaldıraç baskılarını da kısmen dengelemektedir.

Automotive: 2025 yılında gelirler yıllık %15 artışla 59,9 milyar TL'ye yükselirken, FAVÖK yıllık %27 daralarak 1,3 milyar TL'ye geriledi.

1Ç26'da **gelirler** yıllık %4 düşüşle 14,8 milyar TL'ye gerilerken, **FAVÖK** yıllık %70 düşüşle 151 milyon TL olarak gerçekleşti ve %1,0 FAVÖK marjına işaret etti (1Ç25: %3,3). Sonuç olarak segment 250 milyon TL **net zarar** açıkladı (1Ç25: +625 milyon TL). Kârlılık, ağırlıklı olarak Anadolu Isuzu tarafında satış karmasının bozulmasından olumsuz etkilendi. Özellikle daha yüksek marjlı kamyon ve 4x4 pick-up satışlarındaki zayıflık kârlılığı baskılamak, Çelik Motor tarafında hacimlerdeki gerileme ve olumsuz ürün karması gelirler ile operasyonel kaldıraç olumsuz etkiledi. Mevcut kârlılık seviyesi zayıf kalmaya devam etse de, baskının önemli bir bölümünü yapısal olmaktan ziyade döngüsel ve ürün karması kaynaklı olarak değerlendiriyoruz. Ayrıca SamAuto satın alımını yalnızca ilave kapasite yaratacak bir yatırım olarak değil, Anadolu Isuzu'nun ilk yurtdışı üretim platformu ve uluslararası büyüme stratejisi açısından önemli bir kilometre taşı olarak görüyoruz.

Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımlar: TOGG, Türkiye'nin stratejik açıdan en önemli sanayi projelerinden biri olmaya devam ederken, T10X'in başarılı ticarileşmesinin ardından yakın zamanda satışa sunulan T10F ile SUV segmentinin ötesine geçerek ürün portföyünü genişletmiş ve çok modelli bir platforma dönüşüm sürecini hızlandırmıştır. Operasyonel tarafta TOGG, 2026 yılının ilk beş ayında da pazarın üzerinde performans göstermeyi sürdürdü. Türkiye binek otomobil pazarı yaklaşık %10 daralırken, TOGG satışları yıllık yaklaşık %20 arttı ve pazar payı yaklaşık 110 baz puan yükselerek %4,7 seviyesine ulaştı. Dünyanın en büyük batarya üreticisi olan CATL ile yakın zamanda açıklanan stratejik iş birliği de bu açıdan önemli bir gelişme olarak öne çıkmaktadır. Söz konusu iş birliği, 2027 yılından itibaren daha uygun fiyatlı B segmenti modellerin devreye alınmasını desteklerken, modüler araç mimarisi sayesinde ürün geliştirme süreçlerini hızlandırabilir ve geliştirme verimliliğini artırabilir. Ayrıca CATL ortaklığının platform geliştirme riskini azaltması ve TOGG'un yeni araç segmentlerine genişleme sürecine ilişkin görünürlüğü artırması açısından da önemli olduğunu düşünüyoruz. Yatırımcı odağı giderek üretim hacimlerinin ölçeklenmesi, ihracat büyümesi, kapasite kullanım oranları ve şirketin operasyonel kaldıraç yaratabileceği zamanlamaya kaymaktadır. Öte yandan, BYD'nin planlanan Türkiye üretim yatırımını askıya alma kararı, TOGG'un kritik ölçeklenme döneminde yeni ve güçlü bir yerli üretim rakibinin ortaya çıkma riskini azaltması nedeniyle dolaylı olarak destekleyici değerlendirilebilir. Bununla birlikte TOGG; elektrikli araç penetrasyonunun beklenenden yavaş gerçekleşmesi, hem geleneksel küresel üreticilerden hem de yeni elektrikli araç oyuncularından kaynaklanan artan rekabet, fiyatlama baskıları, yüksek sermaye ihtiyacı, tedarik zinciri riskleri ve ihracat pazarlarına giriş konusundaki belirsizlikler gibi çeşitli operasyonel risklerle karşı karşıya kalmaya devam etmektedir. Şirket hâlen yatırım aşamasında olsa da, T10F satış hacimlerinin başarılı şekilde ölçeklenmesi, yeni araç segmentlerine açılım, ihracat büyümesi ve kapasite kullanım oranlarındaki iyileşme uzun vadeli değer yaratım potansiyelini anlamlı şekilde güçlendirebilir.

Tablo 1: Segment Bazlı Detaylar

Bİra	2024	2025	1Ç25	1Ç26	Δ MY 24-25	Δ 1Ç 25-26
Satış Hacmi (mhl)	13,0	13,0	2,3	2,1	0%	-10%
Net Satışlar	55.670	54.329	10.275	9.411	-2%	-8%
FAVÖK (BNRI)	8.640	7.294	-636	-761	-16%	-20%
Net Kâr	6.075	4.125	1.238	-327	-32%	n.m.
Brüt marj	47,9%	46,3%	40,3%	35,9%	-160 bps	-440 bps
FAVÖK marjı	15,5%	13,4%	-6,2%	-8,1%	-210 bps	-190 bps
Net Kâr marjı	10,9%	7,6%	12,0%	-3,5%	-330 bps	-1550 bps
Meşrubat	2024	2025	1Ç25	1Ç26	Δ MY 24-25	Δ 1Ç 25-26
Satış Hacmi (mn ünite kasa)	1.501	1.622	387,0	414,0	8%	7%
Net Satışlar	180.216	187.185	47.318	52.369	4%	11%
Raporlanan FAVÖK	32.027	32.910	5.825	8.992	3%	54%
Net Kâr	19.390	14.072	1.669	5.237	-27%	214%
Brüt marj	35,3%	35,6%	770,0%	720,0%	-6,5%	30 bps
FAVÖK marjı	18,4%	17,7%	770,0%	720,0%	-6,5%	-70 bps
Net Kâr marjı	10,8%	7,5%	770,0%	720,0%	-6,5%	-330 bps
Migros	2024	2025	1Ç25	1Ç26	Δ MY 24-25	Δ 1Ç 25-26
Net Satışlar	384.534	412.756	102.646	109.237	7%	6%
FAVÖK	20.676	27.320	4.825	5.290	32%	10%
Net Kâr	8.298	6.467	1.284	1.598	-22%	24%
Brüt marj	23,1%	24,3%	24,2%	23,6%	120 bps	-60 bps
FAVÖK marjı	5,4%	6,6%	4,7%	4,8%	120 bps	10 bps
Net Kâr marjı	2,2%	1,6%	1,3%	1,5%	-60 bps	20 bps
Otomotiv	2024	2025	1Ç25	1Ç26	Δ MY 24-25	Δ 1Ç 25-26
Net Satışlar	52.079	59.853	15.445	14.849	15%	-4%
FAVÖK	1.830	1.346	503	151	-26%	15%
Net Kâr	164	245	625	-250	49%	-70%
Brüt marj	11,1%	9,7%	8,9%	10,7%	-140 bps	180 bps
FAVÖK marjı	3,5%	2,2%	3,3%	1,0%	-130 bps	-230 bps
Net Kâr marjı	0,3%	0,4%	4,0%	-1,7%	10 bps	-570 bps
Tarım, Enerji ve Sanayi	2024	2025	1Ç25	1Ç26	Δ MY 24-25	Δ 1Ç 25-26
Net Satışlar	7.009	5.314	1.032	1.654	-24%	60%
FAVÖK	998	562	-142	75	-44%	106%
Net Kâr	740	-818	77	-314	-211%	n.m.
Brüt marj	34,5%	30,0%	17,6%	22,7%	-450 bps	510 bps
FAVÖK marjı	14,2%	10,6%	-13,7%	4,5%	-360 bps	1820 bps
Net Kâr marjı	10,5%	-15,4%	7,4%	-19,0%	-2590 bps	-2640 bps
Diğer	2024	2025	1Ç25	1Ç26	Δ MY 24-25	Δ 1Ç 25-26
Net Satışlar	1.882	2.141	597	850	14%	42%
FAVÖK	-118	-69	19	115	-42%	6%
Net Kâr	-4.836	-4.110	-1.256	289	-15%	518%
Brüt marj	91,7%	82,1%	90,8%	67,6%	-960 bps	-2320 bps
FAVÖK marjı	-6,3%	-3,2%	3,1%	13,5%	310 bps	1040 bps
Net Kâr marjı	-257,0%	-192,0%	-210,3%	34,0%	6500 bps	24430 bps

Kaynak: Mali Tablolar, Bloomberg, Rasyonet, Gedik Yatırım Araştırma Bölümü Tahminleri

Tablo 2: Segment Bazlı Özet

MY25								
Para birimi: mnTL	Net Satışlar	Δ Yıllık	Brüt Kâr	Δ Yıllık	FAVÖK	Δ Yıllık	Net Kâr	Δ Yıllık
Bira	54.329	-2,4%	25.181	-5,6%	7.294	-15,6%	4.125	-32,1%
Meşrubat	187.185	3,9%	66.568	4,7%	32.910	2,8%	14.072	-27,4%
Migros	412.756	7,3%	100.347	13,0%	27.320	32,1%	6.467	-22,1%
Otomotiv	59.853	14,9%	5.811	-4,6%	1.346	-26,4%	245	49,4%
Enerji and Sanayi	5.314	-24,2%	1.593	-34,0%	562	-43,7%	-818	n.m
Diğer	2.141	13,8%	1.757	1,8%	-69	n.m	-4.110	n.m
Konsolide	707.202	6,2%	197.626	6,4%	69.184	5,8%	2.506	-51,8%

1Ç26								
Para birimi: mnTL	Net Satışlar	Δ Yıllık	Brüt Kâr	Δ Yıllık	FAVÖK	Δ Yıllık	Net Kâr	Δ Yıllık
Bira	9.411	-8,4%	3.383	-18,4%	-761	-19,7%	-327	n.m.
Meşrubat	52.369	10,7%	19.028	32,2%	8.992	54,4%	5.237	213,8%
Migros	109.237	6,4%	25.735	3,4%	5.290	9,6%	1.598	24,4%
Otomotiv	14.849	-3,9%	1.587	14,8%	151	14,8%	-250	-70,0%
Enerji and Sanayi	1.654	60,2%	375	106,0%	75	106,0%	-314	n.m.
Diğer	850	42,3%	575	5,9%	115	5,9%	289	518,3%
Konsolide	184.913	6,2%	49.923	11,6%	14.231	34,5%	1.845	143,1%

Kaynak: Mali Tablolar, Bloomberg, Rasyonet, Gedik Yatırım Araştırma Bölümü Tahminleri

2026 Beklentileri: Migros tarafında yönetimin 2026 beklentileri tahminlerimizle genel olarak uyumludur. Şirket %5–7 satış büyümesi hedeflerken, bizim beklentimiz %5 seviyesindedir. FAVÖK marjı beklentisi %6–7 aralığında olup, bu oran %6 seviyesindeki tahminimizle büyük ölçüde örtüşmektedir. Şirket ayrıca 180–200 yeni mağaza açmayı planlamakta olup, bu da 200 mağaza seviyesindeki beklentimizle uyumludur. Satışlara oranla yatırım harcaması beklentisi ise %2,5–3,0 aralığında olup, %3 seviyesindeki tahminimize paraleldir.

Anadolu Efes Bira Grubu, 2026 yılı için düşük tek haneli hacim büyümesi, hektolitreye başına satış gelirlerinde düşük-orta tek haneli büyüme ve yatay FAVÖK marjı öngörmektedir. Net satışlara oranla yatırım harcamalarının ise yüksek tek haneli seviyelerde gerçekleşmesi beklenmektedir. Yılın zayıf başlangıcı dikkate alındığında, Anadolu Efes'in beklentileri yılın geri kalanında hacim eğilimleri, marjlar ve kârlılık tarafında anlamlı bir toparlanmaya işaret etmektedir. Meşrubat tarafında ise yönetim orta tek haneli hacim büyümesi öngörmektedir. Bu kapsamda Türkiye operasyonlarında düşük-orta tek haneli, uluslararası operasyonlarda ise yüksek tek haneli hacim büyümesi hedeflenmektedir.

Şirket ve faaliyet alanı bazındaki NAD kırılımı aşağıda sunulmakta olup, devam eden sayfada parçaların toplamı analizi ve NAD iskontosuna ilişkin değerlendirme çalışmamız yer almaktadır.

AG ANADOLU GRUBU HOLDING

(AGHOL TI, Endeksin Üzerinde Getiri, AD TL40.60/share)

Tablo 3: Değerleme – Net Aktif Değer (NAD) Yaklaşımı

Sektör/Şirket	İş Alanı	Değerleme Metodu	Hisse Fiyatı Değerleme Çarpanı	Değer m n TL	Cari NAD			Hedef NAD	
					Holding'in Payı (%)	m n TL	NAD Payı (%)	Değer m n TL	Holding Payı m n TL
İçecek & Perakende						115.230	86,4		121.496
Anadolu Efes	Biraçılık	Piyasa Değeri	21,34	126.355	43,1	54.396	40,8	108.947	46.902
Migros	Perakende	Piyasa Değeri	672,00	121.668	50,0	60.834	45,6	149.189	74.594
Otomotiv						14.524	10,9		14.524
Anadolu Isuzu	Ticari Araç	Piyasa Değeri	57,90	14.591	55,4	8.083	6,1	14.591	8.083
Çelik & Anadolu Motor	Oto Dağıtım	Piyasa Çarpan Yaklaşımı	8,00	2.380	100,0	2.380	1,8	2.380	2.380
TOGG	Elektrikli Araç	Defter Değeri		17.656		4.061	3,0	17.656	4.061
Diğer						6.820	5,1		6.820
Adel	Kırtasiye	Piyasa Değeri	31,80	8.264	56,9	4.701	3,5	8.264	4.701
Anadolu Kafkasya	Elektrik Üretim	İşlem Değeri	1,00	3.445	61,5	2.119	1,6	3.445	2.119
Toplam İştirakler						136.574			142.840
Halka Açık						128.015	96,0		134.281
Halka Açık Olmayan						8.559	6,4		8.559
Net Nakit (TL)						(3.160)	(2,4)		(3.160)
Toplam Net Aktif Değer					54,78	133.414	100,0		139.680
Anadolu Grubu Holding - Cari Piyasa Değeri					33,38	81.292			81.292
NAD'a göre İskonto(-)/Prim (halka açık)						-35%			-38%
NAD'a göre İskonto(-)/Prim (toplam)						-39%			-42%
Hedef Fiyat (2 yıllık ort. iskonto ile)									40,59
Güncel Hisse Fiyatı									33,38
Getiri Potansiyeli									22%

Kaynak: Mali Tablolar, Bloomberg, Rasyonet, Gedik Yatırım Araştırma Bölümü Tahminleri

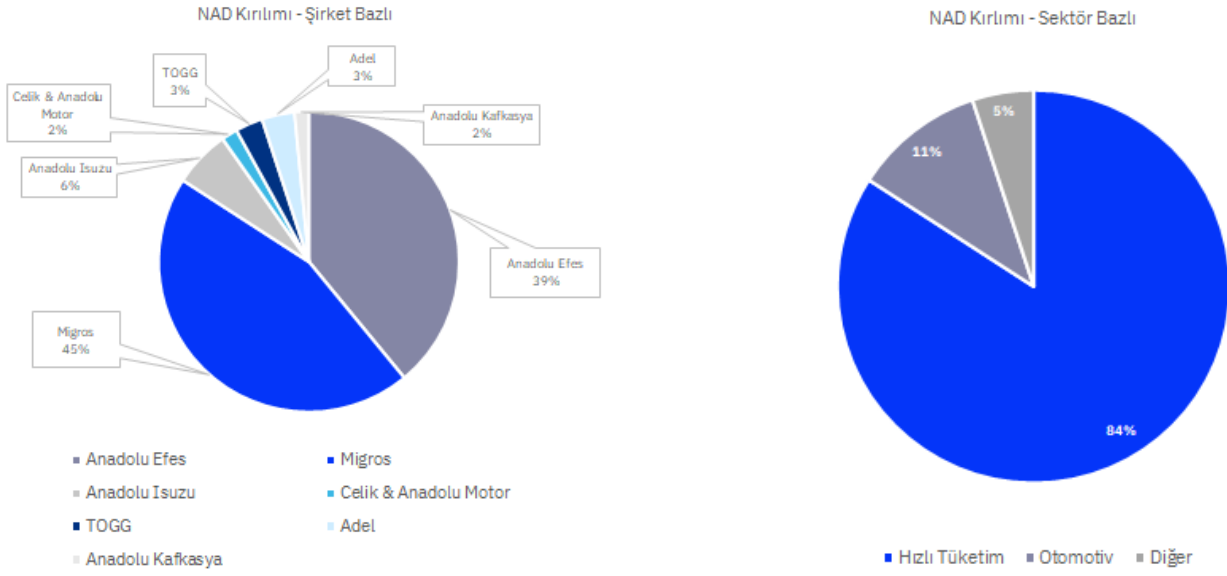
Baz senaryo NAD hesaplamamızda, 1Ç26 itibarıyla finansal yatırım olarak taşınan TL56.6 milyar değerindeki AEFES'in Rusya operasyonlarına herhangi bir değer atamıyoruz. Varlığın opsiyon değeri taşıdığına inanmakla birlikte, operasyonel kontrolün bulunmaması ve nakde dönüştürülme sürecine ilişkin belirsizlikler nedeniyle değerlememize dahil etmiyoruz. İllüstrasyon amacıyla; taşınan değere %50 iskonto uygulanması halinde hedef değerimiz; mevcut TL40.75/hisse seviyesinin yaklaşık %20 üzerine çıkacaktır.

Tablo 4: NAD İskontosu



Kaynak: Mali Tablolar, Bloomberg, Rasyonet, Gedik Yatırım Araştırma Bölümü Tahminleri

Tablo 5: NAD Dağılımı



Kaynak: Mali Tablolar, Bloomberg, Rasyonet, Gedik Yatırım Araştırma Bölümü Tahminleri

YASAL UYARI

Burada yer alan bilgiler Gedik Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından genel bilgilendirme amacı ile hazırlanmıştır. Yatırım Danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak Yatırım Danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Herhangi bir yatırım aracının alım-satım önerisi ya da getiri vaadi olarak yorumlanmamalıdır. Bu görüşler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Burada yer alan fiyatlar, veriler ve bilgilerin tam ve doğru olduğu garanti edilemez; içerik, haber verilmeksizin değiştirilebilir. Tüm veriler, Gedik Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan alınmıştır. Bu kaynakların kullanılması nedeni ile ortaya çıkabilecek hatalardan Gedik Yatırım Menkul Değerler A.Ş. sorumlu değildir.