

CCI ve MGROS'tan güçlü operasyonel katkı

AL (önceki AL)

Kapanış Fiyatı (TL)	29,68	Hedef Fiyat – 12ay (TL/pay)	50,00				
Piyasa Değeri (TL / US\$ mn)	72.281 / 1.646	Nominal / Görece Getiri – 12ay (%)	-5 / -24				
Halka Açıklık Oranı	34	Ort. İşlem Hacmi – 3ay (TLmn)	191,0				
TMS/TFRS - TL milyon	4Ç25	4Ç24	Yıllık Δ	3Ç25	Çeyreklik Δ	YKYt	Piyasa Beklentisi
Net Satışlar	162.158	157.169	%3,2	194.895	-%16,80	153.772	156.899
VAFÖK	12.769	12.149	%5,1	26.537	-%51,88	14.272	13.937
Net Kar	-2.259	-3.453	n.m	3.595	n.m	734	734
VAFÖK Marjı	%7,9	%7,7	0,1pp	%13,6	-5,7pp	%9,3	%8,9

Kaynak: YKY Araştırma, Şirket, KAP

4Ç25 Sonuçları

- AEFES kaynaklı beklentilerin altında net kar.** Anadolu Grubu Holding, 4Ç25'te 2,2 milyar TL net zarar açıkladı (4Ç24'te 3,4 milyar TL net zarar açıklamıştı). Bu, hem bizim hem de piyasanın 734 milyon TL olan net kar beklentisinin altında kaldı. Bu sapmayı büyük ölçüde AEFES'in net karındaki sapmaya bağlıyoruz. Yıllık %5'lik VAFÖK büyümesine rağmen, zayıf net kar, esas olarak yıllık bazda daha yüksek net kur farkı giderlerinden kaynaklandı.

Aksi belirtilmedikçe, raporun devamındaki birimler proforma bazda gösterilmiştir. AGHOL'un iştirakleri hakkındaki yorumlarımız için lütfen şu bağlantılara tıklayın: [CCI](#), [MGROS](#) ve [AEFES](#).

- Bütün ana segmentlerde güçlü büyüme.** Konsolide gelirler yıllık %13 artarak 162 milyar TL'ye ulaştı ve bu, hem tahminlerimizle hem de piyasa beklentileriyle büyük ölçüde uyumludur. Gelir artışı esas olarak CCI (yıllık %23,2 büyümeyle toplam satışların %26'sı) ve MGROS (yıllık %7,7 büyümeyle toplam satışların %58'si) tarafından desteklendi. Bunu otomotiv (yıllık %32,1 büyümeyle toplam satışların %8'i) ve bira operasyonları (yıllık %10,9 büyümeyle toplam satışların %8'i) izledi. Şirketin, iştiraklerinin değer zincirinin birçok noktasında yer almasıyla, Türkiye tüketim sektöründeki olumlu görünümünden en çok fayda sağlayacak holdinglerden biri olduğuna inanıyoruz.
- CCI, VAFÖK büyümesine öncülük etti, ancak yine de tahminlerimizin altında kaldı.** VAFÖK, yıllık %20 artarak 12,8 milyar TL'ye ulaştı. Ancak, ana iş kolları dışındaki daha zayıf VAFÖK performansı nedeniyle tahminlerimizin %11 altında kaldı. Büyüme, öncelikle CCI'nin yıllık ~üç kat VAFÖK artışından kaynaklandı ve toplam VAFÖK'ün %40'ını oluşturdu; bu artış, disiplinli fiyatlandırma ve ürün karması yönetimiyle desteklendi. Bu arada, MGROS'taki yıllık %13'lük VAFÖK (toplam VAFÖK'ün ~%60'ı) büyümesini de vurguluyoruz. Otomotiv, tarım ve diğer faaliyetler 4Ç25'te negatif VAFÖK kaydetti. Grubun ana iş kollarındaki iştiraklerine ilişkin olumlu görünüm beklentimizle beraber VAFÖK iyileşmesinin devam etmesini bekliyoruz.
- Nakit yaratımı güçlü kaldı.** Şirket, esas olarak AEFES ve CCI'deki azalan net işletme sermayesi ihtiyacının desteğiyle 5 milyar TL serbest nakit akışı üretti. Konsolide net işletme sermayesi 3Ç25'teki 3,3 milyar TL'den 8,2 milyar TL'ye düştü. Sonuç olarak, konsolide net borç/VAFÖK 1,0x (3Ç25'teki 1,1x'e kıyasla) oldu. Öz sermaye karlılığı (ROE) ve yatırılan sermayenin getirisi (ROIC) sırasıyla %2,2 (3Ç25'te %1,2) ve %5'e (3Ç25'te %4,3) yükseldi.

Özet Görüşümüz

Gelir artışı büyük ölçüde tahminlerimizle uyumlu olsa da ana iş kolları dışındaki faaliyetlerden kaynaklı VAFÖK ve operasyonel olmayan kalemlerden kaynaklı net kar beklentilerimizin altında kaldı. Bununla birlikte, tüm iştirakler sonuçlarını zaten açıkladığı için, konsolide sonuçların önemli ölçüde yeni bir şey sunmadığını belirtmekte fayda var. Hissenin tahminlerimize göre yaklaşık %44'lük net aktif değeri iskontosuyla işlem gördüğünü göz önünde bulundurarak,

olumlu görüşümüzü koruyoruz. Şimdilik, 12 aylık 50 TL/hisse hedef fiyatımızı ve AL önerimizi koruyoruz. Grup şirketlerine ilişkin güncellenmiş tahminlerimizi de dahil ettikten ve bugünkü analist toplantısının ardından model varsayımlarımızı gözden geçireceğiz.

AGHOL - Çeyreksele Finansal Sonuçlar

Gelir Tablosu (çeyreksele)					
TLmn	4Ç24	1Ç25	2Ç25	3Ç25	4Ç25
Gelirler	157.169	160.068	190.082	194.895	162.158
Brüt Kar	45.219	40.657	54.180	59.600	43.189
Faaliyet Giderleri	-41.039	-39.464	-41.715	-41.048	-37.886
Net Faaliyet Karı	4.181	1.193	12.465	18.552	5.303
VAFÖK (diğ. gel (gid) hariç)	12.149	8.901	19.982	26.537	12.769
VAFÖK (diğ. gel (gid) dahil)	5.248	4.833	14.578	21.797	7.242
Net Finansman Gelir (Gider)****	3.712	7.263	1.412	3.377	293
Vergi Öncesi Kar Zarar	-553	6.853	7.240	16.722	-76
Vergi	-3.500	-1.974	-926	-4.183	-3.921
Azınlık Hissedarları	-571	4.190	5.833	8.944	-1.852
Net Kar	-3.482	690	480	3.595	-2.145

Gelir Tablosu (Son 4Ç Toplam)					
TLmn	2024/12	2025/03	2025/06	2025/09	2025/12
Gelirler	731.027	717.754	705.838	702.213	707.202
Brüt Kar	214.465	209.542	201.586	199.656	197.626
Faaliyet Giderleri	-170.271	-167.945	-164.839	-163.265	-160.112
Net Faaliyet Karı	44.194	41.597	36.747	36.391	37.513
VAFÖK (diğ. gel (gid) hariç)	73.826	71.551	66.981	67.569	68.190
VAFÖK (diğ. gel (gid) dahil)	52.406	50.183	44.731	46.455	48.450
Net Finansman Gelir (Gider)	28.184	20.336	20.188	15.764	12.345
Vergi Öncesi Kar Zarar	48.240	40.793	34.339	30.262	30.739
Vergi	-13.372	-11.717	-10.308	-10.583	-11.004
Azınlık Hissedarları	28.166	25.030	22.241	18.396	17.116
Net Kar	6.702	4.046	1.790	1.283	2.619

Bilanço					
TLmn	2024/12	2025/03	2025/06	2025/09	2025/12
Dönen Varlıklar	261.964	215.268	238.559	226.304	220.928
Nakit ve Nakit Benzerleri	110.802	61.328	72.731	79.995	76.505
Ticari Alacaklar	33.968	44.604	54.561	47.577	37.731
Stoklar	93.158	83.248	84.851	75.846	83.821
Duran Varlıklar	449.694	457.764	460.260	458.224	462.297
Finansal Varlıklar	11.742	68.257	66.788	63.848	62.284
Maddi Duran Varlıklar	156.819	139.864	143.499	144.541	149.369
Kullanım Hakkı Varlıkları	47.936	52.676	53.272	55.052	55.757
Şerefiye	49.317	41.125	41.060	40.924	40.963
Toplam Varlıklar	711.658	673.033	698.819	684.528	683.225
KV Yükümlülükler	256.971	229.369	255.812	238.516	235.538
KV Finansal Borçlar	55.853	64.290	69.470	63.680	54.210
KV Kiralama Borçları	6.489	6.727	6.978	7.139	7.719
Ticari Borçlar	147.050	118.970	134.268	126.578	129.795
UV Yükümlülükler	133.734	127.822	128.846	125.025	129.560
UV Finansal Borçlar	65.850	64.862	64.238	59.553	61.804
UV Kiralama Borçları	23.670	26.402	26.713	27.661	27.592
Azınlık Hissedarları	203.783	200.723	201.568	207.005	204.002
Toplam Özkaynaklar	117.170	115.120	112.594	113.982	114.125
Toplam Yükümlülükler	711.658	673.033	698.819	684.528	683.225

Nakit Akım Tablosu (çeyreksele)					
TLmn	4Ç24	1Ç25	2Ç25	3Ç25	4Ç25
Faaliyetlerden Nakit	13.713	-14.905	26.060	35.926	15.446
Yatırım Faaliyetlerinden Nakit	-12.573	-38.612	-7.866	-8.029	-10.437
Finansal Faaliyetlerden Nakit	1.285	8.099	-5.169	-18.780	-12.656
Toplam Nakit Girişi	2.425	-45.418	13.025	9.118	-7.647
Serbest Nakit Akımı (SNA)	1.141	-53.517	18.194	27.898	5.009
Gelirlere Oranı	1%	-33%	10%	14%	3%

Nakit Akım Tablosu (Son 4Ç Toplam)					
TLmn	2024/12	2025/03	2025/06	2025/09	2025/12
Faaliyetlerden Nakit	74.471	61.558	58.002	60.794	62.527
Yatırım Faaliyetlerinden Nakit	-42.754	-72.861	-70.324	-67.079	-64.943
Finansal Faaliyetlerden Nakit	-23.948	-9.250	-8.325	-14.565	-28.506
Toplam Nakit Girişi	7.770	-20.553	-20.647	-20.849	-30.922
Serbest Nakit Akımı (SNA)	31.717	-11.303	-12.322	-6.284	-2.416
Gelirlere Oranı	4%	-2%	-2%	-1%	0%

Çeyreksele Büyüme & Marjlar					
Önceki Yılın Aynı Çeyreğine Göre Büyüme (%)	4Ç24	1Ç25	2Ç25	3Ç25	4Ç25
Gelirler	1	-8	-6	-2	3
VAFÖK (diğ. gel (gid) hariç)	305	-20	-19	2	5
VAFÖK (diğ. gel (gid) dahil)	563	-32	-27	9	38
Net Kar	-143	-80	-82	-12	-35
Çeyreksele Marjlar (%)	4Ç24	1Ç25	2Ç25	3Ç25	4Ç25
Brüt Kar Marjı	28,8	25,4	28,5	30,6	26,6
VAFÖK (diğ. gel (gid) hariç)	7,7	5,6	10,5	13,6	7,9
VAFÖK (diğ. gel (gid) dahil)	3,3	3,0	7,7	11,2	4,5
Net Faaliyet Karı	2,7	0,7	6,6	9,5	3,3
Vergi Öncesi Kar Marjı	-0,4	4,3	3,8	8,6	0,0
Net Kar Marjı	-2,2	0,4	0,3	1,8	-1,3

Yıllıklandırılmış Büyüme & Marjlar					
Son 4Ç Büyüme (%)	2024/12	2025/03	2025/06	2025/09	2025/12
Gelirler	3,0	-1,0	-2,7	-3,8	-3,3
VAFÖK (diğ. gel (gid) hariç)	14,4	13,3	9,8	4,5	-7,6
VAFÖK (diğ. gel (gid) dahil)	-8,5	-5,8	-7,5	-3,1	-7,6
Net Kar	-81,7	-88,2	-93,6	-92,8	-63,0
Son 4Ç Marjlar (%)	2024/12	2025/03	2025/06	2025/09	2025/12
Brüt Kar Marjı	29,3	29,2	28,6	28,4	27,9
VAFÖK (diğ. gel (gid) hariç)	10,1	10,0	9,5	9,6	9,6
VAFÖK (diğ. gel (gid) dahil)	7,2	7,0	6,3	6,6	6,9
Net Faaliyet Karı	6,0	5,8	5,2	5,2	5,3
Vergi Öncesi Kar Marjı	6,6	5,7	4,9	4,3	4,3
Net Kar Marjı	0,9	0,6	0,3	0,2	0,4

Nakit Döngü & NİS					
	2024/12	2025/03	2025/06	2025/09	2025/12
Net Nakit Döngüsü (Gün)	-21	-3	-8	-12	-13
Ticari Alacak Tahsilat	17	23	28	25	19
Stok Döngü	66	60	61	55	60
Ticari Borç Ödeme	104	85	97	92	93
Net İşletme Sermayesi (Ana) (*)	-19.924	8.882	5.144	-3.335	-8.243
Gelirlere Oranı	-3%	1%	1%	0%	-1%

Borçluluk					
	2024/12	2025/03	2025/06	2025/09	2025/12
Net Borç (Nakit)	40.764	100.382	93.894	75.821	74.119
Net Borç / Özkaynaklar (x)	0,3x	0,8x	0,8x	0,6x	0,6x
Net Borç / VAFÖK (x)	0,5x	1,4x	1,4x	1,1x	1x
Esas Faal.Kar / Net Fin.Gel. (Gid.) (x)	1,1x	0,8x	0,6x	0,5x	0,6x
Borç / (Borç + Özkaynak)	56%	59%	60%	58%	57%

Getiri Metrikleri					
	2024/12	2025/03	2025/06	2025/09	2025/12
Özkaynak Karlılığı	6%	4%	2%	1%	2%
Net Kar Marjı	1%	1%	0%	0%	0%
Varlık Devir Hızı (x)	102,7	106,6	101,0	102,6	103,5
Finansal Kaldıraç Oranı (x)	607,4	584,6	620,7	600,6	598,7
ROIC (**)	6%	6%	4%	4%	5%

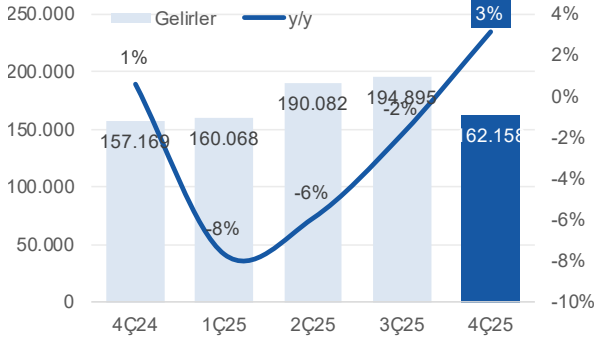
YKY Tahminler (Sonuçlar Öncesi)					
	Son 4Ç	2026T	reel Δ	2027T	reel Δ
Gelirler	707.202	886.039	1%	1.080.732	3%
VAFÖK (diğ. gel (gid) hariç)	68.190	96.533	14%	129.277	13%
Serbest Nakit Akımı (SNA)	-2.416	19.507	a.d.	29.912	29%
Net Kar	2.619	9.825	203%	18.947	63%
Toplam Özkaynaklar	114.125	154.365	9%	194.993	7%

Piyasa Çarpanları (x) (***)			
	Son 4Ç	2026T	2027T
FD / Gelirler	0,41	0,3	0,3
FD / VAFÖK	4,23	3,0	2,2
FD / SNA	-119,26	14,8	9,6
F/K	27,60	7,4	3,8
F/DD	0,63	0,5	0,4

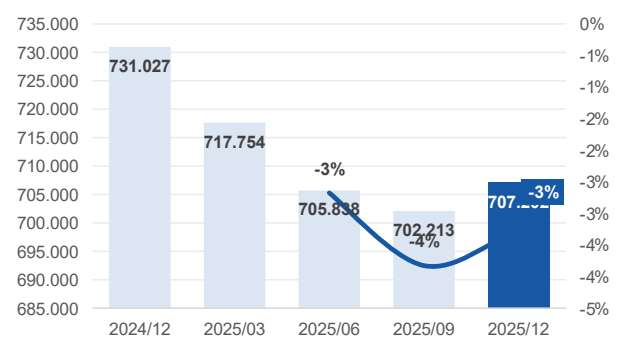
Kaynak: KAP, YKY Araştırma (*) Sadece Ticari Alacaklar, Stoklar ve Ticari Borçlar (**) Net Faaliyet Karı (Diğ. Dahil) / Net Operasyonel Varlıklar (***) FD ilgili yılın değerleri dikkate alınarak hesaplanmıştır (****) Net finansman gelir/gider kalemi parasal kazanc/kayıp içermektedir.

AGHOL - Çeyrekssel ve Son 12 Aylık Finansallar

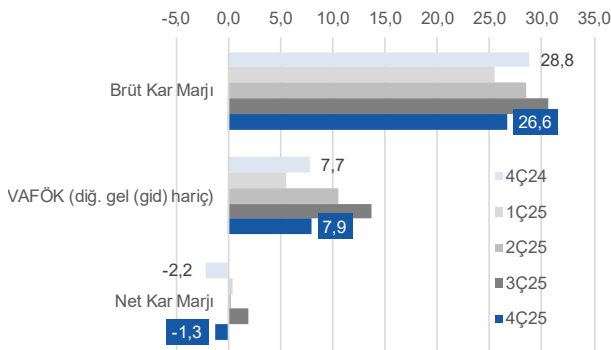
Önceki Yılın Aynı Çeyreğine Göre Büyüme (%)



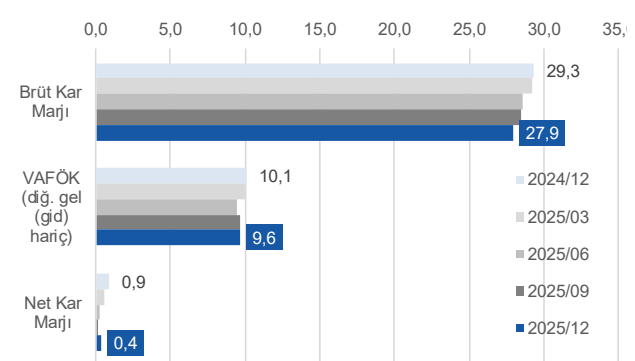
Son 4Ç Büyüme (%)



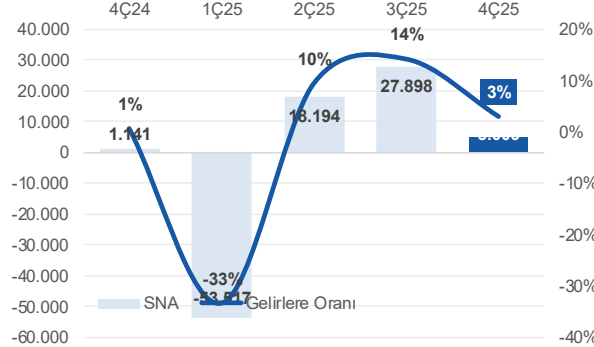
Çeyrekssel Marjlar (%)



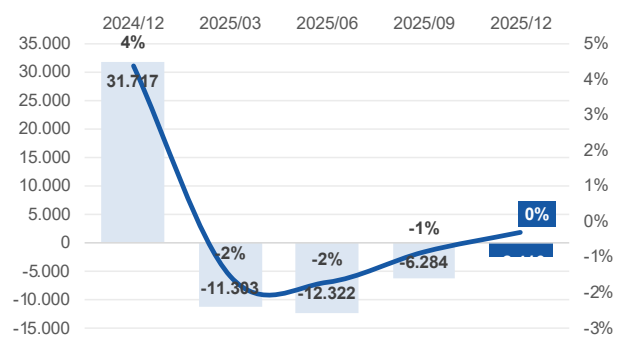
Son 4Ç Marjlar (%)



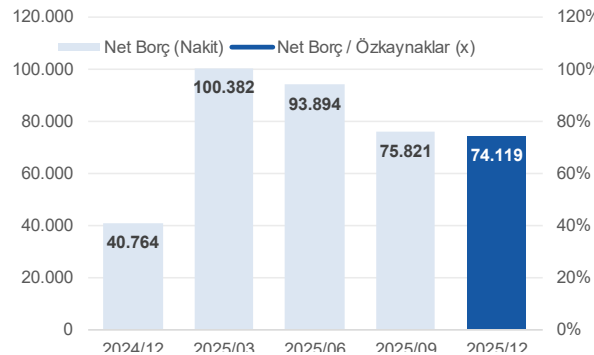
Çeyresel SNA (TLmn) & SNA Marjı



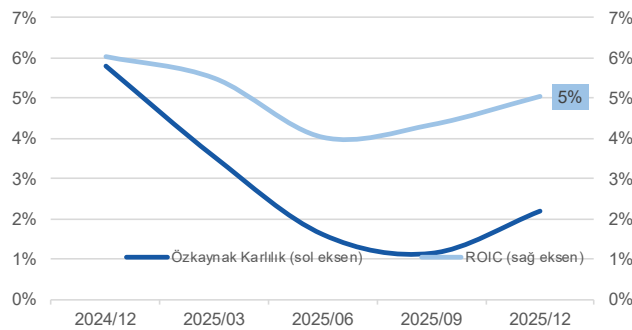
Son 4Ç SNA (TLmn) & SNA Marjı



Borçluluk



Getiri Metrikleri



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.