

Anadolu Efes

Anadolu Efes'i 12 aylık 27,60 TL hedef fiyat ve %53 getiri potansiyeli ile araştırma kapsamımıza dahil ediyor, hisse için "AL" tavsiyesi veriyoruz. Yatırım temamızın ana unsurlarını; i) Rusya bira operasyonlarının konsolidasyon dışı kalmasıyla 2025'in daha sade ve karşılaştırılabilir bir baz oluşturması, ii) Coca-Cola İçecek katkısıyla desteklenen konsolide gelir büyümesi, iii) Disiplinli yatırım harcamaları ve pozitif serbest nakit akımı üretimiyle borçluluk göstergelerinde beklediğimiz iyileşme oluşturmaktadır. Şirket, 2026T tahminlerimize göre 9,0x F/K ve 5,0x FD/FAVÖK çarpanlarıyla işlem görmektedir.

2025 yeni baz yılı, 2026 kademeli toparlanma dönemi... Rusya bira operasyonlarının TFRS 10 kapsamında konsolidasyon dışında bırakılması, 2025 itibarıyla söz konusu operasyonların konsolide gelir tablosunda satış, FAVÖK ve net kar katkısı yaratmayacağı anlamına gelmektedir. Bu değişim kısa vadede raporlanan finansallarda ölçek kaybı ve baz etkisi yaratırken, 2025 yılını devam eden operasyonlar açısından daha karşılaştırılabilir bir baz haline getirmektedir. 2026'nın ikinci yarısından itibaren hacimlerde normalleşme, fiyatlama disiplininin korunması ve Coca-Cola İçecek katkısıyla daha dengeli bir büyüme görünümü oluşmasını bekliyoruz.

Meşrubat segmenti büyümenin ana sürükleyicisi olmaya devam ediyor...

Anadolu Efes'in operasyonel görünümünde bira ve meşrubat segmentleri farklı dinamiklerle öne çıkmaktadır. Bira operasyonlarının Rusya sonrası daha sade ve öngörülebilir bir yapıya kavuşmasını beklerken, meşrubat segmentinin geniş coğrafi erişimi, demografik destekleyicileri ve kategori çeşitliliğiyle büyümeyi desteklemeye devam edeceğini düşünüyoruz. Modelimizde 2026T-2030T döneminde konsolide gelir artışının büyük ölçüde Coca-Cola İçecek katkısı, fiyatlama etkisi ve hacimlerdeki kademeli toparlanma ile destekleneceğini öngörüyoruz.

Nakit akımı ve borçluluk görünümünde kademeli iyileşme bekliyoruz...

Modelimizde yatırım harcamalarının 2026T-2027T döneminde satışlara oranla %7,5 seviyesinde korunmasını, mutlak bazda ise 2025'te 18,3 milyar TL seviyesinden 2026T'de 25,03 milyar TL'ye ve 2027T'de 29,813 milyar TL'ye yükselmesini öngörüyoruz. Buna karşılık, operasyonel karlılıktaki toparlanma ve nakit üretimindeki güçlenme sayesinde serbest nakit akımının 2026T'de 16,48 milyar TL'ye, 2027T'de ise 19,25 milyar TL'ye yükselmesini bekliyoruz. Aynı dönemde FAVÖK'ün 39,5 milyar TL'den 51,4 milyar TL'ye ulaşması ve net borcun kontrollü seyretmesiyle Net Borç/FAVÖK oranının 2025'te 1,4x seviyesinden 2026T'de 1,08x'e, 2027T'de ise 0,94x'e gerilemesini öngörüyoruz. Bu görünümün, pozitif serbest nakit akımı üretimi ve borçluluk göstergelerinde iyileşme kanalıyla yatırım temasını desteklediğini düşünüyoruz.

Başlıca riskler... Tüketici talebinde beklenenden zayıf seyir, fiyat artışlarının hacim üzerinde baskı yaratması, özel tüketim vergisi ve regülasyon kaynaklı riskler, kur oynaklığı, maliyet enflasyonu ve faaliyet gösterilen pazarlardaki jeopolitik belirsizlikler değerlememiz açısından başlıca aşağı yönlü risklerdir.

AEFES

AL

Hedef fiyat
Getiri potansiyeli

TL 27.60
%53

Pay bilgileri

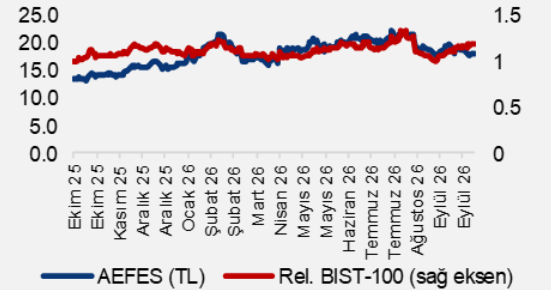
Pay Kodu	AEFES TI
Pay fiyatı (05.10.2026)	18.08
Pay fiyatı aralığı (52 haftalık)	13 / 22
Piyasa Değeri (TL mn - mn USD)	107052.6 - 2181.5
Pay adedi (mn) & halka açıklık oranı	5921.1 - 32%
Yabancı Takas Oranı	44.67%
Pazar	Yıldız
Sektör	Gıda ve İçecek

Ortalama işlem hacmi	1 Ay	3 Ay	12 Ay
milyon ABD doları	14.3	18.4	19.2

Fiyat performansı	1 Ay	3 Ay	YBB
TL	-1%	-11%	17%
USD	-3%	-15%	2%
BIST-100'e göre performans	11%	3%	6%

Tahminler (TL mn)	2025	2026T	2027T
Net satışlar	243,847	322,589	402,677
FAVÖK	39,545	51,425	66,368
Net kâr	8,957	11,831	16,105

Değerleme	2025	2026T	2027T
F/K	12.0x	9.0x	6.6x
F/DD	1.0x	0.9x	0.8x
FD/FAVÖK	7.6x	5.0x	4.5x



Oğuzhan Kaymak
+90 212 355 2604

oguzhan.kaymak@tacirler.com.tr

Berk Demirpolat
+90 212 355 2602

berk.demirpolat@tacirler.com.tr

Şirket Hakkında

Bira, meşrubat ve genişleyen alkollü içecek portföyüyle entegre içecek grubu

Anadolu Efes, bira ve alkolsüz içecek segmentlerinde faaliyet gösteren Türkiye merkezli entegre bir içecek grubudur. Şirket, bira operasyonlarını Türkiye ve uluslararası pazarlarda doğrudan yürütürken, meşrubat faaliyetlerini CCOLA iştiraki üzerinden konsolide etmektedir. Anadolu Efes'in CCOLA'daki %50,3 seviyesindeki payı, şirketin meşrubat segmentindeki geniş coğrafi erişimine ve büyüme potansiyeline ortak olmasını sağlamaktadır. Bira tarafındaki güçlü pazar konumu ile meşrubat tarafındaki çeşitlendirilmiş operasyonel yapı, grubun gelir ve kârlılık tabanını desteklemektedir. Şirket ayrıca bira dışı alkollü içecek kategorisindeki varlığını güçlendirmeye yönelik adımlar atmış olup, iştirak ettiği AE Mercan Distile İçecekler Pazarlama A.Ş. aracılığıyla Tariş Üzüm'ün %60 payının devralınmasına ilişkin süreci tamamlamıştır. Söz konusu işlem, Anadolu Efes'in alkollü içecek portföyünü çeşitlendirme ve farklı kategorilerde büyüme stratejisini desteklemektedir.

5	10 / 1	2	1	12	36	%50,3
Ülke (Bira Operasyonu)	Bira Fabrikası / Distile İçki Üretim Fabrikası	Malt Tesisi	Şerbetçiotu İşleme Tesisi	Ülke (Meşrubat Operasyonları)	Şişeleme Tesisi	CCOLA Payı

Bira Operasyonları

Anadolu Efes, bira operasyonlarını Türkiye, Kazakistan, Moldova, Gürcistan ve Ukrayna'da sürdürmektedir. Şirket, geniş marka portföyü, üretim kapasitesi ve yaygın dağıtım ağıyla faaliyet gösterdiği pazarlarda güçlü bir konuma sahiptir. 10 bira fabrikası, 2 malt tesisi ve 1 şerbetçiotu işleme tesisiyle bölgesel bira pazarında önemli bir üretim ve dağıtım ölçeğine sahiptir.

Meşrubat Operasyonları

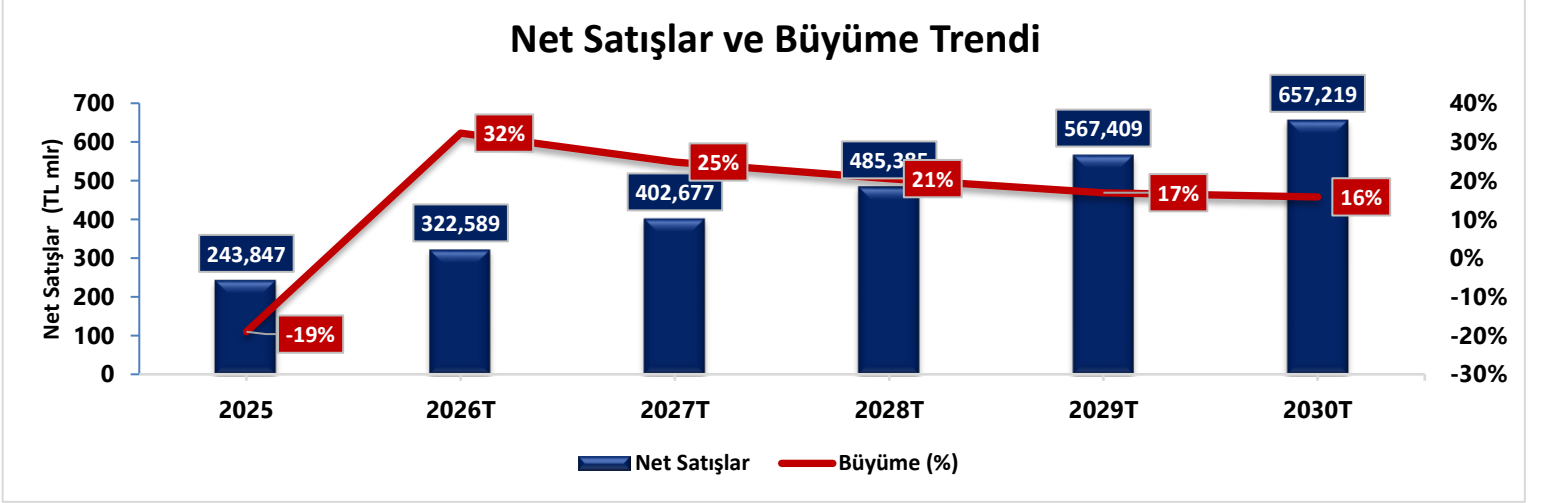
Meşrubat operasyonları, Anadolu Efes'in %50,3 pay sahibi olduğu CCOLA aracılığıyla yürütülmektedir. CCOLA; Türkiye, Orta Asya, Orta Doğu ve Pakistan başta olmak üzere geniş bir coğrafyada faaliyet göstermekte, 12 ülkede 36 şişeleme tesisiyle üretim ve dağıtım operasyonlarını sürdürmektedir. Bu yapı, Anadolu Efes'in konsolide gelir ve kârlılık görünümüne önemli katkı sağlamaktadır.

Not: Rusya bira operasyonları 2025 itibarıyla konsolidasyon kapsamı dışında değerlendirilmiştir.

Kaynak: Anadolu Efes, Tacirler Yatırım Araştırma

Gelir Büyümesi ve Segment Katkısı

Anadolu Efes'in net satışlarında 2025 yılında konsolidasyon değişimi ve düşük baz etkisi öne çıkarken, 2026 yılında net satışların yıllık yaklaşık %32 artışla 243,8 milyar TL'den 322,5 milyar TL'ye yükselmesini bekliyoruz. Modelimizde toparlanmanın ana kaynaklarını; meşrubat segmentinin hacim büyümesi, bira tarafında fiyatlama disiplininin korunması ve faaliyet gösterilen pazarlarda talebin kademeli normalleşmesi oluşturmaktadır.



Kaynak: Tacirler Yatırım Araştırma, Şirket Verileri

Not: 2026T ve sonrası net satış tahminleri nominal TL bazında olup, modeldeki fiyatlama, hacim ve kur varsayımlarını içermektedir.

2026 sonrası yeniden pozitif büyüme patikası

2026T yılında görülecek toparlanmanın ardından, net satış büyümesinin 2027T – 2030T döneminde daha dengeli bir seviyeye yerleşmesini bekliyoruz. Modelimizde bu dönemde büyümenin tek başına düşük baz etkisinden değil; fiyatlama, hacim normalleşmesi ve meşrubat segmentinin artan katkısından destek alacağını öngörüyoruz.

Meşrubat segmentinin büyümeye katkısı

CCOLA'nın katkısıyla Anadolu Efes, yalnızca bira segmentine bağlı bir büyüme profili taşımamaktadır. Meşrubat operasyonlarının geniş coğrafi erişimi, güçlü dağıtım ağı, kategori çeşitliliği ve hacim büyümesi potansiyeli, 2026 ve sonrasında konsolide gelir büyümesini destekleyen ana unsurlar arasında yer almaktadır.

Fiyatlama ve hacim normalleşmesi destekleyici

Modelimizde 2026T yılında gelir büyümesinin hem fiyatlama etkisi hem de hacimlerde beklenen kademeli toparlanma ile destekleneceğini varsayıyoruz. Enflasyonist etkilerin normalleşmesiyle fiyat artışlarının daha dengeli bir patikaya oturması, hacim görünümünün sürdürülebilirliği açısından önemli olacaktır.

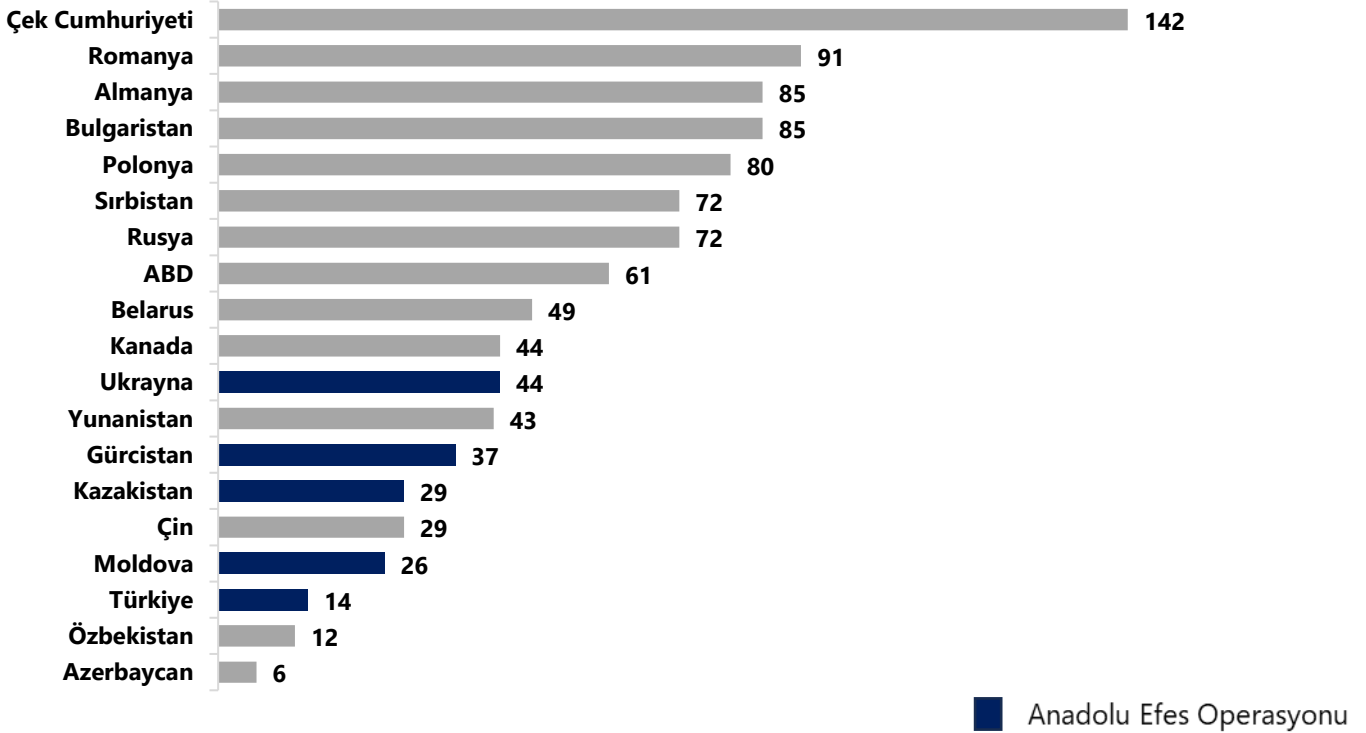
Büyümenin daha dengeli bir yapıya oturması bekleniyor

2026'daki güçlü büyüme görünümünün ardından, takip eden yıllarda net satış artışının daha dengeli bir seviyeye yerleşmesini bekliyoruz. Bu görünüm, hem bira hem de meşrubat segmentlerinde hacim-fiyat dengesi korunabildiği ölçüde orta vadeli tahminlerimizi desteklemektedir.

Kişi Başı Bira Tüketimi ve Büyüme Potansiyeli

Kişi başı bira tüketimi karşılaştırması, Anadolu Efes'in faaliyet gösterdiği birçok pazarda tüketim seviyelerinin olgun Avrupa pazarlarının belirgin altında kaldığını göstermektedir. Bu görünüm, kısa vadede güçlü hacim büyümesine işaret etmekten ziyade, orta-uzun vadede penetrasyon artışı için alan bulunduğunu göstermesi açısından önemlidir. Bira kategorisinde vergi yükü, regülasyonlar ve tüketici alım gücündeki baskılar hacim büyümesini kısa vadede sınırlayabilecek unsurlar arasında yer alırken, Anadolu Efes'in güçlü marka konumu, yaygın dağıtım ağı ve bölgesel operasyon tecrübesi düşük tüketim bazına sahip pazarlarda oluşabilecek kademeli talep toparlanmasından faydalanma kapasitesini desteklemektedir. Şirketin 2026 yılının ikinci çeyreğinde Çin ve Özbekistan'daki yerel üretim sürecine yönelik teknik hazırlıklarını tamamlamasının ardından başlamasını beklediği üretim faaliyetlerinin, bu pazarlarda maliyet avantajı yaratmasını ve operasyonel verimlilik artışıyla karlılığı desteklemesini bekliyoruz.

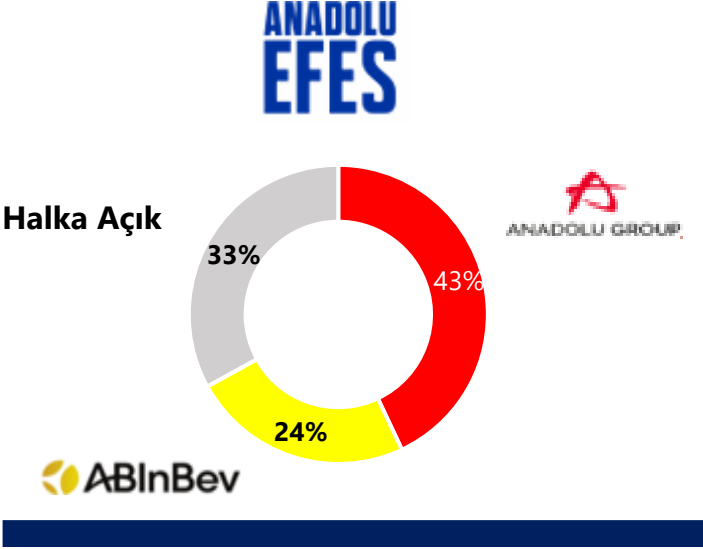
Kişi Başı Yıllık Bira Tüketimi (Litre)



Kaynak: GlobalData, Anadolu Efes, Tacirler Yatırım Araştırma

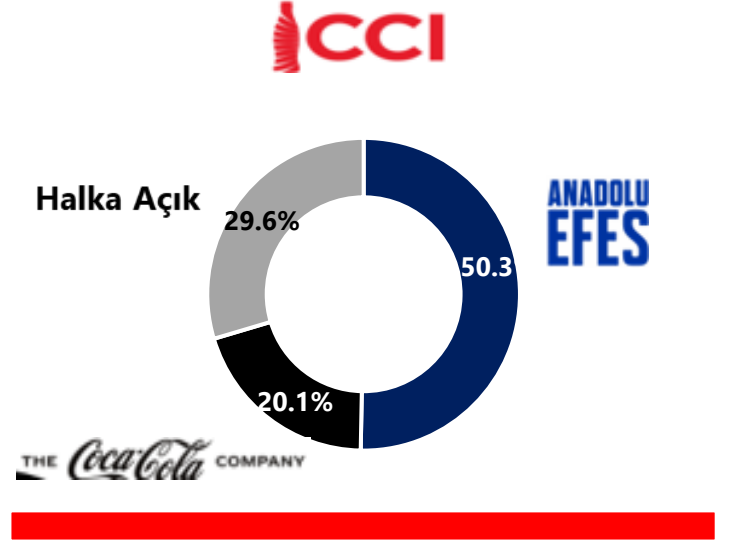
Ortaklık Yapısı ve Operasyonel Dağılım

Bira operasyonları 5 ülkede yürütülürken, meşrubat faaliyetleri CCOLA üzerinden 12 ülkeye yayılmaktadır.



Bira Operasyonları

Türkiye Kazakistan
Moldova Gürcistan
Ukrayna



Meşrubat Operasyonları

Türkiye Azerbaycan
Ürdün Kırgızistan
Kazakistan Pakistan
Irak Özbekistan
Suriye Türkmenistan
Tacikistan Bangladeş

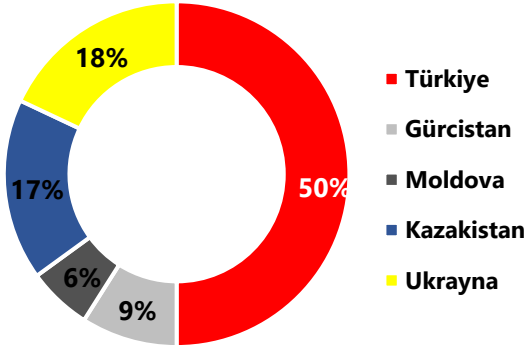
*Rusya bira operasyonları Anadolu Efes bünyesinde kalmakla birlikte, geçici dış yönetim atanması nedeniyle 1 Ocak 2025 itibarıyla TFRS 10 kapsamında konsolidasyon dışında bırakılmıştır.

Kaynak: Anadolu Efes, Coca-Cola İçecek, Tacirler Yatırım Araştırma

Hacim Kırılımı ve Coğrafi Çeşitlilik



2025 Bira Operasyonları Hacim Kırılımı



Türkiye ana pazar konumunda

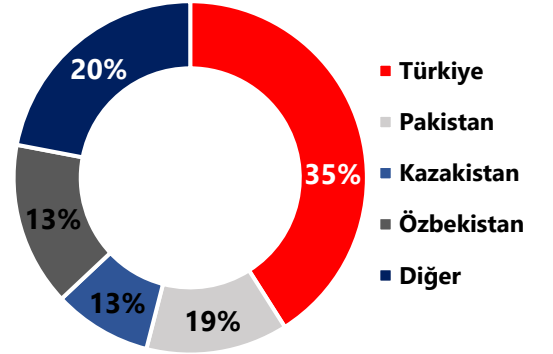
2025 bira operasyonları hacim kırılımında Türkiye, yaklaşık %50 pay ile en büyük pazar konumundadır. Türkiye'yi %18 ile Ukrayna ve %17 ile Kazakistan takip ederken, coğrafi çeşitlilik konsolide hacim görünümünü desteklemektedir.

Uluslararası operasyonlar çeşitlilik sağlıyor

Kazakistan, Moldova, Gürcistan ve Ukrayna operasyonları, bira segmentinde bölgesel hacim çeşitliliğini desteklemektedir. Uluslararası operasyonların farklı pazarlara yayılan yapısı, tek bir pazara olan bağımlılığı sınırlarken operasyonel çeşitliliği artırmaktadır.



2025 CCI Hacim Kırılımı



CCI'da pazarlar arası daha dengeli hacim dağılımı

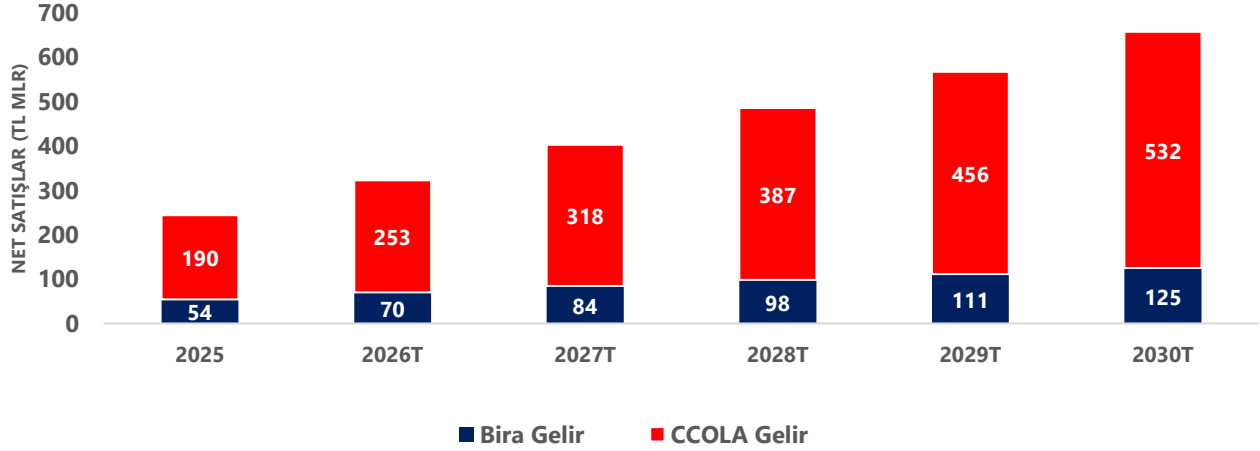
2025 yılında Türkiye, CCI'nın toplam satış hacminin %35'ini oluştururken, uluslararası operasyonların toplam hacim içindeki ağırlığı daha yüksek seviyededir. Pakistan %19, Özbekistan %13 ve Kazakistan %13 pay ile öne çıkan uluslararası pazarlar arasında yer alırken, coğrafi çeşitlilik CCI'nın hacim performansını desteklemektedir.

Operasyonel Görünüm ve Segment Dinamikleri

Anadolu Efes'in operasyonel görünümünde bira ve meşrubat segmentleri farklı dinamiklerle öne çıkmaktadır. Bira tarafı daha olgun ve dengeli bir hacim yapısı sunarken, meşrubat segmenti geniş coğrafi erişimi, demografik destekleyicileri ve kategori çeşitliliğiyle büyümenin ana sürükleyicisi konumundadır. Modelimizde 2025–2030T döneminde konsolide gelir artışının büyük ölçüde CCOLA içecek katkısı ve fiyatlama etkisiyle destekleneceğini öngörüyoruz.

- **Bira:** Daha olgun pazar yapısı ve sınırlı hacim büyümesi
- **Meşrubat:** Daha yüksek büyüme potansiyeli ve geniş coğrafi erişim
- **Karma etki:** Konsolide gelir tabanında daha dengeli yapı

Segment Bazlı Gelir Gelişimi (2025–2030T)



Kaynak: Tacirler Yatırım Araştırma, Şirket Verileri

Karlılık Görünümü

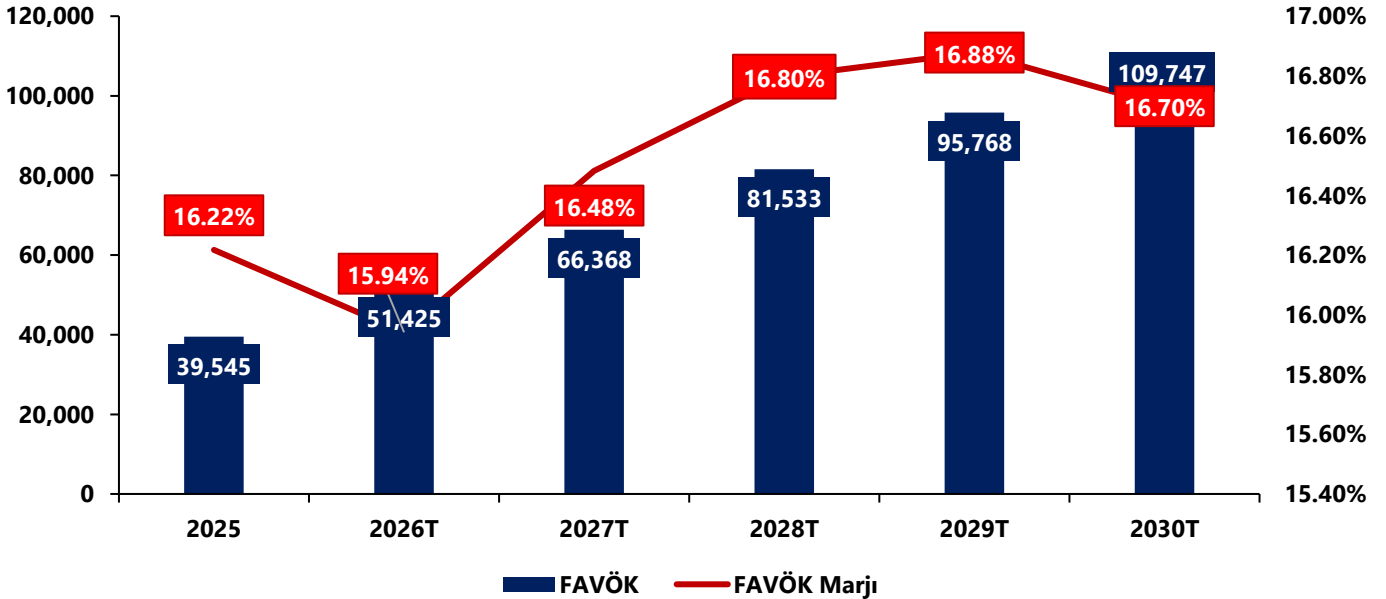
Anadolu Efes'in kârlılık görünümünde, 2026 yılında baz etkisi ve geçiş dönemi dinamikleri nedeniyle sınırlı bir geri çekilme, sonrasında ise kademeli toparlanma bekliyoruz. Modelimizde FAVÖK marjının izleyen yıllarda fiyatlama, ürün karması, operasyonel verimlilik ve ölçek etkisiyle desteklenerek yeniden yukarı yönlü bir patikaya girdiğini öngörüyoruz. Bu çerçevede, 2026 sonrasında daha sürdürülebilir bir marj yapısına ulaşılmasını bekliyoruz.

Burada dikkat edilmesi gereken nokta, marj toparlanmasının agresif varsayımlara değil, daha sadeleşmiş operasyonel yapı ve normalleşen işleyişe dayanmasıdır. Bu nedenle kârlılık görünümünü, yüksek büyüme beklentisinden ziyade temkinli fakat destekleyici bir normalleşme hikâyesi olarak değerlendiriyoruz.

Karlılığı Destekleyen Unsurlar

- Fiyatlama disiplininin korunması
- Operasyonel verimlilik ve ölçek etkisi
- Gider yönetiminde kontrollü seyir

FAVÖK ve FAVÖK Marjı Gelişimi(2025-2030T)



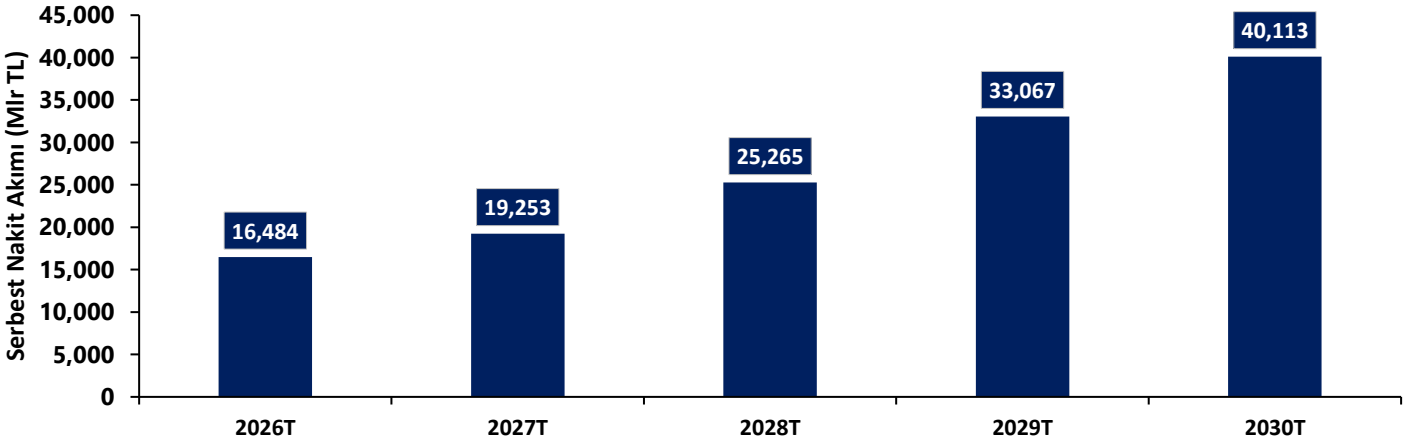
Kaynak: Tacirler Yatırım Araştırma, Şirket Verileri

Nakit Akımı ve Sermaye Yapısı

Anadolu Efes için orta vadeli yatırım tezimizin önemli bileşenlerinden biri, serbest nakit akımı yaratımındaki güçlenmedir. Operasyonel karlılığın korunması, yatırım harcamalarının daha normalize seviyelerde seyretmesi ve işletme sermayesi ihtiyacının daha dengeli bir yapıya kavuşması, şirketin nakit yaratımını desteklemektedir. Grafikte yer alan projeksiyonlarda da 2026T sonrasında serbest nakit akımının belirgin şekilde yükseldiği görülmektedir.

Artan nakit yaratımı sayesinde net borç/FAVÖK görünümünün kademeli olarak iyileşmesini ve bilanço esnekliğinin güçlenmesini bekliyoruz. Bu görünüm, hem finansman baskısını azaltarak özsermaye değerini desteklemekte hem de şirketin uzun vadeli yatırım kapasitesi ve hissedar getirilerini destekleme potansiyeli açısından alan yaratmaktadır.

Serbest Nakit Akımı Görünümü



Kaynak: Tacirler Yatırım Araştırma, Şirket Verileri

Not: Raporla sunulan serbest nakit akışı, standartlaştırılmış NOPAT bazlı yaklaşım çerçevesinde hesaplanmaktadır. Anadolu Efes tarafından raporlanan serbest nakit akışı ise şirketin kendi raporlama metodolojisi kapsamında çeşitli operasyonel ve diğer nakit kalemlerine ilişkin düzeltmeleri içermektedir. Bu nedenle, iki gösterge arasında hesaplama metodolojisinden kaynaklanan farklılıklar oluşabilmektedir.

Değerleme ve Hedef Fiyat

AEFES için indirgenmiş nakit akımları modelimize göre 12 aylık hedef fiyatımızı **27.60 TL** olarak hesaplıyoruz. Değerlememizde 2026T-2035T dönemine ilişkin nakit akımı projeksiyonları, ortalama %22 seviyesindeki AOSM ve %5 uzun vadeli büyüme oranı esas alınmıştır. Modelimizi destekleyen temel unsurlar; daha öngörülebilir operasyonel yapı, orta vadede toparlanan karlılık görünümü ve güçlenen serbest nakit akımı profilidir.

TL m n	2026 T	2027 T	2028 T	2029 T	2030 T
Net Satışlar	322,589	402,677	485,385	567,409	657,219
Büyüme (%)	32.3%	24.8%	20.5%	16.9%	15.8%
FAVÖK	51,425	66,368	81,533	95,768	109,747
Büyüme (%)	30.0%	29.1%	22.8%	17.5%	14.6%
FAVÖK Marjı (%)	15.9%	16.5%	16.8%	16.9%	16.7%
Amortisman	15,349	17,713	20,505	24,484	27,179
Vergi Sonrası Net Faaliyet Karı (NOPAT)	27,057	36,492	45,771	53,463	61,925
CAPEX	-25,053	-29,813	-35,776	-38,638	-41,729
Net İşletme Sermayesi Değişimi	869	5,139	5,235	6,242	7,263
Serbest Nakit Akımları	16,484	19,253	25,265	33,067	40,113
SNA Marjı (%)	5.1%	4.8%	5.2%	5.8%	6.1%
AOSM	22%	22%	22%	21%	21%
Sonsuz Büyüme Oranı	5.0%				
Sonsuz Büyüme Değeri	707,611				
Sonsuz Büyüme Değeri (BD)	156,946				
Nakit Akımlarının Bugünkü Değeri	153,162				
Terminal Değerin Bugünkü Değeri	156,946				
Firma Değeri	310,109				
Net Borç	65,655				
Azınlık Payları	126,789				
İştirakler	331				
Özsermaye Değeri	117,996				
Ödenmiş Sermaye	5,921				
Hedef Piyasa Değeri (mn TL)	150,445				
DCF Hisse Hedef Fiyatı (12 Aylık)	25.41				
DCF Ağırlığı	70%	21.00			
Çarpan Analizi Ağırlığı	30%				
Nihai Hedef Fiyat (12 Aylık)	27.60				
Güncel Hisse Fiyatı	18.08				
Getiri Potansiyeli	53%				

Benzer Şirket Çarpan Analizi

Çarpan analizinde, global bira ve alkollü içecek pazarında faaliyet gösteren ve ölçek, marka gücü ile coğrafi çeşitlilik açısından AEFES ile karşılaştırılabilir nitelikte olduğunu düşündüğümüz Royal Unibrew, AB InBev, Carlsberg, Heineken ve Diageo'yu benzer şirket grubu olarak kullanıyoruz. Değerlemede 2026T FD/FAVÖK ve F/K medyanlarını esas alıyoruz.

Şirket Adı	Ülke	FD/FAVÖK 2026T	FD/FAVÖK 2027T	F/K 2026T	F/K 2027T
ROYAL UNIBREW	Danimarka	9.14	8.6	12.91	11.68
ANHEUSER-BUSCH INBEV SA/NV	Belçika	9.92	9.37	17.66	16.06
CARLSBERG AS	Danimarka	9.63	9.09	13.72	12.71
HEINEKEN NV	Hollanda	8.79	8.35	13.85	12.78
DEAGEO PLC	İngiltere	10.97	10.37	14.35	13.48
Benzer Şirket Medyanları		9.63	9.09	13.85	12.78
AEFES Çarpanları	Türkiye	4.24	3.21	8	5.94

Kaynak: Bloomberg, Tacirler Yatırım Araştırma

İskonto Yaklaşımı

AEFES'in benzer şirketlere kıyasla daha yüksek ülke riski, daha sınırlı piyasa derinliği ve operasyonel yapısındaki geçiş dönemi dikkate alınarak, benzer şirket medyan FD/FAVÖK ve F/K çarpanlarına %20 iskonto uyguluyoruz. Bu yaklaşımın, şirketin mevcut risk profilini daha temkinli biçimde değerlemeye yansıttığını düşünüyoruz.

Çarpan Analizi Varsayımları	FD/FAVÖK	F/K
Benzer Şirket Medyanı	9.63x	13.85x
Uygulanan İskonto	20%	20%
AEFES için Uygulanan Çarpan	7.70x	11.08x

Kaynak: Bloomberg, Tacirler Yatırım Araştırma

Değerleme Yaklaşımı

İskonto sonrası 2026T FD/FAVÖK ve F/K çarpanlarını AEFES'in ilgili finansal tahminlerine uygulayarak iki ayrı özsermaye değeri hesaplıyoruz. FD/FAVÖK bazlı değerlemede şirketin 2026T FAVÖK tahmini üzerinden firma değeri hesaplanırken, net borç ve azınlık payları dikkate alınarak özsermaye değerine ulaşıyor. F/K bazlı değerlemede ise 2026T ana ortaklık net karı esas alınıyor. Her iki yöntemle eşit ağırlık vererek elde ettiğimiz çarpan bazlı değeri, nihai hedef fiyatımızın belirlenmesinde %30 ağırlıkla kullanıyoruz.

Sonuç: Çarpan analizi, DCF yöntemini tamamlayıcı bir değerlendirme aracı olarak kullanılırken, nihai hedef fiyat hesaplamasında DCF'ye %70, çarpan analizine %30 ağırlık verilmektedir.

Projeksiyonlar

Bilanço	2024	2025	2026T	2027T
Nakit ve benzerleri	70,986	37,174	67,973	87,910
Ticari alacaklar	28,515	26,933	36,676	45,782
Stoklar	39,541	28,997	45,951	57,360
Finansal yatırımlar	297	429	493	542
Maddi duran varlıklar	261,061	218,714	228,418	240,519
Diğer duran varlıklar	60,629	101,329	116,529	134,008
Toplam varlıklar	461,029	413,577	496,040	566,121
	0	0	0	0
Kısa vadeli borçlanmalar	41,947	35,963	47,737	59,790
Ticari borçlar	64,815	41,668	67,497	82,872
Uzun vadeli borçlanmalar	61,043	57,024	76,088	91,228
Diğer uzun vadeli yükümlülükler	183,221	170,311	186,286	200,481
Uzun vadeli yükümlülükler	351,026	304,966	377,608	434,371
Özkaynaklar	110,003	108,611	118,432	131,750
Ödenmiş sermaye	592	5,028	5,028	5,028
Diğer özkaynaklar	109,411	103,583	113,404	126,722
Toplam kaynaklar	461,029	413,577	496,040	566,121
	0	0	0	0
Net borç	32,003	55,812	55,853	63,108
Net işletme sermayesi	3,241	14,262	15,131	20,269
Oranlar				
Karlılık				
Özkaynak karlılığı	%17.7	%8.2	%10.4	%12.9
Net kâr	%5.7	%3.7	%3.7	%4.0
Aktif devri	0.7x	0.6x	0.7x	0.8x
Kaldıraç	4.3x	4.0x	4.0x	4.2x
Aktif karlılığı	%4.1	%2.0	%2.6	%3.0
Kaldıraç				
Finansal borç/toplam varlıklar	%22	%22	%25	%27
Net borç/özsermaye	0.29	0.51	0.47	0.48
Net borç/FAVÖK	0.64	1.41	1.09	0.95
Hisse başına (TL)				
Net kâr	2.90	1.51	2.00	2.72
Özkaynak	18.58	18.34	20.00	22.25
Temettü	-0.66	-0.45	-0.34	-0.47

Gelir tablosu	2024	2025	2026T	2027T
Net satışlar	302,825	243,847	322,589	402,677
Brüt kâr	119,122	91,926	120,513	150,433
Faaliyet giderleri	-84,126	-65,534	-84,438	-101,777
Esas faaliyet kârı	34,996	26,392	36,076	48,656
FAVÖK	49,989	39,545	51,425	66,368
Net diğer gelir	-899	-662	63	79
Net finansman geliri	6,541	-3,768	-4,662	-5,417
Vergi öncesi kâr	40,572	25,603	32,892	44,970
Vergi gideri	-10,015	-8,266	-9,991	-13,797
Net kâr	17,169	8,957	11,831	16,105
Nakit akış tablosu				
FAVÖK	49,989	39,545	51,425	66,368
Vergi gideri	-8,637	-6,598	-9,019	-12,164
Yatırımlar	-23,331	-18,354	-25,053	-29,813
İşletme sermayesi değişimi	-10,365	11,021	869	5,139
Serbest nakit akışı	28,386	3,572	16,484	19,253
Büyüme ve marjlar				
Net satışlar	-%26	-%19	%32	%25
FAVÖK	%55	-%21	%30	%29
Net kâr	-%20	-%48	%32	%36
Brüt marj	%39.3	%37.7	%37.4	%37.4
Esas faaliyet kâr marjı	%11.6	%10.8	%11.2	%12.1
FAVÖK marjı	%16.5	%16.2	%15.9	%16.5
Net marj	%5.7	%3.7	%3.7	%4.0
Serbest nakit akışı marjı	%9.4	%1.5	%5.1	%4.8
Değerleme				
F/K	6.2x	12.0x	9.0x	6.6x
F/DD	1.0x	1.0x	0.9x	0.8x
FD/FAVOK	6.0x	7.6x	5.0x	4.5x

Kaynak: Tacirler Yatırım Araştırma

* Bütün rakamlar milyon TL olarak ifade edilmiştir.

2Ç26 Sonrası Revize 2026 Beklentileri

AEFES, 2Ç26 sonuçlarının ardından 2026 yılı beklentilerini daha temkinli bir çerçevede güncellemiştir. Revizyonlar ağırlıklı olarak bira segmentinde yoğunlaşırken, konsolide hacim büyümesinin korunması ve meşrubat operasyonlarındaki güçlü görünüm grup performansını desteklemeye devam etmektedir.

Hacim Görünümü

Konsolide satış hacminde **orta-tek haneli büyüme beklentisi korunurken**, bira grubunda önceki düşük-tek haneli büyüme beklentisi **düşük-tek haneli daralmaya** revize edilmiştir. Türkiye bira operasyonları bu revizyonun ana kaynağını oluştururken, uluslararası bira hacminde yatay seyir beklenmektedir. Buna karşın meşrubat grubunda **orta-tek haneli hacim artışı**, uluslararası operasyonlarda ise **yüksek-tek haneli büyüme** öngörülmektedir.

Karlılık Görünümü

Konsolide FAVÖK marjı beklentisi yatay seviyeden **hafif daralmaya** revize edilirken, bira grubu FAVÖK marjında enflasyon muhasebesi uygulanmış rakamlara göre **150 baz puan**, uygulanmamış rakamlara göre ise **100 baz puan daralma** beklenmektedir. Meşrubat grubunda ise FAVÖK marjının **yatay kalması** öngörülmektedir.

Yatırım ve Genel Görünüm

Yatırım harcamalarının satışlara oranının **yüksek-tek haneli seviyelerde** gerçekleşmesi beklenirken, meşrubat segmentindeki hacim büyümesinin ve konsolide satış hacmi beklentisinin korunmasının bira tarafındaki zayıflamayı kısmen dengelemesi beklenmektedir.

Değerlendirmemiz

Revize beklentilerin kısa vadeli operasyonel görünüm üzerinde baskı yaratabileceğini değerlendirirken, konsolide hacim büyümesinin korunması ve meşrubat segmentindeki güçlü görünümün grup performansı açısından dengeleyici olmaya devam ettiğini düşünüyoruz. Bu çerçevede, revizyonların kısa vadeli tahminlerimiz üzerinde sınırlı baskı yaratabileceğini, ancak konsolide büyüme dinamiklerinin ve meşrubat operasyonlarındaki güçlü seyrin orta-uzun vadeli beklentilerimizi desteklemeye devam ettiğini değerlendiriyoruz.

Künye

Tacirler Yatırım Araştırma ve İçerik Yönetimi

Serhan Yenigün

Kıdemli Müdür

serhan.yenigun@tacirler.com.tr

Ekin Çınar

Başekonomist

ekin.cinar@tacirler.com.tr

Oğuzhan Kaymak

Tüm hisse kapsamı ve içerik yönetimi

oguzhan.kaymak@tacirler.com.tr

Özgür Tosun

Holdingler, Rafineri & Petrokimya,
Perakende (Giyim & Elektronik)

ozgur.tosun@tacirler.com.tr

Anıl Deniz Altıay

İletişim, sağlık ve ilaç, sigorta &
Küresel piyasalar

deniz.altıay@tacirler.com.tr

Berk Demirpolat

Dayanıklı tüketim, beyaz eşya, gıda

berk.demirpolat@tacirler.com.tr

Ömer Tarman

Veritabanı sorumlusu, çimento, GYO

omer.tarman@tacirler.com.tr

Uyarı Notu

Bu raporda yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmakta olup finansal bilgi ve genel yatırım tavsiyesi kapsamında hazırlanmıştır ve hiçbir şekilde 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.

Yatırım Danışmanlığı hizmeti talep edilmesi halinde; yatırımcının Tacirler Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ile Yatırım Danışmanlığı sözleşmesi imzalamış olması, Yerindelik Testi'ni tamamlamış ve risk grubunun belirlemiş olması zorunludur.

Bu raporda yer alan her türlü bilgi, yorum ve tavsiye uygunluk testi ile tespit edilecek risk grubunuz ve getiri beklentiniz ile uyumlu olmayabilir. Dolayısıyla, uygunluk testi neticesinde risk grubunuz tespit edilmeden sadece burada yer alan bilgilere dayanılarak yatırım kararı verilmesi amaç, bilgi ve tecrübenize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

Bu rapor herhangi bir sürede belirli bir getirinin sağlanacağına dair bir taahhüt içermemekte olup, zaman içerisinde piyasa koşullarında meydana gelen değişiklikler nedeniyle yorum ve tavsiyelerde değişiklikler söz konusu olabilir. Bu raporda bahsedilen yatırım araçlarının fiyatları ve değerleri yatırımcıların menfaatlerine aykırı olarak hareket edebilir ve netice itibarıyla yatırımcılar anaparalarını kaybetme riski ile karşı karşıya kalabilirler. Bu raporda yer alan geçmiş performans verileri gelecekte elde edilecek sonuçların bir garantisi olarak kabul edilemez.

Bu raporda yer alan tüm bilgiler ve görüşler yatırımcıları bilgilendirmek amacıyla, Tacirler Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından güncel ve güvenilir kaynaklardan temin edilmiş olmakla beraber, Tacirler Yatırım Menkul Değerler A.Ş. söz konusu bilgilerin doğru ve tam olduğunu taahhüt etmemektedir. Raporlardaki yorumlardan, bilgilerin tam veya doğru olmaması ve/veya güncellenme nedeniyle doğabilecek maddi ve manevi zararlardan Tacirler Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ve çalışanları sorumlu tutulamaz.

Bu rapor, sadece gönderildiği kişilerin kullanımı içindir. Bu raporun tümü veya bir kısmı Tacirler Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin yazılı izni olmadan çoğaltılamaz, yayınlanamaz veya üçüncü kişilere gösterilemez, ticari amaçla kullanılamaz. Aksi halde, Tacirler Yatırım Menkul Değerler A.Ş. uğramış olduğu bütün zarar ve ziyarı talep etme hakkını saklı tutar.