

ANADOLU EFES

Zorluklara Karşı Sağlam Finansal Sonuçlar

Anadolu Efes'e yönelik AL tavsiyemizi koruyoruz ve 12 aylık hedef fiyatımız 150,0 TL/hisse olarak güncelliyoruz. Anadolu Efes'in 2Y23'te hem bira hem de meşrubat (CCI) iş kollarında toparlanma, faaliyet kaldıracı ile marj iyileşmesi ve güçlenen bilançosunu beğenmekteyiz. Canlı turizm sezonunun desteklediği yurt içi bira satışlarındaki pozitif seyrin devamı ile yıllık satış hacmindeki olumlu havanın devamını bekliyoruz. Uluslararası operasyonlar için Rusya'da, başarılı pazarlama faaliyetleri ve 2Y22'nin düşük bazıyla birlikte hacim performansının yatay kalmasını öngörmekteyiz (1Y23: -%1). CCI için %1,6 büyüme tahminimiz ile toplamda %2,0 satış hacmi artışını öngörüyoruz. Kur çevrim farkı kazançları ve yapılan fiyat zamlarıyla net satışların %72 artacağını ve VAFÖK marjının, emtia fiyatlarındaki gevşemenin desteğiyle %19,6 seviyesinde olacağını tahmin ediyoruz. Farklı ülkelere dağılmış gelir akışı, sağlam işletme karlılığı ve cazip değerlendirilmesi sayesinde şirketin makroekonomik ve politik zorluklara karşın dirayetli olacağını düşünüyoruz.

- Hacim toparlaması devam ediyor:** Konsolide satış hacmi, Türkiye ve Pakistan'da ilk yarıda zayıf talep nedeniyle meşrubat operasyonlarındaki yıllık %2,8'lik daralmayla %2,0 düştü. Konsolide bira operasyonları, Türkiye'de yeni ve uygun fiyatlı ürünler, turizm aktivitesi ve Rusya'nın beklenenden daha iyi pazar performansı sayesinde dayanıklılığını korudu. Satışlardaki bu trendin, senenin ikinci yarısında CCI için toparlanma beklentimize paralel olarak iyileşme göstermesini beklemekteyiz.
- Marjlarda güçlü görünüm:** Şirket 1Y23'te %19,7 VAFÖK marjı kaydetti ve şirket marj beklentisini (şirket tanımlı) yıllık 100-200 baz puan daralmadan 100 baz puan daralmaya revize etti. VAFÖK'ün i) azalan maliyet baskısı, ii) artan hacimle faaliyet kaldıracı ve iii) meşrubat operasyonlarındaki fiyat ayarlamaları sayesinde güçlü kalmasını bekliyoruz. %19,6 olarak hesapladığımız VAFÖK'ün. (diğer gelir/gider hariç) geçen yılın 140 baz puan daha üzerinde gerçekleşmesini bekliyoruz.
- Ab InBev Efes paylarının satın alınma ilişkisi:** 22 Nisan'da AEFES ve AB InBev, Rusya ve Ukrayna'da ortak girişim olan AB InBev Efes'teki kontrol gücü olmayan hisselerinin AEFES'e satışı konusunda görüşmelere başladı. Şuana kadar taraflar arasında anlaşma sağlanmamıştı. Buna karşın, görüşmeler devam ediyor ve şirket satın alma ilişkisi kararlılığını koruyor.

| | |
|-------------------|----------|
| Öneri | AL |
| Hedef Fiyat | TL150.00 |
| Potansiyel Getiri | 38% |

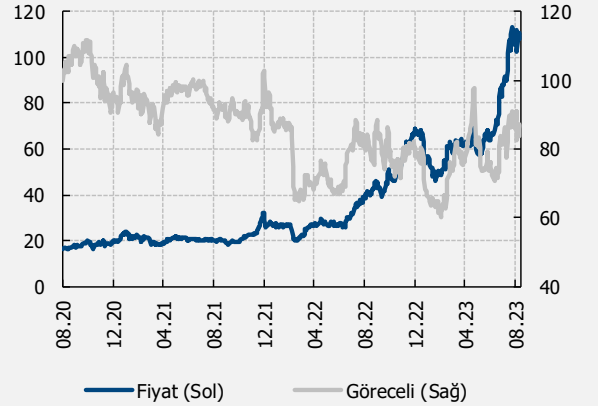
Fiyat Bilgileri

| | |
|------------------------------------|---------------------|
| Kodu | AEFES.TI / AEFES.IS |
| İşlem Gördüğü Pazar (*) | Yıldız Pazar |
| Kapanış Fiyatı | TL108.50 |
| Piyasa Değeri (TL/US\$ mn) | 64,243 / 2,408 |
| Hisse Sayısı (mn) | 592.105263 |
| Saklama Oranı | 32% |
| 3 ay ort. işlem hacmi (TL/US\$ mn) | 338.97 / 13.21 |

Fiyat Aralığı (Yüksek / Düşük) (TL)

| | |
|------------------------|----------------|
| 1 Aylık | 113.30 / 94.35 |
| 1 Yıllık | 113.30 / 39.34 |
| Sene başından itibaren | 113.30 / 45.84 |

| Performans (TL) | Nominal | Göreceli |
|------------------------|---------|----------|
| 1 Aylık | 15% | 2% |
| 3 Aylık | 85% | 14% |
| 1 Yıllık | 174% | 4% |
| Sene başından itibaren | 63% | 9% |



01 Eylül 2023 tarihi ile güncellenmiştir.

Göreceli performanslar BIST-100 Getiri Endeksine göre hesaplanmıştır

(*) Pazar işlem kuralları için: www.borsaisstanbul.com/tr/sayfa/506/pazarlar

Kutluhan Murat Bulut
murat.bulut@ykyatirim.com.tr
+90 212 319 83 66

| Finansal Özet (TLm) | 2020 | 2021 | 2022 | 2023T | 2024 T |
|--------------------------------------|---------------|---------------|----------------|----------------|----------------|
| Gelir Tablosu | | | | | |
| Net satışlar | 26.743 | 39.284 | 90.504 | 155.663 | 235.607 |
| Brüt Kar | 9.943 | 14.142 | 32.992 | 60.942 | 87.924 |
| Faaliyet giderleri | -7.267 | -10.094 | -20.686 | -37.478 | -51.810 |
| VAFÖK (**) | 4.749 | 6.447 | 16.411 | 30.471 | 45.791 |
| Amortisman | 2.073 | 2.399 | 4.105 | 7.007 | 9.677 |
| Faaliyet gelirleri | 2.676 | 4.048 | 12.306 | 23.464 | 36.114 |
| Finansal gelir/gider | -717 | -508 | -2.835 | -4.500 | -5.541 |
| Diğer gelir/gider | 357 | 805 | 13 | 700 | 1060 |
| İştirak Karı /Zaranı | -249 | -542 | -144 | -207 | -288 |
| Vergi öncesi kar | 2.067 | 3.803 | 9.340 | 19.457 | 31.346 |
| Vergi | -610 | -1.436 | -3.298 | -7.102 | -11.441 |
| Azınlık hisseleri / diğer | -638 | -1.299 | -2.612 | -5.342 | -8.607 |
| Net Kar | 819 | 1.068 | 3.429 | 7.013 | 11.298 |
| Bilanço | | | | | |
| Nakit ve nakit benzerleri | 8.564 | 10.334 | 24.628 | 38.167 | 51.623 |
| Stoklar | 2.709 | 5.903 | 14.096 | 25.691 | 40.056 |
| Ticari alacaklar | 2.745 | 5.117 | 7.883 | 23.882 | 36.148 |
| Diğer alacaklar | 1.705 | 3.310 | 4.939 | 6.661 | 7.678 |
| Dönen Varlıklar | 15.723 | 24.664 | 51.546 | 94.402 | 135.505 |
| Maddi duran varlıklar | 33.059 | 57.966 | 77.206 | 104.531 | 120.403 |
| Finansal yatırımlar | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Diğer duran varlıklar | 1.780 | 2.883 | 4.606 | 8.087 | 11.133 |
| Duran Varlıklar | 34.839 | 60.849 | 81.812 | 112.618 | 131.536 |
| Toplam Varlıklar | 50.561 | 85.513 | 133.358 | 207.019 | 267.041 |
| Kısa vadeli finansal borçlar | 2.984 | 6.475 | 11.870 | 18.753 | 25.303 |
| Ticari borçlar | 6.196 | 12.634 | 20.033 | 38.926 | 60.692 |
| Diğer kısa vadeli yükümlülükler | 3.361 | 5.412 | 10.128 | 22.420 | 33.935 |
| Kısa Vadeli Yükümlülükler | 12.542 | 24.521 | 42.031 | 80.100 | 119.930 |
| Uzun vadeli finansal borçlar | 9.180 | 14.772 | 25.702 | 41.030 | 43.618 |
| Diğer uzun vadeli yükümlülükler | 3.824 | 6.887 | 9.042 | 11.042 | 12.111 |
| Uzun Vadeli Yükümlülükler | 13.005 | 21.659 | 34.744 | 52.072 | 55.730 |
| Azınlık Payları | 12.209 | 20.617 | 30.986 | 43.500 | 52.244 |
| Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar | 25.015 | 39.332 | 56.582 | 74.847 | 91.382 |
| Toplam Kaynaklar | 50.561 | 85.513 | 133.358 | 207.019 | 267.041 |
| Nakit Akış Tablosu | | | | | |
| İşletme faaliyetlerinden | -335 | -2.007 | -10.040 | -7.213 | 57.723 |
| Yatırım faaliyetlerinden | -1.389 | -2.725 | -4.931 | -11.620 | -17.584 |
| Finansman faaliyetlerinden | 1.871 | 12.145 | 18.481 | 24.211 | 10.207 |
| Temettü Ödemesi | -1.050 | -1.146 | -1.098 | -1.262 | -1.551 |
| Serbest Nakit Akışı | 3.457 | 2.283 | 7.101 | 8.761 | 16.314 |
| Net Borç | 3.601 | 10.912 | 12.945 | 21.617 | 17.299 |
| Ana Çarpanlar | | | | | |
| Brüt kar marjı | 37,2% | 36,0% | 36,5% | 39,1% | 37,3% |
| VAFÖK marjı | 17,8% | 16,4% | 18,1% | 19,6% | 19,4% |
| Net Kar marjı | 3,1% | 2,7% | 3,8% | 4,5% | 4,8% |
| Sermaye Karlılığı | 3,3% | 3,3% | 7,2% | 10,7% | 13,6% |
| Satış Büyümesi | 16% | 47% | 130% | 72% | 51% |
| VAFÖK Büyümesi | 24% | 36% | 155% | 86% | 50% |
| Net Kar Büyümesi | -26% | 30% | 221% | 105% | 61% |
| Net Borç / Özkaynaklar (x) | 0,1 | 0,3 | 0,2 | 0,3 | 0,2 |
| Net Borç / VAFÖK (x) | 0,8 | 1,7 | 0,8 | 0,7 | 0,4 |

Sirket Tanımı

1969 yılında kurulan Anadolu Efes, Avrupa'nın 5'inci, dünyanın ise 9'uncu büyük bira üreticisidir. Bira işletmesi 6 ülkede (Türkiye, Rusya, Ukrayna, Kazakistan, Moldova ve Gürcistan) 21 bira fabrikasıyla faaliyet göstermektedir. Toplam bira üretim kapasitesi 52,2 mhl olup 100'den fazla markaya hizmet vermektedir.

Şirket, 11 ülkeye hizmet veren, en büyük 10 Coca-Cola şişeleme şirketi arasında yer alan Coca-Cola İçecek'in %50,3'üne sahiptir.

Konsolide net satışların %62'sini meşrubat operasyonları, %38'ini ise bira operasyonları oluşturmaktadır.

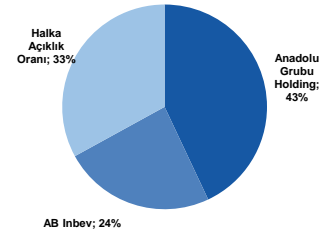
1Y23 sonu itibarıyla bira operasyonlarının satış hacmi kırılımı aşağıdaki gibidir; Rusya %66, Türkiye %16, Kazakistan %7, Gürcistan %4, Ukrayna %5 ve Moldova %2.

Potansiyel katalizörler ve riskler

Potansiyel katalizörler arasında; i) beklenenden daha güçlü talep; ii) daha iyi işletme marjları; iii) AB InBev Efes'in uygun şartlarda satın alınması.

Potansiyel riskler arasında; i) rekabet, ii) Mevzuat değişiklikleri/vergi artışları; iii) Hammade fiyatlarındaki dalgalanma.

Ortaklık Yapısı



Kaynak: Şirket Finansalları, YKY Araştırma

(**) VAFÖK= (Satışlar-SMMM-Faaliyet Gideri+Amortisman) UFRS sonuçları ile uyumlu şirket sonuçlarından farklılık gösterebilir.

Yatırım Teması

Sorumlu Analist değişikliği sebebiyle Anadolu Efes için rakamlarımızı TL150.0 12 aylık hedef fiyat ve AL tavsiyesiyle güncelliyoruz. Anadolu EFES (AEFES), bira ve meşrubat sektörlerinde faaliyet göstererek dünyanın 9'uncu büyük bira üreticisi ve dünyada Coca-Cola'nın şişeleme faaliyetlerini yürüten en büyük firmalardan biridir. Makroekonomik ve politik olumsuzluklara rağmen şirket geçtiğimiz yıl faaliyet kârlılığını artırmayı başardı. Finansallardaki bu olumlu ivmenin devam etmesini bekliyoruz ve 2023 yılında gelirlerin %72, VAFÖK'ün ise %86 artacağını tahmin etmekteyiz. Geçtiğimiz yıllarda şirketin bilançosu önemli ölçüde iyileşme kaydetti. Buna göre, konsolide bazda Net Borç/VAFÖK 1Y22'deki 1,1x seviyesinden 0,8x'e geriledi. Bu rakamın, güçlü SNA üretimiyle önümüzdeki çeyreklerde daha da düşeceğine inanıyoruz.

Coğrafi olarak çeşitlendirilmiş bir gelir akışıyla desteklenen satış hacmindeki esnekliği nedeniyle hisse senedini beğenmekteyiz. Buna ek olarak, göreceli olarak daha düşük yatırım harcaması ihtiyacı (2023T: satışlar itibarıyla %7,6) ve son dönemde enflasyonist baskılarla bir miktar artmış olsa da hala düşük işletme sermayesi gereksinimi (2023T: satışlara oranı %7,0) ile desteklenen SNA üretimini da memnuniyetle karşılıyoruz. Üstelik kur ve satın alımlarda aktif olarak kullanılan hedge mekanizması da bize kârlılık konusunda daha fazla güven veriyor.

Konsolide Finansallar ve Çarpanlar

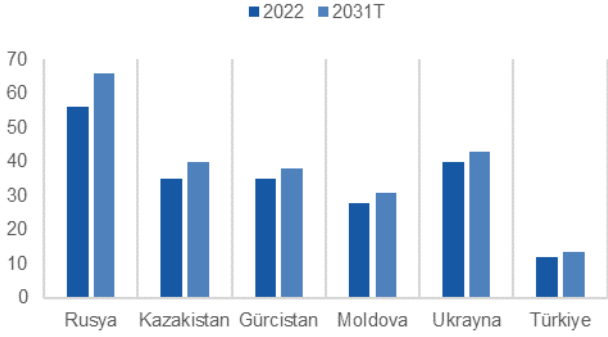
| (TLmn) | 2021 | Δ | 2022 | Δ | 2023T | Δ | 2024T | Δ |
|---------------------------|--------|-----|--------|------|---------|------|---------|-----|
| Net satışlar | 39.284 | 47% | 90.504 | 130% | 155.663 | 72% | 235.607 | 51% |
| VAFÖK | 6.447 | 36% | 16.411 | 155% | 30.471 | 86% | 45.791 | 50% |
| Net Kar | 1.068 | 30% | 3.429 | 221% | 7.013 | 105% | 11.298 | 61% |
| F/K (x) | 13,2 | | 18,7 | | 9,2 | | 5,7 | |
| FD/VAFÖK (x) | 7,1 | | 6,6 | | 3,9 | | 2,6 | |
| FD/Satış (x) | 1,2 | | 1,2 | | 0,8 | | 0,5 | |
| Hisse Başına Kar (TL) | 1,8 | | 5,8 | | 11,8 | | 19,1 | |
| Temettü Verimi (*) | 8,1% | | 1,7% | | 2,0% | | 2,4% | |
| Serbest Nakit Akış Verimi | 16,1% | | 11,1% | | 13,6% | | 25,4% | |

(*) temettü verimi ödeme yılına göre

Kaynak: Şirket Finansallar, YKY Araştırma

- **Yılın geri kalanı için pozitif görünüm:** AEFES'in bira operasyonları satış hacmi; başarılı fiyatlandırma, yeni ürünler ve canlı turizm sezonu ile desteklenen Türkiye'nin güçlü katkısının etkisiyle sağlam kaldı. Enflasyonist ortamda biranın satın alınabilirliğindeki görece iyileşmenin, Türkiye'deki güçlü hacim performansının (2Ç23: +%20,6 y/y) arkasındaki bir başka neden olabileceğine inanıyoruz. Uluslararası bira operasyonları, Rusya'daki hafif daralmaya rağmen Kazakistan ve Gürcistan'da orta tek haneli büyümeyle olumlu seyretti. Özetle, toplam satışlar yıllık bazda sabit kaldı (2Ç23: +%5,3 yıllık) ve böylelikle yılın ilk yarısında net satışlarda yıllık %58 artış kaydedildi. Efektif fiyatlama stratejisi, kur çevrim farkı gelirleri ve güçlü turizm sezonu ile bira operasyonlarının net satışlarındaki ivmenin korunmasını bekliyoruz. Buna göre, bira operasyonları satış hacminde %2 büyüme bekliyoruz. Net satışların ise, önceki yıla göre %71 artacağını hesaplıyoruz; CCI için ciro tahminimizle (+%72) birleştirildiğinde, 2023 için %72 konsolide ciro büyümesi hesaplamaktayız.

Tablo 1: Kişi başı tüketim in yatay seyretmesini bekliyoruz



Kaynak: YKY Araştırma

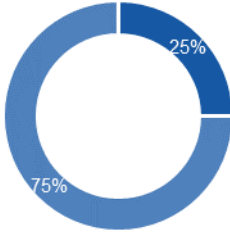
Tablo 2: Savaş nedeniyle faaliyet gösterilen ülkelerdeki nüfus düşüşünün dengelenmesi bekleniyor

| Nüfus (milyon) | 2021 | 2022 | 2023T | 2024T | 2025T | YBBO |
|-------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-------------|
| Rusya Federasyonu | 143,4 | 143,6 | 143,0 | 142,6 | 142,1 | -0,3% |
| Kazakistan | 19,0 | 19,6 | 19,8 | 20,1 | 20,3 | 1,2% |
| Gürcistan | 3,7 | 3,7 | 3,7 | 3,7 | 3,7 | -0,3% |
| Moldova | 2,6 | 2,6 | 2,5 | 2,4 | 2,3 | -3,9% |
| Ukrayna | 43,8 | 38,0 | 39,4 | 40,5 | 41,2 | 2,7% |
| Türkiye | 84,7 | 85,3 | 86,7 | 87,7 | 88,7 | 1,3% |
| Toplam | 297,2 | 292,8 | 295,2 | 296,9 | 298,3 | 0,6% |

Kaynak: World Bank

Tablo 3: Türkiye bira operasyonları satış kırılımı

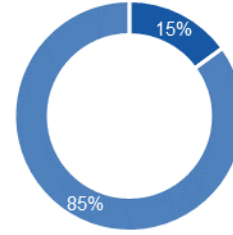
■ Cafe, Bar, Restaurant ■ Geleneksel + Modern Kanal



Kaynak: Şirket, YKY Araştırma

Tablo 4: Rusya bira operasyonları satış kırılımı

■ Cafe, Bar, Restaurant ■ Geleneksel + Modern Kanal



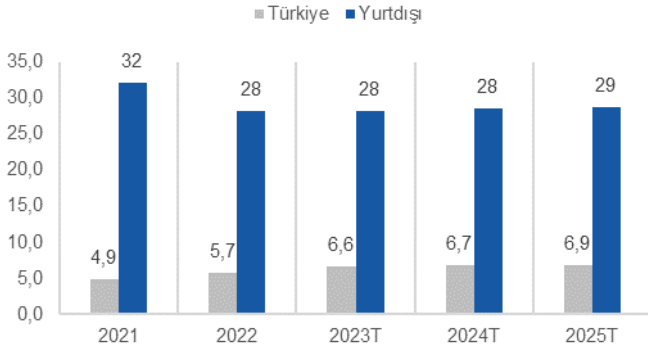
Kaynak: Şirket, YKY Araştırma

■ **Uzun vadeli tahminlerimizde önümüzdeki üç yıl için ortalama %35 ciro artış hesaplıyoruz:** AEFES için ürün fiyat artışı varsayımlarımızı büyük ölçüde TÜFE tahminlerine yakın tutuyoruz. Rusya operasyonları toplam bira satış hacminin %67'sini oluşturmaktadır. AEFES Rusya'da pazar lideri konumunda olmasına rağmen sektörün parçalı yapısı (yaklaşık 150 SKU ile) ve müşteri tercihlerindeki bağlılığın düşük olması nedeniyle pazar liderinin fiyatlandırma gücünün zayıf olduğunu düşünüyoruz. Bu durumu AEFES'in meşrubat ve bira operasyonları arasındaki temel ayrımlardan biri olarak görüyoruz. Rusya'da ve yurt içinde yaşanan yoğun rekabet nedeniyle orta vadeli fiyat tahminimizde temkinli davranmayı tercih etmekteyiz.

Rusya'da, 2010'lu yıllardan beri bira alkollü içecek olarak sınıflandırılmaya başlandı. Alkol tüketimini azaltmak için atılan adımlarla kişi başı bira tüketimi yıllık 85 litreden 56 litreye geriledi. Kişi başı tüketimin mevcut politikalarda değişiklik beklemeyerek genel itibarıyla yatay kalmasını bekliyoruz ve buna göre 2031 yılına kadar %1.8'lik ortalama bileşik artış öngörüyoruz. Türkiye için de çoğunlukla aynı nedenlerle kişi başına tüketimin %1,3 yıllık

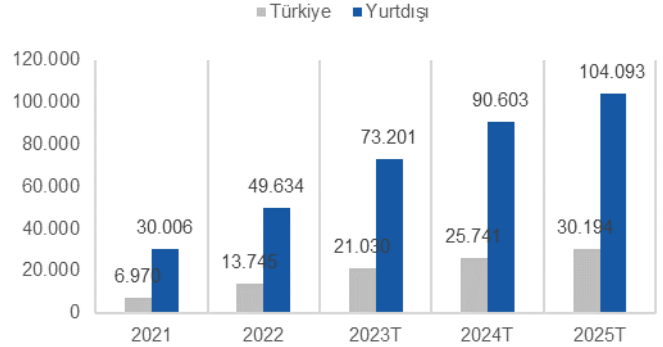
bileşik büyüme oranıyla yükselerek maksimum 13 litreye ulaşmasını bekliyoruz. Genel olarak doymun sektör dinamikleri göz önüne alındığında, AEFES'in faaliyet gösterdiği bölgelerde önemli bir sektör büyümesi beklemiyoruz. Ancak 2023-2025 yılları arasında ortalama %12 kur etkisinden arındırılmış fiyat artışı bekleirken, net satışlarda TL bazında %35 gibi sağlam bir büyüme oranı hesaplamaktayız.

Tablo 5: Bira operasyonları hacminin yatay seyretmesini bekliyoruz



Kaynak: YKY Araştırma,

Tablo 6: Bira operasyonları ciro kırılımı (milyon, TL)



Kaynak: YKY Araştırma,

■ **Faaliyet kârlılığı sağlam kalmaya devam ediyor:** 1Y23 sonu itibarıyla, alüminyum alımlarının %97'si 2023, %38'i ise 2024 kontratları ile korunuyor. Arpa alımlarında ise 2023 için tüm alımlarda fiyatlar sabitlenmiştir. Ayrıca para birimlerindeki dalgalanmalardan korumak için döviz hedge'leri aktif olarak kullanılmaktadır. Şirket, 2023 yılı için rublenin değer kaybına karşı kendisini tamamen koruma altına almıştır. Öte yandan, güçlü yurt içi bira satışlarından elde edilen faaliyet kaldırıcı, yıl içindeki kârlılığı destekliyor. Sonuç olarak bira operasyonlarımız için %18.7 VAFÖK marjı tahmin ediyoruz. CCI tarafında %20,2 VAFÖK marjına sahip güçlü kârlılık tahminimiz ile birlikte, AEFES'in konsolide VAFÖK 'ünün yıllık bazda 140 baz puan daha yüksek olan %19,6 marjla %86 artmasını beklemekteyiz. VAFÖK hesaplamamız esas faaliyetlerden diğer gelir/giderleri içermemektedir.

Kapasite artırımları ve bakım çalışmalarını dikkate alarak yılsonu yatırım harcamaları/satış oranının %7,6 olacağını öngörüyoruz. Enflasyon ortamında net işletme sermayesi ihtiyacındaki artışa rağmen, 2023 için SNA marjının %4 ve tahmin dönemimiz boyunca ise %4 - %6 aralığında kalmasını bekliyoruz.

■ **Ab InBev'in hisselerinin satın alınmasına ilişkin:** Anadolu Efes ve AB InBev, Rusya ve Ukrayna'da faaliyet gösteren %50-%50 ortak girişimlerindeki kontrol gücü olmayan payların AEFES tarafından satın alımı için görüşmelerde bulunmaktadır. Müzakerelerin başlayacağına dair ilk duyuru Nisan 2022'de yapılmış olsa da anlaşma şuana kadar sonuçlanmadı. Ancak taraflar arasındaki görüşmeler aktif olarak devam etmektedir ve AEFES satın alıma ilişkin kararlılığını sürdürmektedir.

Geçtiğimiz günlerde Rusya'da faaliyet gösteren Heineken operasyonlarının satışının ardından pazardaki yerli oyuncuların ağırlığının artmasının rekabet açısından risk oluşturabileceğini düşünüyoruz. Yine de, sektörün büyüklüğünü (Dünyanın en büyük 6. bira pazarı) ve AEFES'in ülkedeki olumlu ilişkilerini dikkate alarak, satın alımın AEFES için olumlu olabileceğini düşünüyoruz.

2Ç23 Finansal Sonuçları

- AEFES 2,872 milyar TL net kâr elde etti. Toplam satış hacmindeki %5,3'lük daralmaya rağmen net satışlar, uygun fiyatlandırma ve döviz kuru kazançlarıyla birlikte yıllık bazda %55 arttı (Bira operasyonları: +%5,3 y/y, CCI: -%8,9 y/y).
- Türkiye bira operasyonları, etkin fiyatlandırma, başarılı pazarlama faaliyetleri ve güçlü turizm sezonu sayesinde yıllık %20,6'lık hacim artışıyla etkileyici bir performans sergiledi.
- Konsolide brüt kar marjı, fiyat geçişleri ve faaliyet kaldırıcı etkisiyle çeyreklik bazda yaklaşık 290 baz puan ve yıllık bazda yaklaşık 390 baz puan artışla %39,8 olarak gerçekleşti, böylelikle AEFES'in konsolide VAFÖK'ü bir önceki yıla göre %81 arttı.
- Net kâr, yıllık bazda ikiye katlanarak 2.872 milyar TL'ye ulaştı. Bu büyük ölçüde Anadolu Etap Tarım'ın gerçeğe uygun değer tespitine göre özsermaye yatırımından kaydedilen 680 milyon TL tutarındaki gayri nakdi yeniden değerlendirilme kazancından kaynaklanmaktadır. Ayrıca bu çeyrekte, daha önce diğer kapsamlı gelirden muhasebeleştirilen 425 milyon TL tutarındaki yabancı para çevrim farkı transferinin de etkisi görüldü.
- Sağlam operasyonel sonuçlar ve sıkı yatırım harcamaları yönetimi sayesinde AEFES, 6,3 milyar TL SNA elde etti ve net borç/VAFÖK'ü 1,1x'ten 0,8x'e geriledi.

AEFES bira operasyonları için hedeflerini revize etti. Şirket

- o Toplam bira hacmi hedefi, düşük tek haneli büyüme (önceki: Düşük tek haneli düşüş),
- o Toplam bira geliri kur etkisinden arındırılmış düşük yirmili seviyelerde büyümesi (önceki: Yüksek onlu seviyeler),
- o Konsolide Net Satışlar için kur etkisinden arındırılmış yüksek otuzlu seviyelerde artış (önceki: Düşük otuzlu seviyelerde artış),
- o Toplam bira VAFÖK marjının 100 baz puan (önceki: 300 baz puan civarında daralma) düşmesi,
- o Konsolide VAFÖK marjının 100 baz puan (önceki: 100-200 baz puan civarında daralma) düşmesi beklenmektedir.

Değerleme

Değerlememizde İNA ve çarpan analizi kullanmaktayız

Türkiye bira operasyonlarımızda yurtdışı bezer şirketlerinden oluşturduğumuz örnekleme %30 ülke iskontosu uygulamaktayız. Böylelikle, 2023 ve 2024 için 8,1x ve 7,3x FD/VAFÖK çarpanları kullanmaktayız. Buna göre, yurtiçi bira operasyonları için 20.7 milyar TL firma değeri hesaplıyoruz.

Uluslararası bira operasyonları için USD cinsi İNA modelimizde %11 risksiz getiri oranı, %6,0 özsermaye risk primi, %2,0 terminal büyüme oranı ve %16,6 AOSM varsayımları kullanmaktayız. Uyguladığımız %35 oranında ülke iskontosu ile toplam net borç ve azınlık payları düzeltmeleri öncesinde uluslararası bira segmenti için 47,3 milyar TL firma değeri hesaplıyoruz.

Net borç ve azınlık payları düzeltilmesi sonrasında konsolide bazda 88.8 milyar TL özsermaye değerine ulaşmaktayız.

YKY - Anadolu Efes Değerleme Çalışması

| Özet Değerleme (TL, milyon) | Ortaklık Payı (%) | Değerleme Yöntemi | Hedef Değer | AEFES Payı |
|-----------------------------|-------------------|----------------------|-------------|---------------|
| Bira Operasyonları | 100% | İNA & Çarpan Analizi | 68.085 | 68.085 |
| Coca-Cola İçecek (CCI) | 50% | İNA | 123.370 | 62.006 |
| Net Borç | | | | 12.318 |
| Azınlık Payı | | | | 28.936 |
| Özsermaye Değeri | | | | 88.837 |
| Mevcut Piyasa Değeri | | | | 64.243 |
| Hedef Fiyat (TL) | | | | 150,0 |
| Hisse Fiyatı | | | | 108,5 |
| Getiri Potansiyeli | | | | 38% |

Kaynak: YKY Araştırma

YKY - Anadolu Efes Yurtdışı Benzer Şirketler

| Şirket Adı | Sembol | Ülke | F/K | | FD/VAFÖK | |
|-------------------------------------|-----------------|------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| | | | 2023T | 2024T | 2023T | 2024T |
| Anheuser-Busch Inbev SA/NV | ABI BB Equity | Belçika | 18,5 | 15,9 | 9,6 | 9,0 |
| Heineken NV | HEIA NA Equity | Hollanda | 17,9 | 15,4 | 10,9 | 9,8 |
| Britvic Plc | BVIC LN Equity | UK | 13,3 | 14,5 | 10,0 | 9,3 |
| Carlsberg AS-B | CARLB DC Equity | Danimarka | 18,7 | 17,3 | 11,4 | 10,6 |
| Molson Coors Beverage Co - B | TAP US Equity | ABD | 12,6 | 12,3 | 8,5 | 8,6 |
| Remy Cointreau | RCO FP Equity | Fransa | 23,9 | 27,1 | 17,5 | 15,7 |
| C&C Group Plc | CCR LN Equity | İrlanda | 10,1 | 19,2 | 8,5 | 6,4 |
| Asahi Group Holdings Ld | 2502 JT Equity | Japonya | 15,9 | 13,8 | 10,9 | 9,9 |
| CIA Cervecerias | CCU CI Equity | Şili | 13,3 | 17,3 | 7,6 | 6,4 |
| Royal Unibrew | RBREW DC Equity | Danimarka | 19,0 | 23,3 | 15,2 | 12,8 |
| Sapporo Holdings Ltd | 2501 JP Equity | Japonya | 30,2 | 46,7 | 16,0 | 14,1 |
| Thai Beverage Plc | THBEV SP Equity | Tayland | 11,8 | 12,7 | 12,3 | 11,6 |
| Tsingtao Brewery Co Ltd | 168 HK Equity | Çin | 16,5 | 19,0 | 13,6 | 11,7 |
| Pernod Ricard SA | RI FP Equity | Fransa | 19,6 | 20,8 | 15,2 | 14,5 |
| Olvi Oyj A | OLVAS FH Equity | Finlandiya | 10,9 | 13,6 | 7,2 | 6,3 |
| Ortalama | | | 16,8 | 19,3 | 11,6 | 10,4 |
| İskonto sonrası çarpan (%30) | | | 11,8 | 13,5 | 8,1 | 7,3 |

Kaynak: YKY Araştırma

YKY Model Varsayımları

| Madde | Temel Faktörler / Sorular | YKY Varsayımları | YKY Sonuçları |
|------------------------------|---|--|--|
| Gelirler | <ul style="list-style-type: none"> - Fiyatlandırma - Döviz Hareketleri - Miks Etkisi - Satış Hacmi - Rekabet - Penetrasyon | Rusya bira operasyonlarının bira satış hacmindeki payı %67'dir. Sektörün parçalı yapısından dolayı AEFES'in pazar lideri konumuna rağmen fiyatlandırma gücü düşüktür. Bira operasyonlarının yurt içi pazar payı %52'de stabilize oldu. Yurtiçi ve Rusya'da yoğun bir rekabet bulunmaktadır. Öte yandan sektör dinamikleri ve rekabet açısından CCI'nin konumu nispeten daha dirençli görünmektedir. | Net satış büyüme tahminimiz, 2023'te bir önceki yıla göre %72'lik bir artışa ve ardından önümüzdeki üç yılda yaklaşık %35'lik bir yıllık bileşik büyüme oranına işaret ediyor. |
| Brüt Kar | <ul style="list-style-type: none"> - Hammadde Fiyatları - Enerji Maliyetleri - Satış Kanalları - Ürün Çeşitleri | Bira operasyonlarında Türkiye ve BDT'deki alüminyum alımlarının %97'si hedge edilmektedir. Şirket sözleşmeler ve erken alımlarla hammadde fiyatlarındaki dalgalanmalara karşın kendini koruyor. Şirket ayrıca yerel para birimindeki dalgalanmalara karşı döviz kontratlarını aktif olarak kullanıyor. Ayrıca, satılan malların maliyeti ve faaliyet giderlerindeki toplam bira operasyonlarının döviz kuru riskinin %27 olması, TL dalgalanmasına karşı daha fazla koruma sağlıyor. | Şirketin brüt marjının %37-%40 aralığında kalacağını tahmin ediyoruz. |
| Faaliyet Giderleri | <ul style="list-style-type: none"> - Asgari ücret artışı (öncelikle personel giderleri için) - Nakliye Giderleri - Pazarlama ve Reklam Giderleri | Konsolide faaliyet giderleri/satışlar %29'dan %23'e düştü. Operasyonel kaldıraç etkisiyle bu rakamın genel olarak mevcut seviyelerde kalacağını varsaymaktayız. | VAFÖK marjının %18 - %20 aralığında kalacağını tahmin ediyoruz. |
| Yatırım Harcamaları | <ul style="list-style-type: none"> - Kapasite genişletmeleri - İnorganik büyüme fırsatları - Mevcut tesislerin bakım giderlerinin düzeyi - Daha soğuk yerleşimler | Yatırım harcamaları çoğunlukla kapasite artırım, bakım çalışmaları ve soğutucu alımlarından oluşmaktadır. AEFES, organik büyümenin yanı sıra AB InBev Efes'in azınlık hisselerinin %50'sini satın almak için de görüşmelerde bulunuyor. Ayrıca CCI, Coca-Cola Bangladeş İçeceklerini satın almak için görüşmelere devam ediyor. | Hesaplamalarımızda potansiyel satın almaları dikkate almıyoruz. Konsolide bazda yatırım harcamalarının/satışların %7,6 seviyesinde ve önümüzdeki yıllarda da benzer seviyelerde kalmasını beklemekteyiz. |
| Net İşletme Sermayesi | <ul style="list-style-type: none"> - Satış kanalı ve ülkeye ilişkin değişiklikler - Verimli Stok Yönetimi | Konsolide olarak, başta enflasyonist ortamın etkisiyle, 2023 için %7,0 NİS/satış oranı öngörüyoruz ve bunun önümüzdeki yıllarda normale dönmesini bekliyoruz. | Uzun vadeli tahminlerimizde nakit dönüşüm döngüsünde önemli bir değişiklik beklemiyoruz. |

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.