

Anadolu Efes

AL

Kapanış (TL)	14,79	Hedef fiyat (TL)	23,00		
Piyasa değeri (TL / US\$ mn)	87.572 / 2.083	12 aylık getiri / görece getiri (%)	-24 / -40		
Endeks	BIST-30	Pazar	Yıldız		
(TL mn)	3Ç24	3Ç25	y/y Δ	Konsensüs	Gerçek / Kons.
Net satışlar	82.902	68.860	%-17	69.350	%-1
FAVÖK	17.061	15.221	%-11	15.002	%1
FAVÖK marjı	%20,6	%22,1	150 bp	%21,6	50 bp
Net Kar	7.465	5.253	%-30	4.773	%10

3Ç25 Bilanço Değerlendirmesi

Operasyonel olarak beklentilerle uyumlu - Anadolu Efes, 3Ç25'te 5,3 milyar TL net kâr açıkladı. Bu rakam yıllık bazda %30 düşüşe (proforma bazda %10 düşüşe) işaret ediyor. Gelirlerdeki gerileme beklenirken, marj iyileşmesi beklentilerin üzerinde gerçekleşti.

Proforma sonuçlar - 2024 Aralık ayında açıklandığı üzere, Rusya Federasyonu Anadolu Efes'in Rusya'daki bira operasyonlarına geçici dış yönetim atamıştı. Şirket, Rusya operasyonlarını "Finansal Yatırım" olarak sınıflandırdı ve geçen yılın sonuçlarını proforma (Rusya hariç) bazda raporladı.

Zayıf bira talebi - Anadolu Efes, 3Ç25'te 68,9 milyar TL gelir açıkladı; bu rakam yıllık bazda %17 düşüşe işaret ederken beklentilerle uyumlu gerçekleşti. Proforma bazda gelirler yıllık %4 arttı. Toplam proforma hacimler %7 artarken, bu artış %9'luk gazlı içecek büyümesinden kaynaklandı; bira hacimleri ise %5 azaldı. Türkiye bira hacmi, zayıf alım gücü nedeniyle yıllık %8 geriledi. EBI (proforma) hacmi ise özellikle Gürcistan ve Moldova'daki zayıf talep nedeniyle %2 düştü. Bira Grubu gelirleri %7 azaldı. Türkiye Bira gelirleri, agresif fiyat indirimleri nedeniyle %9 gerilerken; EBI gelirleri, yerel fiyat artışlarının Türkiye enflasyonunun gerisinde kalması sonucu %5 düştü.

Bira segmentinde kârlılık baskı altında - Brüt kâr marjı yıllık bazda 90 baz puan azalarak %40,4'e geriledi (proforma: 20 baz puan artış). Bira Grubu'nun proforma brüt marjı, zayıf hacimler ve artan birim maliyetler nedeniyle yıllık 230 baz puan daraldı. Buna karşılık, CCI'nın brüt kâr marjı yıllık 160 baz puan artarak, etkin fiyatlama, normalleşen maliyet yapısı ve olumlu ürün karması sayesinde iyileşti. Bira Grubu'nun proforma FAVÖK marjı yıllık 50 baz puan düşerek %22,0'a gerilerken, CCI'nın marjı 170 baz puan artışla %22,6'ya çıktı. Proforma bazda konsolide FAVÖK marjı ise yıllık 80 baz puan artarak %22,3'e yükseldi.

Genel görüşümüz - Uluslararası gazlı içecek operasyonlarındaki güçlü talep, diğer segmentlerdeki zayıflığı telafi etti. Rekabet kaynaklı indirimler ve artan üretim maliyetleri, bira segmentinin kârlılığını baskıladı. Buna rağmen, FAVÖK marjındaki iyileşme beklentileri aştı. Şirket son üç çeyrekte beklentileri aşan kâr açıklamasını sürdürdü (9A25 itibarıyla toplamda %28 yukarı yönlü sapma). Net borç önceki çeyreklere göre azalmaya devam ederek 54,4 milyar TL'ye geriledi. Tahminlerimizde bazı revizyonlar yaptık ve 12 aylık hedef fiyatımızı 21 TL'den 23 TL'ye yükselttik. Hisseler geçen yılın sonunda Rusya ile ilgili haberlerin ardından baskı altında kalmış olup, son bir yılda %24 gerileyerek endekse göre %40 daha düşük performans gösterdi. Tavsiyemizi NÖTR seviyesinden AL seviyesine yükseltiyoruz.

Değerleme - Hisse son bir yılda %24 düştü ve BIST-100 endeksinde görece %40 daha zayıf bir performans gösterdi. 2025 tahminlerimize göre hisse 8,3x F/K ve 7,0x FD/FAVÖK çarpanlarıyla işlem görüyor.

Araştırma

yatirimarastirma@icbcyatirim.com.tr
+90-212-276-2727