

## AEFES

Şirketin 4Ç23 finansal sonuçları, mevcut operasyonlarını ve gelecek görünümünü değerlendirmek amacıyla AEFES'in telekonferansına katıldık. Anadolu Efes, Türkiye ve uluslararası pazarlarda bira, malt ve meşrubat üretimi ve pazarlaması alanında öncü konuma sahip. Şirket, güçlü operasyonel yapısı ve yüksek ihracat oranlarıyla dikkat çekerken, nakit yaratma kabiliyetiyle de öne çıkmaktadır. Şirket yönetimi, 2023 yılında beklentileri aşan performansı sonrasında 2024 yılında da benzer başarının korunmasını bekliyor. Toplantıda beklenenden olumlu 2023 son çeyrek performansı ve güçlü operasyonel karlılık öne çıktı.

## Toplantının Ana Başlıkları

**Beklenti üstü 2023 son çeyrek performansı...** Bira segmentinde, yılın başından itibaren sergilenen güçlü performans, önemli ölçüde bir hacim artışına ve beklentilerin aşılmasına yol açmıştır. Bu başarının temelinde, yeni ürün lansmanları ve orta segmentte uygulanan etkili marka stratejileri yatmaktadır. Bu stratejiler, faaliyet gösterilen pazarlarda şirketin pozisyonunu güçlendirmiştir.

**Güçlü operasyonel karlılık...** Yıl boyunca karşılaşılan pek çok zorluğa rağmen, şirket önemli başarılar kaydetmiştir. Türkiye ve Pakistan'da yaşanan doğal afetler, faaliyet gösterilen bazı pazarlardaki daralma eğilimleri ve yüksek enflasyonist ortam nedeniyle agresif fiyatlandırma stratejileri uygulama zorunluluğu gibi zorlu koşullar, operasyonlar üzerinde önemli bir baskı oluşturmuştur. Buna karşın, şirket, çoğu pazarda konumunu güçlendirmeyi başarmış, yüksek ciro ve güçlü operasyonel karlılık sayesinde olağanüstü bir Serbest Nakit Akışı elde etmiştir.

**2024 beklentileri...** Şirket, 2024 yılı için, enflasyon muhasebesi düzeltmelerini de dikkate alarak iyimser tahminler paylaşıyor. Ayrıca, Coca-Cola Bangladeş Beverages Limited'in sürdürdüğü güçlü performansın şirketin finansal sonuçlarında 2024 yılında daha belirgin katkı sağlaması bekleniyor.

## Anadolu Efes Biracilik

## Hisse bilgileri

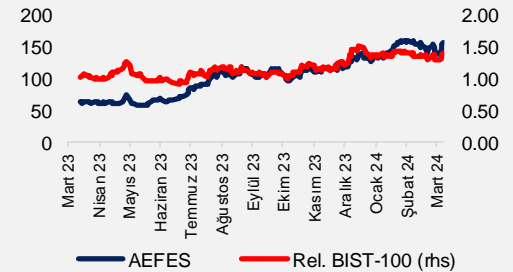
Hisse Kodu	AEFES TI
Hisse fiyatı (22 Mart 2024)	154.50
Hisse fiyat aralığı (52 haftalık)	57 / 158.7
Piyasa Değ. (milyon TL - \$ mn)	91,480 - 2,862
Hisse adedi (milyon)	592.1
Halka Açıklık Oranı	%32

Ort. Günlük İşlem Hacmi	1 Ay	3 Ay	12 Ay
USD mn	14.0	12.9	13.1

Fiyat performansı	1 Ay	3 Ay	YBB
TL	0%	15%	12%
USD	-3%	5%	3%
BIST-100'e göre performans	2%	-5%	-8%

TL mn	2021	2022	2023
Net satışlar	39,284	155,060	159,877
FAVÖK	6,447	25,328	27,045
Net kâr	1,068	15,384	22,129
Net Borç	10,912	21,444	18,586

Değerleme	2021	2022	2023
F/K	12.9x	17.3x	4.1x
F/DD	1.1x	1.0x	1.5x
FD/FAVOK	3.7x	3.8x	2.4x
FD/Net satışlar	0.6x	0.6x	0.4x
Temettü verimi	%8.1	%4.9	%2.5

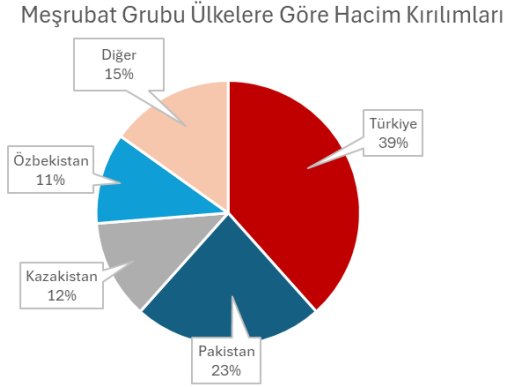
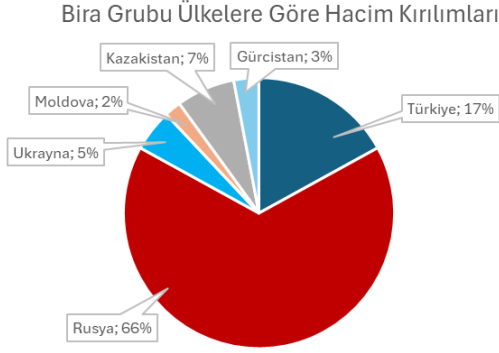


Serhan Yenigün  
+90 212 355 2622  
serhan.yenigun@tacirler.com.tr

Ali Berk Coşkuntuna  
+90 212 355 2637  
berk.coskuntuna@tacirler.com.tr

## Şirket Hakkında

Anadolu Efes Biracılık ve Malt Sanayii A.Ş. (Anadolu Efes), iştirakleri ve bağlı ortaklıklar aracılığıyla, Türkiye, Rusya, Bağımsız Devletler Topluluğu, Orta Asya ve Orta Doğu gibi geniş bir coğrafyada bira, malt ve meşrubat üretimi ve pazarlaması alanlarında faaliyet göstermektedir. Şirket, toplamda 20.653 çalışanı ile hem bira hem de meşrubat sektöründe etkin bir rol oynamaktadır. Anadolu Efes, Borsa İstanbul'da (AEFES.IS) işlem gören bir şirket olup, Türkiye'deki bira operasyonlarını yönetmekle kalmayıp, aynı zamanda yurtdışı bira operasyonlarını idare eden EBI'nin tam sahibi ve meşrubat operasyonlarını Türkiye ve uluslararası pazarlarda yürüten CCI'nin de ana hissedarıdır.



## Finansal Analiz

**4Ç23 finansal sonuçları...** Şirket, 2023 yılında konsolide satış hacmini önceki yıla yakın bir seviyede, 122,9 milyon hektolitreye olarak kaydetmiştir. Bu dönemde, bira segmenti %5 oranında büyüme göstermiş, bu artış hem Türkiye'deki hem de uluslararası operasyonlardaki güçlü performans sayesinde gerçekleşmiştir. Buna karşın, meşrubat segmenti, özellikle Türkiye ve Pakistan'daki zorluklar nedeniyle daha zayıf bir hacim performansı sergilemiştir.

Şirketin konsolide net satış geliri, fiyat düzenlemeleri sonucunda %3,1 artarak 159.9 mlr TL'ye ulaşmıştır. TMS 29 dışında değerlendirildiğinde, gelirdeki artış %62,7 olarak belirlenmiş ve kur etkilerinden arındırılmış bazda %39,4 büyüme kaydedilmiştir, bu da beklentilerin oldukça üzerinde bir performans anlamına gelmektedir.

FAVÖK (tek seferlik gelir öncesi) 2023 yılında %5,7 artışla 28.6 mlr TL'ye yükselmiş, FAVÖK marjı ise %17,9'a ulaşarak önceki yıla göre 45 baz puan iyileşme göstermiştir. TMS 29 (enflasyon muhasebesi) hariç incelendiğinde, FAVÖK %75,4 artarak 30.6 mlr TL'ye ulaşmış ve FAVÖK marjı %20,8 seviyesine çıkarak beklentilerin üzerinde bir performans sergilemiştir.

Konsolide net kar, %43,8 artışla 22.1 mlr TL'ye yükselirken, TMS 29'un etkisi dışarıda bırakıldığında, net kar 7.8 mlr TL hesaplanmaktadır.

Serbest Nakit Akışı, bir önceki yıla göre önemli bir artış göstererek 9.3 mlr TL'ye ulaşmış, bira ve meşrubat operasyonlarının her ikisi de bu artışa katkıda bulunmuştur. Net Borç / FAVÖK oranı ise 31 Aralık 2023 itibarıyla 0,7x olarak gerçekleşmiştir.

## Özet Tablolar

Bilanço	2018	2019	2020	2021	2022	2023	Gelir tablosu	2018	2019	2020	2021	2022	2023	
Nakit ve benzerleri	4,791	6,195	8,564	10,334	40,580	41,648	<b>Net satışlar</b>	<b>18,690</b>	<b>23,077</b>	<b>26,743</b>	<b>39,284</b>	<b>155,060</b>	<b>159,877</b>	
Ticari alacaklar	2,414	2,727	2,745	5,117	12,990	15,381	Brüt kâr	6,732	8,756	9,943	14,142	53,556	59,000	
Stoklar	1,943	2,257	2,709	5,903	23,546	24,878	Faaliyet giderleri	5,515	6,679	7,267	10,094	36,839	39,526	
Diğer dönen varlıklar	1,220	1,504	1,705	3,310	8,711	8,222	Esas faaliyet kârı	1,217	2,077	2,676	4,048	16,716	19,474	
<b>Dönen varlıklar</b>	<b>10,368</b>	<b>12,684</b>	<b>15,723</b>	<b>24,664</b>	<b>85,826</b>	<b>90,128</b>	<b>FAVÖK</b>	<b>2,714</b>	<b>3,820</b>	<b>4,749</b>	<b>6,447</b>	<b>25,328</b>	<b>27,045</b>	
Finansal yatırımlar	72	63	1	1	453	11	Net diğer gelir	199	857	357	805	8	561	
Maddi duran varlıklar	10,753	12,007	12,592	21,297	56,948	57,615	Net finansman geliri	-959	-852	-717	-508	12,652	21,561	
Maddi olmayan duran varlıklar	14,344	16,303	17,168	30,162	101,263	93,455	Vergi öncesi kâr	376	1,958	2,067	3,803	29,822	41,453	
Diğer duran varlıklar	4,159	4,842	5,078	9,389	23,754	24,016	Vergi gideri	277	652	610	1,436	6,818	7,911	
<b>Duran varlıklar</b>	<b>29,328</b>	<b>33,214</b>	<b>34,839</b>	<b>60,849</b>	<b>182,418</b>	<b>175,098</b>	<b>Net kâr - Ana ortaklık</b>	<b>-12</b>	<b>1,031</b>	<b>819</b>	<b>1,068</b>	<b>15,384</b>	<b>22,129</b>	
<b>Toplam varlıklar</b>	<b>39,696</b>	<b>45,898</b>	<b>50,561</b>	<b>85,513</b>	<b>268,245</b>	<b>265,226</b>	<b>Nakit akış tablosu</b>	<b>FAVÖK</b>	<b>2,714</b>	<b>3,820</b>	<b>4,749</b>	<b>6,447</b>	<b>25,328</b>	<b>27,045</b>
Kısa vadeli borçlanmalar	2,407	2,297	2,984	6,475	19,674	23,868	Vergi gideri	897	692	790	1,528	3,822	3,717	
Ticari borçlar	3,601	5,298	6,196	12,634	33,009	33,059	Yatırımlar	1,504	1,412	1,389	2,725	8,322	10,223	
Diğer kısa vadeli yükümlülükler	2,068	2,102	3,361	5,412	16,576	21,570	İşletme sermayesi değişim	-918	-819	-1,488	-1,318	-622	-1,810	
<b>Kısa vadeli yükümlülükler</b>	<b>8,075</b>	<b>9,697</b>	<b>12,542</b>	<b>24,521</b>	<b>69,259</b>	<b>78,497</b>	<b>Serbest nakit akışı</b>	<b>1,231</b>	<b>2,536</b>	<b>4,058</b>	<b>3,513</b>	<b>13,806</b>	<b>14,917</b>	
Uzun vadeli borçlanmalar	7,137	8,253	9,180	14,772	42,350	36,365	<b>Büyüme ve marjlar</b>	Net satışlar	%12.8	%12.8	%12.8	%12.8	%12.8	%12.8
Diğer uzun vadeli yükümlülükler	3,161	3,568	3,824	6,887	21,910	20,485	FAVÖK	%14.7	%14.7	%14.7	%14.7	%14.7	%14.7	
<b>Uzun vadeli yükümlülükler</b>	<b>10,298</b>	<b>11,821</b>	<b>13,005</b>	<b>21,659</b>	<b>64,260</b>	<b>56,850</b>	Net kâr	%3.2	%3.2	%3.2	%3.2	%3.2	%3.2	
<b>Özkaynaklar</b>	<b>21,322</b>	<b>24,380</b>	<b>25,015</b>	<b>39,332</b>	<b>134,725</b>	<b>129,878</b>	Brüt marj	%36.0	%37.9	%37.2	%36.0	%34.5	%36.9	
Ana ortaklığa ait	11,369	13,177	12,806	18,715	64,533	64,558	Esas faaliyet kâr marjı	%6.5	%9.0	%10.0	%10.3	%10.8	%12.2	
Kontrol gücü olmayan paylar	9,953	11,203	12,209	20,617	70,193	65,320	FAVÖK marjı	%14.5	%16.6	%17.8	%16.4	%16.3	%16.9	
<b>Toplam kaynaklar</b>	<b>39,696</b>	<b>45,898</b>	<b>50,561</b>	<b>85,513</b>	<b>268,245</b>	<b>265,226</b>	Net marj	-%0.1	%4.5	%3.1	%2.7	%9.9	%13.8	
Net borç	4,753	4,355	3,601	10,912	21,444	18,586	Serbest nakit akışı marjı	-%0.1	%4.5	%3.1	%2.7	%9.9	%13.8	
Net işletme sermayesi	-92	-911	-2,399	-3,717	-4,338	-6,148	<b>Hisse başına (TL)</b>	Net kâr	-0.02	1.74	1.38	1.80	25.98	37.37
Net işletme sermayesi (operasyone)	756	-313	-743	-1,614	3,527	7,199	Özsermaye	36.01	41.18	42.25	66.43	227.54	219.35	
Yatırılan sermaye	25,005	27,398	27,361	47,742	153,873	144,921	Temettü	0.42	0.51	1.77	1.93	1.85	2.13	
<b>Oranlar</b>							<b>Değerleme</b>	F/K	a.d.	88.7x	12.5x	12.9x	17.3x	4.1x
<b>Karlılık</b>							F/DD	1.3x	1.0x	1.0x	1.1x	1.0x	1.5x	
Özsermaye kârlılığı	-%0.1	%4.5	%3.3	%3.3	%17.7	%16.7	FD/FAVOK	8.2x	5.8x	4.5x	3.7x	3.8x	2.4x	
Net kâr	-%0.1	%4.5	%3.1	%2.7	%9.9	%13.8	FD/Net satışlar	1.3x	0.9x	0.7x	0.6x	0.6x	0.4x	
Aktif devri	0.5x	0.5x	0.6x	0.6x	0.9x	0.6x	Temettü verimi	%1.8	%2.4	%8.4	%8.1	%4.9	%2.5	
Kaldıraç	1.9x	1.9x	2.0x	2.1x	2.0x	2.0x	Serbest nakit akışı verimi	%8.9	%20.6	%32.5	%24.8	%61.8	%29.9	
Aktif kârlılığı	%0.0	%2.4	%1.7	%1.6	%8.7	%8.3								
Yatırılan sermaye kârlılığı	%4.5	%6.3	%7.8	%8.6	%13.3	%10.4								
<b>Kaldıraç</b>														
Net borç/toplam varlıklar	%24	%23	%24	%25	%23	%23								
Net borç/özsermaye	0.22	0.18	0.14	0.28	0.16	0.14								
Net borç/FAVÖK	1.75	1.14	0.76	1.69	0.85	0.69								

Kaynak: Tacirler Yatırım

\* Bütün rakamlar milyon TL olarak ifade edilmiştir.

## Yatırım Merkezlerimiz

## Genel Müdürlük

Nispetiye Cad. B-3 Blok Kat: 9 Akmerkez Etiler - İSTANBUL  
0 212 355 46 46

<b>Adana</b>	Cemal Paşa Mah. Gazipaşa Bul. Cemal Uğurlu Apt. Kat: 1 D: 4	(0 322) 457 77 55
<b>Akatlar İrtibat Bürosu</b>	Akat Mahallesi Meydan Caddesi B Blok No: 16 D: 8 (Eski No D: 10) Beşiktaş	(0 212) 355 46 46
<b>Ankara</b>	Remzi Oğuz Arık Mah. Tunalı Hilmi Cad. Yaprak Apt. No: 94 Kat: 2 D: 9 Kavaklıdere Çankaya	(0 312) 435 18 36
<b>Ankara - Çukurambar İrtibat Bürosu</b>	Kızılırmak Mah.Ufuk Üniversitesi Cad. Next Level Loft Ofis No: 4/65 Kat: 24 Söğütözü Çankaya	(0 312) 909 87 70
<b>Antalya</b>	Şirinyalı Mah. İsmet Gökşen Cad. Özden Apt. No:82/6 Muratpaşa	(0 242) 248 45 20
<b>Bakırköy</b>	İstanbul Cad. Bakırköy İş Merkezi No: 6 Kat: 4 D: 14 Bakırköy	(0 212) 570 52 59
<b>Bodrum İrtibat Bürosu</b>	Konacık Mahallesi, Atatürk Bulvarı, Arbor-Abdullah Ünal Çabuk İş Merkezi No: 285/1-A6 Bodrum	(0212) 355 46 46
<b>Bursa</b>	Konak Mah. Barış (120) Sokak , Ofis Artı Binası, Dış kapı No:3 Daire:33 Nilüfer-BURSA	(0 224) 225 64 10
<b>Çankaya İrtibat Bürosu</b>	Çankaya Mahallesi Cinnah Caddesi Cinnah Apartmanı No: 55 D: 7-8 Çankaya / ANKARA	(0212) 355 46 46
<b>Denizli</b>	Urban İş Merkezi 2. Ticari Yol Daire 26 Kat: 6 Bayramyeri	(0 258) 265 87 85
<b>Erenköy</b>	Bağdat Cad. Çubukçu Apt. No: 333 Kat: 2 D: 4 Kadıköy	(0 216) 348 82 82
<b>Gaziantep</b>	İncilipinar Mah. Gazimuhtarpaşa Bul. Kepkepzade Park İş Merkezi B Blok No: 18 Kat: 1 D: 5	(0 342) 232 35 35
<b>Girne</b>	Ziya Rızkı Cad. Şehit Necati Gürkaya Sok. Kat: 1 D: 1 Girne - KKTC	(0 392) 815 14 54-55-56
<b>İzmir</b>	Şair Eşref Bul. Ragıp Şanlı İş Merkezi No: 6 Kat: 3 D: 306 Çankaya	(0 232) 445 01 61
<b>İzmir Karşıyaka Şube</b>	Yalı Mahallesi Ahmet Kemal Baysak Bulvarı No:42 D:11	(0 232) 241 19 24
<b>İzmir İrtibat Bürosu</b>	Şehit Nevres Bulvarı Eczacıbaşı Apartmanı No: 7 Kat: 2 Daire: 5 Pasaport Alsancak - Konak	(0 232) 241 24 50
<b>İzmit</b>	Hürriyet Cad. Kaya İşhanı No: 39/5 İzmit	(0 262) 323 11 33
<b>İzmit İrtibat Bürosu</b>	Ömerağa Mah. Alemdar Cad. İ. Kolaylı Apt. No: 8 Kat: 2 İzmit	(0 262) 260 01 01
<b>Karadeniz Ereğli</b>	Murtaza Mah. Hamamüstü Sok. İ. Esat Taneri İş Merkezi No: 19 Kat: 2 Karadeniz Ereğli	(0 372) 316 40 50
<b>Kartal</b>	Üsküdar Cad. Cevat Kayacan Apt. No: 26 Kat: 4 D: 8 Kartal	(0 216) 306 22 71 - 306 22 06
<b>Kayseri</b>	Hunat Mah. Nuh Mehmet Baldöktü Sok. Gürcüoğlu Plaza No: 5 K: 3 D: 11 Melikgazi	(0 352) 221 08 68 - 222 82 51
<b>Marmaris İrtibat Bürosu</b>	Kemeraltı Mah. Orgeneral Mustafa Muğlalı Cad. Güven Apt. No: 22 D: 2 Marmaris	(0 252) 321 08 00
<b>Merkez Şube</b>	Akat Mahallesi Meydan Caddesi B Blok No: 16 D: 7 (Eski No D: 9) Beşiktaş	(0 212) 355 46 46
<b>Mersin</b>	İnönü Mah. 1401 Sok. No:32 Pozcu Evo Kat:2 No:10-11 Yenişehir Mersin	(0 324) 238 11 89
<b>Trabzon İrtibat Bürosu</b>	Kemerkaya Mahallesi Halkevi Cad. Mandıralı İş Merkezi No: 4 Daire: 4 Ortahisar	(0 462) 432 24 50

## 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 ziyanı talep etme hakkını saklı tutar.