

AEFES kaynaklı belirsizlikler satış baskısı yarattı; kısa vadeli katalist eksikliği hissede yukarı yönlü hareketi sınırlıyor. 2024 sonunda Rus hükümetinin, Anadolu Efes'in Rusya'daki iştirakinin paylarını devralmasına yönelik hamlesi sonrası Rusya operasyonlarına dair artan belirsizliklerle AGHOL paylarında satış dalgası tetiklendi. Bu gelişmeden bu yana AGHOL, BIST100' göre %17 (AEFES: -25%) negatif ayrıştı. Sonrasında, 9 Mart 2025 tarihinde Rekabet Kurumu'nun Migros dahil perakendecileri kapsayan soruşturma başlatması, perakende sektöründe ilave baskı yarattı. Migros hissesi 9-18 Mart 2025 tarihleri arasında (geniş tabanlı satış dalgasından önce) BIST100 göreceli %8 negatif ayrışırken, AGHOL hissesi %4 pozitif ayrıştı. *Ancak, bu dönemlerde AGHOL payları, olağanın hafif üzerindeki holding iskontosunun da etkisiyle, göreceli olarak daha dirençliydi.* Bu doğrultuda, risklerin önemli bir kısmının hâlihazırda fiyatlandığını düşünüyoruz. Ancak mevcut durumda güçlü bir katalizör de öngörmüyoruz.

2024 Değerlendirmesi: Meşrubat segmenti, yaklaşık %2'lik birim hacim daralması (Türkiye: +%0,1) ile yaklaşık 1.501mn ünite kasa satışına ulaştı. Türkiye operasyonu, 2023'teki %5,1'lik düşüş sonrası görece güçlü duruş sergilerken; uluslararası tarafta görülen zayıflık, Irak ve Azerbaycan'daki güçlü toparlanma sayesinde telafi edildi. Segmentin FAVÖK'ü yıllık %7 gerileyerek 24,5mr TL'ye, net kârı ise %50 düşüşle 14,8mr TL'ye düştü. **Bira** segmenti, yıllık bazda %8 hacim artışıyla 38,7 milyon hektolitreye ulaştı; bu artış, Türkiye'de %2,3 ve uluslararası pazarlarda (özellikle Rusya ve Gürcistan etkisiyle) %9,7 büyümeden kaynaklandı. Segmentin FAVÖK'ü yıllık %8 düşüşle 14,2mr TL olurken, net kârı reel bazda %59 düşüşle 7,3mr TL oldu.

Perakende segmenti (Migros), yıllık %12 oranında reel ciro artışı sağlarken; FAVÖK'ü, büyük ölçüde UFRS ve enflasyon düzeltmelerinin etkisiyle, yıllık %248 arttı. Buna karşın, faiz giderleri ve kredi kartı komisyonlarındaki yükseliş nedeniyle net kârı yıllık %50 geriledi. Migros'un operasyonel yönetimi ve nakit döngüsüne olumlu yaklaşıma devam ediyoruz. **Otomotiv** segmenti ise yıllık %16 reel ciro daralmasıyla yavaşlama sinyali verdi. Segmentin FAVÖK ve net kârı sırasıyla %70 ve %97 oranında azaldı.

Çeşitlendirilmiş hızlı tüketim ürünleri (HTÜ) portföyü sayesinde defansif bir iştirak portföyü bulunuyor. Grup, son yıllardaki enflasyonist baskıları tüm iş kollarında etkin fiyatlandırma stratejileriyle başarıyla yönetti. Öte yandan, 2024 yılında uluslararası operasyonların toplam gelirler içindeki payı %25 seviyesinde gerçekleşti (2023: %26); bu durum sınırlı da olsa doğal bir koruma mekanizması sunmaktadır. Holding'in solo net borç pozisyonu Ara24 itibarıyla 2,3mr TL düzeyindeyken (2023 yıl sonu: ~2,9mr TL), konsolide net borç / düzeltilmiş FAVÖK oranı 0,5x'tir (2023: 0,6x). Karşılaştırma açısından, bu oran pandemi döneminde 2,3x seviyesindeydi.

Mevcut temkinli duruşumuz nedeniyle hedef değerimizde yukarı yönlü risk görüyoruz. AEFES payları için "Gözden Geçiriliyor" önerimiz devam ettiğinden, güncel NAD hesaplamamızda AEFES'in "mevcut piyasa değerini" kullanıyoruz. Anadolu Efes'e ilişkin gelişmelerin ve dolayısıyla değerlememizin daha öngörülebilir olmasının ardından AGHOL için hedef değerimizi tekrar güncellemeyi planlıyoruz.

Hedef fiyatımızı 375,98 TL/hisse olarak güncelleyerek, tavsiyemizi "Endekse Paralel Getiri" olarak aşağı yönlü revize ediyoruz.

AG Holding payları, 2023 ve 2024 yıllarında BIST100 göreceli %35 ve %19'luk relatif getiri sağladı. Ancak 2025 yılbaşıdan bu yana %1 negatif ayrıştı. Toplam NAD iskontosu %36 seviyesindedir. (Halka açık: ~%25; son 1 yıl: ~%28, son 2 yıl: ~%32).

AG ANADOLU GRUBU HOLDİNG

ENDEKSE PARALEL GETİRİ

Şirket Raporu

Hisse Bilgileri

Sektör	HOLDİNG
Bloomberg / Reuters Kodu	AGHOL.TI / AGHOL.IS
Fiyat (TL/hisse)	305,00
Hedef Fiyat (TL/hisse)	375,98
Potansiyel Getiri	23%
52 Haftalık Fiyat Aralığı (TL)	250,6-466,5
Piyasa Değeri (milyon TL)	74.278
Firma Değeri (milyon TL)	105.628
Fili Dolaşım PD (milyon TL)	25.255
Ödenmiş Sermaye (milyon TL)	244
Dolaşımdaki Paylar	%34
Yabancı Oran (Dolaşımdaki Pay %)	
En Son	%20,3
3 Ay Önce	%20,9

İşlem Hacmi	1H	1A	3A	1Y
Ortalama İşlem Miktarı (000)	1.114	1.077	983	815
Ortalama İşlem Hacmi (000TL)	333.881	337.872	308.451	270.707
Fiyat Aralığı (TL/hisse)	276,75-307,50	276,75-341,50	276,75-379,50	250,6-466,50

Hisse Performansı	1A	3A	6A	12A
Nominal Getiri	-%2	-%16	-%8	%22
BIST-100'e Göre RRelatif Getiri	-%3	-%13	-%6	%11

Ortaklık Yapısı

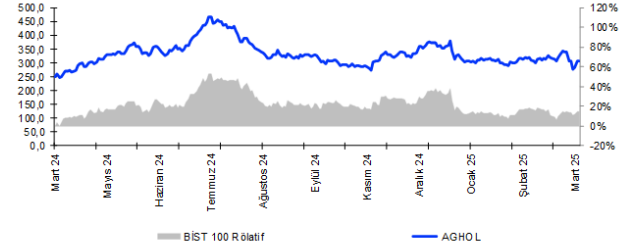
AG Sınai Yatırım ve Yönetim AS	%49
Azımlı Portföy	%7
Other	%44

Şirket Özeti

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

Hisse Performansı

Kaynak: Gedik Yatırım Araştırma



* 26/03/2025 tarihli kapanış fiyatlarıyla hazırlanmıştır.

Mehmet Mumcu

Araştırma Müdür Yardımcısı

arastirma@gedik.com

+90 216 453 00 00

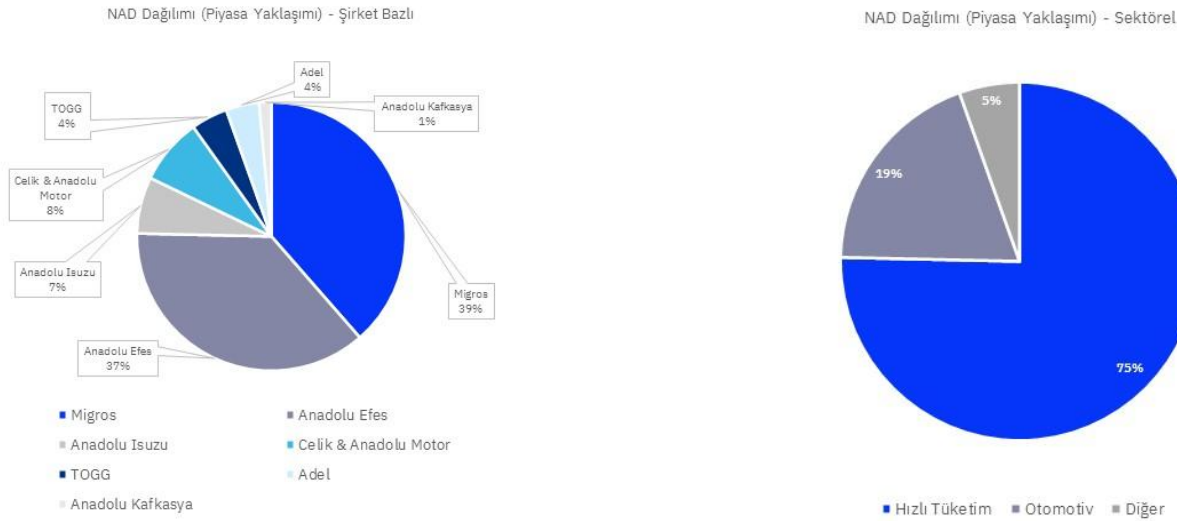
Değerleme – Net Aktif Değer Yaklaşımı

Sektör/Şirket	İş Alanı	Değerleme Metodu	Hisse Fiyatı Değerleme Çarpanı	Değer mn TL	Cari NAD			Hedef NAD	
					Holder'in Payı (%)	mn TL	NAD Payı (%)	Değer mn TL	Holder Payı mn TL
İçecek & Perakende						88.778	76,8		115.664
Anadolu Efes	Biracılık	Piyasa Değeri	170,00	100.658	43,1	43.333	37,5	100.658	43.333
Migros	Perakende	İNA	502,00	90.889	50,0	45.445	39,3	144.662	72.331
Otomotiv						22.615	19,6		22.615
Anadolu Isuzu	Ticari Araç	Piyasa Değeri	57,55	14.503	55,4	8.034	7,0	14.503	8.034
Çelik & Anadolu Motor	Oto Dağıtım	Piyasa Çarpan Yaklaşımı	6,00	9.393	100,0	9.393	8,1	9.393	9.393
TOGG	Elektrikli Araç	Defter Değeri		22.556		5.188	4,5	22.556	5.188
Diğer						6.427	5,6		6.427
Adel	Kirtasiye	Piyasa Değeri	31,80	8.264	56,9	4.701	4,1	8.264	4.701
Anadolu Kafkasya	Elektrik Üretim	İşlem Değeri	1,00	2.807	61,5	1.726	1,5	2.807	1.726
Toplam İştirakler						117.821			144.707
Halka Açık						101.514	87,9		128.400
Halka Açık Olmayan						16.307	14,1		16.307
Net Nakit (TL)						(2.284)	(2,0)		(2.284)
Toplam Net Aktif Değer			474,42			115.537	100,0		142.423
Anadolu Grubu Holding - Cari Piyasa Değeri			305,00			74.278			74.278
NAD'a göre İskonto(-)/Prim (halka açık)						-25%			-41%
NAD'a göre İskonto(-)/Prim (toplam)						-36%			-48%
Hedef Fiyat (güncel piyasa iskonto oranıyla)									375,98
Güncel Hisse Fiyatı									305,00
Getiri Potansiyeli									23%

* Hedef Net Aktif Değer üzerinden güncel holding iskontosu uygulanmıştır.

Kaynak: Gedik Yatırım Araştırma Bölümü, Mali Tablolar, Şirket Sunumları, Rasyonet, Bloomberg

Görsel 1: Net Aktif Değer Dağılımı



Görsel 2: Segment Bazlı Detaylar

Bira	2023	2024	Δ 24-23
Satış Miktarı (mhl)	35,7	38,7	8%
Net Satışlar	83.745	92.180	10%
FAVÖK (BNRI)	15.407	14.224	-8%
Net Kâr	17.749	7.315	-59%
Brüt marj	44,9%	45,9%	100 bps
FAVÖK marjı	18,4%	15,4%	-300 bps
Net Kâr marjı	21,2%	7,9%	-1330 bps

Meşrubat	2023	2024	Δ 24-23
Satış Tonajı (mn ünite kasa)	1.535	1.501	-2%
Net Satışlar	145.884	137.683	-6%
Raporlanan FAVÖK	26.183	24.468	-7%
Net Kâr	29.713	14.813	-50%
Brüt marj	32,7%	35,3%	260 bps
FAVÖK marjı	17,9%	18,4%	50 bps
Net Kâr marjı	20,4%	10,8%	-960 bps

Migros	2023	2024	Δ 24-23
Net Satışlar	262.132	293.780	12%
FAVÖK	4.537	15.796	248%
Net Kâr	12.747	6.340	-50%
Brüt marj	18,7%	21,1%	240 bps
FAVÖK marjı	1,7%	5,4%	370 bps
Net Kâr marjı	4,9%	2,2%	-270 bps

Otomotiv	2023	2024	Δ 24-23
Net Satışlar	53.410	45.075	-16%
FAVÖK	4.521	1.363	-70%
Net Kâr	4.682	125	-97%
Brüt marj	15,3%	10,5%	-480 bps
FAVÖK marjı	8,5%	3,0%	-550 bps
Net Kâr marjı	8,8%	0,3%	-850 bps

Tarım, Enerji, Sanayi	2023	2024	Δ 24-23
Net Satışlar	5.088	5.355	5%
FAVÖK	820	763	-7%
Net Kâr	1.289	565	-56%
Brüt marj	37,2%	34,5%	-270 bps
FAVÖK marjı	16,1%	14,2%	-190 bps
Net Kâr marjı	25,3%	10,6%	-1470 bps

Para birimi: mnTL	Net Satışlar	Δ Yıllık	Brüt Kâr	Δ Yıllık	FAVÖK	Δ Yıllık	Net Kâr	Δ Yıllık
Bira	92.180	10,1%	42.340	12,7%	15.407	-7,7%	7.315	-58,8%
Meşrubat	137.683	-5,6%	48.590	1,9%	26.183	-6,6%	14.813	-50,1%
Migros	293.780	12,1%	68.004	38,9%	4.537	248,2%	6.340	-50,3%
Otomotiv	45.075	-15,6%	4.740	-42,0%	4.521	-69,9%	125	-97,3%
Enerji and Sanayi	5.355	5,2%	1.845	-2,6%	820	-7,0%	565	-56,2%
Diğer	1.438	2,1%	1.318	26,9%	-245	n.m	-3.695	a.d
Konsolide	563.783	17,5%	164.106	14,6%	36.119	10,6%	5.181	-81,7%

Kaynak: Gedik Yatırım Araştırma Bölümü, Mali Tablolar, Şirket Sunumları, Rasyonet, Bloomberg

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.