Anadolu Efes <AEFES> — 3Ç26 BİLANÇO ANALİZİ

Net kâr beklentiye yakın; operasyonel kârlılık ve Bira Grubu görünümü zayıf

Anadolu Efes, 3Ç26'da TMS 29 kapsamında net satış gelirlerini yıllık %0,6 azalışla 88,8 milyar TL olarak açıkladı (3Ç25: 89,3 milyar TL). FAVÖK yıllık %16,7 düşüşle 16,6 milyar TL'ye geriledi (3Ç25: 19,9 milyar TL). Ana ortaklık net kârı yıllık %35,8 azalarak 4,4 milyar TL oldu (3Ç25: 6,8 milyar TL) ve Matriks Haber anketindeki 4,4 milyar TL'lik ortalama beklentinin %0,8, 4,6 milyar TL'lik medyan beklentinin ise %4,9 altında kaldı. Net kârın beklentilere yakın gerçekleşmesine karşın operasyonel kârlılıktaki zayıflık ve Bira Grubu beklentilerinin ikinci kez aşağı yönlü revize edilmesi nedeniyle sonuçları nötr değerlendiriyoruz.

Bira Grubunda hacim ve marj zayıf; Meşrubatta hacim büyürken marj geriledi

Bira Grubu hasılatı yıllık %5,1 azalarak 19,3 milyar TL'ye geriledi (3Ç25: 20,3 milyar TL). Bira Grubu satış hacmi %5,6 azalarak 3,7 mhl'ye indi (3Ç25: 3,9 mhl). Türkiye bira hacmi %14,3 düşerken uluslararası bira hacmi %2,1 arttı. Bira Grubu FAVÖK'ü %21,1 düşüşle 3,5 milyar TL'ye indi (3Ç25: 4,5 milyar TL) ve FAVÖK marjı 370 baz puan daralarak %18,3'e geriledi (3Ç25: %22,0). Meşrubat bölümünün (Coca-Cola İçecek) hasılatı %1,0 artışla 68,4 milyar TL'ye yükseldi (3Ç25: 67,7 milyar TL). Meşrubat satış hacmi %8,3 artışla 516,5 milyon ünite kasaya ulaştı (3Ç25: 477,1 milyon). Meşrubat FAVÖK'ü %12,8 azalışla 13,2 milyar TL'ye (3Ç25: 15,1 milyar TL), FAVÖK marjı 305 baz puan düşüşle %19,3'e geriledi (3Ç25: %22,3). Meşrubat bölümünün konsolide FAVÖK içindeki payı %75,8'den %79,4'e yükseldi. İlk dokuz ayda ise Meşrubat FAVÖK'ü %13,7 artarken Bira Grubu FAVÖK'ü %28,2 azaldı.

Brüt marj ve gider yükü esas faaliyet marjını 379 bp geriletti

Satışların maliyeti %3,4 artarak 55,0 milyar TL'ye yükselirken (3Ç25: 53,2 milyar TL) hasılat %0,6 azaldığı için brüt kâr %6,5 düşüşle 33,7 milyar TL'ye geriledi (3Ç25: 36,1 milyar TL). Brüt kâr marjı 240 baz puan daralarak %38,0'a indi (3Ç25: %40,4). Faaliyet giderleri (genel yönetim ile satış, dağıtım ve pazarlama giderlerinin toplamı) %8,0 artışla 22,1 milyar TL'ye yükseldi (3Ç25: 20,5 milyar TL). Bunun içinde satış, dağıtım ve pazarlama giderleri %9,5 artışla 16,4 milyar TL'ye ulaştı (3Ç25: 15,0 milyar TL). Faaliyet giderlerinin satışlara oranı %22,9'dan %24,9'a yükseldi. Esas faaliyet kârı %22,3 azalarak 12,1 milyar TL'ye indi (3Ç25: 15,5 milyar TL) ve esas faaliyet kâr marjı 379 baz puan düşüşle %13,6'ya geriledi (3Ç25: %17,4). FAVÖK marjı 361 baz puan daralarak %18,7 oldu (3Ç25: %22,3). Çeyreklik bazda da marjlar geriledi: 2Ç26'ya kıyasla brüt kâr marjı 144 baz puan, FAVÖK marjı 183 baz puan daraldı (2Ç26 FAVÖK marjı: %20,5).

Net kâr FAVÖK'ten daha sert düştü: vergi ve azınlık payı baskıyı artırdı

Net finansman gideri yıllık %17,9 azalarak 5,1 milyar TL'ye geriledi (3Ç25: 6,2 milyar TL). Parasal kazanç ise %19,8 düşüşle 4,2 milyar TL'ye indi (3Ç25: 5,3 milyar TL). Bu iki kalemin birlikte oluşturduğu net gider 1,0 milyar TL'den 0,9 milyar TL'ye düştüğü için vergi öncesi kârdaki gerilemenin kaynağı operasyonel kârlılık oldu. Efektif vergi oranı %21,4'ten %25,3'e yükselirken, kontrol gücü olmayan payların dönem kârı içindeki payı %40,2'den %47,5'e çıktı. Böylece dönem kârı %26,9 düşerken ana ortaklık net kârı %35,8 geriledi ve net kâr marjı %7,6'dan %4,9'a indi. 2Ç26'ya kıyasla ise ana ortaklık net kârı %19,2 azaldı.

Dokuz ayda serbest nakit akışı pozitife döndü, net borç/FAVÖK 0,95x'e indi

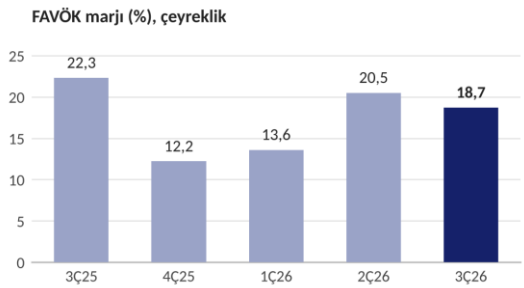
2026'nın ilk dokuz ayında net satışlar %2,8 artışla 251,6 milyar TL'ye, FAVÖK %4,5 artışla 45,2 milyar TL'ye yükseldi (9A25: 43,2 milyar TL). Ana ortaklık net kârı ise %19,8 azalarak 12,1 milyar TL'ye geriledi (9A25: 15,0 milyar TL). Vergi öncesi kâr %2,7 artarken vergi gideri %70,5 artışla 9,1 milyar TL'ye yükseldi; efektif vergi oranı %17,0'dan %28,2'ye çıktı. 9A25'te yatırım faaliyetlerinden 4,9 milyar TL gelir kaydedilmişti. İşletme faaliyetlerinden nakit akışı %16,4 artışla 38,8 milyar TL'ye ulaşırken (9A25: 33,4 milyar TL), yatırım harcamaları %15,8 azalarak 15,5 milyar TL'ye geriledi (9A25: 18,4 milyar TL). Şirketin tanımladığı serbest nakit akışı (vergi, kira, yatırım ve net finansman ödemeleri sonrası) dokuz ayda –3,8 milyar TL'den 10,3 milyar TL'ye yükseldi; 3Ç26'da 16,5 milyar TL oldu (3Ç25: 12,2 milyar TL). Bilanço tarafında net finansal borç, yıl sonuna kıyasla %27,9 azalarak 68,9 milyar TL'den 49,7 milyar TL'ye geriledi. Net finansal borcun son 12 ay FAVÖK'üne oranı 1,37x'ten 0,95x'e düştü.

NÖTR

Kapanış, TL (04.11.2026)	16,69 TL
Ödenmiş Sermaye (bin TL)	5.921.052
Halka Açık Sermaye (bin TL)	1.951.087
Halka Açıklık Oranı	32,95
Piyasa Çarpanları	
F/K	12,12
PD/DD	0,69
FD/FAVÖK	5,42

Özet Gelir Tablosu (milyar TL)	3Ç26	3Ç25	Y/Y(%)	2Ç26*	Ç/Ç(%)
Net Satışlar	88,8	89,3	-0,6	92,4	-3,9
Brüt Kâr	33,7	36,1	-6,5	36,4	-7,4
Faaliyet Giderleri	22,1	20,5	8,0	22,6	-2,3
Esas Faaliyet Kârı	12,1	15,5	-22,3	13,6	-11,2
FAVÖK	16,6	19,9	-16,7	19,0	-12,5
Net Finansman Gideri	-5,1	-6,2	-17,9	-5,6	-8,7
Parasal Kazanç	4,2	5,3	-19,8	5,4	-22,2
Vergi Öncesi Kâr	11,1	14,5	-23,1	13,2	-15,7
Ana Ortaklık Net Kârı	4,4	6,8	-35,8	5,4	-19,2

Oranlar	3Ç26	3Ç25	Y/Y(bp)	2Ç26*	Ç/Ç(bp)
Brüt Kâr Marjı (%)	38,0	40,4	-240	39,4	-144
Esas Faa. Kâr Marjı (%)	13,6	17,4	-379	14,7	-112
FAVÖK Marjı (%)	18,7	22,3	-361	20,5	-183
Net Kâr Marjı (%)	4,9	7,6	-270	5,9	-93



*Kaynak: KAP, şirket sonuç açıklaması (04.11.2026), İntegral Yatırım. FAVÖK: bir defaya mahsus kalemler öncesi (bölüm notu). * 2Ç26 verileri, TMS 29 uyarınca 30.09.2026 satın alma gücüne endekslenmiştir (katsayı 1,0557). 4Ç25 marjı: şirketin 2025 sonuç açıklaması. F/K ve FD/FAVÖK son 12 ay verileriyle; FD, kontrol gücü olmayan payları içerir.*

3Ç26 net kârı beklentilerin hafif altında kaldı

Gösterge (milyon TL)	3Ç26 gerçekleşme	Ort. beklenti*	Medyan beklenti*	Fark (%)
Ana ortaklık net kârı	4.374	4.407	4.601	-0,8 / -4,9

** Matriks Haber bilanço anketi (9 kurum). Fark: ortalama / medyan beklentiye göre sapma.*

Bölümler: Meşrubat ağırlığı artarken marjlar her iki bölümde geriledi

Gösterge (milyar TL)	3Ç26	3Ç25	Y/Y (%)	2Ç26*	Ç/Ç (%)
FAVÖK – Bira Grubu	3,5	4,5	-21,1	3,3	8,0
FAVÖK – Meşrubat	13,2	15,1	-12,8	15,8	-16,7
FAVÖK marjı – Bira Grubu (%; fark bp)	18,3	22,0	-370	15,9	233
FAVÖK marjı – Meşrubat (%; fark bp)	19,3	22,3	-305	22,3	-303

*Bölüm FAVÖK'ü bir defaya mahsus kalemler öncesidir (KAP Dipnot 4). * 30.09.2026 gücüne endeksli (katsayı 1,0557).*

Bira Grubu beklentileri 4 Kasım'da yeniden aşağı yönlü revize edildi

Gösterge	Güncel beklenti (04.11.2026)	Önceki beklenti (11.08.2026)	Gerçekleşme (Y/Y)
Bira Grubu hacim	Orta tek haneli düşüş	Düşük tek haneli düşüş	–%7,4 (9A); –%5,6 (3Ç)
Meşrubat hacim	Yüksek tek haneli artış	Orta tek haneli artış	+%8,4 (9A); +%8,3 (3Ç)
Konsolide net satış / hl (TMS 29)	Düşük tek haneli azalış	Düşük tek haneli artış	–%3,4 (9A); –%6,7 (3Ç)
Meşrubat net satış / ük (TMS 29)	Düşük tek haneli azalış	Yatay–orta tek haneli artış	–%2,8 (9A); –%6,7 (3Ç)
Konsolide FAVÖK marjı	Hafif daralma	Değişmedi	+29 bp (9A); –361 bp (3Ç)
Bira Grubu FAVÖK marjı	–250 bp	–150 bp	–361 bp (9A); –370 bp (3Ç)
Meşrubat FVÖK marjı	Yatay	Değişmedi	+121 bp (9A); –359 bp (3Ç)
Yatırım harcamaları / satışlar	Yüksek tek haneli	Değişmedi	%6,1 (9A); 9A25: %7,5

Kaynak: Anadolu Efes KAP ve 9A26 sonuç açıklaması (04.11.2026); önceki beklenti 11.08.2026'dadır. Konsolide hacim beklentisi (orta tek haneli artış) değişmemiştir; gerçekleşme +%6,5 (9A). Bira Grubu net satış/hl beklentisi (düşük-orta tek haneli artış) değişmemiştir; gerçekleşme +%1,3 (9A). hl: hektolitre; ük: ünite kasa; birim başına değişimler yaklaşıktır. FVÖK: CCİ'nin faaliyet kârı marjı.

Şirket, 4 Kasım 2026'da Bira Grubu hacim beklentisini düşük tek haneli düşüşten orta tek haneli düşüşe, Bira Grubu FAVÖK marjı beklentisini ise 150 baz puandan 250 baz puanlık daralmaya çekti. Dokuz aylıkta Bira Grubu FAVÖK marjı 361 baz puan gerileyerek %11,8'e indi; bu daralma yıl geneli için öngörülen 250 baz puanın üzerinde. Konsolide FAVÖK marjının yıl genelinde 2025'teki %16,6'nın altında kalması, 4Ç26 net satışlarının reel yatay kalması varsayımıyla, 4Ç26 marjının %10,8'in (4Ç25: %12,2) altına inmesini gerektiriyor.

Net borç belirgin azaldı, çeyreklik bazda işletme sermayesi iyileşti

Gösterge (milyar TL)	30.09.2026	30.06.2026**	31.12.2025	Ç/Ç Değ. (%)	YBB Değ. (%)
Nakit ve nakit benzerleri	51,7	42,4	46,2	21,8	11,8
Ticari alacaklar	44,5	59,2	33,5	-24,8	32,9
Stoklar	31,9	39,2	36,0	-18,4	-11,4
Ticari borçlar	62,4	66,5	51,8	-6,1	20,5
Net işletme sermayesi	14,0	31,9	17,7	-56,0	-20,9
Net finansal borç	49,7	69,3	68,9	-28,4	-27,9
İşletme faaliyetlerinden nakit akışı (9A)	38,8	12,8 (6A)	33,4	–	16,4

*Bilanço: 30.09.2026 / 30.06.2026 / 31.12.2025; nakit akışı: 9A26 / 6A26 / 9A25 (son sütun 9A26/9A25 değişimidir). ** 30.09.2026 gücüne endeksli (katsayı 1,0557). Net finansal borç kiralamayı içerir; uzun vadeli finansal yatırımlar düşülmemiştir.*

Net finansal borç, yıl sonuna kıyasla %27,9 azalarak 49,7 milyar TL'ye geriledi (31.12.2025: 68,9 milyar TL). Ticari alacaklar yıl sonuna göre %32,9 artışla 44,5 milyar TL'ye, ticari borçlar %20,5 artışla 62,4 milyar TL'ye yükselirken stoklar %11,4 azalarak 31,9 milyar TL'ye indi. Çeyreklik bazda ticari alacakların %24,8, stokların %18,4 azalması net işletme sermayesini 31,9 milyar TL'den 14,0 milyar TL'ye indirdi; 3Ç26 tek başına işletme faaliyetlerinden net nakit akışı 26,0 milyar TL oldu (3Ç25: 23,3 milyar TL).

Değerlendirme

Anadolu Efes'in 3Ç26 sonuçlarını, FAVÖK'teki %16,7'lik yıllık düşüş, Bira Grubunda 370 baz puan daralan FAVÖK marjı ve beklentilerin hafif altında kalan ana ortaklık net kârı nedeniyle nötr değerlendiriyoruz. Olumlu tarafta, dokuz ayda 10,3 milyar TL'ye yükselen serbest nakit akışı ve 0,95x'e gerileyen net borç/FAVÖK oranı öne çıkıyor. Buna karşılık, Bira Grubu hacim ve marj beklentilerinin ikinci kez aşağı yönlü revize edilmesi, Türkiye bira hacmindeki %14,3'lük düşüş ve faaliyet giderlerinin satışlardan hızlı artması kârlılık riskini artırıyor. Takip alanlarımız: Bira Grubunda marj toparlanması, Türkiye bira hacmi ve nakit üretimi.

Sermaye Piyasası Kurulunun Seri:V, No:55 Yatırım Danışmanlığı Faaliyetine ve Bu Faaliyette Bulunacak Kurumlara İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ'i Uyarınca Yayımlanan Uyarı Notu:

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.

Çekince: Bu bilgiler ve görüşler önceden haber vermeksizin değiştirilebilir. İntegral Yatırım Menkul Değerler A.Ş. bilgilerin ve ifade edilen görüşlerin doğru, eksiksiz ve güncelleştirilmiş olduğuna dair (açıkça ifade edilmiş veya ima edilmiş) hiçbir beyan ve taahhütte bulunmaz. Herhangi bir yatırım konulu karar almadan önce bir uzmandan görüş alınmalıdır.

Sorumluluğun Sınırlandırılması: İntegral Yatırım Menkul Değerler A.Ş. herhangi bir sınırlandırma olmaksızın, dolaylı, direkt veya bir fiilin sonucu olarak ortaya çıkan zararlar da dâhil olmak üzere her türlü kayıp ve hasarla ilgili sorumluluk kabul etmez. Bu rapor tarafımızca doğruluğu ve güvenilirliği kabul edilmiş kaynaklar kullanılarak hazırlanmış olup yatırımcılara kendi oluşturacakları yatırım kararlarında yardımcı olmayı hedeflemekte ve herhangi bir yatırım aracını alma veya satma yönünde yatırımcıların kararlarını etkilemeyi amaçlamamaktadır. Yatırımcıların verecekleri yatırım kararları ile bu raporda bulunan görüş, bilgi ve veriler arasında bir bağlantı kurulamayacağı gibi, söz konusu kararların neticesinde oluşabilecek yanlışlık veya zararlardan kurum çalışanları ile Ulukartal Holding A.Ş. ve İntegral Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin herhangi bir sorumluluğu bulunmamaktadır.

İntegral Yatırım Araştırma

Sevgül YIRTAR

Araştırma Müdürü
e: sevgulyirtar@integralyatirim.com.tr
t: +90 212 329 3289

SORUMLU OLDUĞU SEKTÖRLER
Bankacılık, Holding, Savunma

Harun Raşit DEMİRCAN

Araştırma Uzmanı
e: harundemircan@integralyatirim.com.tr
t: +90 212 329 3286

SORUMLU OLDUĞU SEKTÖRLER
Enerji-Üretim, Perakende, GYO, İnşaat, Sigorta

Sena ÇOBAN

Araştırma Uzman Yardımcısı
e: senacoban@integralyatirim.com.tr
t: 0212 329 3285

SORUMLU OLDUĞU SEKTÖRLER
Enerji - Dağıtım, İlaç - Sağlık, Teknoloji, Gıda

Ertuğrul AKSOY

Araştırma Uzman Yardımcısı
e: ertugrulaksoy@integralyatirim.com.tr
t: +90 212 329 3285

DESTEK VERDİĞİ SEKTÖRLER
Demir-Çelik, Çimento

Ahmet Server DEDE

Araştırma Uzman Yardımcısı
e: ahmetserverdede@integralyatirim.com.tr
t: +90 212 329 3287

DESTEK VERDİĞİ SEKTÖRLER
Otomotiv, Petrokimya, Telekom, Havacılık

www.integralyatirim.com.tr