

## Düşük bira satış hacimleri sonuçları olumsuz etkiledi

AL (önceki AL)

Kapanış Fiyatı (TL)	19,34	Hedef Fiyat – 12ay (TL/pay)	25,00				
Piyasa Değeri (TL / US\$ mn)	114.513 / 2.537	Nominal / Görece Getiri – 12ay (%)	23 / -24				
Halka Açıklık Oranı	32	Ort. İşlem Hacmi – 3ay (TLmn)	981,0				
TMS/TFRS - TL milyon	1Ç26	1Ç25	Yıllık Δ	4Ç25	Çeyreklik Δ	YKYt	Piyasa Beklentisi
Net Satışlar	62.425	58.033	%7,6	51.730	%20,7	62.377	62.427
VAFÖK	8.065	4.682	%72,3	6.662	%21,1	8.483	8.443
Net Kar	2.010	2.258	-%11,0	-3.452	a.d.	2.457	2.454
VAFÖK Marjı	%12,9	%8,1	4,8pp	%12,9	0pp	%13,6	%13,5

Kaynak: YKY Araştırma, Şirket, KAP

## 1Ç26 Sonuçları

Anadolu Efes, 1Ç26'da 2,0 milyar TL konsolide net kar elde etti; bu rakam hem bizim tahminimizin hem de 2,4 milyar TL'lik konsensus beklentisinin altında kaldı. Bu düşüşün nedeni, 327 milyon TL net zarar kaydeden bira operasyonları oldu (1Ç25'te 1,2 milyar TL net kar elde edilmişti), bu da CCI'nin net karındaki güçlü yıllık iyileşmeyi baskıladı. Konsolide gelirler yıllık %8 arttı ve beklentilerle genel olarak paralel seyretti. Konsolide VAFÖK, yıllık %72 artarak 8,1 milyar TL'ye ulaştı; bu rakam, 8,5 milyar TL'lik tahminimizin ve 8,4 milyar TL'lik konsensus beklentisinin bir nebze altında kaldı ve her iki rakam da tamamen CCI'nin performansından kaynaklandı.

Aşağıdaki tüm rakamlar yalnızca bira faaliyetleriyle ilgilidir. Alkolsüz içecek sonuçları için lütfen ayrıca CCI raporumuza bakın.

## Temel notlar ve Öne Çıkanlar

- Bira operasyonları zayıf kaldı.** Bira gelirleri yıllık %8 azalarak 9,4 milyar TL'ye geriledi (Türkiye: yıllık %19 azalarak 4,3 milyar TL; Uluslararası: yıllık %2,5 artarak 5,0 milyar TL). VAFÖK yıllık %20 düşüşle -761 milyon TL'ye gerileyerek bira grubu için 327 milyon TL net zarara yol açtı.
- Hacim zayıflığı Türkiye'de yoğunlaşmış durumda.** Toplam bira hacmi yıllık %10 azalarak 2,1 milyon hektolitreye düştü. Bu düşüşün temel nedeni, yerel bira pazarının çift haneli oranlarda daralmasıyla hacimlerin yıllık %20 azaldığı Türkiye oldu. Başlıca etkenler şunlardır: i) olumsuz hava koşulları, 1Ç26'da yağışlı gün sayısı yıllık ~iki katına çıktı, ii) Ramazan ayında talebin azalması ve iii) tüketici davranışının tasarrufa yönelmesiyle satın alma gücü üzerindeki baskının devam etmesi. Uluslararası hacimler, büyük ölçüde Gürcistan'ın ihracat operasyonlarındaki yeniden yapılanma nedeniyle yıllık %2 azaldı; bu etki hariç tutulduğunda, uluslararası hacimler yıllık %3 arttı. Pazarlara göre: **Gürcistan**, esas olarak yeniden yapılanma etkisi nedeniyle orta onlu rakamlarda hacim düşüşü kaydetti (etki hariç tutulduğunda düşük yirmili rakamlarda büyüme); **Kazakistan**, fıçı bira işinin genişlemesiyle desteklenen düşük tek haneli büyüme kaydetti; **Moldova**, yüksek bir baz olmasına rağmen düşük-orta tek haneli büyüdü.
- Girdi maliyetleri marjları baskıladı.** Bira brüt kâr marjı yıllık 4,4 puan azalarak %36'ya geriledi. Bu bozulma, önceki yıl düşük ambalaj maliyetleri ve ucuz şişe stoklarından faydalanan Kazakistan'daki olumsuz baz etkisini yansıtırken, bu dönemde malt ve cam şişe maliyetleri daha yüksek gerçekleşti. Ayrıca, zorlu talep ortamı nedeniyle fiyat esnekliğinin kısıtlı kaldığını ve bunun da marjlar üzerinde ek baskı oluşturduğunu gözlemliyoruz.
- Serbest nakit akışı yıllık bazda güçlendi.** Bira grubu serbest nakit akışı, 1Ç25'teki -9,4 milyar TL'den -6,9 milyar TL'ye geriledi. Bu iyileşme, yatırım harcamalarının aşamalı olarak yapılması, daha düşük faiz ödemeleri ve özellikle stok günlerinin azalmasıyla birlikte daha iyi işletme sermayesi yönetimi sayesinde gerçekleşti. Net borç/VAFÖK 4,6x oldu.

- **2026 hedefleri korundu.** i) Düşük tek haneli NSG/hl büyümesi (YKYt: %1), ii) düşük tek haneli bira hacmi büyümesi, Türkiye: düşük tek haneli (YKYt: +%3), Uluslararası: yatay (YKYt: %0), iii) yatay VAFÖK marjı, ~%13,4 anlamına geliyor (YKYt: %13), iv) konsolide bazda yüksek tek haneli yatırımcı harcaması/satış oranı (YKYt: %7). 1Ç26'da Türkiye'deki hacimde yıllık %20'lik bir düşüşün ardından, +%3'lük Türkiye hacim varsayımımızın aşağı yönlü risk taşıdığını düşünüyoruz ve bugünkü yönetim toplantısının ardından modelimizi yeniden değerlendireceğiz.

## Özet Görüşümüz

Sonuçları olumsuz olarak değerlendiriyoruz. Bira grubunun sonuçları beklentilerin altında kaldı ve Türkiye'deki hacim düşüşü, hava koşulları ve Ramazan etkileriyle beraber yıllık %20 oldu ve bu da yapısal olarak zorlu bir talep ortamına işaret ediyor. **Tüketim sektörü** görünümü raporumuzda da vurgulandığı gibi, AEFES, tüketicilerin temel ihtiyaç maddelerine öncelik verdiği bir dönemde isteğe bağlı harcamalara olan bağımlılığı nedeniyle, çoğu tüketici şirketine kıyasla 2026'da daha zorlu bir dönemle karşı karşıya. Bugünkü yönetim toplantısının ardından model varsayımlarımızı gözden geçireceğiz. Şimdilik, AL tavsiyemizi ve 12 aylık hedef fiyatımız olan 25 TL/hisse'yi koruyoruz. Hisse, 2026 tahminlerimize göre 4,2x FD/VAFÖK çarpanından işlem görüyor.

### AEFES - Çeyreklik Finansal Sonuçlar

Gelir Tablosu (çeyreklik)					
TLmn	1Ç25	2Ç25	3Ç25	4Ç25	1Ç26
<b>Gelirler</b>	<b>58.033</b>	<b>79.493</b>	<b>79.074</b>	<b>51.730</b>	<b>62.425</b>
Brüt Kar	18.417	30.441	31.948	20.350	22.373
Faaliyet Giderleri	-17.422	-19.402	-18.106	-17.184	-18.091
Net Faaliyet Karı	994	11.039	13.842	3.166	4.282
<b>VAFÖK (diğ. gel (gid) hariç)</b>	<b>4.682</b>	<b>14.693</b>	<b>17.478</b>	<b>6.662</b>	<b>8.065</b>
<b>VAFÖK (diğ. gel (gid) dahil)</b>	<b>4.837</b>	<b>14.631</b>	<b>17.384</b>	<b>5.934</b>	<b>8.076</b>
Net Finansman Gelir (Gider)****	760	-1.939	-870	-2.097	2.688
Vergi Öncesi Kar Zarar	5.891	9.093	12.830	361	7.007
Vergi	-1.035	-942	-2.748	-4.372	-2.482
Azınlık Hissedarları	2.598	3.133	4.050	-560	2.515
<b>Net Kar</b>	<b>2.258</b>	<b>5.018</b>	<b>6.032</b>	<b>-3.452</b>	<b>2.010</b>

Gelir Tablosu (Son 4Ç Toplam)					
TLmn	2025/03	2025/06	2025/09	2025/12	2026/03
<b>Gelirler</b>	<b>312.532</b>	<b>291.147</b>	<b>275.022</b>	<b>268.330</b>	<b>272.721</b>
Brüt Kar	121.304	110.430	103.064	101.155	105.111
Faaliyet Giderleri	-87.088	-81.268	-75.869	-72.114	-72.782
Net Faaliyet Karı	34.217	29.162	27.194	29.042	32.329
<b>VAFÖK (diğ. gel (gid) hariç)</b>	<b>50.037</b>	<b>44.471</b>	<b>42.357</b>	<b>43.516</b>	<b>46.899</b>
<b>VAFÖK (diğ. gel (gid) dahil)</b>	<b>49.586</b>	<b>43.237</b>	<b>41.571</b>	<b>42.787</b>	<b>46.026</b>
Net Finansman Gelir (Gider)	1.801	4.998	1.353	-1.421	-2.218
Vergi Öncesi Kar Zarar	39.454	33.834	28.940	28.173	29.290
Vergi	-10.273	-7.916	-7.428	-9.096	-10.543
Azınlık Hissedarları	13.107	12.019	10.154	9.221	9.138
<b>Net Kar</b>	<b>15.475</b>	<b>13.899</b>	<b>11.359</b>	<b>9.856</b>	<b>9.608</b>

Bilanço					
TLmn	2025/03	2025/06	2025/09	2025/12	2026/03
<b>Dönen Varlıklar</b>	<b>130.748</b>	<b>149.370</b>	<b>139.127</b>	<b>120.079</b>	<b>118.821</b>
Nakit ve Nakit Benzerleri	36.207	46.686	48.711	40.907	32.113
Ticari Alacaklar	40.982	51.407	42.580	29.637	40.630
Stoklar	31.401	31.168	27.902	31.909	30.664
<b>Duran Varlıklar</b>	<b>337.484</b>	<b>338.188</b>	<b>334.485</b>	<b>335.022</b>	<b>326.821</b>
Finansal Varlıklar	63.041	62.577	60.797	60.141	56.632
Maddi Duran Varlıklar	98.495	100.905	100.652	101.636	97.908
Kullanım Hakkı Varlıkları	4.972	4.299	4.905	5.482	5.530
Serefiye	10.894	10.822	10.672	10.716	10.309
<b>Toplam Varlıklar</b>	<b>468.232</b>	<b>487.557</b>	<b>473.612</b>	<b>455.102</b>	<b>445.642</b>
<b>KV Yükümlülükler</b>	<b>132.112</b>	<b>147.028</b>	<b>132.598</b>	<b>116.352</b>	<b>115.686</b>
KV Finansal Borçlar	56.175	56.969	48.859	38.104	35.123
KV Kiralama Borçları	1.279	1.153	1.355	1.470	1.107
Ticari Borçlar	46.382	54.948	50.563	45.852	49.014
<b>UV Yükümlülükler</b>	<b>98.051</b>	<b>101.135</b>	<b>96.820</b>	<b>97.757</b>	<b>94.108</b>
UV Finansal Borçlar	63.506	65.248	60.893	59.991	57.474
UV Kiralama Borçları	2.414	1.876	2.406	2.758	2.900
<b>Azınlık Hissedarları</b>	<b>122.182</b>	<b>123.572</b>	<b>127.883</b>	<b>121.476</b>	<b>116.525</b>
<b>Toplam Özkaynaklar</b>	<b>115.887</b>	<b>115.823</b>	<b>116.310</b>	<b>119.516</b>	<b>119.322</b>
<b>Toplam Yükümlülükler</b>	<b>468.232</b>	<b>487.557</b>	<b>473.612</b>	<b>455.102</b>	<b>445.642</b>

Nakit Akım Tablosu (çeyreklik)					
TLmn	1Ç25	2Ç25	3Ç25	4Ç25	1Ç26
Faaliyetlerden Nakit	-11.588	20.504	20.613	8.054	-185
Yatırım Faaliyetlerinden Nakit	-39.900	-4.692	-4.287	-2.947	-3.349
Finansal Faaliyetlerden Nakit	9.749	-5.346	-13.064	-12.828	-5.228
Toplam Nakit Girişi	-41.739	10.466	3.261	-7.722	-8.761
Serbest Nakit Akımı (SNA)	-51.488	15.812	16.326	5.107	-3.534
Gelirlere Oranı	-89%	20%	21%	10%	-6%

Nakit Akım Tablosu (Son 4Ç Toplam)					
TLmn	2025/03	2025/06	2025/09	2025/12	2026/03
Faaliyetlerden Nakit	40.676	36.335	37.316	37.583	48.986
Yatırım Faaliyetlerinden Nakit	-60.843	-58.363	-56.339	-51.827	-15.275
Finansal Faaliyetlerden Nakit	-10.254	-10.541	-9.412	-21.490	-36.466
Toplam Nakit Girişi	-30.421	-32.568	-28.435	-35.734	-2.756
Serbest Nakit Akımı (SNA)	-20.166	-22.027	-19.023	-14.244	33.711
Gelirlere Oranı	-6%	-8%	-7%	-5%	12%

Çeyreklik Büyüme & Marjlar					
Önceki Yılın Aynı Çeyreğine Göre Büyüme (%)	1Ç25	2Ç25	3Ç25	4Ç25	1Ç26
<b>Gelirler</b>	-26	-21	-17	-11	8
VAFÖK (diğ. gel (gid) hariç)	-52	-27	-11	21	72
VAFÖK (diğ. gel (gid) dahil)	-48	-30	-9	26	67
Net Kar	-60	-24	-30	77	-11
<b>Çeyreklik Marjlar (%)</b>	<b>1Ç25</b>	<b>2Ç25</b>	<b>3Ç25</b>	<b>4Ç25</b>	<b>1Ç26</b>
Brüt Kar Marjı	31,7	38,3	40,4	39,3	35,8
VAFÖK (diğ. gel (gid) hariç)	8,1	18,5	22,1	12,9	12,9
VAFÖK (diğ. gel (gid) dahil)	8,3	18,4	22,0	11,5	12,9
Net Faaliyet Karı	1,7	13,9	17,5	6,1	6,9
Vergi Öncesi Kar Marjı	10,2	11,4	16,2	0,7	11,2
Net Kar Marjı	3,9	6,3	7,6	-6,7	3,2

Yıllıklandırılmış Büyüme & Marjlar					
Son 4Ç Büyüme (%)	2025/03	2025/06	2025/09	2025/12	2026/03
<b>Gelirler</b>	-7,1	-12,0	-17,5	-19,5	-12,7
VAFÖK (diğ. gel (gid) hariç)	-10,0	-17,8	-20,1	-20,9	-6,3
VAFÖK (diğ. gel (gid) dahil)	-11,0	-21,9	-23,3	-20,8	-7,2
Net Kar	-66,5	-67,6	-62,4	-47,8	-37,9
<b>Son 4Ç Marjlar (%)</b>	<b>2025/03</b>	<b>2025/06</b>	<b>2025/09</b>	<b>2025/12</b>	<b>2026/03</b>
Brüt Kar Marjı	38,8	37,9	37,5	37,7	38,5
VAFÖK (diğ. gel (gid) hariç)	16,0	15,3	15,4	16,2	17,2
VAFÖK (diğ. gel (gid) dahil)	15,9	14,9	15,1	15,9	16,9
Net Faaliyet Karı	10,9	10,0	9,9	10,8	11,9
Vergi Öncesi Kar Marjı	12,6	11,6	10,5	10,5	10,7
Net Kar Marjı	5,0	4,8	4,1	3,7	3,5

Nakit Döngü & NİS					
	2025/03	2025/06	2025/09	2025/12	2026/03
Net Nakit Döngüsü (Gün)	19	16	8	10	14
Ticari Alacak Tahsilat	48	64	57	40	54
Stok Döngü	60	63	59	70	67
Ticari Borç Ödeme	89	111	107	100	107
Net İşletme Sermayesi (Ana) (**)	26.001	27.627	19.919	15.694	22.279
Gelirlere Oranı	8%	9%	7%	6%	8%

Borçluluk					
	2025/03	2025/06	2025/09	2025/12	2026/03
Net Borç (Nakit)	86.538	77.923	62.482	60.945	64.124
Net Borç / Özkaynaklar (x)	0,7x	0,6x	0,5x	0,5x	0,5x
Net Borç / VAFÖK (x)	1,7x	1,7x	1,4x	1,4x	1,3x
Esas Faal.Kar / Net Fin.Gel. (Gid.) (x)	1,8x	2x	1,5x	1,5x	1,5x
Borç / (Borç + Özkaynak)	52%	52%	49%	46%	45%
<b>Getiri Metrikleri</b>	<b>2025/03</b>	<b>2025/06</b>	<b>2025/09</b>	<b>2025/12</b>	<b>2026/03</b>
<b>Özkaynak Karlılığı</b>	13%	12%	10%	8%	8%
Net Kar Marjı	5%	5%	4%	4%	4%
Varlık Devir Hızı (x)	66,7	59,7	58,1	59,0	61,2
Finansal Kaldıraç Oranı (x)	404,0	421,0	407,2	380,8	373,5
<b>ROIC (**)</b>	12%	10%	10%	11%	12%

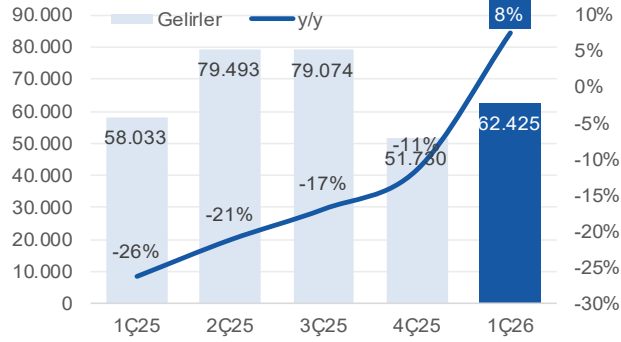
YKY Tahminler (Sonuçlar Öncesi)					
	Son 4Ç	2026T	reel Δ	2027T	reel Δ
Gelirler	272.721	316.861	0%	384.070	-1%
VAFÖK (diğ. gel (gid) hariç)	46.899	56.240	3%	70.187	2%
Serbest Nakit Akımı (SNA)	33.711	736	-98%	27.591	2970%
Net Kar	9.608	16.323	46%	19.634	-2%
Toplam Özkaynaklar	119.322	130.797	-6%	156.902	-2%

Piyasa Çarpanları (x) (***)			
	Son 4Ç	2026T	2027T
FD / Gelirler	0,87	0,8	0,6
FD / VAFÖK	5,09	4,2	3,4
FD / SNA	7,08	324,1	8,6
F/K	11,92	7,0	5,8
F/DD	0,96	0,29	0,7

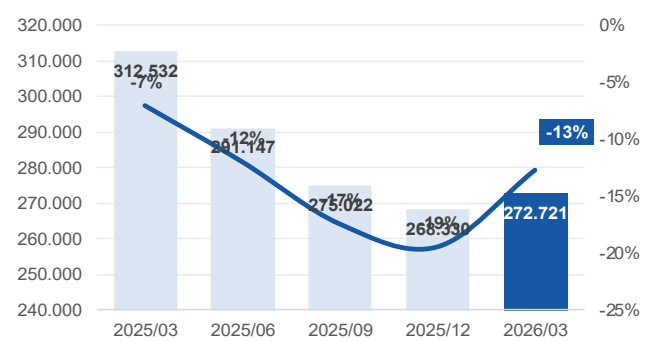
Kaynak: KAP, KYK Araştırma (\*\*) Sadece Ticari Alacaklar, Stoklar ve Ticari Borçlar (\*\*\*) Net Faaliyet Karı (Diğ. Dahil) / Net Operasyonel Varlıklar (\*\*\*\*) FD ilgili yılın değerleri dikkate alınarak hesaplanmıştır (\*\*\*\*\*) Net finansman gelir/çiqder kalemi parasal kazanç/kayıp içermektedir.

**AEFES - Çeyrekssel ve Son 12 Aylık Finansallar**

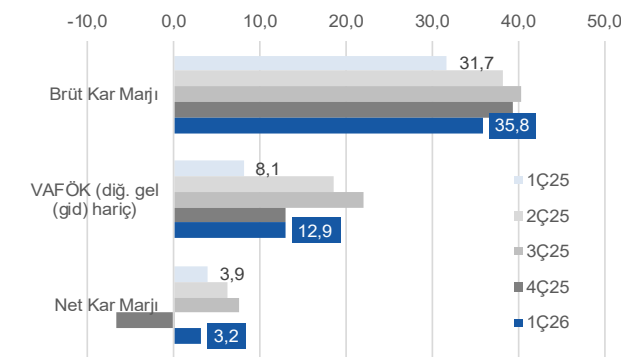
**Önceki Yılın Aynı Çeyreğine Göre Büyüme (%)**



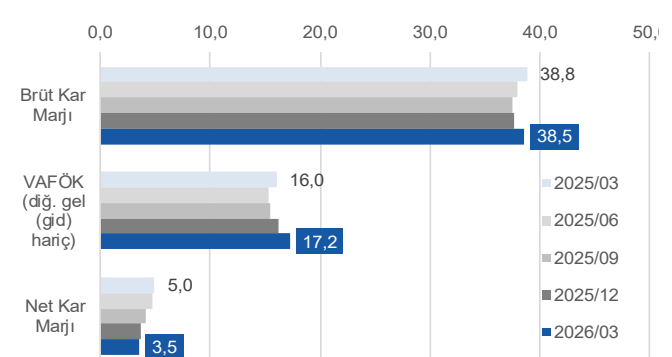
**Son 4Ç Büyüme (%)**



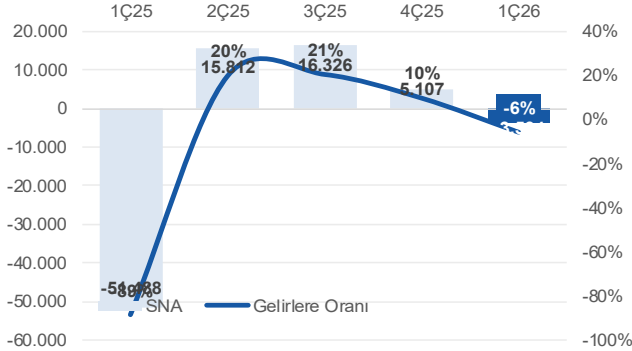
**Çeyrekssel Marjlar (%)**



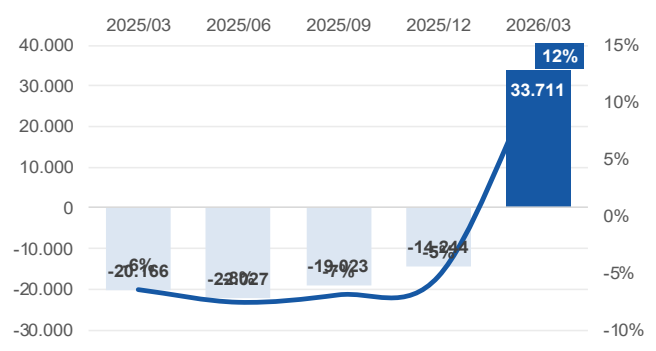
**Son 4Ç Marjlar (%)**



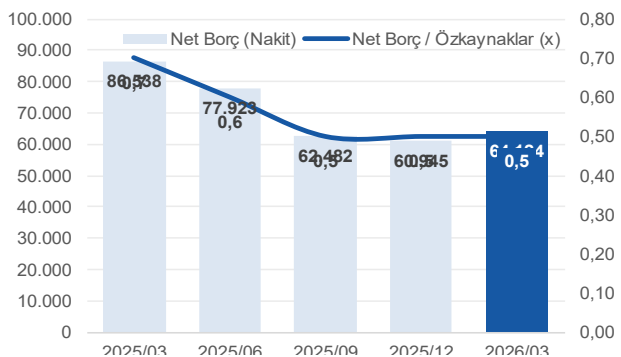
**Çeyresel SNA (TLmn) & SNA Marjı**



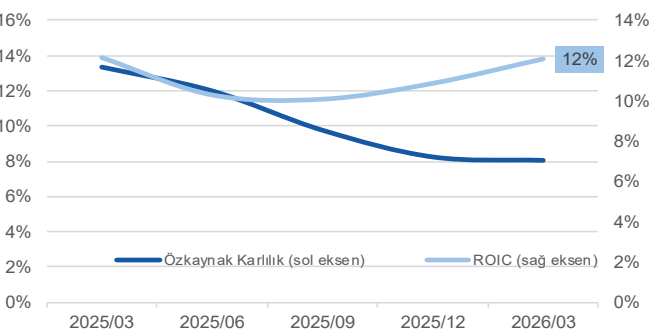
**Son 4Ç SNA (TLmn) & SNA Marjı**



**Borçluluk**



**Getiri Metrikleri**



## ÇEKİNCE:

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. Söz konusu rapor belli bir kişiye veya mali durumları, risk ve getiri tercihleri benzer nitelikteki bir gruba yönelik olarak hazırlanmamıştır. Belirli bir getirinin sağlanacağına dair herhangi bir vaat veya taahhütte bulunulmamaktadır. Tüm yorum ve tavsiyeler öngörü, tahmin ve fiyat hedeflerinden oluşmaktadır. Zaman içinde piyasa koşullarında meydana gelen değişiklikler nedeniyle söz konusu yorum ve tavsiyelerde değişikliğe gidilebilir. Size uygun olan yatırım araçlarının ve işlemlerin kapsam ve içeriği uygunluk testi neticesinde belirlenir. Uygunluk testi, yatırım kuruluşu tarafından pazarlanan ya da müşteri tarafından talep edilen ürün ya da hizmetin müşteriye uygun olup olmadığının değerlendirilmesi amacıyla, müşterilerin söz konusu ürün veya hizmetin taşıdığı riskleri anlayabilecek bilgi ve tecrübeye sahip olup olmadıklarının tespit edilmesidir. Bu raporda yer alan her türlü bilgi, yorum ve tavsiye uygunluk testi ile tespit edilecek risk grubunuz ve getiri beklentiniz ile uyumlu olmayabilir. Bu nedenle, uygunluk testi neticesinde risk grubunuz tespit edilmeden sadece burada yer alan bilgilere dayanılarak yatırım kararı verilmesi amaç, bilgi ve tecrübenize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Burada yer alan bilgi ve veriler, araştırma grubumuz tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan derlenmiş olup, doğrulukları ayrıca araştırılmamıştır. Bu nedenle, bu bilgilerin tam veya doğru olmaması nedeniyle doğabilecek zararlardan Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ve çalışanları sorumlu değildir. Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından farklı bölümlerde istihdam edilen kişilerin veya Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin ortaklarının ve iştiraklerinin bu raporda yer alan tavsiyelerle veya görüşlerle hemfikir olmaması mümkündür. Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ile piyasanın işleyişinden kaynaklanan makul nedenlerden dolayı, Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ortakları, çalışanları, yöneticileri ve bunlarla doğrudan ve dolaylı olarak ilişkileri bulunan istihdam ilişkisi doğuracak bir sözleşme çerçevesinde veya herhangi bir sözleşme olmaksızın çalışan ve tavsiyenin hazırlanmasına katılan tüm gerçek veya tüzel kişiler ile müşterileri arasında önlemeyen çıkar çatışması ve objektifliği etkilemesi muhtemel nitelikte ilişkiler doğabilir. Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş., ortakları veya iştirakleri, Sermaye Piyasası Kurulu tarafından yetkilendirildikleri yatırım hizmetleri ve faaliyetleri ile yan hizmetlerini, bu raporda bahsi geçen şirketlere, muhtelif zamanlarda, sunmayı teklif edebilir veya sunabilir. Muhtelif zamanlarda, Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin, ortaklarını, iştiraklerinin ve işbu kapsamdaki yöneticilerinin, yetkililerinin, çalışanlarının veya temsilcilerinin, doğrudan veya dolaylı olarak, raporda bahsi geçen işlemler, menkul kıymetler veya emtialar üzerinde pozisyonları bulunabilir veya farklı nedenlerle ilgi ve ilişkileri bulunabilir. Söz konusu çıkar çatışması durumlarında Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş., internet sitesinde yer alan Çıkar Çatışması Politikası uyarınca hareket eder. Bu rapor, sadece gönderildiği kişilerin kullanımı içindir. Bu raporun tümü veya bir kısmı Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin yazılı izni olmadan çoğaltılamaz, yayınlanamaz veya üçüncü kişilere gösterilemez, ticari amaçla kullanılamaz.