Fintables

Rusya Operasyonları Olan BİST Şirketleri ve Savaşın Etkileri

30.10.2026

Rusya pazarında faaliyet gösteren ve Borsa İstanbul'da işlem gören birçok Türk şirketi, 2022'de başlayan Ukrayna Savaşı ve buna bağlı yaptırımlardan doğrudan etkilendi. Bu şirketlerin Rusya'daki yatırımlarının büyüklüğü, gelir payları ve savaş nedeniyle yaşadıkları zorluklar farklılık gösteriyor. Yazıda öne çıkan şirketleri, sektörleriyle birlikte incelerken, savaşın operasyonlarına etkileri ve olası toparlanma potansiyellerini ele aldık.

Anadolu Efes – İçecek Sektörü

Anadolu Efes, Rusya'da 11 bira fabrikasına sahip olan AB InBev Efes ortak girişimi (JV) üzerinden faaliyet gösteriyor. 2018'den beri Belçikalı AB InBev ile %50-%50 ortaklıkla yürütülen bu operasyon, Rusya bira pazarının yaklaşık %29'una sahip ve yılda 2,5 milyar litre üretim kapasitesine ulaşıyor. Anadolu Efes'in konsolide bira satış hacminin %60'ı Rusya'dan geliyor. Ukrayna'nın işgali sonrası Batılı şirketler için Rusya'da iş yapmak riskli hale geldi. AB InBev, savaşın ardından Rusya'daki payını satmak üzere Anadolu Efes ile anlaşmış, Rusya operasyonlarının %100'ünün Anadolu Efes'e devri için girişimde bulunulmuştu ancak Rusya devleti ortak girişimin yönetimine el koyarak bir kayyum atadı. Bu gelişme Anadolu Efes hisselerinde sert düşüşlere yol açarak şirket değerinde 800 milyon dolarlık erimeye neden oldu. Savaş sonrası yaptırımlar nedeniyle Batılı rakipler (Carlsberg, Heineken gibi) pazardan çekilirken, Anadolu Efes pazarda lider haline gelmişti. Öte yandan, 2023 yılında AB InBev Efes'in cirosu ruble bazında %11 artarak 108,6 milyar rubleye (yaklaşık $1 milyar) ulaştı, net kârı 16,7 milyar ruble oldu. Anadolu Efes'in geleceği belirsiz. Savaşın sona ermesi ve yaptırımların kalkması halinde Anadolu Efes'in Rusya'daki hisseleri yeniden devralma planı hayata geçirilebilir. Rus otoritelerinin onayıyla, ortak AB InBev'in payını tamamen alarak operasyonları tek elde toplama hedefi gerçek olabilir. Bu sayede şirket, savaş kaynaklı kayyum riskinden kurtulup Rusya pazarındaki güçlü konumunu sürdürebilir. Ayrıca barış ortamı, Rusya ekonomisinin toparlanmasına ve tüketici talebinin artmasına yol açarak bira satışlarını destekleyebilir. Buna karşın, barış sonrası Carlsberg gibi rakiplerin geri dönme ihtimali rekabeti artırabilir; ancak Anadolu Efes'in yerel üretim kapasitesi ve dağıtım ağı avantajıyla pazardaki lider konumunu koruma ihtimali var. Sonuç olarak, savaşın bitimi Anadolu Efes için belirsizliklerin kalkması, operasyonel kontrolün geri alınması ve gelirlerin istikrara kavuşması anlamına gelecek olup ciddi bir toparlanma potansiyeli barındırıyor.

Şişecam – Cam Ürünleri Sektörü

Şişecam, düzcam, cam ambalaj ve cam ev eşyası alanlarında Rusya'da 8 üretim tesisi işletiyor. Şirket 2014'ten beri Tataristan'daki Alabuga Özel Ekonomi Bölgesi dahil çeşitli bölgelerde mimari ve otomotiv camları, şişe ve cam eşya üretimi yapıyor. Rusya'da cam ambalaj ve cam ev eşyasında pazar lideri konumundadır. Toplam yıllık üretim kapasitesi 1,5 milyon tonu aşan bu tesislerde 3.414 kişi istihdam edilmektedir ve ilgili tesislere bugüne kadar 1,25 milyar dolar yatırım yapılmıştır. 2021 verilerine göre Rusya (Ukrayna ve Gürcistan ile birlikte) Şişecam'ın konsolide gelirlerinin %15'ini ve FAVÖK'ünün %16'sını oluşturuyordu. Bölgedeki üretimin hemen hemen tamamı Rusya'da gerçekleştiği için, bu ülke Şişecam'ın yurt dışındaki en önemli pazarlarından biridir. Elimizde bulunan son 2024/9 verilerinde Rusya-Ukrayna-Gürcistan'ın konsolide ciro içinde %9'luk paya düştüğünü gözlemliyoruz.

Şişecam, savaş ve yaptırımlar karşısında Rusya'daki faaliyetlerini büyük ölçüde sürdürebildi. Üretimin %90'dan fazlasının Rusya iç pazarına satılması, ihracat gerektirmeden operasyonların devamını sağladı. Bu sayede Batı yaptırımlarının tedarik zincirine etkisi sınırlı kaldı. Yalnızca otomotiv camı üretiminde kullanılan bazı hammaddelerin Avrupa'dan tedarikinde aksamalar potansiyel risk yarattıysa da, diğer üretim kolları büyük bir kesintiye uğramadı. Ancak savaşın uzaması ve rublenin değer kaybı, tüketici talebi ve şirket gelirleri açısından risk oluşturdu. Rublenin Şişecam cirosundaki payı yaklaşık %11 olduğundan, para birimindeki dalgalanmalar finansal

tabloları etkiledi. Şirket, Rusya'da operasyonlarına devam ettiği için Ukrayna hükümeti tarafından "savaş sponsoru" listesine alındı. 2022'de Rusya'da 11,2 milyon doların üzerinde vergi ödemesi yaptığı belirtilen Şişecam, bu nedenle itibar baskısıyla da karşılaştı.

Savaşın sona erdiği durumda Şişecam'ın Rusya operasyonları daha öngörülebilir bir ortama kavuşabilir. Yaptırımların kalkmasıyla hammadde temini ve finansal işlemlerdeki kısıtlar ortadan kalkabilir, özellikle otomotiv camı tarafındaki tedarik sorunları çözülecektir. Rus ve Ukrayna ekonomilerinin toparlanması halinde inşaat, otomotiv ve tüketim mallarına talep artacağından, Şişecam'ın cam ürünlerine iç pazarlarda güçlü bir talep beklenebilir. Ayrıca savaş döneminde pazardan çekilen bazı uluslararası rakipler geri dönmeye çalışsa bile, Şişecam'ın yıllardır yaptığı 1,25 milyar dolarlık yatırım ve yerleşik pazar liderliği ona rekabette avantaj sağlayacaktır. Özetle, barış ortamı Şişecam'ın Rusya'da kazançlı konumunu pekiştirip finansal performansını iyileştirmesi için uygun zemin hazırlayabilir.

Enka İnşaat – İnşaat, Enerji ve Gayrimenkul

Enka, Rusya'da 30 yılı aşkın süredir faaliyet gösteren, ülkenin en eski yabancı müteahhit ve yatırımcılarından biri. Moskova başta olmak üzere Rusya genelinde birçok altyapı ve üstyapı projesi gerçekleştirdi. Enka'nın Rusya'daki varlığı üç ana alanda toplanabilir: taahhüt projeleri, enerji santralleri ve gayrimenkul yatırımları. İnşaat tarafında, 2022 başı itibarıyla iş portföyünün %25'i Rusya'daki projelerden oluşuyordu.

Enerji alanında Enka'nın Rusya'da yap-işlet modeliyle kurulmuş 3 doğal gaz çevrim santrali bulunuyor; bu santraller 2021'de yeniden tam kapasite devreye alınmış ve artan elektrik fiyatları sayesinde 2022'de dolar bazında %37 FAVÖK büyümesi yakalamıştır. Enka'nın en dikkat çekici yatırımı ise Moskova'daki ticari gayrimenkulleridir: Şirketin Moskova'da toplam ~0,75 milyon m² ofis ve AVM alanı ile 235 odalı bir otelden oluşan portföyü bulunuyor. Forbes Rusya'ya göre Enka'nın Rusya'daki gayrimenkullerinden elde ettiği yıllık kira geliri 315 milyon dolar civarındadır. Bu da Enka'yı "Rusya'nın en büyük 5. ticari gayrimenkul sahibi" yapmaktadır.

Ukrayna'daki savaş ve yaptırımlar, Enka'nın Rusya operasyonlarını kısmen etkiledi. İnşaat ve enerji işlerinde herhangi bir aksama yaşanmadığı ilk etapta KAP'a bildirildi. Ancak uluslararası şirketlerin ülkeden çıkması, Enka'nın Moskova ofis/AVM portföyünde kiracı doluluk oranlarını yaklaşık 7 puan düşürdü. Boşalan alanlar nedeniyle gayrimenkul segmentinin FAVÖK marjı da 2022'de 7 puan geriledi. Şirket, savaşın belirsizlikleri nedeniyle 2Ç 2022'de 1,2 milyar TL değer düşüklüğü karşılığı ayırdı. Bununla birlikte, Rus hükümetinin sermaye kontrolleriyle ruble değer kazanınca ruble bazlı kiralar dolar karşısında yükseldi ve bu durum Enka'nın kira gelirlerini kısmen destekledi. Enka'nın üç enerji santrali ise Rusya'nın enerji ihtiyacı nedeniyle faaliyetine devam ederek gelir sağlamayı sürdürdü. Şirket açısından en olumlu gelişme, varlıklarına herhangi bir el koyma veya millileştirme girişimi olmamasıydı. Türkiye'nin tarafsız tutumu sayesinde Enka, Rusya'da faaliyetlerini yasal sorun yaşamadan devam ettirebildi. Özetle savaş, Enka'nın Rusya işlerinde geçici kira kayıpları ve değer düşüşü yaratmış olsa da, şirket güçlü bilançosu ve çeşitlendirilmiş faaliyetleriyle bu etkiyi görece yönetebildi.

Savaşın bitmesi, Enka için Rusya'da iş ortamının normalleşmesi anlamına gelecektir. Özellikle gayrimenkul segmentinde, barışla birlikte yabancı şirketlerin yeniden Moskova'ya dönmesi veya yeni kiracıların gelmesi beklenebilir. Bu da ofis ve ticari alan doluluk oranlarının artmasını ve kira gelirlerinin toparlanmasını sağlayacaktır. Enka'nın savaş yüzünden kaybettiği uluslararası kiracıların yerini halihazırda kısmen yerel şirketler almıştı. Barış ortamında hem yerel hem yabancı talep artarak portföyün performansını eski seviyelerine çıkarabilir. Ayrıca gayrimenkul varlıklarında yapılan değer düşüklüğü karşılıkları, riskler azalacağından ileride geri çevrilebilir veya değer artışına dönüşebilir. İnşaat tarafında Rusya genelinde dondurulmuş projeler barışla yeniden canlanabilir; Enka, ülkedeki güçlü referansları sayesinde yeni altyapı ve üstyapı projeleri üstlenebilir. Enerji segmentinde ise savaş döneminde yüksek seyreden elektrik fiyatları normalleşebilir; ancak Enka'nın santralleri temel enerji

ihtiyacına yönelik olduğundan faaliyetlerini sürdürmeye devam edeceklerdir. Genel olarak, barış süreci Enka'nın Rusya'da belirsizlik kaynaklı risklerini ortadan kaldıracak, kira gelirlerini yükseltecek ve yeni yatırım/proje fırsatları yaratacaktır. Şirketin güçlü finansal yapısı sayesinde toparlanma döneminde bu fırsatları değerlendirmesi beklenebilir.

Arçelik – Dayanıklı Tüketim (Beyaz Eşya)

Arçelik uzun yıllardır Beko markasıyla Rusya pazarında beyaz eşya satışı yapmaktaydı. Savaş sonrasında pek çok Batılı rakibin (Whirlpool, Bosch vb.) Rusya'dan çekilmesi, Arçelik için önemli bir fırsat doğurdu. Haziran 2022'de Arçelik, ABD'li Whirlpool'un Rusya'daki üretim şirketi (Indesit International JSC ve Whirlpool RUS LLC) hisselerini satın almak üzere anlaşma imzaladı. Bu anlaşma kapsamında Rusya'nın yanı sıra Kırgızistan, Özbekistan, Kazakistan gibi BDT ülkelerindeki Whirlpool operasyonları da Arçelik'e geçti. Satın alma bedeli üst sınırı 220 milyon avro olarak belirlendi ve kapanış sonrasında Arçelik bu şirketlerin tamamına sahip oldu. Böylece Arçelik, Rusya'da yerel üretim tesisleri (örneğin Lipetsk'teki beyaz eşya fabrikası) ve yaygın dağıtım ağı elde etti. Koç Holding bünyesindeki Arçelik halihazırda Rusya'da Beko LLC adıyla 4,28 milyar ruble sermayeli (yaklaşık $60 milyon) bir iştirakin %100 sahibi. Bu yatırım hamleleri sonucunda Arçelik, Rusya beyaz eşya pazarında önemli bir oyuncu konumuna yükseldi: 2023 itibarıyla Rusya'da buzdolabı pazarında %16 pay ile lider konumdaki Indesit ve çamaşır makinesinde %13,5 paya sahip Beko markaları artık Arçelik çatısı altında. Yani Arçelik, savaş sonrasında Rusya'da pazar payını kayda değer ölçüde artırdı.

Ukrayna savaşı başlangıçta Arçelik için belirsizlik ve operasyonel risk yaratmış olsa da orta vadede rekabet avantajına dönüştü. Batılı rakiplerin çekilmesiyle Rus tüketiciler alternatif markalara yöneldi. Arçelik bu boşluğu dolduran başlıca şirketlerden biri oldu. İlk aylarda yaşanan lojistik sorunlar ve rubledeki dalgalanma Arçelik'in ihracat gelirlerini olumsuz etkiledi. Ancak şirket hızla adapte olarak yerel üretici konumuna geçti. Whirlpool'un Rusya birimlerini devralması sayesinde, cirosunun bir bölümü Rusya'dan gelmeye başladı. Resmi finansal raporlarda Rusya satışlarının payı ayrı belirtilmese de, 2023'te bu satın almanın konsolide gelirlere önemli katkı yaptığı biliniyor. Savaş koşullarında faaliyet göstermek, Arçelik için yaptırım riski gibi konuları da gündeme getirdi. ABD Hazinesi Ağustos 2022'de Türk şirketlerini Rusya'da faaliyetleri konusunda uyarmıştı. Ancak beyaz eşya tüketim malları yaptırım listesinde olmadığı için Arçelik bu riskleri dikkatli yöneterek faaliyetlerini sürdürdü. Neticede savaş dönemi, Arçelik'in uygun maliyetle varlık edinmesine ve pazar payını büyütmesine olanak tanıdı.

Savaşın sona ermesi, Arçelik'in Rusya operasyonları açısından çift yönlü etkilere sahip olabilir. Bir yandan, barış ortamı Rus ekonomisini canlandırarak beyaz eşya talebini artırabilir, bu da halihazırda pazar liderlerinden biri olan Arçelik için satış hacimlerinde artış potansiyeli demek. Diğer yandan, yaptırımlar kalktığında küresel rakiplerin Rusya pazarına geri dönme ihtimali ile rekabet yeniden kızışabilir. Ancak Arçelik, savaş döneminde yapmış olduğu yatırımlarla yerli üretici statüsü kazandığı ve tüketiciye yakınlaştığı için önemli bir avantajla başlayacak. Indesit ve Beko markalarının Rusya'da sahip olduğu mevcut bayi ağı, marka bilinirliği ve servis altyapısı, rakiplerin dönüşü halinde bile korunacak güçlü yönleri. Ayrıca Arçelik'in Türkiye ve çevre pazarlardaki üretim üssü konumu, olası barış döneminde Rusya'ya esnek tedarik imkanını sürdürecektir. Özetle, barış durumunda Arçelik kısa vadede rekabetin artmasıyla karşılaşsa bile, uzun vadede istikrarlı ve büyüyen bir pazarda önemli bir oyuncu olmaya devam edebilir.

Diğer Sektörler

- Havacılık/Turizm: Türk Hava Yolları (THY) savaş öncesi gelirlerinin yaklaşık %3'ünü Rusya uçuşlarından elde ediyordu. Savaş ilk başta Ukrayna ve Rus turist akışını sekteye uğratma riski yarattıysa da Avrupa hava sahasının Rus uçaklarına kapanması, Türkiye'yi Rus yolcular için bir köprü haline getirdi. 2022'de Rus turistler Türkiye'ye gelmeye devam etti ve THY ile Pegasus gibi havayolu şirketleri Rusya uçuşlarını sürdürdü. Savaşın bitimiyle Rusya-Avrupa direkt uçuşlarının normale dönmesi, THY'nin şu anki dolaylı trafik avantajını azaltabilir. Ancak genel olarak bölge turizminin toparlanmasıyla yolcu talebi artacağından etki nötr veya pozitif olabilir.
- Enerji ve Petrokimya: Savaş sonrası Rus petrolüne uygulanan fiyat tavanı ve yaptırımlar nedeniyle Tüpraş ve Petkim bir dönem Rus petrolü alma imkanı buldu, bu da kâr marjlarını olumlu etkiledi. Savaşın sona ermesi, petrol tedarikinde normalleşme getireceği için mevcut avantaj azalabilir, ancak son dönemde zaten bu etkinin azaldığını görüyorduk.
- İnşaat Taahhüt: Tekfen'in Rusya'da üstlendiği projeler sınırlı olsa da, 2022'de devam eden yaklaşık $207 milyon tutarında bir projesi bulunuyordu (toplam iş yükünün %4,7'si). Savaş yeni proje alımını zorlaştırdı. Tekfen, Rusya'da beklenen projelerini askıya aldı. Barış ortamında Türk müteahhitler için Rusya pazarında tekrar iş fırsatları doğabilir. Tekfen için hem yarım kalan projelerin tamamlanması hem de Batılı inşaat firmalarının yokluğunda oluşan boşluğu doldurma gibi bir ortam doğabilir.
- Bilişim ve Finans: Vestel, Rusya'da TV ve elektronik satışı yapan Vestel CIS şirketiyle 9,3 milyar ruble sermayeli operasyon yürütüyor. Batılı elektronik markalarının çekilmesi Vestel'e Rusya pazarında alan açtı. Savaşın bitimiyle rekabet artsa da Vestel'in kurulu satış kanalları avantaj sağlayabilir. İş Bankası ve DenizBank gibi finans kuruluşları Moskova'da iştiraklere sahipti; savaş döneminde ABD yaptırım baskısı nedeniyle temkinli davransalar da faaliyetlerini sürdürdüler. Barışla birlikte finansal işlemlerin normalleşmesi bankaların riskini azaltacaktır.

Rusya'da faaliyet gösteren Borsa İstanbul şirketleri, Ukrayna'daki savaş nedeniyle dalgalı bir dönem geçirdiler. Bazı şirketler olumlu bazıları olumsuz etkilendi. Örneğin Enka için savaş, operasyonel kontrol kaybı riski ve gelirlerinde gerileme tehdidi yaratırken; Arçelik için rakipsiz kalarak pazar payı kazanma fırsatı sundu. Savaşın sona ermesi halinde genel beklenti, bu şirketlerin toparlanma yaşayacağı yönündedir. Yaptırımların kalkması, belirsizliklerin azalması ve Rus ekonomisinin normalleşmesi sayesinde:

- Gelirlerinin önemli bölümünü Rusya'dan elde eden şirketler (Anadolu Efes, Şişecam gibi) için pazar koşulları iyileşecek, finansal risk primleri düşecektir.
- Savaş nedeniyle duran projeler ve yatırımlar yeniden hız kazanacak, Türk şirketleri için yeni büyüme fırsatları doğacaktır (özellikle inşaat sektöründe).
- Savaş döneminde oluşan geçici avantajlar (azalan rekabet, ucuz varlık satın alımları gibi) yerini daha rekabetçi bir ortama bırakabilir. Ancak Türk şirketleri bu süreçte edindikleri güçlü pozisyonları korurlarsa, uzun vadede kârlılıklarını artırabilirler.

Elbette her şirketin toparlanma potansiyeli, savaş sonrası jeopolitik dengelere ve Rusya'nın iç koşullarına bağlı olacak. Ancak finansal raporlar ve piyasa analizleri, Türk şirketlerinin genel olarak esnek davranarak krizden çıktığını ve barış döneminde kayıplarını telafi etme imkanının yüksek olduğunu göstermektedir. Bu şirketler, yıllar içinde kurdukları Rusya operasyonlarını koruyabilmiş olmaları sayesinde, savaş biterse hem değer artışı hem de iş hacmi büyümesi açısından önemli kazanımlar elde edebilirler.

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. Fintables Bilişim Teknolojileri 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 verilmemektedir. 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 Fintables Bilişim Teknolojileri A.Ş. ile bağlı kuruluşları, çalışanları, yöneticileri ve ortakları sorumlu tutulamaz. Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir.