

ANADOLU EFES

4 Kasım 2016

Anadolu Efes 3Ç16 finansallarında sırasıyla TL3243mn ciro (yıllık %2 artış), TL662mn FAVÖK (yıllık -%3), TL132mn net kar (3Ç15 zarar TL140mn) açıkladı. Ciro ve FAVÖK piyasa beklentilerine paralel olsa da net kar piyasa beklentisi olan TL136mn'un hafif altındadır. Net finansal giderler beklentilere paralel olarak – TL'nin değer kaybının 3Ç16 sonu çeyrek bazda geçen seneye göre limitli olmasıyla- 3Ç15'e göre düşüktür. Genel hatlarıyla finansallar konsolide bazda tahmin edildiği gibi olsa da Türkiye bira marjları beklenenden kuvvetli, yurtdışı bira marjları da beklentimizin altındadır. Öte yandan yurtdışı biradaki kuvvetli hacim büyümesi pozitif sürprizdir. Finansalların hisse performansına hafif pozitif etki yapması muhtemeldir. Şirketin sonuçları hakkındaki bugün TSİ 16:30'daki telekonferansı 4Ç16 ve 2017'ye ilişkin yorum içerme olasılığı yüzünden önemlidir.

3Ç16 Türkiye bira operasyonları: 15 Temmuz olayları ve turizmdeki zayıflığın da etkisiyle şirketin satış hacmi %5 daralmıştır. Averaj satış fiyatı %8 artan şirketin Türkiye bira operasyonları cirosu yıllık bazda %3 artmıştır. Maliyetlerdeki kur etkisiyle brüt marj yıllık bazda 239bps daralsa da faaliyet giderleri kontrolü sayesinde FAVÖK marjındaki daralma 67bpste kaldı. Türkiye 3Ç16 FAVÖK marjı %32.4'tür.

3Ç16 Uluslararası bira operasyonları: Güçlü Rusya hacim büyümesi sayesinde şirketin üçüncü çeyrek satış hacmi yıllık bazda %11 artmıştır. Yerel para birimlerinde yapılan zamlara rağmen devalüasyonlar sebebiyle ciro USD bazında %2 gerilemiştir. Artan hammadde maliyetlerinin de etkisiyle FAVÖK marjı %20.2 olarak gerçekleşmiştir ve geçen senenin 260bps altındadır.

Konsolide bazda değerlendirme: Beklentilerden az düşüş kaydeden Türkiye bira marjları ve alkolsüz içecek segmenti karlılığı (CCOLA) konsolide marjları nispeten desteklemiştir. Efes'in 3Ç16 konsolide FAVÖK marjı %20.4'le geçen senenin (95bps) altındadır. İşletme sermayesi yönetimi konusundaki çalışmalar ve yatırımlardaki temkinli duruş nakit akımına şirketin planlarına paralel olarak katkı sağlamıştır. Şirketin 3Ç16 sonu borcu TL3154mn'la önceki çeyrek sonu rakamı olan TL3640mn'a göre azalışa işaret etmektedir. 3Ç16 sonu net borç/yıllıklandırılmış FAVÖK 1.8xle geçen çeyrek sonu 2.1x'e göre düşmüştür.

AEFES	ENDEKSE PARALEL GETİRİ			
Fiyat (TL)	18.45			
Hedef Fiyat (TL)	24.30			
Yükseliş Potansiyeli	32%			
Piyasa Değeri (\$mn)	3,510			
Günlük Ortalama Hacim (\$mn)	1.6			
Net Borç (TLmn)	3,154			
FD (TLmn)	14,078			
<i>TL mn</i>	2014	2015	2016T	2017T
Net Satışlar	10,021	10,205	10,271	11,649
% büyüme	9.0	1.8	0.6	13.4
VAFÖK	1,721	1,766	1,771	2,023
% marj	17.2	17.3	17.2	17.4
Net Kar	-512	-198	409	676
% marj	-5.1	-1.9	4.0	5.8
Özsermaye Karlılığı (%)	-6.0	-2.6	5.1	8.0
Temettü	272	145	168	253
% ödeme oranı	-53	-73	41	37
% temettü verimi	2.5	1.3	1.5	2.3
F/K	a.d.	a.d.	26.7	16.2
FD/VAFÖK	8.2	8.0	7.9	7.0
F/DD	1.4	1.4	1.3	1.3

Anadolu Efes	3Ç15	3Ç16	Yıllık değişim
Türkiye bira operasyonları			
Hacim (mn u/c)	1.8	1.7046	-5%
Hasılat (TL mn)	411	422	3%
Brüt marj	62.9%	60.5%	-239 bps
Düzeltilmiş FAVÖK (TL mn)	136	137	1%
Düzeltilmiş FAVÖK marjı	33.1%	32.4%	-67 bps
Uluslararası bira operasyonları			
Hacim (mn u/c)	3.8	4.2	11%
Hasılat (USDmn)	197	193	-2%
Brüt marj	50.1%	45.3%	-480 bps
Düzeltilmiş FAVÖK (USDmn)	45	39	-13%
Düzeltilmiş FAVÖK marjı	22.8%	20.2%	-260 bps
Alkolsüz içecek segmenti (CCOLA)			
Hacim (mn u/c)	377	383	2%
Hasılat (TL mn)	2205	2245	2%
Brüt marj	34.7%	33.8%	-90 bps
Düzeltilmiş FAVÖK (TL mn)	418	419	0%
Düzeltilmiş FAVÖK marjı	18.9%	18.7%	-20 bps
Konsolide hasılat (TL mn)	3185	3243	2%
Brüt marj	41.0%	39.3%	-173 bps
Düzeltilmiş FAVÖK (TL mn)	680	662	-3%
Düzeltilmiş FAVÖK marjı	21.3%	20.4%	-95 bps
Net finansal giderler	-559	-172	-69%
Net kar	-140	132	n.m.
Yatırımlar (TL mn)	170	123	-28%
Dönem sonu net borç (TL mn)	3,979	3,154	-21%
Net borç/ yıllıklandırılmış FAVÖK	2.3	1.8	-22%

Özet Finansallar

GELİR TABLOSU, TL mn	3Q15	2Q16	3Q16	Yıllık	Çeyreksel
Satışlar	3,185	3,089	3,243	2%	5%
SMM	-1,878	-1,784	-1,969	5%	10%
Brüt kar	1,307	1,305	1,274	-2%	-2%
Faaliyet giderleri	-827	-879	-832	1%	-5%
Düzeltilmiş faaliyet karı	453	424	464	2%	10%
Düzeltilmiş FAVÖK	680	633	662	-3%	4%
Diğer faaliyet gelirleri	-35	-4	11	-130%	-354%
Net finansal gelirler	-559	-54	-172	-69%	221%
VÖK	-114	368	281	-347%	-24%
Vergi	17	-67	-50	a.d.	-23%
Azınlık payı	-43	-130	-99	132%	-24%
Net kar	-140	172	132	a.d.	-23%
Brüt marj	41.0%	42.2%	39.3%	-173 bps	-294 bps
Faaliyet gideri/ ciro	-26.0%	-28.4%	-25.7%	30 bps	278 bps
FAVÖK marjı	21.3%	20.5%	20.4%	-95 bps	-10 bps
Net marj	-4.4%	5.6%	4.1%	846 bps	-149 bps
Efektif vergi oranı	-14.7%	-18.1%	-17.8%	-312 bps	33 bps
BİLANÇO, TL mn	3Q15	2Q16	3Q16	y/y	q/q
Dönen varlıklar	5,570	5,709	5,926	6%	4%
Nakit	1,859	1,692	2,264	22%	34%
Ticari alacaklar	1,780	2,081	1,877	5%	-10%
Stoklar	1,150	1,158	1,009	-12%	-13%
Diğer	782	779	776	-1%	0%
Duran varlıklar	17,899	17,403	17,733	-1%	2%
MDV	6,621	6,402	6,484	-2%	1%
Maddi olmayan varlıklar	10,587	10,353	10,585	n.m.	n.m.
Diğer	692	649	664	-4%	2%
Toplam varlıklar	23,470	23,112	23,659	1%	2%
KV Yükümlülükler	2,923	3,294	3,053	4%	-7%
Finansal borç	754	750	716	-5%	-4%
Ticari borç	1,236	1,538	1,267	2%	-18%
Diğer	932	1,006	1,070	15%	6%
UV Yükümlülükler	7,316	6,869	7,041	-4%	3%
Finansal borç	5,084	4,582	4,701	-8%	3%
Diğer	2,232	2,288	2,340	5%	2%
Azınlık payı	4,978	4,948	5,158	4%	4%
Özsermaye	8,253	8,001	8,407	2%	5%
Toplam yükümlülükler	23,470	23,112	23,659	1%	2%
Net borç	3,979	3,640	3,154	-21%	-13%
Net borç/ FAVÖK	2.3	2.1	1.8	-22%	-14%
İşletme sermayesi /ciro	17%	17%	16%	-90 bps	-90 bps

Değerleme Yaklaşımı

Değerleme yöntemi olarak çoğunlukla İndirgenmiş Nakit Akımı (İNA) ve Uluslararası Eş Grup Karşılaştırması yöntemleri kullanılırken, Temettü Verimi, Gordon Büyüme Modeli ve Yenileme Değeri metodu da uygun olan durumlarda kullanılmaktadır. Oyak Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin Araştırma Bölümü analistleri, değerlemelerinde tek bir yöneme bağlı kalabilecekleri gibi; kendi yorumlarına göre, çeşitli ağırlıklandırmalar yaparak birden çok değerlendirme yöntemini de bir arada kullanabilmektedirler. İMKB-100'ün "Beklenen Piyasa Getirisi", araştırma kapsamındaki şirketlerin, halka açıklık oranlarına karşılık gelen piyasa değerleri üzerinden bulunan hedef getirilere göre hesaplanmaktadır. Oyak Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin araştırma kapsamındaki şirketlerin piyasa değeri, yaklaşık olarak İMKB'nin toplam piyasa değerinin %80'ine karşılık gelmektedir.

Derecelendirme Metodolojisi

Oyak Yatırım Menkul Değerler A.Ş., araştırma kapsamındaki her şirketi aşağıdaki kriterlere göre derecelendirmektedir: Bir hissenin hedef değeri, performans dönemimiz olan 12 aylık süre sonunda, analistin ulaşmasını beklediği değeri ifade eder. Hedef getirisi, 12 aylık dönem sonundaki "Beklenen Piyasa Getirisi"nin en az %10 üzerinde olan hisseler ENDEKSİN ÜZERİNDE GETİRİ tavsiyesi verilir. Hedef getirisi "Beklenen Piyasa Getirisi"nin %10'unundan az olan hisseler ENDEKSİN ALTINDA GETİRİ tavsiyesi verilirken; ENDEKSE PARALEL tavsiyesi ise, hedef getirisi ile Beklenen Piyasa Getirisi arasında +/- %10'luk bant içerisinde kalan hisseler verilen öneridir.

Oyak Yatırım Menkul Değerler A.Ş. analistleri, şirketlerle ilgili gelişmelere paralel olarak değerlemelerini gözden geçirir ve gerekli görüldüğü anlarda hisselerle ilgili tavsiyelerini değiştirebilirler. Bununla beraber, bazı zamanlarda, bir hissenin hedef getirisi, fiyatlardaki dalgalanmalara bağlı olarak, öngördüğümüz derecelendirme aralıklarının dışına çıkabilir. Bu gibi durumlarda, analist tavsiyesini değiştirmeyebilir.

Uyarı Metni

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 dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

Bu raporda yer alan bilgiler OYAK Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin Araştırma Bölümü tarafından bilgi verme amacıyla hazırlanmış olup herhangi bir hisse senedinin alım satımına ilişkin bir teklif içermemektedir. Veriler, güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan alınmıştır. Bu kaynaklardaki hata ve eksikliklerden ve bu bilgilerin ticari amaçlı kullanılmasından doğabilecek zararlardan OYAK Yatırım Menkul Değerler A.Ş. hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. İşbu rapordaki tüm görüş ve tahminler, söz konusu rapor tarihiyle OYAK Yatırım Menkul Değerler A.Ş. Araştırma Bölümü'ne ait olup diğer OYAK Grubu şirketlerinin görüş ve tahminlerini temsil etmemektedir. Bu rapordaki tüm görüş ve bilgiler önceden haber verilmeksizin değiştirilebilir. OYAK Yatırım ve diğer grup şirketleri bu raporda adı geçen şirketlerin hisselerinde pozisyon sahibi olabilir veya işlem yapabilir. Ayrıca, yatırımcılar bu raporda adı geçen şirketlerle OYAK Yatırım ve diğer grup şirketlerinin yatırım bankacılığı ve/veya diğer iş ilişkileri içinde olabileceğini veya bu tür iş fırsatları arayışında olabileceğini kabul ederler.