

Finansal Değerlendirme Notu

Anadolu Efes <AEFES>

Gıda İçecek

Dönemsel: AEFES'in 2025 yılı finansal performansı, özellikle Rusya ve Ukrayna kaynaklı jeopolitik ve operasyonel risklerin etkisiyle belirgin şekilde bozuldu. Şirketin konsolide cirosu 2024 yılında 302,2 milyar TL iken 2025'te %19,3 daralarak 243,8 milyar TL seviyesine geriledi. Bozulmanın ana nedeni bira segmentinde yaşanan hacim ve konsolidasyon kayıpları olurken, meşrubat tarafı daha dirençli bir görünüm sergileyerek toplam sonuçları kısmen dengeledi.

Yurtdışı bira operasyonları tarafında Rusya ve Ukrayna eksenli gelişmeler öne çıktı. Rusya'daki bira operasyonlarına el konulması ve konsolidasyon kapsamının değişmesi sonucunda yurtdışı hasılat 2024'teki 188 milyar TL seviyesinden 2025'te %31,3 azalışla 129,2 milyar TL'ye geriledi. Buna karşın yurtiçi hasılat büyük ölçüde yatay seyretti ve cirodaki daralmanın ana kaynağı dış operasyonlar oldu.

Ukrayna tarafında 28.01.2025 tarihinde Mikolayiv bira fabrikasında meydana gelen patlama, operasyonel tarafta ilave baskı yarattı. Olay sonrası tesiste ve stoklarda meydana gelen hasar nedeniyle ilgili maddi duran varlıklar ve stoklar için değer düşüklüğü ayrıldı ve bu tutarlar 31.12.2025 tarihli konsolide finansal tablolara yansıtıldı. Mikolayiv tesisinde üretim geçici olarak durdurulurken, üretim kaybının Chernihiv tesisinde kapasite düzenlemeleri ile telafi edilmesi planlandı. Bu süreç kısa vadede marj ve kârlılık üzerinde baskı unsuru olmaya devam ediyor.

Segment bazında bozulmanın bira tarafında yoğunlaştığı görülüyor. Bira grubunun cirosu 2024 yılında 120,6 milyar TL iken 2025'te %55,0 gibi çok sert bir düşüşle 54,3 milyar TL'ye geriledi. Buna karşılık ağırlıklı olarak yurtiçi odaklı ve daha defansif karaktere sahip meşrubat segmenti cirosu 180,2 milyar TL'den 187 milyar TL'ye yükselerek %3,8 oranında büyüme kaydetti. Böylece Rusya-Ukrayna kaynaklı baskı esas olarak bira segmentinde yoğunlaşırken, meşrubat iş kolu şirketin toplam performansını dengeleyen ve dayanıklılık sağlayan ana unsur olarak öne çıktı.

Karlılık tarafında da zayıflama belirginleşti. Satışların maliyeti 2024'te 183,7 milyar TL iken 2025'te %17,3 azalışla 151,9 milyar TL'ye geriledi. Ancak cirodaki daralmanın daha belirgin olması nedeniyle brüt kâr 119 milyar TL'den 91,9 milyar TL'ye düştü ve %22,8 oranında geriledi. Operasyonel giderlerde kısmi azalma olmasına rağmen, brüt kârdaki düşüşün daha yüksek olması nedeniyle faaliyet kârı 2024 yılındaki 34 milyar TL seviyesinden 2025'te %24,4 azalışla 25,7 milyar TL'ye indi.

Diğer yandan, yatırım faaliyetlerinden gelirler ve özkaynak yöntemiyle muhasebeleştirilen yatırımların katkısı 2025 yılında kayda değer şekilde iyileşti. Yatırım faaliyetlerinden gelirler 306 milyon TL'den 4 milyar TL'ye yükselerek yıllık bazda yaklaşık %1.207 oranında artış gösterdi. Özkaynak yöntemiyle muhasebeleştirilen yatırımların katkısı 2024'teki negatif seviyeden 2025'te 5,29 milyar TL pozitif seviyeye döndü ve bu kalemler finansman geliri öncesi faaliyet kârının yaklaşık 29,3 milyar TL seviyesinde oluşmasına destek verdi.

Şirket Bilgileri

Hisse Kodu	AEFES
Hisse Kapanış Fiyatı (TL)	18,75
5Y En Yüksek	23,28
5Y En Düşük	13,25
Hisse Adedi (mn)	5.921,05
Fili Dolayım Hisse Adedi	32,85
Piyasa Değeri (TL mn)	111.020
Piyasa Değeri (USD mn)	2.529
Finansal Borç (TL mn)	92.987
Finansal Borç (USD mn)	2.169
3A OİH (USD mn)	28,70
3A OİH/HA Piyasa Değ.	0,03%

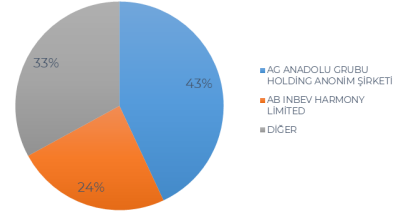
F / K

Güncel	12,39
6 Aylık Ortalama	9,59
1 Yıllık Ortalama	8,13

PD/DD

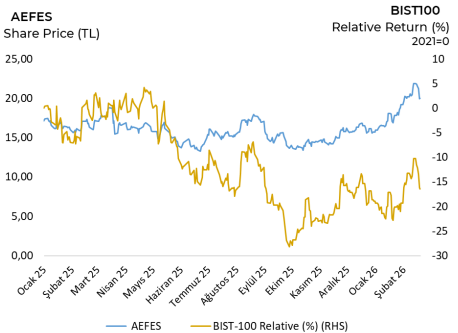
Güncel	1,02
6 Aylık Ortalama	0,94
1 Yıllık Ortalama	0,95

Ortalık Yapısı



Özet Finansallar

AEFES (mn TL)	2023	2024	2025/12
Hasılat	302.138	302.825	243.847
FAVÖK	51.111	49.989	39.545
NetKâr	41.819	17.169	8.957
Özkaynaklar	122.002	110.003	108.611



İfo Yatırım Araştırma

Araştırma: +90 (212) 700-2625
arastirma@infoyatirim.com.tr

Finansal Değerlendirme Notu

Anadolu Efes <AEFES>

Gıda İçecek

Buna karşın finansal gelirlerdeki sert gerileme net kâr tarafını önemli ölçüde baskıladı. Finansal gelirler 2024 yılında 18,6 milyar TL iken 2025'te %58,6 düşüyle 7,7 milyar TL'ye geriledi ve sürdürülen faaliyetler vergi öncesi kârı 40,5 milyar TL'den 25,6 milyar TL'ye inerek %36,8 oranında azaldı. Vergi gideri 30,5 milyar TL'den 17,3 milyar TL'ye gerileyerek %43,3 düşüş gösterse de, operasyonel ve finansal taraftaki zayıflığı ancak kısmen telafi edebildi.

Çeyreklik: Çeyreklik bazda bakıldığında beklenenden daha iyi, karlılıkta ise belirgin şekilde zayıf bir tablo ortaya çıktı. İlgili çeyrekte ciro 45,3 milyar TL'lik piyasa beklentisine karşılık 47 milyar TL olarak gerçekleşti ve beklentinin yaklaşık %3,8 üzerinde oluştu.

Buna karşın FAVÖK tarafında 6,7 milyar TL'lik konsensüs beklentisine karşılık 5,4 milyar TL açıklandı ve FAVÖK beklentinin yaklaşık %19,4 altında kaldı. Net karda tablo daha olumsuz seyretti. Piyasa beklentisi 859 milyon TL net kâr yönündeyken şirket ilgili dönemi yaklaşık 3 milyar TL net zarar ile kapattı; böylece beklentiye göre yaklaşık 3,9 milyar TL'lik olumsuz sapma oluştu. Bu sonuç, hem operasyonel anlamda marj erozyonunu hem de değer düşüklüğü, tek seferlik kalemler ve finansal gelirlerdeki zayıflığın neticeye yansımaları teyit ediyor.

Genel resim, 2025 sonuçlarının AEFES için jeopolitik risklerin ve özellikle Rusya-Ukrayna eksenli gelişmelerin bilanço ve karlılık üzerindeki olumsuz etkisini net şekilde ortaya koyduğunu gösteriyor. Bira segmentinde %55'lik sert ciro daralması ve yurtdışı gelirlerdeki %31,3'lük düşüş, şirketin ölçek ve karlılık dinamiklerinde aşağı yönlü bir yeniden dengelenmeye işaret ediyor.

Buna karşın meşrubat segmentindeki %3,8'lik ciro artışı ve görece defansif yapı, konsolide sonuçlar açısından sınırlayıcı bir tampon görevi gördü. Bu çerçevede, özellikle son çeyrekte FAVÖK'ün beklentinin yaklaşık %19 altında kalması ve beklenen kâr yerine 3 milyar TL net zarar yazılması dikkate alındığında, açıklanan sonuçların hisse üzerinde kısa vadede satıcı bir fiyatlamaya yaratması bekleniyor. Orta-uzun vadede ise Chernihiv üzerinden kapasite optimizasyonu, meşrubat segmentinin büyüme ve marj performansı ile Rusya operasyonlarına ilişkin olası hukuki/finansal gelişmeler, yeniden değerlendirme potansiyeli açısından izlenmesi gereken ana başlıklar olarak öne çıkıyor.

Şirket Bilgileri

Hisse Kodu	ENKAI
Hisse Kapanış Fiyatı (TL)	93,05
5Y En Yüksek	104,70
5Y En Düşük	46,49
Hisse Adedi (mn)	6.000,00
Fıllı Dolayım Hisse Adedi	8,27
Piyasa Değeri (TL mn)	558.300
Piyasa Değeri (USD mn)	12.720
Finansal Borç (TL mn)	6.907
Finansal Borç (USD mn)	161
3A OİH (USD mn)	22,82
3A OİH/HA Piyasa Değ.	0,02%

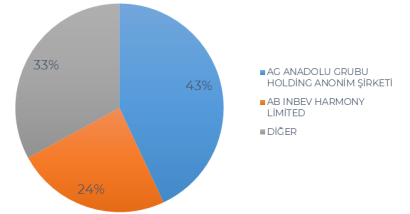
F / K

Güncel	15,43
6 Aylık Ortalama	14,27
1 Yıllık Ortalama	14,61

PD/DD

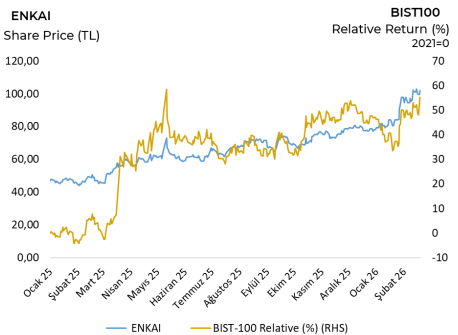
Güncel	1,50
6 Aylık Ortalama	1,26
1 Yıllık Ortalama	1,04

Ortalık Yapısı



Özet Finansallar

ENKAI (mn TL)	2023	2024	2025/12
Hesabat	76.705	100.541	156.507
FAVÖK	15.061	22.991	33.944
Net Kar	16.969	24.691	36.183
Özkaynaklar	215.659	279.418	373.217



İfo Yatırım Araştırma

Araştırma: +90 (212) 700-2625
arastirma@infoyatirim.com.tr

Finansal Değerlendirme Notu

Anadolu Efes <AEFES>

Gıda İçecek

Beklentiler: Şirket, 2026 yılına yönelik beklentilerini, volatilitenin ve belirsizliklerin sürdüğü bir ortamda “ılımlı büyüme ve marj koruma” odağında şekillendiriyor. Yönetim, dengeli ürün karması, yeni kategorilerde değer yaratma, ihracatın güçlendirilmesi ve disiplinli icra ile hacim tarafında makul bir artış hedeflerken, kârlılık tarafında mevcut marj seviyelerini korumayı amaçlıyor.

Operasyonel olarak, 2026’da konsolide satış hacminin orta tek haneli oranlarda artması bekleniyor. Bira Grubu ve Türkiye bira operasyonlarında düşük tek haneli hacim büyümesi, uluslararası bira operasyonlarında ise hacimlerin geçen yıla göre yataya yakın seyretmesi öngörülüyor. Meşrubat Grubu’nda konsolide hacimlerin orta tek haneli artması, Türkiye meşrubat tarafında düşük-orta tek haneli büyüme, uluslararası meşrubat operasyonlarında ise yüksek tek haneli hacim artışı bekleniyor. Bu yapı, büyümenin ana sürükleyicisinin meşrubat segmenti ve özellikle uluslararası meşrubat operasyonları olacağına işaret ediyor.

Enflasyon muhasebesi uygulanan rakamlar bazında, Konsolide Net Satış Geliri/hl’de düşük tek haneli, Bira Grubu Net Satış Geliri/hl’de düşük-orta tek haneli, Meşrubat Grubu Net Satış Geliri/hl’de ise yatay ile orta tek haneli aralığında artış hedefleniyor. Enflasyon muhasebesi uygulanmamış ve kur etkisinden arındırılmış bazda ise konsolide Net Satış Geliri/hl’nin orta “onlu” yüzdelerde, Bira Grubu’nun yüksek “onlu” yüzdelerde, Meşrubat Grubu’nun ise düşük-orta “onlu” yüzdelerde artması bekleniyor; bu da nominal anlamda güçlü bir birim gelir büyümesine işaret ediyor.

Kârlılık tarafında şirketin ana stratejisi marjların korunması. 2026 yılında konsolide FAVÖK marjının, Bira Grubu FAVÖK marjının ve Meşrubat Grubu FAVÖK/FVÖK marjının geçen yıla kıyasla yatay seyretmesi bekleniyor. Yatırım harcamaları cephesinde ise CAPEX’in satış gelirlerine oranının konsolide bazda yüksek tek haneli seviyelerde gerçekleşmesi hedefleniyor. Böylece şirket, büyüme ve verimlilik odaklı yatırımları sürdürürken, bilanço disiplininden ödün vermemeyi amaçlıyor.

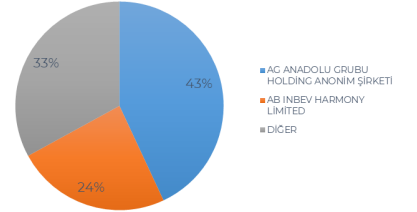
Şirket Bilgileri

Hisse Kodu	ENKAI
Hisse Kapanış Fiyatı (TL)	93,05
5Y En Yüksek	104,70
5Y En Düşük	46,49
Hisse Adedi (mn)	6.000,00
Fıllı Dolayım Hisse Adedi	8,27
Piyasa Değeri (TL mn)	558.300
Piyasa Değeri (USD mn)	12.720
Finansal Borç (TL mn)	6.907
Finansal Borç (USD mn)	161
3A OİH (USD mn)	22,82
3A OİH/HA Piyasa Değ.	0,02%

F / K	
Güncel	15,43
6 Aylık Ortalama	14,27
1 Yıllık Ortalama	14,61

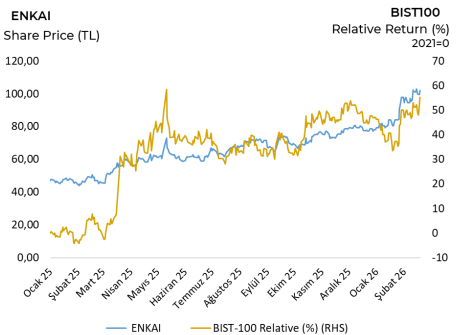
PD/DD	
Güncel	1,50
6 Aylık Ortalama	1,26
1 Yıllık Ortalama	1,04

Ortalık Yapısı



Özet Finansallar

ENKAI (mn TL)	2023	2024	2025/12
Hesabat	76.705	100.541	156.507
FAVÖK	15.061	22.991	33.944
Net Kar	16.969	24.691	36.183
Özkaynaklar	215.659	279.418	373.217



İfo Yatırım Araştırma

Araştırma: +90 (212) 700-2625
arastirma@infoyatirim.com.tr

ÇEKİNCE

Bu raporda yer alan her türlü bilgi, değerlendirme, yorum, istatistiki şekil ve bilgiler hazırlandığı tarih itibari ile mevcut piyasa koşulları ve güvenilirliğine inanılan kaynaklardan elde edilerek derlenmiştir ve İfo Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından genel bilgilendirme amacı ile hazırlanmıştır. Sunulan bilgilerin doğruluğu ve bunların yatırım kararlarına uygunluğu tarafımızca garanti edilmemektedir. Bu bilgiler belli bir getirinin sağlanmasına yönelik olarak verilmemekte olup alım satım kararını destekleyebilecek yeterli bilgiler burada bulunmayabilir. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Herhangi bir yatırım aracının alım-satım önerisi ya da getiri vaadi olarak yorumlanmamalıdır. Bu görüşler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Bu nedenle bu sayfalarda yer alan bilgilerdeki hatalardan, eksikliklerden ya da bu bilgilere dayanılarak yapılan işlemlerden, yorum ve bilgilerin kullanılmasından doğacak her türlü maddi/manevi zararlardan ve her ne şekilde olursa olsun üçüncü kişilerin uğrayabileceği her türlü doğrudan ve/veya dolaylı zararlardan dolayı İfo Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ile bağlı kuruluşları, çalışanları, yöneticileri ve ortakları sorumlu tutulamaz. Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir.