

## Net kar tahminlerin üzerinde

AL (önceki: AL)

Kapanış Fiyatı (TL)	102,90	Hedef Fiyat – 12ay (TL/pay)	150,0				
Piyasa Değeri (TL / US\$ mn)	60.928/ 2.154	Nominal / Görece Getiri – 12ay (%)	120 / 15				
Halka Açıklık Oranı	32	Ort. İşlem Hacmi – 3ay (TLmn)	355,1				
TMS/TFRS - TL milyon	3Ç23	3Ç22	Yıllık Δ	2Ç23	Çeyreklik Δ	Piyasa Beklentisi	
Net Satışlar	49.790	29.755	67,3%	38.002	31,0%	49.800	49.081
VAFÖK	12.190	6.662	83,0%	8.303	46,8%	12.150	11.335
Net Kar	4.732	2.082	127,3%	2.872	64,7%	3.820	3.807
VAFÖK Marjı	24,5%	22,4%	-2pp	21,8%	-2,6pp	24,4%	23,1%

Kaynak: YKY Araştırma, Şirket, KAP

## 3Ç23 Sonuçları

- Anadolu Efes <AEFES TI> 3Ç23'te piyasa beklentilerinin ve bizim tahminlerimizin oldukça üzerinde 4,7 milyar TL net kar elde etti. Tahminimizden sapma bizim hesaplamamız olan %31'e kıyasla %23,6'lık daha düşük efektif vergi oranından kaynaklanmaktadır.
- Fiyat artışları, TL'deki değer kaybı ve güçlü satış hacmi performansı sayesinde net satışlar hem piyasa hem de tahminlerimiz doğrultusunda bir önceki yıla göre %67 arttı. Konsolide satış hacmindeki yükseliş yıllık bazda %4,3 oldu. Bira grubu satışları toplamda %7,7 yükseldi. Yurt içi bira satışları bir önceki yıla göre %5 artış kaydederek güçlü performansını sürdürdü. Öte yandan, Rusya'da da hacim performansı düşük-orta tek haneli büyümeyle oldukça olumluydu. Meşrubat tarafında ise CCI satış hacmini bir önceki yıla göre toplamda %3,1 artırmayı başardı.
- Konsolide brüt kar marjı yıllık bazda yaklaşık 360 puan artarak %42,1 olarak gerçekleşti. Bu durum, hem bira hem de meşrubat operasyonlarındaki güçlü hacim büyümesi, avantajlı ürün satış dağılımı ve başarılı fiyatlandırma çalışmalarının sayesinde gerçekleşti. Bira grubunun brüt kar marjı bir önceki yıla göre yaklaşık 500 puanlık bir artışla %50,6 oldu. Buna göre, VAFÖK bir önceki yıla göre %83 artarak 12,2 milyar TL'ye yükseldi. Bu rakam piyasa beklentilerinin biraz üzerinde ancak tahminlerimizle uyumludur. Marj yıllık bazda yaklaşık 200 puan artışla %24,5 seviyesinde gerçekleşti.
- Şirket bu çeyrekte yaklaşık 350 milyon TL net kur farkı karı (diğer operasyonlar ve türev işlemler dahil) kaydetti. Finansal borçlara ilişkin net faiz gideri de 2Ç23'teki 886 milyon TL'ye kıyasla 704 milyon TL olarak gerçekleşti. Toplam vergi gideri 2,3 milyar TL olarak gerçekleşti; bu da efektif vergi oranının %23,6 ile %32'lik tahminimizin altında olduğunu gösteriyor.
- Güçlü faaliyet rakamlarıyla birlikte net borç 2Ç23'teki 17,6 milyar TL'den 3Ç23'te 13,2 milyar TL'ye geriledi; bunu takiben net borç/VAFÖK'ün 0,8x'ten 0,5x'e gerilemesini bu çeyrekte en önemli olumlu noktalardan biri olarak değerlendiriyoruz.
- Şirket yönetimi, finansal sonuçların açıklanmasının ardından 2023 yılı hedeflerini revize etti. Toplam bira hacmi büyümesinin düşük-orta tek haneli düzeyde olması bekleniyor (önceki: düşük tek haneli büyüme). Konsolide net satışların kur etkisinden arındırılmış bazda otuzlu seviyelerin üst sınırında büyümesi bekleniyor. Toplam bira geliri artışının yirmili seviyelerin ortasında veya üzerinde olması hedefleniyor (önceki: düşük yirmili seviyeler). Son olarak, konsolide VAFÖK marjının yıllık bazda sabit kalması bekleniyor (önceki: 100 puanlık düşüş).
- Net kar rakamı dışında rakamlar tahminlerimizle uyumludur. Ayrıca, güçlü 3Ç rakamlarıyla birlikte revize edilen hedeflerin de ulaşılabilir olduğuna inanıyoruz. Sonuç olarak, marj iyileşmesi, güçlü SNA üretimi ve azalan finansal kaldıraç hisse senedine yönelik olumlu görüşümüzü desteklemektedir. Anadolu Efes için AL önerimizi ve 150TL/hisse hedef fiyatımızı koruyoruz.

**aefes-Çeyreksele Finansal Sonuçlar**
**Gelir Tablosu (çeyreksele)**

TLmn	3Ç22	4Ç22	1Ç23	2Ç23	3Ç23
<b>Gelirler</b>	<b>29.755</b>	<b>22.451</b>	<b>24.566</b>	<b>38.002</b>	<b>49.790</b>
Brüt Kar	11.469	7.918	9.078	15.131	20.975
Faaliyet Giderleri	-5.862	-6.129	-6.183	-8.062	-10.297
Net Faaliyet Karı	5.607	1.789	2.895	7.068	10.678
<b>VAFÖK (diğ. gel (gid) har</b>	<b>6.662</b>	<b>2.951</b>	<b>4.023</b>	<b>8.303</b>	<b>12.190</b>
<b>VAFÖK (diğ. gel (gid) dal</b>	<b>6.508</b>	<b>3.018</b>	<b>3.928</b>	<b>8.144</b>	<b>11.950</b>
Net Finansman Gelir (Gic	-948	-831	-534	-618	-548
Vergi Öncesi Kar Zarar	4.592	929	2.223	7.345	9.892
Vergi	-1.424	-315	-951	-2.570	-2.334
Azınlık Hissedarları	1.086	561	864	1.902	2.826
<b>Net Kar</b>	<b>2.082</b>	<b>53</b>	<b>409</b>	<b>2.872</b>	<b>4.732</b>

**Gelir Tablosu (Son 4Ç Toplam)**

TLmn	2022/09	2022/12	2023/03	2023/06	2023/09
<b>Gelirler</b>	<b>79.004</b>	<b>90.504</b>	<b>101.303</b>	<b>114.774</b>	<b>134.810</b>
Brüt Kar	28.976	32.992	37.284	43.596	53.102
Faaliyet Giderleri	-17.725	-20.686	-23.269	-26.236	-30.672
Net Faaliyet Karı	11.251	12.306	14.015	17.360	22.430
<b>VAFÖK (diğ. gel (gid) har</b>	<b>14.920</b>	<b>16.411</b>	<b>18.397</b>	<b>21.939</b>	<b>27.468</b>
<b>VAFÖK (diğ. gel (gid) dal</b>	<b>15.459</b>	<b>16.740</b>	<b>19.144</b>	<b>21.598</b>	<b>27.039</b>
Net Finansman Gelir (Gic	-1.983	-2.835	-3.243	-2.932	-2.531
Vergi Öncesi Kar Zarar	9.037	9.340	11.592	15.088	20.389
Vergi	-3.668	-3.298	-4.068	-5.259	-6.169
Azınlık Hissedarları	2.192	2.612	3.554	4.414	6.154
<b>Net Kar</b>	<b>3.177</b>	<b>3.429</b>	<b>3.970</b>	<b>5.416</b>	<b>8.066</b>

**Bilanço**

TLmn	2022/09	2022/12	2023/03	2023/06	2023/09
<b>Dönen Varlıklar</b>	<b>55.657</b>	<b>51.546</b>	<b>59.755</b>	<b>84.922</b>	<b>89.485</b>
Nakit ve Nakit Benzerleri	27.278	24.628	24.510	36.174	41.403
Ticari Alacaklar	11.272	7.883	12.588	21.529	20.737
Stoklar	12.713	14.096	15.753	20.949	20.895
<b>Duran Varlıklar</b>	<b>87.108</b>	<b>81.812</b>	<b>80.695</b>	<b>103.730</b>	<b>106.077</b>
Finansal Varlıklar	2	2	2	1	1
Maddi Duran Varlıklar	29.071	28.329	27.811	37.845	39.847
Kullanım Hakkı Varlıkları	627	781	816	1.231	1.344
Şerefiye	10.869	9.164	8.429	10.149	9.614
<b>Toplam Varlıklar</b>	<b>142.765</b>	<b>133.358</b>	<b>140.450</b>	<b>188.652</b>	<b>195.562</b>
<b>KV Yükümlülükler</b>	<b>48.316</b>	<b>42.031</b>	<b>50.302</b>	<b>69.719</b>	<b>72.766</b>
KV Finansal Borçlar	14.562	11.594	14.753	15.224	19.580
KV Kiralama Borçları	187	276	293	392	536
Ticari Borçlar	22.157	20.033	23.431	33.176	32.832
<b>UV Yükümlülükler</b>	<b>33.072</b>	<b>34.744</b>	<b>33.893</b>	<b>45.111</b>	<b>41.594</b>
UV Finansal Borçlar	23.136	25.073	24.506	34.382	31.025
UV Kiralama Borçları	529	629	636	1.020	1.263
<b>Azınlık Hissedarları</b>	<b>33.480</b>	<b>30.986</b>	<b>30.933</b>	<b>40.399</b>	<b>43.057</b>
<b>Toplam Özkaynaklar</b>	<b>27.897</b>	<b>25.596</b>	<b>25.321</b>	<b>33.424</b>	<b>38.145</b>
<b>Toplam Yükümlülükler</b>	<b>142.765</b>	<b>133.358</b>	<b>140.450</b>	<b>188.652</b>	<b>195.562</b>

**Nakit Akım Tablosu (çeyreksele)**

TLmn	3Ç22	4Ç22	1Ç23	2Ç23	3Ç23
Faaliyetlerden Nakit	3.673	1.318	366	8.747	9.772
Yatırım Faaliyetlerinden Na	-1.272	-1.806	-2.416	-1.889	-2.682
Finansal Faaliyetlerden Nai	2.774	-2.072	1.295	4.718	-1.171
Toplam Nakit Girişi	5.175	-2.560	-755	11.576	5.919
Serbest Nakit Akımı (SNA)	2.401	-488	-2.050	6.858	7.091
Gelirlere Oranı	8%	-2%	-8%	18%	14%

**Nakit Akım Tablosu (Son 4Ç Toplam)**

TLmn	2022/09	2022/12	2023/03	2023/06	2023/09
Faaliyetlerden Nakit	13.076	12.770	12.362	14.105	20.204
Yatırım Faaliyetlerinden Na	-6.005	-5.670	-6.563	-7.384	-8.793
Finansal Faaliyetlerden Nai	10.076	6.464	1.749	6.715	2.770
Toplam Nakit Girişi	17.147	13.565	7.548	13.436	14.180
Serbest Nakit Akımı (SNA)	7.071	7.101	5.799	6.721	11.411
Gelirlere Oranı	9%	8%	6%	6%	8%

**Çeyresel Büyüme & Marjlar**

Önceki Yılın Aynı Çeyreği	3Ç22	4Ç22	1Ç23	2Ç23	3Ç23
<b>Gelirler</b>	152	105	78	55	67
VAFÖK (diğ. gel (gid) hariç)	187	102	98	74	83
VAFÖK (diğ. gel (gid) dahil)	176	74	158	43	84
Net Kar	274	-	-	101	127
<b>Çeyreksele Marjlar (%)</b>	<b>3Ç22</b>	<b>4Ç22</b>	<b>1Ç23</b>	<b>2Ç23</b>	<b>3Ç23</b>
Brüt Kar Marjı	38,5	35,3	37,0	39,8	42,1
VAFÖK (diğ. gel (gid) hariç)	22,4	13,1	16,4	21,8	24,5
VAFÖK (diğ. gel (gid) dahil)	21,9	13,4	16,0	21,4	24,0
Net Faaliyet Karı	18,8	8,0	11,8	18,6	21,4
Vergi Öncesi Kar Marjı	15,4	4,1	9,1	19,3	19,9
Net Kar Marjı	7,0	0,2	1,7	7,6	9,5

**Yıllıklandırılmış Büyüme & Marjlar**

Son 4Ç Büyüme (%)	2022/09	2022/12	2023/03	2023/06	2023/09
<b>Gelirler</b>	127,3	130,4	116,0	88,0	70,6
VAFÖK (diğ. gel (gid) hariç)	153,4	154,5	135,0	107,4	84,1
VAFÖK (diğ. gel (gid) dahil)	149,3	146,7	149,8	91,0	74,9
Net Kar	128,1	221,0	519,1	227,8	153,9
<b>Son 4Ç Marjlar (%)</b>	<b>2022/09</b>	<b>2022/12</b>	<b>2023/03</b>	<b>2023/06</b>	<b>2023/09</b>
Brüt Kar Marjı	36,7	36,5	36,8	38,0	39,4
VAFÖK (diğ. gel (gid) hariç)	18,9	18,1	18,2	19,1	20,4
VAFÖK (diğ. gel (gid) dahil)	19,6	18,5	18,9	18,8	20,1
Net Faaliyet Karı	14,2	13,6	13,8	15,1	16,6
Vergi Öncesi Kar Marjı	11,4	10,3	11,4	13,1	15,1
Net Kar Marjı	4,0	3,8	3,9	4,7	6,0

**Nakit Döngü & NİS**

	2022/09	2022/12	2023/03	2023/06	2023/09
<b>Net Nakit Döngüsü (Gün)</b>	-17	-6	2	6	3
Ticari Alacak Tahsilat	51	31	45	68	55
Stok Döngü	91	88	89	106	92
Ticari Borç Ödeme	159	125	132	168	145
Net İşletme Sermayesi (Anı)	1.828	1.946	4.910	9.301	8.800
Gelirlere Oranı	2%	2%	5%	8%	7%

**Borçluluk**

	2022/09	2022/12	2023/03	2023/06	2023/09
<b>Net Borç (Nakit)</b>	11.137	12.945	15.677	14.844	11.002
Net Borç / Özkaynaklar (x)	0,3x	0,5x	0,6x	0,4x	0,2x
Net Borç / VAFÖK (x)	0,7x	0,7x	0,8x	0,6x	0,4x
Esas Faal.Kar / Net Fin.Ge	5,9x	4,4x	4,5x	5,8x	8,6x
Borç / (Borç + Özkaynak)	58%	59%	61%	60%	58%

**Karlılık**

	2022/09	2022/12	2023/03	2023/06	2023/09
<b>Özkaynak Karlılığı</b>	15%	15%	18%	18%	24%
Net Kar Marjı	4%	4%	4%	5%	6%
Varlık Devir Hızı (x)	0,8	0,8	0,9	0,7	0,8
Finansal Kaldıraç Oranı (ı)	4,9	4,9	5,4	5,5	5,1
<b>ROIC (**)</b>	22%	21%	23%	22%	27%

**YKY Tahminler (Sonuçlar Öncesi)**

	Son 4Ç	2023E	Δ	2024E	Δ
<b>Gelirler</b>	134.810	149.481	65%	233.201	56%
VAFÖK (diğ. gel (gid) dahil)	27.039	29.733	78%	45.827	54%
Serbest Nakit Akımı (SNA)	11.411	8.646	22%	14.630	69%
Net Kar	8.066	8.432	146%	13.125	56%
Toplam Özkaynaklar	38.145	38.822	52%	47.731	23%

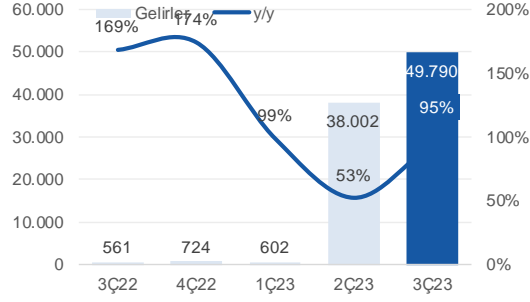
**Piyasa Çarpanları (x) (\*\*\*)**

	Son 4Ç	2023E	2024E
FD / Gelirler	0,85	0,8	0,5
FD / VAFÖK	4,25	4,0	2,6
FD / SNA	10,08	13,6	8,0
F/K	7,55	7,2	4,6
F/DD	1,60	1,6	1,3

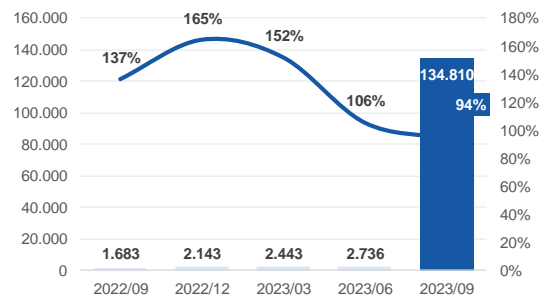
Kaynak: KAP, YKY Araştırma (\*) Sadece Ticari Alacaklar, Stoklar ve Ticari Borçlar (\*\*) Net Faaliyet Karı (Diğ. Dahil) / Net Operasyonel Varlıklar (\*\*\*) FD ilgili

**AEFES-Çeyreksel ve Son 12 Ay Finansallar**

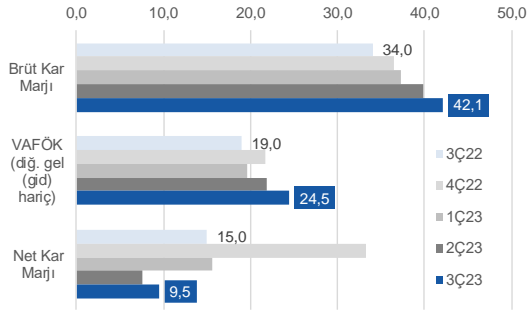
**Önceki Yılın Aynı Çeyreğine Göre Büyüme (%)**



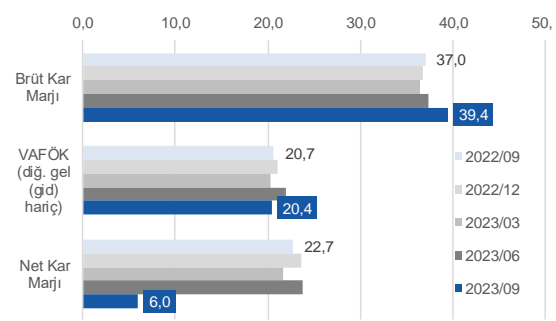
**Son 4Ç Büyüme (%)**



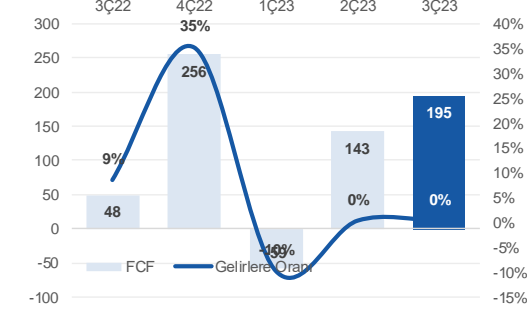
**Çeyreksel Marjlar (%)**



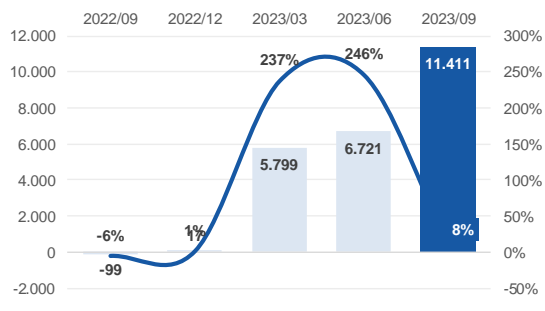
**Son 4Ç Marjlar (%)**



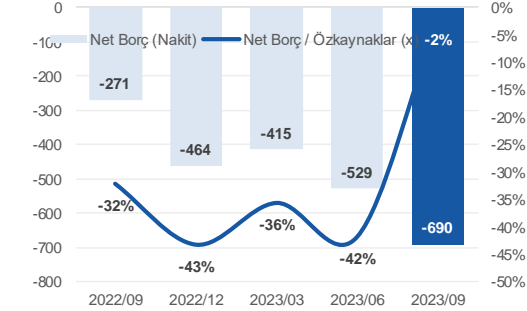
**Çeyresel SNA (TLmn) & SNA Marjı**



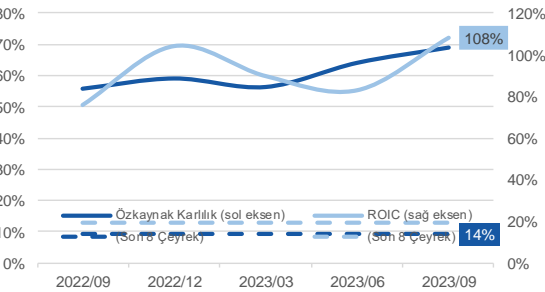
**Son 4Ç SNA (TLmn) & SNA Marjı**



**Borçluluk**



**Karlılık**



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 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.