

8 Mayıs 2025

## Anadolu Efes

| Kapanış (TL)                 | 150,40         | Hedef fiyat (TL)                    | -         |           |                |
|------------------------------|----------------|-------------------------------------|-----------|-----------|----------------|
| Piyasa değeri (TL / US\$ mn) | 89.053 / 2.310 | 12 aylık getiri / görece getiri (%) | -22 / -13 |           |                |
| Endeks                       | BIST-30        | Pazar                               | Yıldız    |           |                |
| (TL mn)                      | 1Ç24           | 1Ç25                                | y/y Δ     | Konsensüs | Gerçek / Kons. |
| Net satışlar                 | 60.160         | 44.346                              | %-26      | 43.528    | %2             |
| FAVÖK                        | 7.377          | 3.578                               | %-52      | 4.991     | %-28           |
| FAVÖK marjı                  | %12,3          | %8,1                                | -420 bp   | %11,5     | -340 bp        |
| Net Kar                      | 4.337          | 1.725                               | %-60      | 541       | %219           |

## 1Ç25 Bilanço Değerlendirmesi

**Beklentilerin üzerinde net kâr** - Anadolu Efes, 1Ç25'te 1,73 milyar TL net kâr açıkladı. Yıllık bazda %60 (proforma olarak Rusya hariç %50) düşüşe rağmen, sonuçlar piyasa beklentilerinin oldukça üzerindeydi. Gelirlerdeki düşüş öngörüldüğü gibiydi, ancak marjlardaki daralma beklentilerin üzerindeydi.

**Proforma sonuçlar** - 2024 Aralık ayında açıklandığı üzere, Rusya Federasyonu Anadolu Efes'in Rusya'daki bira operasyonlarına geçici dış yönetim atamıştı. Şirket, Rusya operasyonlarını "Finansal Yatırım" olarak sınıflandırdı ve geçen yılın sonuçlarını proforma (Rusya hariç) bazda raporladı.

**Zayıf fiyatlama ortamı** - Anadolu Efes, 1Ç25'te 44,3 milyar TL gelir elde etti ve bu rakam yıllık %26 düşüşe işaret ediyor. Beklentilerle uyumlu olan bu gerileme, proforma bazda %5 olarak gerçekleşti. Toplam hacim %12 arttı; gazlı içeceklerde %13 artış görülürken, bira hacmi %1 azaldı. Türkiye bira hacmi, çeyreğe denk gelen erken Ramazan dönemi ve tasarruf eğilimli tüketici davranışları nedeniyle %2 daraldı. Yurt dışı bira hacmi yıllık bazda yatay kaldı; Kazakistan ve Gürcistan'daki zayıf performans, Moldova ve Ukrayna ile dengelendi. Bira Grubu gelirleri %10 azaldı. Türkiye bira gelirleri, artan rekabet ve makroekonomik koşullar nedeniyle uygulanan indirimlerin etkisiyle %55 geriledi. Yurt dışı bira gelirleri ise, fiyat artışlarının Türkiye'deki enflasyonun gerisinde kalması nedeniyle %14 düştü.

**Kârlılık baskı altında kalmaya devam etti** - Brüt marj yıllık bazda 410 baz puan düşerek %31,7'ye geriledi. Proforma olarak ise brüt marjda 190 baz puan düşüş görüldü. Bira Grubu brüt marjı yıllık bazda 380 baz puan arttı; bu artışta fiyat ayarlamaları, artan maliyetleri dengeledi. Coca-Cola İçecek'in (CCI) brüt marjı ise yurt içi ve yurt dışı pazarlarda zayıf fiyatlamaya bağlı olarak 280 baz puan düştü. Bira Grubu FAVÖK marjı yıllık 60 baz puan artışla %-6,2'ye yükseldi. CCI FAVÖK marjı 430 baz puan daralarak %11,8'e indi. Sonuç olarak, proforma bazda konsolide FAVÖK marjı yıllık 260 baz puan düşerek %9,3'e geriledi.

**Genel görüşümüz** - Gazlı içecek hacmi güçlü seyrederken, bira hacmi uluslararası birkaç pazar hariç zayıf kaldı. Fiyat artışları, enflasyonu telafi etmekte yetersiz kaldı ve bu da geçen yıla kıyasla daha düşük gelir ve kârlılığa yol açtı. Net borç, bir önceki çeyrekteki 26,9 milyar TL'den 66,1 milyar TL'ye yükseldi. 2025 için tahminlerimizde aşağı yönlü revizyonlar yaptık. Rusya operasyonlarındaki belirsizlik nedeniyle hâlâ hedef fiyat ve tavsiye paylaşılmama yaklaşımımızı sürdürüyoruz.

**Değerleme** - Hisse son bir yılda %22 düştü ve BIST-100 endeksine görece %13 daha zayıf bir performans gösterdi. 2025 tahminlerimize göre hisse 10,2x F/K ve 9,6x FD/FAVÖK çarpanlarıyla işlem görüyor.

Araştırma

yatirimarastirma@icbcyatirim.com.tr  
+90-212-276-2727

Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti SPK tarafından yayımlanan tebliğ çerçevesinde, aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşterileri arasında imzalanacak bir sözleşme çerçevesinde sunulur. Burada ulaşılan sonuçlar, tercih edilen hesaplama yöntemi ve yorum tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi sağlıklı sonuçlar doğurmayabilir. Ayrıca burada yer alan bilgiler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir.