

AGHOL RAPORU



Holding

AG Anadolu Grubu Holding

3'ü 1 arada

Anadolu Grubu Holding için 379 TL hedef fiyat ve %50 getiri potansiyeli ile öneri listemize ekliyoruz ve araştırma kapsamımıza dahil ediyoruz. Değerlememizde Net Aktif Değer iskontosu yaklaşımını kullandık. Değerlememizin detayları Sayfa 4'tedir.

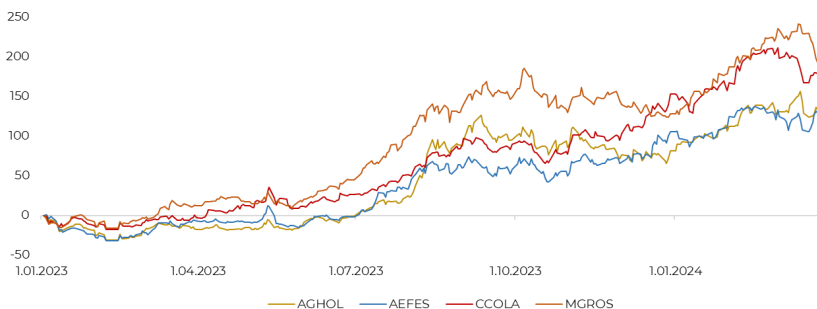
Anadolu Grubu Holding iştiraklerinin ağırlığını oluşturan gıda perakende ve içecek sektörleri, yüksek faiz ve düşmesi hedeflenen yüksek enflasyon ortamında güvenli iş alanları olarak karşımıza çıkıyor. Yüksek seyreden enflasyonun düşürülmesinin hedeflenmesiyle 2023 yılında parasal sıkılaşıma süreci başladı. Faizlerin yükselmesi ve likiditenin kısılmaya başlanması itibarı ile yurt içinde çeşitli sektörlerde daralma gözlenirken, gıda sektöründe talep esnekliğinin düşük olması sebebiyle karlılık güçlü devam ediyor. İç pazarda bu koşullar altında ön plana çıkan gıda perakende şirketi Migros'un yanında, bira-içecek grubunda Anadolu Efes ve iştiraki Coca Cola içeceğin satışları ve marjları güçlü seyrediyor. Buna ek olarak bira ve meşrubat grubundaki yurtdışı operasyonların ağırlığı da katalizör olmaya devam ediyor.

Gıda perakende sektöründe faaliyet gösteren Migros, defansif ve potansiyel vaadeden bir seçenek olarak karşımıza çıkıyor. Anadolu Grubu Holding (AGHOL) cirosunda yaklaşık %48 paya sahip olan Migros, enflasyonun lehine olduğu iş modeline sahip. Enflasyonist ortamda gelir kalemlerinin fiyatları düzenli olarak güncellenebilirken kira, personel maliyeti gibi gider kalemleri de belirli periyotlar boyunca sabit kalıyor. Gıda enflasyonun manşet enflasyonun üzerinde seyretmesi, gıda perakende şirketlerinin marjlarının katkı sağlıyor. Migros, COVID-19 döneminde market alış-verişlerinin yoğunlaşmasının üzerine, yüksek enflasyon döneminde elde ettiği karlarla net nakite geçip, dönem içinde net nakit pozisyonunu artırdı. Şirket, iyileşen mali yapıyla birlikte mağaza alanlarını büyütme ve online teslimat, kozmetik alt markası ve fintech alanlarındaki iş modeli çeşitlendirme yatırımlarını gerçekleştirme başarıları.

Anadolu Efes'in bira grubunda yükselen satış hacmine genişleyen kar marjları eşlik ediyor. Satışlar yüksek oynaklık göstermeyen talep sayesinde yıldan yıla hacim bazında büyürken, etkin fiyatlandırma ve ürün gamında başarılı yönetim sayesinde marjlar da genişlemeye devam ediyor. İç pazarda yüksek enflasyon ortamında etkin maliyet yönetiminin brüt kar marjını pozitif etkilemesinin yanında, faaliyet giderlerindeki artışın satışlardaki artışa göre düşük kalması da FAVÖK marjında avantaj yaratıyor. Rusya'da 2023 yılında pazar büyümesi beklenti üstü gerçekleşmesiyle Anadolu Efes'in büyüyen satış hacimleri ve hafif marj düşüşü Rusya için dengeli bir seyir sundu. Bira tüketim grubunun iç pazardaki talep değişimine karşı korunaklı kalmasını ve ihracat kolunun da ülke riskini seyreltmesi sebebiyle Anadolu Efes'in karlılık büyümesinin devamını bekliyoruz.

Coca-Cola İçecek, yurt içinde manşet enflasyonun üzerinde seyreden gıda-içecek enflasyonu, başarılı maliyet yönetimi ve yurt dışında satın alımlar sayesinde büyümeyi devam ettiriyor. İç pazarda parasal sıkılaşıma ortamında talep daralmasına karşı gıda ve içecek ürünlerinin talep esnekliğinin düşük olması sebebiyle makro koşulların Coca-Cola İçecek için de satış hacmi ve kar marjı büyümesi konusunda avantaj yaratmayı sürdürmesini bekliyoruz. Gıda-içecek enflasyonunun manşet enflasyonun üzerinde seyretmesi, nominal bazda büyümeyi desteklerken, Coca-Cola gelirlerinin maliyetlerden daha yüksek tempoda artmasını sağlıyor. Son 6 aydır en güçlü süregelen gıda sektörü PMI verileri, önümüzdeki süreçte de gıda şirketlerinin ön plana çıkacağı görüşümüzü destekliyor. 2024 yılının ikinci yarısında hane halkında tüketimin kısıp tasarrufun daha fazla yoğunlaşabileceğini beklemekle birlikte, gıda ve içecek tüketiminin restoran ve lokantadan ev içine kaymasını muhtemel görüyoruz. Bu durumda tüketici tarafında tasarruf inisiyatifi, Coca-Cola'nın satışlarına reel bazda katalizör etki yaratabilir. Şirketin brüt karlılığı risk yönetimi ve operasyonel maliyetlerinin nominal bazda gıda-içecek enflasyonunun altında kalması beklentisiyle marjların güçlü kalacağını düşünüyoruz. Yurt dışı operasyonlarda da yabancı para bazlı gelir, enflasyon muhasebesinden sınırlı etkilenme, aktif maliyet yönetimi ve pazar genişletme girişimleri faktörlerinden dolayı, büyüme ve karlılığın güçlü-defansif olarak sürmesini bekliyoruz. Coca Cola Bangladeş'in satın alımı ile inorganik büyüme ve Asya bölgelerinde henüz düşük seviyelerde olan pazar penetrasyonu ile organik büyüme fırsatlarının kayda değer olduğunu değerlendiriyoruz.

Hisse Getirileri
2023 = 0 (%)



Kaynak: Şirket Verileri, EquityRT, Finnet, Info Araştırma Tahminleri

AL

Fiyat: TL253

Hedef Fiyat: TL379

Hedef Getiri: 49,83%

Şirket Bilgileri

Hisse Kodu	AGHOL
Hisse Öneri	AL
Hedef Fiyat (TL)	378,70
Hedef Getiri	50%
Hisse Fiyatı (TL)	252,75
52 hafta fiyat aralığı	184 -284
Hisse Adedi (mn)	244
HAO%	34,00
Piyasa Değeri (TL mn)	61.553
Piyasa Değeri (USD mn)	1.920
Firma Değeri (TL mn)	84.764
Firma Değeri (USD mn)	2.710
Net Borç (TL mn)	23.211
Net Borç (USD mn)	790
3AOIH(USD mn)	7
3AOIH/HA Piyasa Değ. (%)	0,9%

F / K

Güncel	3,13
1 Yıllık Ortalama	2,37
3 Yıllık Ortalama	5,90

FD / FAVÖK

Güncel	2,48
1 Yıllık Ortalama	1,74
3 Yıllık Ortalama	2,07

Özet Finansallar

	2020	2021	2022	2023*
Net Kar	7.531	7.531	7.531	19.638
Net Satışlar	62.081	81.368	177.978	375.583
FAVÖK	7.945	10.195	24.421	34.218
Net Borç/FAVÖK (x)	1,62	1,82	0,70	0,64

* Enflasyon muhasebesi uygulanmış

Grafik 1. Hisse Fiyatı



INFO Araştırma

Araştırma: +90 (212) 700-3676

arastirma@infoyatirim.com.tr

Anadolu Grubu Holding'in bira, meşrubat ve perakende sektörlerinde faaliyet gösteren iştiraklerin performansını göz önünde bulundurarak cazip iskontolu seviyelerden işlem gördüğünü değerlendiriyoruz. AGHOL hissesinin piyasa değeri AEFES, MGROS, ADEL ve ASUZU'nun holding payına düşen piyasa değerleri toplamına göre %39 iskontolu işlem görüyor. Holding solo net borcu, TOGG yatırım bedeli olan 115 milyon Euro ve halka açık olmayan otomotiv sektörü iştirakleri dahil edildiğinde bu iskonto %45'e tekabül ediyor. FMCG grubu iştiraklerin karlılık beklentilerini göz önünde bulundurursak iskonto oranı %59'a çıkıyor. Bu durumda hem iştiraklerinin beklentilerine göre iskonto arz ettiğini hem de holding'in halka açık iştiraklerine göre iskontolu olması sebebiyle Anadolu Grubu'nu cazip buluyoruz.

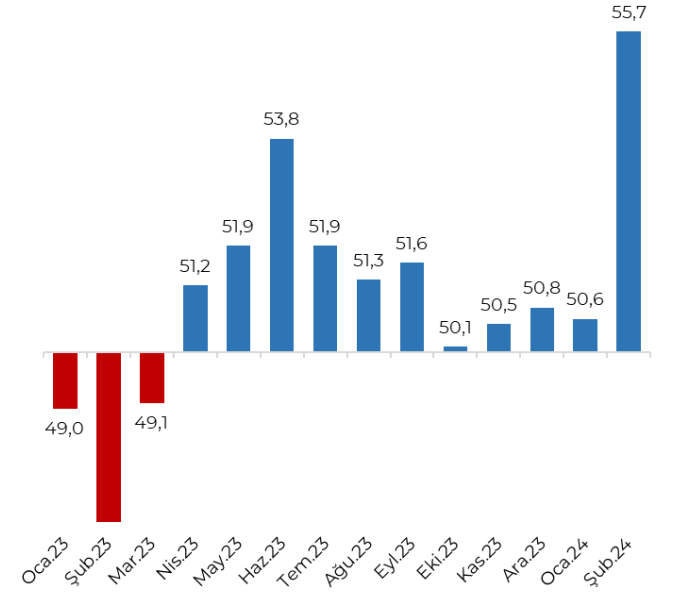
Güçlenen serbest nakit akımları sayesinde borçluluk seviyesi düşmekte. Pandemi öncesi dönemde karlılığı baskı altında kalan FMCG grubu iştiraklerinin son yıllarda enflasyon ortamından avantaj görmesi ve proaktif yönetim sayesinde serbest nakit akımları güçlendi. Anadolu Efes dışında Coca Cola İçecek ve Migros'un da temettü ödemeye başlaması ve ödenen temettü meblağlarının belirgin yükselişle holding mali yapısı güçlendi. Konsolide Net/Borç FAVÖK oranı 3,5 seviyesinden 0,31'e indi. Yüksek faiz ve parasal sıkılaşma süreci geçiren ekonomide net nakit gücünün likidite sorunlarının önüne geçmesi ve potansiyel yatırımlar için el rahatlatması sebebiyle önümüzdeki süreçte mali yapının güçlü olmasına önem veriyoruz.

Bira grubu Rusya operasyonu AB InBev hisselerinin kalani nakit çıkışı yaratmayan bir anlaşma ile devralınacak. AB InBev Efes şirketindeki Anheuser Busch InBev'in kontrol gücü olmayan payları, Efes Beveries International tarafından anlık bir nakit ödeme yapılmadan devralınacak. Bu işlemde operasyonun belirli bir vadede yarattığı nakit akımı, belirli bir oranla karşı tarafa hisse karşılığında aktarılacağı duyuruldu. Karşı tarafa yapılacak ödeme operasyonun nakit akımıyla doğru orantılı gerçekleşmiş olacak ve garanti edilen bir minimum ödeme tutarı mevcut değil. Yurt dışı pazar hacmin büyük kısmını kapsayan Rusya operasyonlarının işlem fiyatı riski olmaksızın devralınmasını mali yük yaratmaması nedeniyle olumlu değerlendiriyoruz.

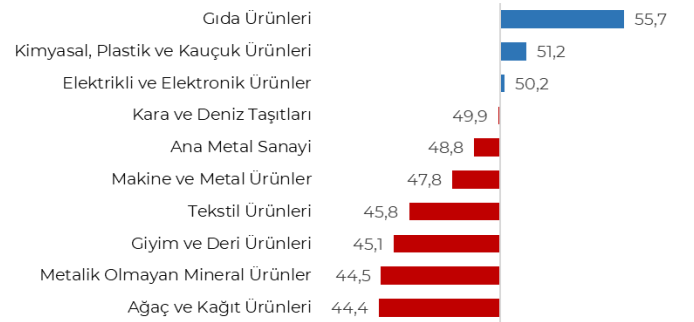
Otomotiv grubu karlı bir 2023 geçirdi. Konsolide satışlar ve FAVÖK'ün yaklaşık %10'unu kapsayan otomotiv kolu, ertelenmiş talep etkisiyle güçlü bir 2023 yılı geçirdi. 2024 yılı için pazar daralması beklentisi olsa da kamyon, pick-up, otobüs kamyonet gibi ticari araçlar üreten Anadolu Isuzu satışlarının dayanıklı kalma olasılığını güçlü olarak değerlendiriyoruz. Başarılı geçen 2023'ün ardından holdinge ödenebilecek temettü miktarında artış ihtimali güçlenirken, otomotiv kolunun konsolide payının düşük olması pozitif ve negatif katkıların sınırlı kalmasına sebep oluyor.

TOGG operasyonlara hızlı başladı. TOGG tarafında ise satışların güçlü başlamasıyla operasyonel karlılık beklentilerin üzerinde gerçekleşti. 2023'te yaklaşık 20 bin adet ve 2024'ün ilk 2 ayında 3 bin adet TOGG satışı gerçekleşti. Yöneticiler, TOGG'da karlılığın 2027 yılında başlamasının planlar dahilinde olduğunu belirtiyor. Burada hedef Avrupa pazarına da açılmak ve Avrupalı ve Çinli markalarla rekabet etmek. BDDK tarafından içten yanmalı motorlu araçların kredili alımına yönelik regülasyonlar sınırlayıcı etki yaratırken, yerli üretim elektrikli araçların %70 tutarında 48 ay vade ile kredili alım yapılması düzenlemesi, TOGG'un Pazar payını artırması adına önemli bir gelişme olarak karşımıza çıkıyor.

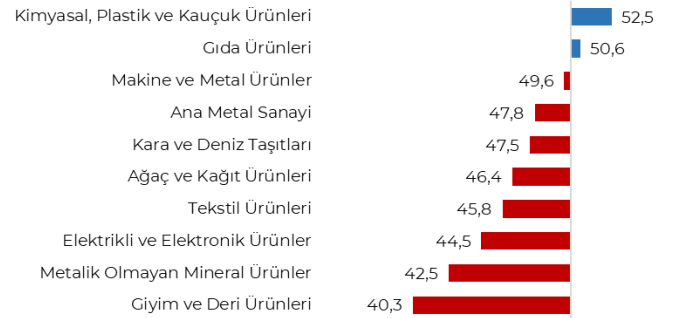
Grafik 2. Gıda Ürünleri Aylık PMI



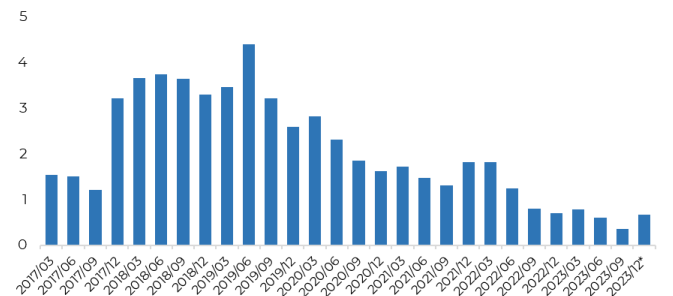
Grafik 3. Türkiye Sektörel PMI Anketi Şubat 2024



Grafik 4. Türkiye Sektörel PMI Anketi Ocak 2024



Grafik 5. AGHOL Konsolide Net Borç/FAVÖK Değişimi

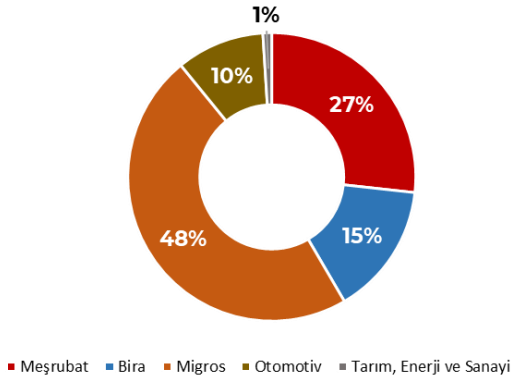


* Enflasyon muhasebesi uygulanmış

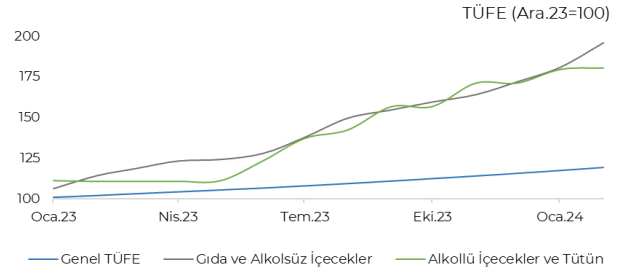
Riskler; yıla yüksek başlayan asgari ücret dönemsel olarak perakendede kar marjları için; ve meşrubatta jeopolitik instabilite olasılığı da yurt dışı operasyonlar için önemli faktörler olarak değerlendirilebilir. Yıla %49 artışla brüt 680 ABD doları seviyesinde başlayan asgari ücret, tarihsel olarak en yüksek seviyelerde olması ve baz senaryomuzun Türk Lirası'nda reel değerlenme olması sebebiyle yılın ilk çeyreklerinde perakende marjları üzerinde baskı yaratabilir. %20 brüt kar marjı ve %5 net kar marjıyla çalışan Migros'un marjlarındaki küçük değişimler nominal olarak belirgin farklara sebep olabilir.

Yurt dışı operasyonları Rusya, Ukrayna, Asya ve Ortadoğu bölgelerinde olan meşrubat grubunun ekonomik ve jeopolitik olarak kırılganlık riski barındırmakla birlikte, operasyonların dağıtık coğrafyada olması ve bu bölgelerdeki kişi başı tüketim penetrasyonunun henüz doygunluktan uzak olması sebebiyle fırsat barındırığını da düşünüyoruz.

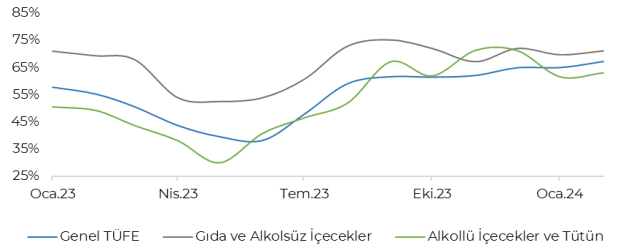
Grafik 6. Segmentlerin Kombine Hasılat Dağılımı



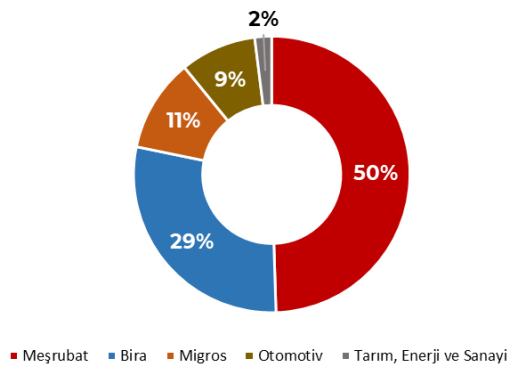
Grafik 8. TÜFE



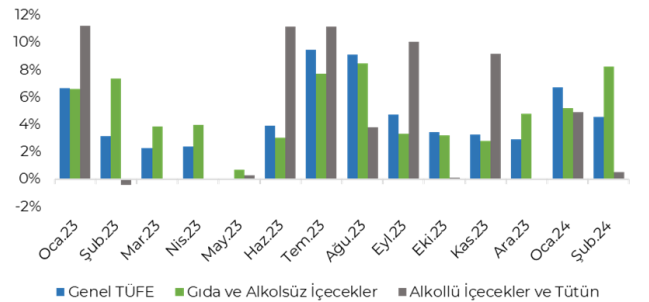
Grafik 9. Yıllık Enflasyon



Grafik 7. Segmentlerin Kombine FAVÖK Dağılımı



Grafik 10. Aylık Enflasyon



Değerleme

Değerlememiz sonucu, Anadolu Grubu Holding'in adil değerini 378,80 TL olarak hesaplıyoruz. Değerlememizde net aktif değer yaklaşımını kullandık.

Halka açık iştiraklerinin Anadolu Grubu Holding payına düşen piyasa değerleri üzerinden hesapladığımız net aktif değere göre AGHOL'ün işlem gördüğü hisse fiyatı %39 iskontoya işaret ediyor. Bu oran tarihsel ortalamalara yakın bir oran olmakla birlikte, AGHOL'ün solo net borç miktarı TL bazında azalmakta. İştiraklerinin konsensüs piyasa değeri beklentileri, solo net borç, halka açık olmayan iştirakleri net aktif değer hesaplamamıza dahil ettiğimizde şirketin %53 iskontolu olduğunu değerlendiriyoruz. Bu durumda değerlememizde net aktif değer üzerinden %18 iskonto kullanmayı makul olarak değerlendiriyoruz.

Halka açık olmayan iştiraklerden Çelik Motor ve TOGG'u değerlememize dahil ettik. Çelik Motor'u FAVÖK değeri üzerinden halka açık benzer şirketlerin piyasa çarpanlarını kullanarak, TOGG'u da 115 milyon Euro yatırım bedelini baz alarak değerledik. İştiraklerin konsensüs beklentileri tablosunda ADEL ve ASUZU için konsensüs piyasa değeri belkentisi oluşmadığı için, güncel piyasa değerlerini kullandık.

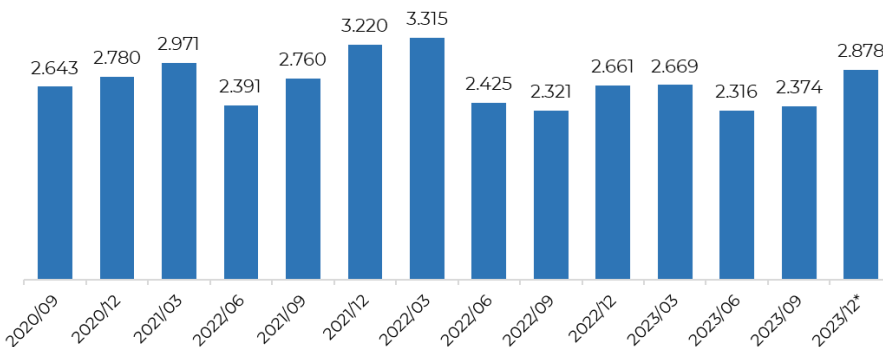
Tablo 2. AGHOL Cari Net Aktif Değer

Sektör	Şirket	Ticker	Ortaklık Payı	Değerleme Yöntemi	AGHOL Payı	Piyasa Değeri (mn TL)
Bira	Anadolu Efes	AEFES	43,05%	Piyasa Değeri	37.216	86.447
Perakende	Migros	MGROS	50,00%	Piyasa Değeri	37.750	75.500
Perakende	Adel	ADEL	56,89%	Piyasa Değeri	9.072	15.947
Otomotiv	Anadolu Isuzu	ASUZU	55,40%	Piyasa Değeri	12.299	22.201
Otomotiv	TOGG	İşlem Görmüyor	23,00%	Yatırım Bedeli	4.013	
Otomotiv	Diğer Otomotiv	İşlem Görmüyor	100,00%	Piyasa Çarpanları	14.346	
					Halka açık iştirakler	96.337
					Halka açık olmayan iştirakler	18.359
					Toplam İştirakler	114.696
					Net Nakit	-2.374
					Toplam Net Aktif Değer (NAD)	112.322
					Cari NAD İskontosu	-45%
					Piyasa Değeri	61.553
					Değerleme NAD iskontosu	-18%
					Değerleme	92.226
					Cetiri Potansiyeli	50%

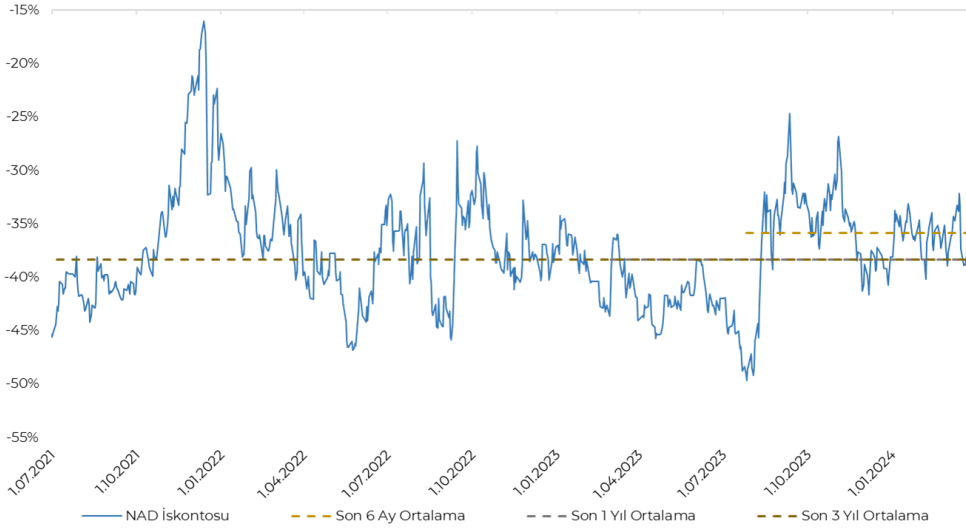
Tablo 3. AGHOL İştiraklerinin Konsensüs Beklentileri

Sektör	Şirket	Ticker	Ortaklık Payı	Değerleme Yöntemi	AGHOL Payı	Beklenen Piyasa Değeri (mn TL)	Medyan Hedef Fiyat
Bira	Anadolu Efes	AEFES	43,05%	Konsensüs Hedef Piyasa Değeri	49.145	114.158	192,80
Perakende	Migros	MGROS	50,00%	Konsensüs Hedef Piyasa Değeri	62.147	124.294	686,50
Perakende	Adel	ADEL	56,89%	Güncel Piyasa Değeri	9.845	17.305	
Otomotiv	Anadolu Isuzu	ASUZU	55,40%	Güncel Piyasa Değeri	12.481	22.529	
Otomotiv	TOGG	İşlem Görmüyor	23,00%	Yatırım Bedeli	4.013		
Otomotiv	Diğer Otomotiv	İşlem Görmüyor	100,00%	Piyasa Çarpanları	14.346	14.346	
					Halka açık iştirakler	133.618	
					Halka açık olmayan iştirakler	18.359	
					Toplam İştirakler	151.977	
					Net Nakit	-2.374	
					Toplam Net Aktif Değer (NAD)	149.603	
					Cari NAD İskontosu	-59%	
					Piyasa Değeri	61.553	
					Değerleme NAD iskontosu	-38%	
					Değerleme	92.243	
					Potansiyel	50%	

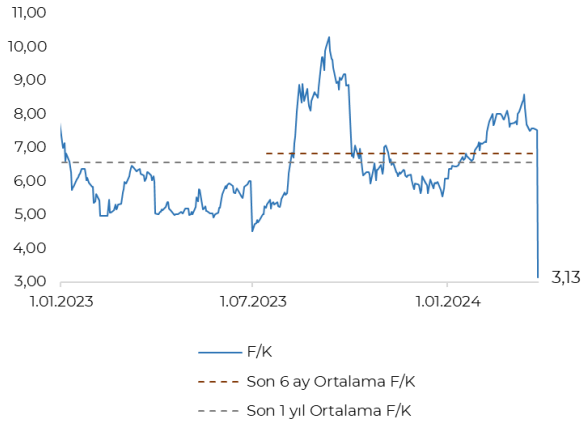
Tablo 4. AGHOL Solo Net Borç



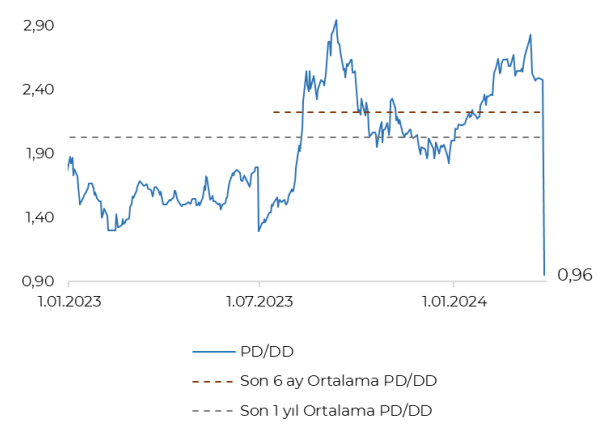
* Enflasyon muhasebesi uygulanmış

Tablo 4. Tarihsel Net Aktif Değer İskontosu Değerleri**Grafik 5.** AGHOL Tarihsel Piyasa Çarpanları

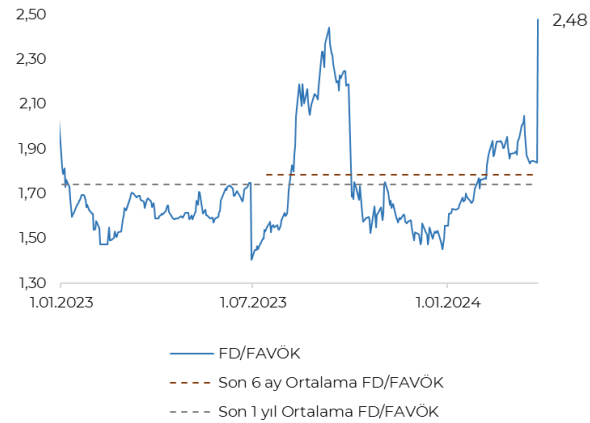
Fiyat/Kazanç



PD/DD



FD/FAVÖK



Bira Segmenti

Anadolu Efes

Anadolu Grubu Holding, bira segmentinde faaliyet gösteren iştiraki Anadolu Efes'in %43 hissesine sahip. %33'lük halka açıklık oranına sahip şirketin %24'ü ise Belçikalı AB InBev Harmony şirketine ait. AB InBev aynı zamanda Rusya operasyonlarının Anadolu Efes'le birlikte %50 ortağı konumunda. AB InBev'in Rusya ve Ukrayna operasyonlarındaki %50'lik hisselerinin, Anadolu Grubu'nun %100 iştiraki olan Efes Breweries International (EBI) tarafı tarafından satın alım süreci devam etmekte.

Coca Cola İçecek (CCI)'in hisselerinin %50,3'ü ise Anadolu Efes'e ait. Anadolu Grubu'nun da Anadolu Efes üzerinden CCI'da dolaylı olarak sahipliği bulunuyor.

Anadolu Efes'in bira üretim faaliyetleri Türkiye, Rusya, Ukrayna, Gürcistan, Moldova ve Kazakistan'da mevcut. Anadolu Efes'in hacim bazında kombine bira üretiminin yaklaşık %70'ini Rusya ve %17'sini Türkiye operasyonları oluşturuyor. Bira grubunda satılan mal maliyetininin %18'ini teneke ambalaj, %18'ini amortisman, %17'sini arpa, ve %16'sını cam ambalaj oluşturuyor. Ham madde maliyeti brüt karlılık için önem arz etmekle birlikte, şirket alüminyum ve arpa maliyetlerini büyük oranda türev enstrümanlarla koruma altına almaktadır.

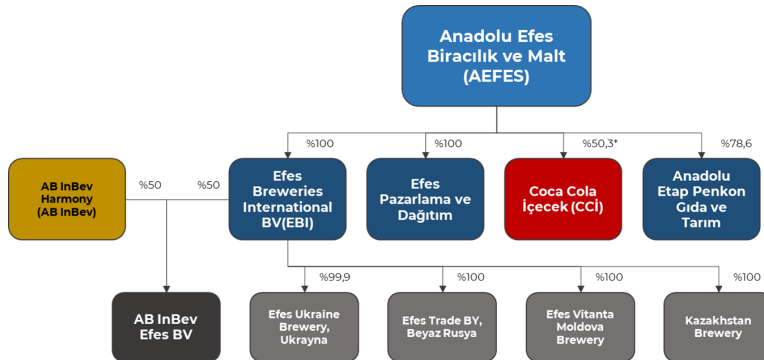
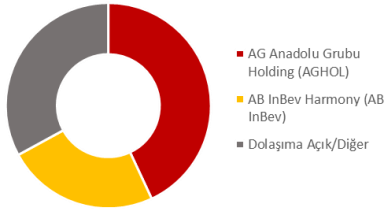
Bira grubu hacim artışları tempolu bir şekilde sürüyor. Uluslararası operasyonu özellikle Rusya'da daralan pazara karşılık yıllık %20 büyümeye gösterdi. Burada yeni ürün lansmanları, premium ürünlerin Pazar payının artması gibi aktif fiyatlandırma ve ürün gamı yönetimi itici güç olmaktadır. Türkiye operasyonları ise hacim bazında 2022'deki %20'lik etkileyici hacim büyümesinin üzerine 2023 9 aylıkta %5 büyümeyi başardı. Rusya'da brüt marj hafif gerilemiş olsa da Türkiye'de faaliyet giderlerindeki artış hızının satışlardaki artış hızının gerisinde kalması ile marjlardaki artış sürüyor.

Şirket, konsolide satış hacminin düşük-orta tek haneli oranda artış göstermesini beklemektedir. Bira grubunda uluslararası bira operasyonlarının hacimlerinin hafif artış göstermesi beklenirken Türkiye'de 2023'ün yüksek baz etkisi ile yatay bir beklenti mevcut. Buna paralel olarak doygunluğun bira grubu FAVÖK marjında 200 baz puan daralması ile konsolide FAVÖK marjında yatay bir beklenti söz konusu. Meşrubat grubunda ise hacimlerde orta tek haneli büyümeye ile daha güçlü bir beklenti mevcut.

Rusya'daki operasyonların kalan payları EBI tarafından devralınacak. Efes Breweries International (EBI) Anadolu Efes'in %100 iştiraki konumunda. Anheuser Busch InBev (AB InBev)'in Anadolu Efes üzerinde %24 payı bulunmaktadır. EBI ve AB InBev, Rusya operasyonlarındaki iş ortaklıklarında (AB InBev Efes BV) %50 eşit paya sahip durumdaydılar. AB InBev'in Rusya operasyonlarındaki kontrol gücü olmayan paylarının EBI tarafından satın alınması ve EBI'nin tek ortak olarak kalması konusunda anlaşmaya varıldığı duyuruldu. Satın alım işleminin tamamlanmasının ardından EBI'nin anında ödeme yapmayacağı bildirildi. Bunun yerine AB InBev Efes'in nakit akışlarının belli bir oranı, belli bir periyot boyunca AB InBev'e hisselerin karşılığında ödenecek. Bu oran ve periyot belirtilmese de, belirlenen periyot boyunca ortaklığın elde edildiği nakit akışı maksimum ve minimum toplam ödeme miktarını belirlemiş olacaktır. Bu durumda Anadolu Efes bu satın alım için finansman yükünden korunma avantajını yaşıyor.

Anadolu Efes'in dağıtık bölgelerde tüketimi stabil ürünler sağlaması sebebiyle büyümenin seyrinin düşük riskli olarak değerlendiriyoruz. Rusya operasyonları için Ruble'deki volatilité ise risk faktörü olarak öne çıkıyor. Süregelen savaş sebebiyle baskı altında kalan Ukrayna operasyonları 2021 yılındaki seviyesine kıyasla %20 daralmış durumda. Savaşın sonlanmasına sebep olabilecek jeopolitik gelişmelere müsait bir ortam oluşması halinde ise, burada bir geriye dönüş hikayesi oluşması potansiyeli bulunmaktadır.

Anadolu Efes Sermaye Payları



Şirket Bilgileri

Hisse Kodu	AEFES
Hisse Fiyatı (TL)	146,00
52 hafta fiyat aralığı	125 -159
Hisse Adedi (mn)	592
HAO%	32,00
Piyasa Değeri (TL mn)	86.447
Piyasa Değeri (USD mn)	2.696
Firma Değeri (TL mn)	105.033
Firma Değeri (USD mn)	3.329
Net Borç (TL mn)	18.586
Net Borç (USD mn)	632
3A OİH (USD mn)	13
3A OİH/HA Piyasa Değ. (%)	1,4%

F / K

Güncel	3,91
1 Yıllık Ortalama	3,24
3 Yıllık Ortalama	9,41

FD/FAVÖK

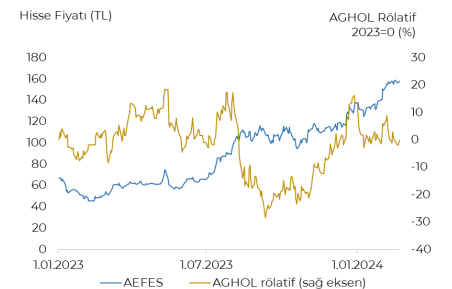
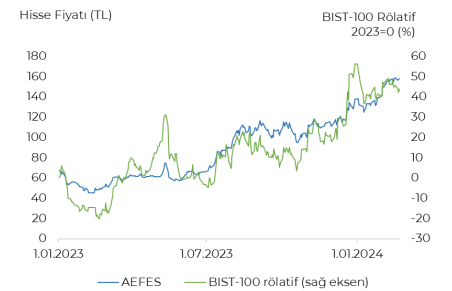
Güncel	3,88
1 Yıllık Ortalama	3,11
3 Yıllık Ortalama	3,38

Özet Finansallar

	2020	2021	2022	2023*
Net Kar	8.012	8.012	8.012	22.129
Net Satışlar	26.743	39.284	90.504	159.877
FAVÖK	4.749	6.447	16.411	24.046
Net Borç/FAVÖK (x)	0,76	1,69	0,79	0,64

* Enflasyon muhasebesi uygulanmış

Grafik 1. Hisse Fiyatı



Meşrubat Segmenti

Coca Cola İçecek

Anadolu Grubu Holding (AGHOL), meşrubat üretim faaliyetleri gösteren Coca Cola İçecek (CCI) üzerinde, Anadolu Efes (AEFES) üzerinden dolaylı olarak %50,3 paya sahip. AGHOL, AEFES'nin operasyonlarının cirodaki payı %36, Pakistan'ın %17, Kazakistan'ın %16 ve Özbekistan'ın %11 olmak üzere Asya ve Orta Doğu'da dengeli bir dağılım mevcut.

Coca Cola İçecek'in meşrubat üretim ve ticaret faaliyetleri Türkiye, Pakistan, Kazakistan, Özbekistan, Türkmenistan, Kırgızistan, Tacikistan, Azerbaycan, Suriye, Irak ve Ürdün'de yer almakta. Türkiye'nin operasyonlarının cirodaki payı %36, Pakistan'ın %17, Kazakistan'ın %16 ve Özbekistan'ın %11 olmak üzere Asya ve Orta Doğu'da dengeli bir dağılım mevcut.

Satışların %82'sini gazlı içeceklerin oluşturduğu CCI faaliyetlerinde, ürün çeşitlendirmesi ile penetrasyonun artırılma ile büyüme potansiyeli oldukça belirgin. Asya ve Orta Doğu pazarlarında artmakta olan genç yapısı mevcut olmakla birlikte bu pazarlarda CCI'nin penetrasyon oranını düşük seviyelerde bulunuyor. Hem büyüme potansiyeli olan hem de penetrasyonun henüz doygunluğa ulaşmamış pazarlarda faaliyetlere göstermesi, CCI karlılığının büyümesi için oldukça önemli katalizörler.

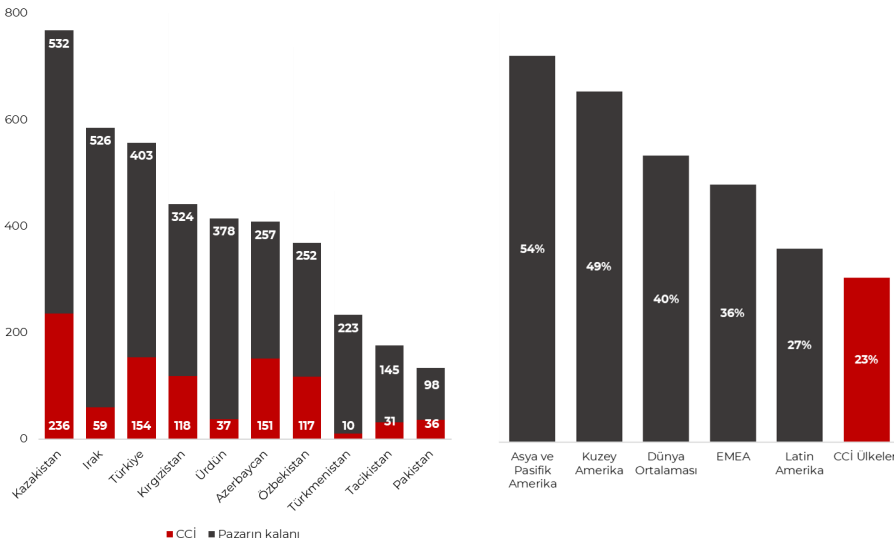
İsrail bölgesindeki savaştan kaynaklı protestolar, bir risk unsuru oluşturuyor. Orta Doğu'da yaşanan hadiselerin ardından Pakistan ve Türkiye'de reklam ve pazarlamanın azaltılması sonucu görünürlüğün azalması ile satışların durağanlaşma riski barındırıyor. Spesifik olarak bu hadisenin etkisini geçici ve hafif baskı unsurları olarak değerlendirsek de, şirketin uluslararası operasyonlarının bulunduğu coğrafyaların, siyasi instabilite potansiyeli taşımasını risk unsuru olarak değerlendiriyoruz.

Coca Cola İçecek'in (CCI), CCI International Holland BV'nin (CCIHBV) tamamına sahiptir. CCIHBV'nin, Coca Cola Bangladesh (CCBB)'nin hisselerinin %100'ünün The Coca Cola Company (TCCC)'nin bir bağlı ortaklığından satın alma işlemi tamamlandı. Böylece Bangladesh operasyonları, CCI finansallarına tam konsolide ediliyor olacak. Satın alma bedelinin, 130 milyon ABD Doları olan CCBB firma değerinden kapanış tarihi itibarıyla tahmini finansal borcun düşülmesi ile hesaplanacağı bildirildi. Şirket, satın alınan CCIHBV'nin mevcut nakit kaynakları ile finansa edileceğini ve bu durumun CCI'nin net kaldıracı üzerinde hafif bir etki yaratacağını ifade ediyor. CCBB %45,3 değer pazar payı ile lider olarak 100 milyon tüketiciye hizmet vermektedir. Bangladesh satın alımı ile CCI'nin hizmet verdiği nüfus 500 milyon'dan 600 milyona çıkmış oluyor. Ülkedeki GSYH ve nüfus büyümesi yüksek olması itibarıyla Bangladesh pazarı, CCI için anlamlı bir büyüme fırsatı sunuyor. Bu inorganik büyüme ve şirketin satın alım girişimlerinin devamını getirme potansiyeli, CCI için kayda değer bir katalizör olarak öne çıkıyor.

Coca Cola'nın satılan mal maliyetinin %30'u içecek konsantresi, %30'u paketleme ve %20'si şekerden oluşmakta. CCI, etkin maliyet yönetme politikasıyla türev araçlarla şeker maliyetini %70, alüminyum maliyetini %70 ve reçine maliyetini %86 koruma altına almış durumda. Türkiye'de alüminyum ambalaj maliyetlerinin düşmesi ve uluslararası pazarda düşük şeker fiyatları 2023 yılında karlılığa katkı sağlayan majör etkenler oldu. Bu maliyetlerin büyük oranda türev araçlarla koruma altına alınması önümüzdeki süreçte brüt marjların korunması için bir katalizör.

Türkiye'de ve Pakistan'da 2023'te satış hacmi gerilerken, orta asyave Irak operasyonlarında %10 üzeri hacim artışı kaydedildi. Uluslararası operasyonlar toplamda %1,1 hacim daralması kaydetti. Şirket 2024 yılında hem Türkiye hem uluslararası operasyonlarda orta tek haneli büyüme ve paralel seyreden FAVÖK

Grafik 1. CCI'nin faaliyet gösterdiği pazarlarda penetrasyon artırma ve bu pazarların büyüme potansiyeli mevcut.



* Bir yılda kişi başı şişe (~250 ml)

* Nüfus'un gazlı içecek tüketim payı

Şirket Bilgileri

Hisse Kodu	CCOLA
Hisse Fiyatı (TL)	568,00
52 hafta fiyat aralığı	476-647
Hisse Adedi (mn)	254
HAO%	25,00
Piyasa Değeri (TL mn)	144.483
Piyasa Değeri (USD mn)	4.507
Firma Değeri (TL mn)	159.392
Firma Değeri (USD mn)	5.014
Net Borç (TL mn)	14.909
Net Borç (USD mn)	507
3A OİH (USD mn)	10
3A OİH/HA Piyasa Değ. (%)	0,8%

F / K

Güncel	7,02
1 Yıllık Ortalama	5,72
3 Yıllık Ortalama	9,36

FD / FAVÖK

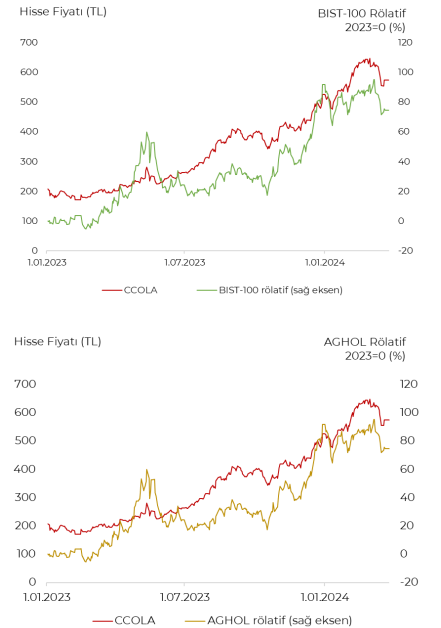
Güncel	8,90
1 Yıllık Ortalama	5,09
3 Yıllık Ortalama	5,82

Özet Finansallar

	2020	2021	2022	2023*
Net Kar	20.580	20.580	20.580	20.580
Net Satışlar	14.391	21.930	93.190	101.042
FAVÖK	3.114	4.593	16.024	17.918
Net Borç/FAVÖK (x)	0,47	1,13	0,62	0,83

* Enflasyon muhasebesi uygulanmış

Grafik 1. Hisse Fiyatı



Gıda Perakende Segmenti

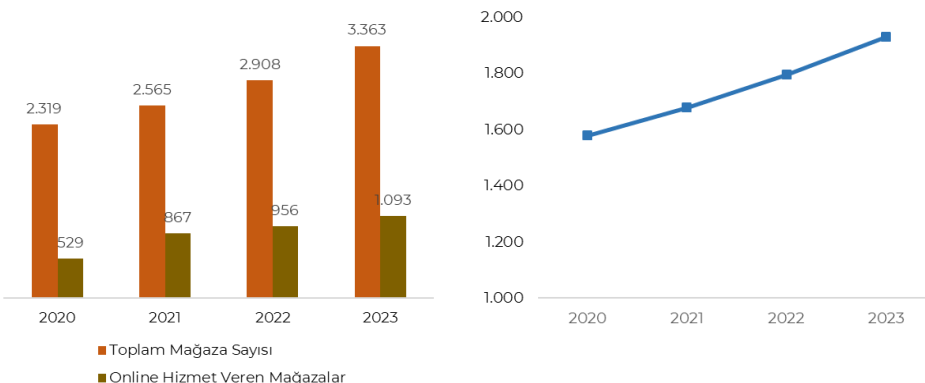
Migros Ticaret

Anadolu Grubu Holding, %100 bağlı ortalık MH Perakendecilik üzerinden dolayı olarak Migros Ticaret'te nihai %50 paya sahip durumda. Migros, ana olarak konvansiyonel gıda perakendecilikle birlikte kozmetik perakende, online teslimat, elektrikli araç şarj istasyonu, ödeme sistemleri ve medya alanlarında faaliyet göstermektedir. 81 ilde 3205 mağazası bulunan Migros, 2020 yılından beri önemli seviyede elde ettiği kaynakla, yatırımlarını perakendecilik ve yeni iş alanlarında çeşitlendirerek büyüme potansiyeli sunuyor.

Migros marketlerindeki segmentasyon yelpazesi genişliği sayesinde çeşitli alım gücü seviyelerine hitap etme kapasitesine sahip. Macro Center mağazaları ile üst kalite segmente satış yaparken, genel Migros mağazalarında da fiyatlarda rekabetçiliği koruyarak ürün kalitesini sürdürmeyi başarıyor. Enflasyonun düşürülmesinin hedeflendiği ve sıkı para politikasının arttığı ortamda, iç pazarda tüketimin 2024'ün 2. yarısında ivme kaybetmesini bekliyoruz. Gıda perakendeciliği talep esnekliğinin düşük olduğu bir alan olmasıyla birlikte, çeşitli sebeplerle bu koşullarda pozitif etkilenme olasılığı taşıyor. Talebin düştüğü koşullar altında hanehalkının diğer tüketim alanlarından kısip ev içi harcamalarına yönelebileceğini değerlendiriyoruz. Bu makro koşullarda tüketimin daha düşük fiyatlı ürün segmentlerine kayması muhtemel olmakla birlikte, lüks tüketim segmentinde varlık birikmesi etkisinden dolayı talebin güçlü kalması kuvvetli olasılıklar arasında. Enflasyon düşme eğiliminde olmasının beklediği ortamda gıda enflasyonun TÜFE'den yüksek seyretmesi ve gıda sektör PMI'larının gücü seyri Migros için destekleyici etmenler olarak karşımıza çıkıyor.

Migros'un toplam FMCG pazar payı 2022 yılında %8,7 seviyesindeyken, 2023 yıl sonu itibarıyla %9,3 seviyesine ulaşmıştır. Mağaza sayısı ve satış alanının ivmeli artışının yanında online kanal ve yan faaliyetlerle büyüme girişimleri de şirketin sektörde ayrışmasına sebep olan faktörler arasında yer alıyor. Özellikle pandemi sonrasında online teslimat servisleri pazarında belirgin büyüme kaydedildi ve yeni tüketici alışkanlıkları gelişti. Migros iş modelinden dolayı depo maliyeti ve stok kısıtlamaları gibi problemler yaşamaması sebepleriyle pazardaki rakiplerinin önüne geçme fırsatı taşıyor. Kozmetik perakende alanında Mion, online teslimatta Migros One, Migros Hemen, Paket Taxi, GurmePack, Fintech alanında Money Pay, elektrikli şarj istasyonları alanında Migen girişimleri şirket gelirleri içinde henüz küçük paya sahip olsa da gelecekte stratejik iş ortaklıkları ile büyüme potansiyeli yaratıyor. Şirketin yaklaşık 2,5 milyar TL büyüklüğündeki net nakit pozisyonu da, finansmanın dar olduğu ekonomik ortamda hem mağaza büyüme yatırımları hem de iştiraklerinin büyüme yatırımları konusunda şirketin elini rahatlatıyor. Şirketin 2024 yılında TMS 29 dahil yüksek tek haneli reel büyüme, FAVÖK marjında iyileşme ve 250'den fazla yeni mağaza ile TMS 29 hariç 8,5 milyar TL yatırım harcaması beklentisi mevcut.

Riskler, (i) 2024 yıl başında brüt asgari ücrette gerçekleşen %49'luk artış, şirketin kar marjları üzerinde baskı yaratabilecek bir unsur. Daha önceden enflasyonun yükseliş eğiliminde olduğu süreçte şirket satış fiyatlamalarını dinamik olarak değiştirebilirken personel maliyeti gibi kalemler belirli aralıklarla arttığı için bu durumun avantajını yaşıyordu. Parasal sıkılaşmanın düzeyinin artması halinde asgari ücret dolar bazlı tarihsel ortalamalara göre yüksek kalabilir. Aynı zamanda enflasyonun düşüş eğiliminde olması marjlardaki baskının uzun süreli olmasına sebep olabilir. Buna rağmen gıda enflasyonundaki yavaşlamanın çekirdek enflasyona göre daha geç olacağını tahmin ediyoruz ve Migros üzerindeki olumlu görüşümüzü devam ettiriyoruz. (ii) Faizlerin yüksek seyrettiği ortamda DİBS faiz oranlarına endekslenen vadeli alım faiz gideri kaleminde maliyet artışı net kar marjını törpüleyebilir. Net nakit pozisyonundan elde edilen faiz geliri bu kalemi bir miktar kompanse etme potansiyeli taşısa da, yüksek faizler marjlar üzerinde bir risk arz ediyor.



Şirket Bilgileri

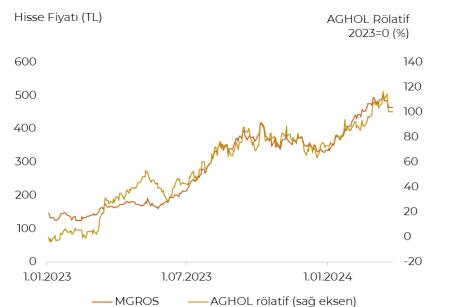
Hisse Kodu	MGROS
Hisse Fiyatı (TL)	417,00
52 hafta fiyat aralığı	329-502
Hisse Adedi (mn)	181,05
HAO%	51,00
Piyasa Değeri (TL mn)	75.500
Piyasa Değeri (USD mn)	2.355
Firma Değeri (TL mn)	72.952
Firma Değeri (USD mn)	2.268
Net Borç (TL mn)	-2.547
Net Borç (USD mn)	-87
3A OİH (USD mn)	20
3A OİH/HA Piyasa Değ. (%)	1,7%
F / K	
Güncel	8,55
1 Yıllık Ortalama	5,76
3 Yıllık Ortalama	18,95
FD / FAVÖK	
Güncel	22,65
1 Yıllık Ortalama	10,31
3 Yıllık Ortalama	6,29

Özet Finansallar

	2020	2021	2022	2023*
Net Kar	8.829	8.829	8.829	8.829
Net Satışlar	28.790	36.272	40.480	181.674
FAVÖK	2.224	2.894	3.761	3.221
Net Borç/FAVÖK(x)	1,59	0,84	-0,27	-0,79

* Enflasyon muhasebesi uygulanmış

Grafik 1. Hisse Fiyatı



Bu raporda yer alan her türlü bilgi, değerlendirme, yorum, istatistikî şekil ve bilgiler hazırlandığı tarih itibari ile mevcut piyasa koşulları ve güvenilirliğine inanılan kaynaklardan elde edilerek derlenmiştir ve İno Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından genel bilgilendirme amacı ile hazırlanmıştır. Sunulan bilgilerin doğruluğu ve bunların yatırım kararlarına uygunluğu tarafımızca garanti edilmemektedir. Bu bilgiler belli bir getirinin sağlanmasına yönelik olarak verilmemekte olup alım satım kararını destekleyebilecek yeterli bilgiler burada bulunmayabilir. 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. Sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Bu nedenle bu sayfalarda yer alan bilgilerdeki hatalardan, eksikliklerden ya da bu bilgilere dayanılarak yapılan işlemlerden, yorum ve bilgilerin kullanılmasından doğacak her türlü maddi/manevi zararlardan ve her ne şekilde olursa olsun üçüncü kişilerin uğrayabileceği her türlü doğrudan ve/veya dolaylı zararlardan dolayı İno Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ile bağı kuruluşları, çalışanları, yöneticileri ve ortakları sorumlu tutulamaz. Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir.