AG Anadolu Grubu Holding

Gelirlerde Ilımlı Büyüme, Operasyonel Kârlılıkta Daralma...

Yusuf Kemal ERDEKLİ
Analist
yerdekli@sekeryatirim.com.tr

AG Anadolu Grubu Holding, 3Ç26 döneminde 2.400mn TL ana ortaklık net kârı açıklamıştır. Açıklanan net kâr, geçen yılın aynı dönemindeki 4.469mn TL'ye kıyasla %46,3 gerilemiştir.

Net kârdaki yıllık gerilemede operasyonel kârlılıktaki zayıflama ve net parasal pozisyon kazancının 13.745mn TL'den 10.922mn TL'ye gerilemesi etkili olmuştur. Net finansman giderlerinin 9.551mn TL'den 9.351mn TL'ye, vergi giderlerinin ise 5.200mn TL'den 2.473mn TL'ye düşmesi bu baskıyı kısmen dengelemiştir.

Konsolide satış gelirleri, 3Ç26'da yıllık reel %2,3 artarak 246.795mn TL'ye ulaşmıştır. Gelir büyümesini ağırlıklı olarak perakende ve meşrubat operasyonları desteklerken, bira segmentindeki daralma sınırlayıcı olmuştur. Brüt kâr yıllık %5,2 azalarak 70.215mn TL'ye gerilemiş, brüt kâr marjı 2,2 y.p. düşüşle %28,5 olmuştur.

FAVÖK, yıllık %14,7 azalarak 28.176mn TL seviyesinde gerçekleşirken, FAVÖK marjı 2,3 y.p. daralarak %11,4'e inmiştir. Satış maliyetleri ile faaliyet giderlerinin gelirlerden daha hızlı artması operasyonel marjları baskılamıştır.

Meşrubat segmentinde satış hacmi yıllık %8,3 artarak 516mn ünite kasaya ulaşmıştır. Pakistan ve Özbekistan operasyonlarında sırasıyla %24,5 ve %20,3 oranında kaydedilen hacim büyümesi, Türkiye'deki %0,9'luk daralmayı fazlasıyla telafi etmiştir. Buna karşılık satış gelirleri reel %1,0 artışla 68.398mn TL seviyesinde kalırken, FAVÖK %12,8 gerileyerek 13.182mn TL olmuş ve FAVÖK marjı 3,0 y.p. düşüşle %19,3'e inmiştir. Özellikle Türkiye operasyonlarında yüksek maliyetli hammaddelerin artan etkisi ve geçen yılın yüksek karşılaştırma bazı marjları baskılarken, uluslararası operasyonların güçlü hacim performansı bu baskıyı kısmen dengelemiştir.

AL
Hedef Fiyat: 48,04 TL
Önceki Hedef Fiyat: 46,74 TL
Kazandırma Potansiyeli: %67,7

	TL	US$
Fiyat	28,64	0,57
BIST 100	11.483	230
US$ (MB Alış):	49,9824	
52 Hafta Yüksek:	36,05	0,82
52 Hafta Düşük:	24,70	0,50
Bloomberg/Reuters Kodu:	AGHOL.TI / AGHOL.IS	

Hisse Senedi Sayısı (Mn):	2.435,35	
	(TL Mn)	(US$ Mn)
Piyasa Değeri:	69.748	1.396
Halka Açık PD:	20.227	405

	S1A	S1Y	YB
TL Getiri (%):	-10,5	10,5	1,9
US$ Getiri (%):	-12,1	-7,0	-12,6
BİST 100 Göreceli Getiri (%):	-3,6	6,6	-0,1
Gün. Ort. İşlem Hacmi (TL Mn):	168,30		
Gün. Ort. İşlem Hacmi (US$ Mn):	3,7		

Beta	0,82
Yıllık Volatilite (Hisse)	0,75
Yıllık Volatilite (BİST 100)	0,92

Ortaklık Yapısı	%
AG SINAİ YATIRIM VE YÖNETİM ANONİM ŞİRKE	48,65
AZİMUT PORTFÖY SKY SERBEST ÖZEL FON	7,04
DİĞER	44,31
Toplam	100,00



Bira segmentinde ise Türkiye'deki zayıf tüketici talebi ve turizm sezonunun beklentilerin altında kalması nedeniyle satış hacmi %5,6 daralmış, satış gelirleri %5,1 azalarak 19.290mn TL'ye gerilemiştir. FAVÖK %21,1 düşüşle 3.525mn TL olurken, marj 3,7 y.p. daralarak %18,3'e inmiştir. Kazakistan öncülüğünde uluslararası bira operasyonlarındaki büyüme,

Perakende segmentinde Migros'un satış gelirleri yıllık reel %3,3 artarak 143.276mn TL'ye ulaşmıştır. Çeyrek boyunca 39 yeni mağaza açılmasıyla toplam mağaza sayısı 3.827'ye yükselirken, çok kanallı satış yapısı büyümeyi desteklemeyi sürdürmüştür. Bununla birlikte artan promosyonlar, görece kısa turizm sezonu ve operasyonel maliyet baskıları nedeniyle FAVÖK %2,5 azalarak 11.907mn TL olmuş, FAVÖK marjı 0,5 y.p. gerileyerek %8,3'e inmiştir.

Otomotiv segmentinde ise satış gelirleri %4,2 artışla 18.133mn TL'ye ulaşmasına karşın, FAVÖK %90,4 gerileyerek 104mn TL seviyesinde kalmış ve segment 1.917mn TL net zarar kaydetmiştir. Anadolu Isuzu'nun Özbekistan'daki SamAuto operasyonlarından sağlanan katkı, Türkiye ve Avrupa'daki zayıf talep, yüksek rekabet ve maliyet baskılarını telafi etmekte yetersiz kalmıştır.

Bilanço tarafında konsolide net borç, 2025 yıl sonundaki 92.179mn TL seviyesinden 85.656mn TL'ye gerilerken, Net Borç/FAVÖK oranı 1,1x'ten 1,0x'e iyileşmiştir. İlk dokuz ayda işletme faaliyetlerinden 53.215mn TL nakit yaratılmış, maddi ve maddi olmayan duran varlık yatırımları 26.036mn TL seviyesinde gerçekleşmiştir. Meşrubat segmentinin 19,9mlr TL, perakende segmentinin ise 9,7mlr TL serbest nakit akışı yaratması Grup'un finansal esnekliğini desteklemiştir. **Öte yandan Holding'in solo net borcu 5.222mn TL seviyesinde bulunmaktadır.**

Portföy yönetimi açısından öne çıkan gelişme, Anadolu Grubu Holding'in TOGG'daki %23 payının tamamının 184mn EUR bedelle satışına yönelik 2 Kasım 2026 tarihinde bağlayıcı sözleşme imzalaması olmuştur. İşlem kapsamında TOGG sermayesinin %12'si Türkiye Varlık Fonu'na, %11'i ise Turkcell'e devredilecektir. Resmi onay ve kapanış koşullarına bağlı olan işlemden elde edilecek nakit, Holding seviyesinde borçluluğun azaltılmasına ve portföyün daha likit bir yapıya kavuşmasına katkı sağlayacaktır. Satışın tamamlanmasıyla Holding'in solo net nakit pozisyonuna geçmesi beklenmektedir.

Sonuç olarak, konsolide gelirlerdeki ılımlı büyüme, uluslararası meşrubat operasyonlarındaki güçlü hacim büyümesi ve konsolide borçlulukta devam eden iyileşmeye karşın; FAVÖK'teki daralma, bira ve otomotiv segmentlerindeki zayıflık ve operasyonel marjlar üzerindeki baskı nedeniyle finansal sonuçların kısa vadeli hisse etkisini nötr değerlendiriyoruz. Bununla birlikte çeşitlendirilmiş iştirak portföyü, uluslararası operasyonların büyüme potansiyeli ve TOGG satışının sağlayacağı finansal esneklik, orta-uzun vadeli yatırım görünümünü desteklemektedir.

Değerleme ve Hedef Fiyat

Değerleme tarafında, Anadolu Grubu Holding'in halka açık ve halka açık olmayan iştiraklerinin güncel değerlerini ve TOGG paylarının satışına ilişkin anlaşmayı Net Aktif Değer (NAD) modelimize yansıttık. Holding'in 30 Eylül 2026 itibarıyla 5.222mn TL seviyesindeki solo net borcunu, aynı tarihli döviz kuru üzerinden 106,76mn ABD doları olarak hesapladık. TOGG'un %23 payının satış bedeli olan 184mn EUR'yu ise 2 Kasım 2026 kapanışındaki EUR/USD paritesiyle 205,95mn ABD dolarına çevirerek iştirak değerlememizde dikkate aldık. İşlemin henüz tamamlanmamış olması nedeniyle bu tutarı Holding'in mevcut nakit pozisyonuna eklemedik. Satışın tamamlanması halinde, diğer koşullar sabitken, solo net borç pozisyonunun yaklaşık 99,2mn ABD doları net nakit pozisyonuna dönüşmesini bekliyoruz.

Güncellenen modelimizde halka açık iştiraklerin cari NAD katkısı 1.879,83mn ABD doları, hedef değer katkısı ise 2.679,01mn ABD doları seviyesinde oluşmaktadır. Halka açık olmayan iştiraklerin 353,58mn ABD doları değerinin eklenmesiyle toplam hedef iştirak değeri 3.032,59mn ABD dolarına ulaşırken, solo net borcun düşülmesi sonucunda **Holding'in hedef NAD'ını 2.925,83mn ABD doları olarak hesaplıyoruz. Hedef NAD üzerine %20 holding iskontosu uygulayarak 2.340,67mn ABD doları (116.992mn TL) hedef piyasa değerine ulaşıyoruz.**

Bu doğrultuda Anadolu Grubu Holding için 12 aylık hedef pay fiyatımızı 46,74 TL'den 48,04 TL'ye yükseltiyoruz. 6 Kasım 2026 tarihli 28,64 TL pay kapanış fiyatına göre yeni hedef fiyatımız %67,7 getiri potansiyeline işaret ederken, Şirket için "AL" tavsiyemizi koruyoruz.

Tablo 1: Net Aktif Değer (NAD) Analizi

Anadolu Grubu Holding	Sermaye Payı (%)	Segment	PD (mn TL)	PD (mn USD)	Holding Payı (mn USD)	Değerleme Yöntemi	Hedef PD (mn USD)	Holding Payı (mn USD)
İştirakler (Halka Açık)								
Adel Kalemcilik	56,89%	Tarım, Enerji ve Sanayi	5.498,96	110,02	62,59	Cari Piyasa Değeri	110,02	62,59
Anadolu Efes	43,05%	Bira	99.769,74	1.996,10	859,32	Cari Piyasa Değeri	1.996,10	859,32
Coca Cola İçecek	21,64%	Meşrubat	204.959,26	4.100,63	-	İNA & Benzer Şirket Karşılaştırması	6.829,82	-
Anadolu Isuzu	55,40%	Otomotiv	9.828,00	196,63	108,93	Cari Piyasa Değeri	196,63	108,93
Migros Ticaret	50,00%	Perakende	84.869,17	1.697,98	848,99	İNA & Benzer Şirket Karşılaştırması	3.296,34	1.648,17
İştirakler Toplam NAD (Halka Açık)					**1.879,83**			**2.679,01**
İştirakler (Halka Açık Olmayan)								
Çelik Motor Ticaret A.Ş.	100,00%	Otomotiv	3.685,94	73,74	73,74	Benzer Şirket Karşılaştırması	73,74	73,74
Anadolu Kafkasya Enerji Yatırımları A.Ş.	61,49%	Tarım, Enerji ve Sanayi	3.698,70	74,00	45,50	İşlem Değeri	74,00	45,50
Aslancık Elektrik Üretim A.Ş. (Aslancık)	33,33%	Tarım, Enerji ve Sanayi	4.187,08	83,77	27,92	Benzer Şirket Karşılaştırması	83,77	27,92
Türkiye'nin Otomobili Girişim Grubu San. ve Tic. A.Ş. (TOGG)	23,00%	Otomotiv	43.798,75	895,44	205,95	İşlem Değeri	895,44	205,95
Malty Gıda A.Ş.	10,76%	Tarım, Enerji ve Sanayi	2,13	0,04	0,00	Defter Değeri	0,04	0,00
Trendbox Innovative Solutions Teknoloji Ticaret A.Ş.	8,61%	Diğer	221,20	4,52	0,39	Defter Değeri	4,52	0,39
Neoone Teknoloji A.Ş.	8,61%	Diğer	39,16	0,80	0,07	Defter Değeri	0,80	0,07
İştirakler Toplam NAD (Halka Açık Olmayan)					**353,58**			**353,58**
Toplam NAD (mn USD)				**Cari**	**2.233,41**		**Hedef**	**3.032,59**
Net Nakit (mn USD)					**-106,76**			**-106,76**
Toplam NAD (mn USD)					**2.126,65**			**2.925,83**
NAD İskonto Oranı								**20%**
Hedef Piyasa Değeri (mn USD)								**2.340,67**
Hedef Piyasa Değeri (mn TL)								**116.992,14**
Toplam Pay Adedi (mn)								**2.435,35**
Hedef Pay Fiyatı (TL)								**48,04**
Cari Pay Fiyatı (TL)								**28,64**
Getiri Potansiyeli								**67,7%**

Kaynak: KAP, Anadolu Grubu Holding, Finnet, Şeker Yatırım Araştırma

Tablo 2: Özet Gelir Tablosu (TMS-29 Etkisi Dahil)

Milyon TL	9A25	9A26	Değişim %	3Ç25	3Ç26	Değişim %
Satış Gelirleri	672.305	695.396	3,4%	241.278	246.795	2,3%
Brüt Kâr	191.992	195.287	1,7%	74.095	70.215	-5,2%
Brüt Kâr Marjı	*28,6%*	*28,1%*	*-0,5 yp*	*30,7%*	*28,5%*	*-2,3 yp*
Operasyonel Kâr	40.167	34.757	-13,5%	23.098	16.430	-28,9%
Operasyonel Kâr Marjı	*6,0%*	*5,0%*	*-1,0 yp*	*9,6%*	*6,7%*	*-2,9 yp*
FAVÖK	69.022	68.325	-1,0%	33.025	28.176	-14,7%
FAVÖK Marjı	*10,3%*	*9,8%*	*-0,4 yp*	*13,7%*	*11,4%*	*-2,3 yp*
Net Kâr (Ana Ort.)	5.923	5.777	-2,5%	4.469	2.400	-46,3%
Net Kâr Marjı	*0,9%*	*0,8%*	*-0,1 yp*	1,9%	1,0%	*-0,9 yp*

Kaynak: Finnet, Şeker Yatırım Araştırma

Tablo 3: Temel Finansal Tablolar (TMS-29 Etkisi Dahil)

BİLANÇO (TL Mn)	2025/12	2026/09	Değişim %
Maddi Duran Varlıklar	185.691	186.479	0,4%
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	218.878	219.441	0,3%
Diğer Uzun Vadeli Kıymetler	170.145	164.441	-3,4%
Ticari Alacaklar	46.892	59.020	25,9%
Hazır Değerler	95.109	95.066	0,0%
Diğer Kısa Vadeli Varlıklar	132.636	127.283	-4,0%
Toplam Aktifler	**849.350**	**851.729**	**0,3%**
Uzun Vadeli Borçlar	111.135	110.779	-0,3%
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	49.931	49.622	-0,6%
Kısa Vadeli Borçlar	50.904	52.620	3,4%
Ticari Yükümlülükler	161.343	162.030	0,4%
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	80.553	74.333	-7,7%
Toplam Yükümlülükler	453.865	449.384	-1,0%
Toplam Özsermaye	395.485	402.345	1,7%
Toplam Pasifler	**849.350**	**851.729**	**0,3%**

GELİR TABLOSU (TL Mn)	2025/12	2026/09	Değişim %
Net Satışlar	707.202	695.396	-1,7%
SMM	509.577	500.109	-1,9%
Brüt Kâr	197.626	195.287	-1,2%
Faaliyet Giderleri	160.112	160.530	0,3%
Net Esas Faaliyet Kârı/(Zararı)	37.513	34.757	-7,3%
Net Diğer Gelir/(Gider)	-19.740	-16.870	A.D.
Yatırım Faaliyetlerinden Net Gelir/Gider	4.101	-57	A.D.
Finansman Gelir/(Gider)	-29.130	-26.158	A.D.
Net Parasal Pozisyon Kazanç/Kayıp	41.474	44.423	7,1%
Vergi Öncesi Kâr	**30.739**	**35.974**	**17,0%**
Vergi	-11.004	-10.599	A.D.
Net Kâr/(Zarar)	**19.622**	**25.340**	**29,1%**
Azınlık Payları	17.116	19.562	14,3%
Ana Ortaklık Payları	**2.506**	**5.777**	**130,5%**

Kaynak: *Finnet, Şeker Yatırım Araştırma*

UYARI NOTU:

Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti, yetkili kuruluşlar tarafından kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler ise genel niteliktedir. Bu tavsiyeler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanılarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

Bu rapordaki veri, grafik ve tablolar güvenirliliğine inandığımız sağlam kaynaklardan derlenmiş olup, burada yer alan yorum ve tavsiyeler, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Bu bilgiler ışığında yapılan ve yapılacak olan ileriye dönük yatırımların sonuçlarından ŞEKER YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş. hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. Ayrıca, Şeker Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin yazılı izni olmadıkça bu raporların içeriği kısmen ya da tamamen üçüncü kişilerce hiçbir şekil ve ortamda yayınlanamaz, iktisap edilemez, alıntı yapılamaz, kullanılamaz.

Şeker Yatırım Menkul Değerler A.Ş.- Büyükdere Cad. No:171 Metrocity A Blok Kat 4-5 34330 Şişli / İSTANBUL
Tel: 0212 334 33 33, Pbx Fax: 0212 334 33 34, arastirma@sekeryatirim.com