

CCI, bira ve perakende tarafındaki zayıflığı telafi etti

AL (önceki AL)

Kapanış Fiyatı (TL)	31,92	Hedef Fiyat – 12ay (TL/pay)	55,00				
Piyasa Değeri (TL / US\$ mn)	77.736 / 1.630	Nominal / Görece Getiri – 12ay (%)	10 / -16				
Halka Açıklık Oranı	34	Ort. İşlem Hacmi – 3ay (TLmn)	155				
TMS/TFRS- TL milyon	2Ç26	2Ç25	Yıllık Δ	1Ç26	Çeyreklik Δ	YKYt	Piyasa Beklentisi
Net Satışlar	227.050	221.904	%2,3	197.883	%14,7	230.735	236.871
VAFÖK	23.168	23.573	-%1,7	14.863	%55,9	26.330	26.872
Net Kar	1.225	565	%116,6	1.974	-%38,0	2.107	2.107
VAFÖK Marjı	%10,2	%10,6	-0,4pp	%7,5	2,6pp	%11,4	%11,3

Kaynak: YKY Araştırma, Şirket, KAP

2Ç26 Sonuçları

Anadolu Grubu Holding <AGHOL TI> 2Ç26'da, yıllık %117 artışla; ancak hem bizim hem de piyasa beklentisinin %42 altında 1,2 milyar TL net kar açıkladı. Şirketin ana iştiraklerindeki (CCOLA, AEFES, MGROS) net kar tahminlerimizdeki daha minimal sapmalara karşın, %42'lik yıllık bazda, ertelenmiş vergi gelirine kıyasla bu çeyrekteki ertelenmiş vergi gideri kaydedilmesinin etkisiyle, artan vergi giderinden kaynaklandı. VAFÖK yıllık %1,7 düşerek bizim beklentimizin %12; ve piyasa beklentisinin %14 altında 23 milyar TL oldu (marj: %10,2). Şirketin gelirleri yıllık %2,3 artarak bizim beklentimizin %2; piyasa beklentisinin %4 altında, 227 milyar TL'ye ulaştı. Konsolide net borç 97 milyar TL oldu (1Ç26: 99 milyar TL) ve net borç/VAFÖK 1,1x ile yatay kaldı.

- [CCOLA'ya ilişkin 2Ç26 yorumumuz için tıklayın.](#)
- [AEFES'e ilişkin 2Ç26 yorumumuz için tıklayın.](#)
- [MGROS'a ilişkin 2Ç26 yorumumuz için tıklayın.](#)

Temel notlar ve Öne Çıkanlar

- **CCI bira ve perakende segmentindeki zayıflığı kompanse etti.** Bira operasyonları gelirleri (konsolide gelirlerin %9'u), zayıflayan tüketici alım gücüyle beraber yıllık %6 daralırken, perakende gelirleri (konsolide gelirlerin %55'i) de sezonsallığın 3Ç26'ya kayması kaynaklı yalnızca yıllık %2,7 büyüdü. Öte yandan meşrubat gelirleri (konsolide gelirlerin %30'u) yıllık %6 büyüyerek bira tarafındaki zayıflığı kompanse etti. VAFÖK tarafındaysa hem bira (konsolide VAFÖK'ün %13'ü, yıllık 4,8) hem de perakende tarafındaki (konsolide VAFÖK'ün %23'ü, yıllık 1,1 puan) VAFÖK marjlarına rağmen toplam VAFÖK'ün %64'ünü oluşturan meşrubat işinin VAFÖK marjının yıllık 3,5 puan artmasıyla "potansiyel" marj daralması kompanse edildi. Şirketin ana iş kolu olmayan otomotiv ve tarım, enerji ve sanayi segmentlerinin toplam geliri (konsolide gelirin %8'i) yıllık %7 daraldı ve VAFÖK marjı 4,7 puan daraldı.

Özet Görüşümüz

Anadolu Grubu Holding'in 2Ç26 sonuçlarını sınırlı negatif olarak değerlendiriyor; ancak, zaten holdingin ana işkolları sonuçlarını açıkladığından, olumsuz bir piyasa tepkisi görmeyi beklemiyoruz. CCI'nın güçlü performansının diğer segmentlerdeki zayıflığı kompanse etmesi kaynaklı "potansiyel" zayıflığın kompanse edildiğini gözlemliyoruz. Ancak, 2Y26'da CCI'nın 2Y25'in güçlü bazından kaynaklı normalleşmesiyle beraber, bira ve perakende segmentlerinin ön plana çıkmasını bekliyoruz. Perakende segmentinin sezonsal mağazalarının katkısının 3Ç26'ya doğru kaymasıyla konsolide finansallarına destek sağlayabileceğini düşünüyor ancak; perakende tarafında da 2Y26'nın yüksek bazını vurguluyor ve Türkiye hacimlerindeki toparlanmaya rağmen bira operasyonlarının hala zorlu olabileceğini düşünüyoruz. **İştiraklere ilişkin modellerimiz ve varsayımlarımızı güncellediğimizde Holding içinde tahminlerimizi güncelleyeceğiz. Hisse için 12 aylık 55TL/hisse hedef fiyatımız ve AL önerimiz mevcut. Hisse bizim adil değerimize göre %43 NAD iskontosuyla işlem görmektedir.**

AGHOL - Özet Finansal Sonuçlar

Gelir Tablosu (Çeyreksele)							
TLmn	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26
Gelirler	185.080	186.382	221.904	229.505	190.955	197.883	227.050
Brüt Kar	53.250	47.877	63.800	70.184	50.859	53.425	65.048
Faaliyet Giderleri	-48.326	-46.430	-49.079	-48.338	-44.614	-48.579	-52.533
Net Faaliyet Karı	4.923	1.447	14.722	21.846	6.245	4.845	12.515
Diğer Faaliyet Gelir (Gider)	-8.126	-4.791	-6.363	-5.582	-6.509	-5.392	-5.599
Esas Faaliyet Karı	-3.203	-3.344	8.359	16.264	-264	-547	6.916
VAFÖK (diğ. gel (gid) hariç)	14.306	10.524	23.573	31.250	15.037	14.863	23.168
VAFÖK (diğ. gel (gid) dahil)	6.180	5.733	17.210	25.668	8.528	9.471	17.570
Net Finansman Gelir (Gider)	-4.190	-7.966	-9.942	-9.048	-7.362	-7.366	-8.554
Parasal Kazanç (Kayıp)	8.561	16.508	11.597	13.025	7.707	18.160	13.574
Vergi Öncesi Kar Zarar	-651	8.101	8.561	19.691	-89	10.658	11.568
Vergi	-4.122	-2.324	-1.091	-4.925	-4.617	-3.982	-3.715
Azınlık Hissedarları	-673	4.934	6.869	10.533	-2.180	4.668	6.629
Net Kar	-4.066	812	565	4.233	-2.660	1.974	1.225

Gelir Tablosu (Son 12 Ay)							
TLmn	2024/12	2025/03	2025/06	2025/09	2025/12	2026/03	2026/06
Gelirler	860.846	843.105	827.139	826.916	832.791	844.291	849.437
Brüt Kar	252.550	246.754	237.384	235.112	232.721	238.269	239.516
Faaliyet Giderleri	-200.508	-197.727	-194.025	-192.259	-188.546	-190.696	-194.151
Net Faaliyet Karı	52.042	49.026	43.358	42.853	44.175	47.573	45.366
Diğer Faaliyet Gelir (Gider)	-25.224	-25.163	-26.201	-24.863	-23.246	-23.847	-23.082
Esas Faaliyet Karı	26.818	23.863	17.158	17.990	20.929	23.726	22.283
VAFÖK (diğ. gel (gid) hariç)	86.937	84.300	78.961	79.568	80.299	84.638	84.233
VAFÖK (diğ. gel (gid) dahil)	61.713	59.137	52.760	54.705	57.054	60.791	61.150
Net Finansman Gelir (Gider)	-14.645	-28.680	-27.204	-22.014	-25.764	-33.702	-32.314
Parasal Kazanç (Kayıp)	57.176	52.616	50.958	49.693	48.839	50.492	52.469
Vergi Öncesi Kar Zarar	56.807	48.068	40.504	35.637	36.198	38.755	41.762
Vergi	-15.747	-13.797	-12.139	-12.462	-12.958	-14.615	-17.240
Azınlık Hissedarları	33.168	29.475	26.191	21.663	20.156	19.889	19.649
Net Kar	7.985	4.797	2.141	1.545	2.951	4.113	4.772

Bilanço							
TLmn	2024/12	2025/03	2025/06	2025/09	2025/12	2026/03	2026/06
Dönen Varlıklar	308.485	253.497	280.923	266.493	260.147	250.008	279.306
Nakit ve Nakit Benzerleri	130.828	72.892	86.560	96.812	90.916	73.274	80.347
Ticari Alacaklar	40.000	52.525	64.250	56.026	44.418	58.257	68.916
Stoklar	109.702	98.031	99.919	89.316	98.706	93.373	106.850
Diğer Dönen Varlıklar	27.955	30.049	30.195	24.339	26.107	25.103	23.193
Duran Varlıklar	529.552	539.056	541.996	539.597	544.391	539.736	536.934
Finansal Varlıklar & Equity Pick U	13.828	80.379	78.648	75.186	73.345	69.657	68.057
Maddi Duran Varlıklar	184.668	164.701	168.982	170.209	175.893	171.996	173.501
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	190.711	158.186	157.746	156.397	159.093	157.914	157.460
Kullanım Hakkı Varlıkları	56.449	62.030	62.732	64.828	65.658	68.722	68.010
Şerefiye	58.075	48.429	48.351	48.191	48.237	47.801	47.684
Ertelenmiş Vergi Varlığı	15.166	14.953	15.186	15.128	14.303	14.394	13.338
Diğer Duran Varlıklar	10.656	10.379	10.351	9.657	7.862	9.244	8.885
Toplam Varlıklar	838.037	792.553	822.919	806.090	804.538	789.736	816.239
KV Yükümlülükler	302.605	270.101	301.240	280.873	277.352	264.863	294.873
KV Borçlar	73.414	83.628	90.025	83.395	72.926	65.317	72.598
Ticari Borçlar	173.164	140.097	158.112	149.269	152.831	144.303	163.358
Diğer KV Yükümlülükler	56.028	46.376	53.104	48.209	51.595	55.243	58.918
UV Yükümlülükler	157.483	150.521	151.727	147.227	152.568	154.182	153.372
UV Borçlar	105.417	107.472	107.103	102.702	105.271	107.128	105.210
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	46.748	38.206	38.002	38.071	40.475	40.204	40.104
Diğer UV Yükümlülükler	5.317	4.843	6.622	6.454	6.821	6.850	8.058
Azınlık Hissedarları	239.972	236.368	237.363	243.766	240.228	235.359	235.330
Toplam Özkaynaklar	137.977	135.563	132.589	134.223	134.391	135.333	132.664
Toplam Yükümlülükler	838.037	792.553	822.919	806.090	804.538	789.736	816.239

Nakit Akım Tablosu (Çeyreksele)							
TLmn	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26
Faaliyetlerden Nakit	16.149	-17.552	30.687	42.306	18.189	1.947	20.657
Yatırımlardan Nakit	-14.805	-45.468	-9.262	-9.454	-12.290	-6.897	-9.702
Finansal Faaliyetlerden Nakit	1.513	9.537	-6.087	-22.115	-14.904	-7.357	-2.323
Toplam Nakit Girişi	2.856	-53.483	15.338	10.737	-9.005	-12.308	8.631
Toplam SNA Girişi	1.343	-63.021	21.425	32.852	5.899	-4.951	10.954
Gelirlere Oranı	1%	-34%	10%	14%	3%	-3%	5%

Nakit Akım Tablosu (Son 12 Ay)							
TLmn	2024/12	2025/03	2025/06	2025/09	2025/12	2026/03	2026/06
Faaliyetlerden Nakit	87.696	72.490	68.303	71.590	73.631	93.130	83.099
Yatırımlardan Nakit	-50.346	-85.800	-82.813	-78.991	-76.475	-37.904	-38.344
Finansal Faaliyetlerden Nakit	-28.200	-10.893	-9.803	-17.151	-33.568	-50.462	-46.699
Toplam Nakit Girişi	9.150	-24.203	-24.314	-24.552	-36.413	4.763	-1.944
Toplam SNA Girişi	37.350	-13.310	-14.510	-7.400	-2.845	55.225	44.754
Gelirlere Oranı	4%	-2%	-2%	-1%	0%	7%	5%

Çeyreksele Büyüme ve Marjlar							
Çeyreksele Büyüme (y/y) (%)	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26
Gelirler	1	-9	-7	-2	3	6	2
Brüt Kar	33	-11	-13	-3	-4	12	2
VAFÖK (diğ. gel (gid) hariç)	305	-20	-18	2	5	41	-2
VAFÖK (diğ. gel (gid) dahil)	563	-31	-27	9	38	65	2
Vergi Öncesi Kar Zarar	n.m.	-52	-47	-20	n.m.	32	35
Net Kar	n.m.	-80	-82	-12	n.m.	143	117
Çeyreksele Marjlar (%)	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26
Brüt Kar	28,8	25,7	28,8	30,6	26,6	27,0	28,6
VAFÖK (diğ. gel (gid) hariç)	7,7	5,6	10,6	13,6	7,9	7,5	10,2
VAFÖK (diğ. gel (gid) dahil)	3,3	3,1	7,8	11,2	4,5	4,8	7,7
Net Finansman Gelir (Gider)	-2,3	-4,3	-4,5	-3,9	-3,9	-3,7	-3,8
Parasal Kazanç (Kayıp)	4,6	8,9	5,2	5,7	4,0	9,2	6,0
Vergi Öncesi Kar Zarar	-0,4	4,3	3,9	8,6	0,0	5,4	5,1
Net Kar	-2,2	0,4	0,3	1,8	-1,4	1,0	0,5

Son 12 Ay Büyüme ve Marjlar							
Son 12 Büyüme (y/y) (%)	2024/12	2025/03	2025/06	2025/09	2025/12	2026/03	2026/06
Gelirler	3	-1	-3	-4	-3	0	3
Brüt Kar	14	9	4	-2	-8	-3	1
VAFÖK (diğ. gel (gid) hariç)	14	13	10	4	-8	0	7
VAFÖK (diğ. gel (gid) dahil)	-8	-6	-7	-3	-8	3	16
Vergi Öncesi Kar Zarar	-57	-62	-63	-49	-36	-19	3
Net Kar	-82	-88	-94	-93	-63	-14	123
Son 12 Ay Marjlar (%)	2024/12	2025/03	2025/06	2025/09	2025/12	2026/03	2026/06
Brüt Kar	29,3	29,3	28,7	28,4	27,9	28,2	28,2
VAFÖK (diğ. gel (gid) hariç)	10,1	10,0	9,5	9,6	9,6	10,0	9,9
VAFÖK (diğ. gel (gid) dahil)	7,2	7,0	6,4	6,6	6,9	7,2	7,2
Net Finansman Gelir (Gider)	-1,7	-3,4	-3,3	-2,7	-3,1	-4,0	-3,8
Parasal Kazanç (Kayıp)	6,6	6,2	6,2	6,0	5,9	6,0	6,2
Vergi Öncesi Kar Zarar	6,6	5,7	4,9	4,3	4,3	4,6	4,9
Net Kar	0,9	0,6	0,3	0,2	0,4	0,5	0,6

Nakit Döngü & NİS							
	2024/12	2025/03	2025/06	2025/09	2025/12	2026/03	2026/06
Net Nakit Döngüsü (Gün)	-16	-3	-8	-12	-17	-5	-4
Ticari Alacak Tahsilat (Gün)	17	23	28	25	18	25	30
Stok Döngü (Gün)	68	60	62	55	63	56	64
Ticari Borç Ödeme (Gün)	101	86	98	92	99	87	98
Net İşletme Sermayesi (Ana) (TLn)	-23.462	10.459	6.057	-3.927	-9.707	7.328	12.408
Gelirlere Oranı	-3%	1%	1%	0%	-1%	1%	1%
Brüt Kara Oranı	-9%	4%	3%	-2%	-4%	3%	5%

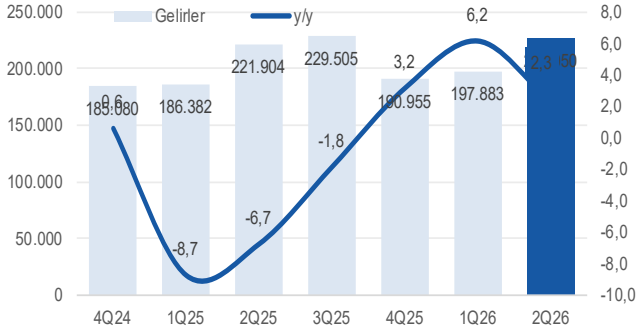
Borçluluk							
	2024/12	2025/03	2025/06	2025/09	2025/12	2026/03	2026/06
Net Borç (Nakit) (TLmn)	48.003	118.208	110.568	89.285	87.281	99.171	97.461
Net Borç / Özkaynaklar (x)	0,3	0,9	0,8	0,7	0,6	0,7	0,7
Net Fin. Borç / VAFÖK (x)	0,8	2,0	2,1	1,6	1,5	1,6	1,6
Esas Faal. Karı / Net Fin. Gel. (Gid.)	-1,8x	-0,8x	-0,6x	-0,8x	-0,8x	-0,7x	-0,6x
Borç / (Borç + Özkaynak)	56%	59%	60%	58%	57%	56%	57%

Getiri (%)							
	2024/12	2025/03	2025/06	2025/09	2025/12	2026/03	2026/06
Özkaynak Karlılığı (%)	6%	3%	2%	1%	2%	3%	4%
Net Kar Marjı (%)	1%	1%	0%	0%	0%	0%	1%
Varlık Devir Hızı	101%	102%	97%	99%	101%	107%	104%
Finansal Kaldıraç Oranı	608%	593%	621%	594%	603%	584%	618%
ROIC (**)	6%	5%	4%	4%	5%	6%	5%
Net Faaliyet Varlıkları (TLmn)	453.944	456.515	442.221	435.760	429.217	429.515	424.427

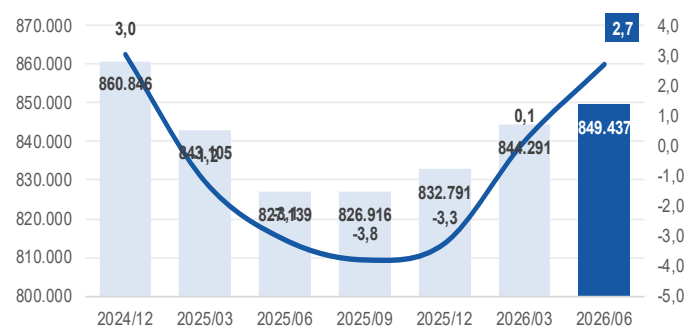
Geriye Dönük Çarpanlar (Sonuçlar Öncesi ve Sonrası)			
	Pre	Post	Chg.
Gelirler	844.291	849.437	1%
VAFÖK (diğ. gel (gid) hariç)	84.638	84.233	0%
VAFÖK (diğ. gel (gid) dahil)	60.791	61.150	1%
Toplam SNA Girişi	55.225	44.754	-19%
Net Kar	4.113	4.772	16%
Toplam Özkaynaklar	135.333	132.664	-2%
Piyasa Çarpanları (x) (***)	Pre	Post	
FD / Gelirler	0,4	0,4	
FD / VAFÖK (Diğer Gel. (Gid.) Ha	3,8	4,1	
FD / VAFÖK (Diğer Gel. (Gid.) Da	5,2	5,6	
FD/Net Faaliyet Varlıkları	0,7	0,8	
FD/SNA	5,8	7,7	
F/K	18,9	16,3	
F/D	0,6	0,6	

AGHOL - Özet Finansal Sonuçlar

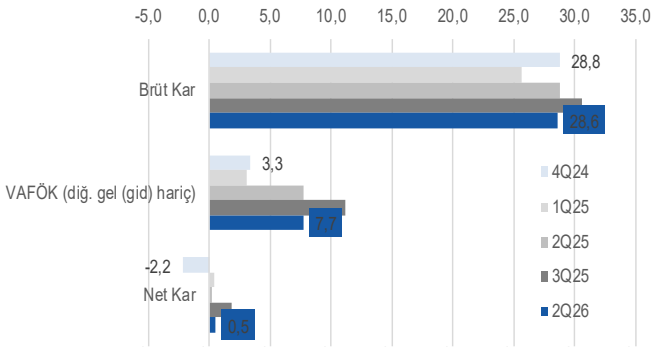
Çeyreksel Büyüme (y/y) (%)



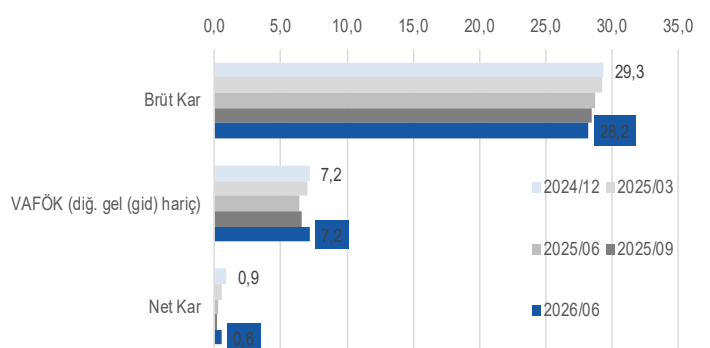
Son 12 Büyüme (y/y) (%)



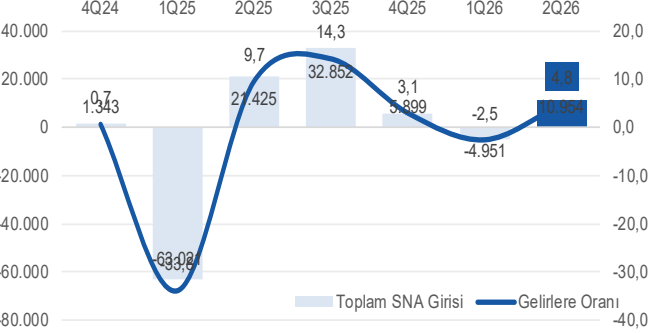
Çeyreksel Marjlar (%)



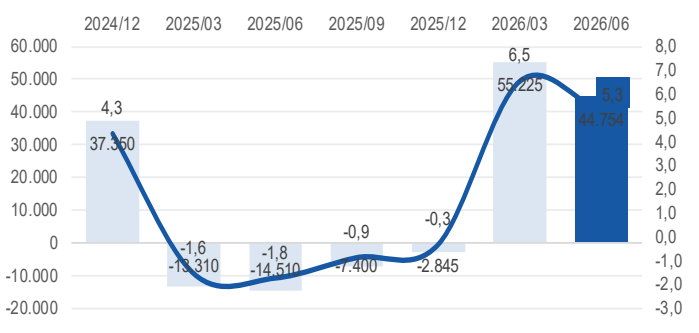
Son 12 Ay Marjlar (%)



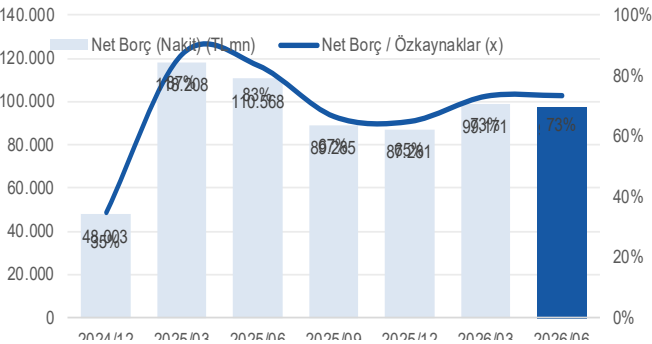
Çeyreksel SNA (TLmn) ve SNA Marjı (%)



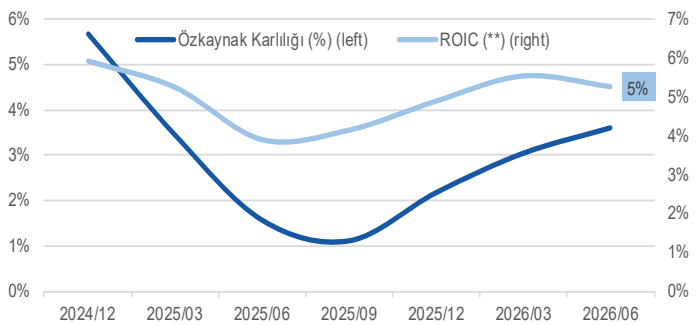
Son 12 Ay SNA (TLmn) ve SNA Marjı (%)



Borçluluk



Getiri (%)



Kaynak: KAP, YKY Araştırma

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 dayanarak 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 dayanarak 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.