

31 Ekim 2018 Çarşamba

Sektör	Sektör Görüşü	Rapor Türü	İlgili Hisseler
Gıda Perakendeciliği	Olumlu	Başlangıç Raporu	BIMAS, BİZİM, MGROS

Gıda perakendeciliği sektörüne yönelik bu raporumuz ile birlikte Bim (BIMAS), Bizim Toptan (BİZİM) ve Migros (MGROS) için hisse senedi öneri sürecimizi başlatıyoruz.

Güçlü büyüme dinamikleri - Türkiye’de gıda perakendeciliği sektörü, ülke ekonomisinin üzerinde sergilediği büyüme performansı ile güçlü bir yapıya sahiptir. TÜİK tarafından açıklanan mevsim ve takvim etkilerinden arındırılmış gıda, içecek ve tütün grubu perakende cirosunun 2015-2017 döneminde kaydettiği yıllık ortalama ~%13’lük artış, sektörün aynı dönemdeki GSYH büyümesinin üzerinde büyüdüğünü göstermektedir. Söz konusu dönemde manşet ve gıda enflasyonunda gerçekleşen sırasıyla yıllık ortalama %9,4 ve %9 oranındaki artışın sözkonusu büyümeye katkısı büyüktür. Bunun nedeni, sektör oyuncularının enflasyon artışlarını kısa sürede raf fiyatlarına yansıtma esnekliğine sahip oluşudur. Sektördeki en önemli organik büyüme yolu ise mağaza sayısındaki artıştır. Türkiye gıda perakendeciliği sektöründe faaliyet gösteren zincir marketlerin toplam mağaza sayısının 2015-2017 döneminde yıllık ortalama ~%12 büyüdüğü tahmin edilmektedir. 3 büyük indirimli marketin (A101, Bim ve Şok) bu dönemde mağaza büyümesi ise yıllık ortalama ~%16 olmuştur. Hanehalkı tüketiminin %24’ünü oluşturan gıda, içecek ve tütün harcamalarının (konut ve kiradan sonra 2.en büyük paya sahip grup), genç nüfus ve artan şehirleşme oranı gibi hızlı tüketimi destekleyici demografik unsurların etkisiyle önümüzdeki dönemde de ağırlığını korumasını bekliyoruz. Orta-uzun vadede enflasyon ve mağaza genişleme hızlarında öngördüğümüz kademeli yavaşlamaya rağmen, sektörün ekonominin üzerindeki büyüme performansını sürdüreceğini öngörüyoruz.

Organize kanal payında artış sürecek - İndirimli marketlerin ağırlıklı etkisiyle gıda perakendeciliği sektörünün organize kanalındaki mağaza sayısının son 10 yılda üç katına çıktığı ve pazar payının %28’den %40’a yükseldiği tahmin edilmektedir. Gelişmiş ülkelerde bu oranın ortalama %80 olduğu düşünüldüğünde, Türkiye’de organize kanal payının indirimli marketlerin hızlı mağaza açılışlarının yanı sıra yoğun rekabet nedeniyle birleşme ve satın alma girişimlerinin etkisiyle artmaya devam etmesini bekliyoruz.

Yoğun rekabet, birleşme ve satın almaları gündemde tutacak - 2017 yılı itibarıyla Türkiye gıda perakendeciliği sektöründe faaliyet gösteren toplam firma sayısının ~166 bin olduğu, mağaza sayısının ise ~194 bin olduğu tahmin edilmektedir. Sektördeki parçalı yapı ve yaşanan yoğun rekabetin yarattığı konsolidasyon ihtiyacının, son yıllarda örneklerini gördüğümüz (Migros-Kipa birleşmesi gibi) birleşme ve satın alma girişimlerini daha yoğun bir şekilde gündeme getirmesini bekliyoruz.

Riskler - İndirimli gıda perakendecilerinin fiyatlama ve mağaza açılışlarındaki agresif politikalarının ağırlıklı etkisiyle son yıllarda belirginleşen yoğun rekabet ortamı, sektör oyuncularının kârlılıkları açısından öne çıkan risklerin başında gelmektedir. Yoğun rekabetin yanı sıra, emek yoğun ve mağazacılık iş modeli nedeniyle oluşan yüksek personel ve kira maliyetleri, organize gıda perakendecilerinin faaliyetleri açısından risk oluşturan diğer unsurlardır.

- **Bim (BIMAS), Hedef Fiyat 96,2 TL, Öneri “TUT”** - Bim’in, mağaza trafiğindeki pozitif seyirin devamı ve yeni mağaza açılışlarının desteğiyle, sektörün üzerindeki büyüme performansını sürdürmesini bekliyoruz. Daha geniş satış alanında daha fazla stok kalemi ile Bim mağazalarından ayrılmakla birlikte, indirimli satış stratejisi ile diğer zincir süpermarketlerden de farklılaşan “FILE” formatının, indirimli segmentte yaşanan yoğun rekabet ortamında Şirkete önemli bir büyüme yolu açtığına inanıyoruz. Ayrıca Şirketi, düzenli nakit akışı, borçsuz ve kur&faiz riskine karşı dirençli bilanço yapısıyla da beğeniyoruz.
- **Bizim Toptan (BİZİM), Hedef Fiyat 11 TL, Öneri “AL”** - Şirket yönetiminin 2017 yılından itibaren i) verimlilik odaklı satış stratejisi ii) farklı müşteri kanallarına yönelik aktif pazarlama politikası, ve iii) ürün portföyü optimizasyonu kapsamında aldığı aksiyonlar 2018 yılı itibarıyla meyvelerini vermeye başladı. Yılın ilk 9 aylık dönemini ciro, operasyonel kârlılık ve net kâr göstergelerinde güçlü sonuçlarla tamamlayan Şirketin, yönetim aksiyon planının devamı ile önümüzdeki dönemde daha istikrarlı operasyonel performans göstereceğini öngörüyoruz. Bizim Toptan’ı, i) çok kanallı satış stratejisinin desteğiyle artan müşteri sayısı ve riski dağıtan iş modeli, ii) kârlı segmentler lehine iyileşen müşteri ve ürün çeşitliliği, iii) iş ortaklığı mal tedarik sistemi olan SEÇ marketlerin konsolide finansallara artan katkısı ve iv) kur riskine karşı dirençli mali yapısı ile beğeniyoruz.
- **Migros (MGROS), Hedef Fiyat 36,5 TL, Öneri “AL”** - Migros, özel markalı ve taze ürün kategorileri başta olmak üzere ürün portföyü ile tedarik zinciri ve CRM altyapısında gerçekleştirdiği yatırımları kapsayan uzun vadeli stratejisiyle son yıllarda büyümesini hızlandırırken, Mart/2017’de Kipa’yı satın alarak daha güçlü ve rekabetçi konuma ulaştı. Kipa ile yasal birleşme sürecinin Eylül ayında tamamlanmasıyla birlikte oluşan sinerjinin de desteğiyle operasyonel verimlilikte artışın önümüzdeki dönemlerde belirginleşeceğini tahmin ediyoruz. Migros’un yüksek € cinsi finansal borcunu önemli bir risk olarak görmekle birlikte, yılbaşından bu yana BIST100 endeksinde göre %35 negatif ayrılan hisse fiyatına bunun fazlasıyla yansıdığını düşünüyoruz.

Hisse	Şirket	Piyasa Değeri (mn TL)	Kapanış (TL)	Hedef Fiyat (TL)	Yükselme Potansiyeli (%)	KV Öneri / UV Öneri
BIMAS	Bim	24.242	79,9	96,2	20%	Endekse Paralel Getiri / TUT
BİZİM	Bizim Toptan	403	6,7	11,0	64%	Endeksin Üzerinde Getiri / AL
MGROS	Migros	2.611	14,4	36,5	153%	Endeksin Üzerinde Getiri / AL

İçindekiler

Bim - Güçlü bilanço ve korunaklı iş modeli...	5
Değerleme Özeti	7
Finansal Tablo Analizi	8
Bizim Toptan - Hasat zamanı...	12
Değerleme Özeti	14
Finansal Tablo Analizi	15
Migros - Aşırı cezalandırıldı...	19
Değerleme Özeti	21
Finansal Tablo Analizi	22
Vakıf Yatırım Menkul Değerler A.Ş. Öneri Metodolojisi	26

31 Ekim 2018 Çarşamba

	BIMAS	BIZIM	MGROS
Piyasa değeri (mn TL)	24.242	403	2.611
Hisse fiyatı (TL)	79,9	6,7	14,4
Beta (son 2 yıla ilişkin haftalık)	0,6	1,0	1,2
Halka açıklık oranı	60%	46%	36%
Hisse performansı (BIST100'e göre rölatif)			
Son 1 hafta	2,4	1,0	3,9
Son 1 ay	9,0	21,4	-1,0
Son 3 ay	21,8	17,1	-23,5
Son 1 yıl	27,2	-0,8	-37,0
Operasyonel veriler (6A18 sonu itibariyle)			
Ciro (mn TL) - Son 12A	27.629	3.295	16.770
FAVÖK (mn TL) - Son 12A	1.473	95	932
FAVÖK marjı	5,3%	2,9%	5,6%
Net kâr (mn TL) - Son 12A	976	5	-805
Toplam mağaza sayısı - Dönem sonu	7.211	175	2.011
Toplam mağaza sayısı - Son 12A ort.	6.883	174	1.924
m ² satış alanı (bin) - Dönem sonu	2.163	176	1.457
m ² satış alanı (bin) - Son 12A ort.	2.065	175	1.433
m ² başına ort. ciro (TL)	13.381	18.818	11.707
m ² başına ort. FAVÖK (TL)	713	543	650
Personel giderleri/Ciro	6%	3%	10%
Personel giderleri/Operasyonel giderler	49%	46%	43%
Kira giderleri/Ciro	3%	2%	5%
Kira giderleri/Operasyonel giderler	19%	20%	22%
Bilanço (6A18 sonu itibariyle)			
Net borç (mn TL)	-808	-42	2.734
Net döviz varlık/(yükümlülük) pozisyonu (mn TL)	26	0,4	-3.089
Defter değeri (mn TL)	2.773	109	963
Çarpanlar (x)			
F/K	24,8	89,4	-3,2
PD/DD	8,7	3,7	2,7
FD/FAVÖK	15,9	3,8	5,7
FD/Satışlar	0,8	0,1	0,3
Diğer veriler (6A18 sonu itibariyle)			
Özsermaye kârlılığı (%)	39	18	-106
Nakit çevirme süresi	-19	-31	-58
Net borç /FAVÖK (x)	-0,5	-0,4	2,9

Kaynak: Rasyonet, Şirketler, Vakıf Yatırım Araştırma ve Strateji

**Bim'in toplam satış alanı mağaza başına ortalama 300 m² üzerinden hesaplanmıştır*

31 Ekim 2018 Çarşamba

Global Perakende & Toptancı Şirketler		FD/Satışlar (x)			FD/FAVÖK (x)			F/K (x)		
Şirket	Piyasa Değeri (mn \$)	2017	2018T	2019T	2017	2018T	2019T	2017	2018T	2019T
Global ortalama		0,5	0,5	0,5	8,5	8,3	7,7	17,6	16,4	14,7
Global medyan		0,5	0,4	0,4	8,6	8,1	7,5	17,1	17,0	14,9
ALMACENES EXITO	1.896	0,3	0,4	0,3	6,1	5,9	5,3	25,1	15,3	11,4
AXFOOD AB	3.696	0,7	0,7	0,7	12,7	12,1	12,0	22,5	21,4	21,4
CARREFOUR SA	15.369	0,3	0,4	0,3	7,5	7,7	7,2	16,3	17,9	14,9
CASINO GUICHARD	5.025	0,5	0,5	0,5	9,1	9,4	8,9	14,0	13,8	11,7
CENCOSUD SA	6.085	0,7	0,7	0,7	10,1	9,9	9,5	17,0	17,7	15,6
COLRUYT SA	8.665	0,8	0,8	0,8	10,8	10,3	10,1	22,3	21,3	21,0
DISTRIBUIDORA IN	567	0,2	0,2	0,2	2,9	4,4	4,0	2,0	7,3	6,0
EUROCASH	776	0,2	0,2	0,1	10,8	8,9	7,5	32,5	25,1	17,4
ICA GRUPPEN AB	6.895	0,6	0,6	0,6	10,1	10,8	10,4	17,3	17,0	17,3
JERONIMO MARTINS	8.177	0,5	0,5	0,4	8,5	8,1	7,5	17,3	17,4	15,7
KONINKLIJKE AHOL	26.812	0,4	0,4	0,4	6,5	6,3	6,1	14,9	13,5	12,9
LENTA -REG S	1.858	0,6	0,5	0,5	6,2	5,6	5,1	9,5	7,8	6,7
MAGNIT	5.494	0,4	0,4	0,3	4,8	5,2	4,6	9,0	10,2	9,0
METRO AG	5.491	0,2	0,2	0,2	4,9	5,6	5,4	9,4	12,8	12,3
PICK'N PAY STORE	2.318	0,4	0,4	0,4	10,9	10,0	9,0	23,7	20,7	18,0
SAINSBURY PLC	8.747	0,3	0,3	0,3	5,5	5,4	5,1	15,5	13,8	12,9
SHOPRITE HLDGS	7.390	0,7	0,7	0,6	10,3	9,9	8,9	17,1	18,2	16,4
SONAE	1.956	0,6	0,6	0,5	8,8	9,1	8,4	9,6	11,9	10,6
TESCO PLC	26.647	0,4	0,4	0,4	8,6	7,3	6,6	24,4	16,0	13,1
WALMART DE MEXIC	46.360	1,6	1,5	1,3	16,3	14,8	13,6	30,2	25,6	24,0
WALMART INC	292.288	0,7	0,6	0,6	10,1	10,3	10,3	22,3	21,1	22,3
WM MORRISON SUP	7.518	0,4	0,4	0,4	7,7	7,3	7,0	20,6	18,5	17,0
X 5 RETAIL-GDR	6.342	0,5	0,4	0,3	6,4	5,8	5,1	12,5	12,4	10,2
Türkiye ortalama		0,5	0,4	0,3	10,2	6,9	6,3	6,6	15,1	25,2
Türkiye medyan		0,3	0,3	0,2	6,7	5,3	4,6	5,1	21,6	25,2
BİM*	4.392	0,9	0,7	0,6	18,1	13,7	12,4	28,1	21,6	18,7
BİZİM TOPTAN*	73	0,1	0,1	0,1	5,8	1,9	1,9	-13,3	25,5	31,7
MIGROS*	473	0,3	0,3	0,2	6,7	5,3	4,6	5,1	-1,7	a.d.

Kaynak: Bloomberg (30.10.2018 itibariyle)

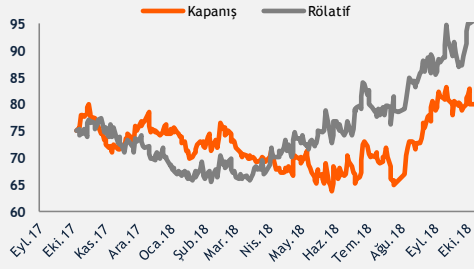
*Vakıf Yatırım Araştırma ve Strateji tahmini

31 Ekim 2018 Çarşamba

Sektör	: Perakende
Şirket	: Bim Birleşik Mağazalar
Hisse Kodu	: BIMAS
Fiyat (TL)	: 79,9
Hedef Fiyatı (TL)	: 96,2
Yükselme Potansiyeli	: 20,5%
Öneri / Kısa Vade	: Endekse Paralel Getiri
Öneri / Uzun Vade	: TUT
Hisse Adedi (mn)	: 304
HAO (%)	: 60,0%

1995 yılının Eylül ayında faaliyetlerine başlayan Bim, yurt içinde ve yurt dışında yüksek indirimli gıda perakendecilik sektöründe faaliyet göstermektedir. Mevcut Bim mağazalarının yanı sıra Şirketin süpermarket alanında faaliyet göstermek üzere 2015 yılında faaliyet geçirdiği FILE mağazaları da bulunmaktadır. Şirketin, Haziran 2018 sonu itibarıyla yurt içinde 6.465 Bim mağazası ve 51 adet FILE mağazası bulunmakta olup, 418 adedi Fas'ta ve 277 adedi Mısır'da olmak üzere yurt dışında toplam 695 adet mağazası bulunmaktadır.

Hisse Performansı



Performans	1Ay	3Ay	12Ay
Mutlak %	-1,84	13,99	5,53
Rölatif %	9,02	21,79	27,19
En Yüksek (TL)	83,00	83,00	83,00
En Düşük (TL)	77,85	64,85	63,70

Yatırımcı Takvimi

3Ç18 Finansal Sonuçları	9 Kasım (Beklenen)
3Ç18 Sonuçları Telekonferans	12 Kasım (Beklenen)

Analist	: Mehtap İLBI
İletişim	: 0212 403 41 60
	: mehtap.ilbi@vakifyatirim.com.tr

Bim - Güçlü bilanço ve korunaklı iş modeli...

Bim'in, mağaza trafiğindeki pozitif seyrin devamı ve yeni mağaza açılışlarının desteğiyle, sektörün üzerindeki büyüme performansını sürdürmesini bekliyoruz. Şirketin, yüksek indirimli gıda perakendeciliğine ek olarak 2015 yılında faaliyete geçirdiği indirimli süpermarket formatı "FILE" ile pazardaki konumunu güçlendireceğini düşünüyoruz. Daha geniş satış alanında daha fazla stok kalemi ile Bim mağazalarından ayrılmakla birlikte, indirimli satış stratejisi ile diğer zincir süpermarketlerden de farklılaşan "FILE" formatının, indirimli segmentte yaşanan yoğun rekabet ortamında Şirkete önemli bir büyüme yolu açtığına inanıyoruz. Ayrıca Şirketi, düzenli nakit akışı, borçsuz ve kur/faiz riskine karşı dirençli bilanço yapısıyla da beğeniyoruz. Ancak, bu yılın ilk yarısında kaydettiği güçlü operasyonel performansın, 3.çeyrekte de devam edeceği yönündeki beklentilerin ağırlıklı etkisiyle Şirket hisseleri yılbaşından bu yana BIST100 endeksine göre -%33 pozitif ayrılmıştır. Şirketi yukarıda bahsettiğimiz nedenlerle beğenmemize rağmen, mevcut seviyelerin cazip yükseliş potansiyeli sunmadığını düşünüyoruz. Şirket hisselerine yönelik İndirgenmiş Nakit Akımları yöntemine göre yaptığımız değerlendirme sonucunda 12 aylık hedef fiyatımızı 96,2 TL olarak belirliyor, uzun vadeli önerimizi "TUT", kısa vadeli önerimizi "Endekse Paralel Getiri" olarak başlatıyoruz.

mn TL	Ciro	FAVÖK	Net Kâr	HBT (TL)	F/K (x)	FD/FAVÖK (x)
2015	17.428	865	583	0,9	41,6	27,1
2016	20.072	997	671	1,1	36,1	23,5
2017	24.779	1.296	863	1,5	28,1	18,1
2018T	31.367	1.713	1.125	2,0	21,6	13,7
2019T	37.735	1.889	1.296	2,3	18,7	12,4
2020T	45.233	2.302	1.594	2,8	15,2	10,2

■ **Güçlü ciro büyümesi devam edecek** - Bim, i) yüksek gıda enflasyonu, ii) mağaza trafiğindeki pozitif seyir ve ii) yeni mağazaların katkısıyla 6A18'de ciro bazında yıllık %24 büyümüştür. Güçlü büyüme performansının yılın ikinci yarısında da devam etmesini bekliyoruz (y/y 3Ç18: +%31 4Ç18: +%28). Öte yandan, yüksek baz ve enflasyonda kademeli düşüş öngörümüz doğrultusunda 2019 yılında ciro büyümesinin %20'ye gerilemekle birlikte son 3 yıllık ortalama büyüme hızına (%20) paralel performansını sürdüreceğini tahmin ediyoruz.

■ **2019 yılında marjlar normalleşecek** - Bim, operasyonel kâr marjları itibarıyla istikrarlı bir performans sergilemektedir (FAVÖK marjı tarihsel olarak -%5 civarında seyretmektedir). Gıda enflasyonundaki yüksek seyrin düşük maliyetli stok avantajı yaratmasıyla 6A18'de FAVÖK marjında yaşanan iyileşmenin (y/y +0,2 yp), 3.çeyrekte de benzer oranda devam edeceğini öngörüyoruz. Öte yandan, Enflasyonla Topyekun Mücadele Programı kapsamında gerçekleşen fiyat indirimlerinin de etkisiyle, 4.çeyrekte FAVÖK marjında çeyrek bazda düşüş bekliyoruz (ç/ç -0,5 yp). Yüksek enflasyonun stok, personel ve kira maliyetlerinde gecikmeli yansımaları da göz önünde bulundurularak, 2019 yılında FAVÖK marjının %5 ile normalleşeceğini tahmin ediyoruz.

■ **Kur ve faiz riskine karşı korunaklı bilanço** - 2Ç18 sonu itibarıyla finansal borcu bulunmayan Bim, 808 mn TL'lik net nakit pozisyonu ile kur ve faiz riskine karşı dirençli bir bilanço yapısına sahiptir.

■ **Değerleme ve öneri** - Bim hisselerinin, 2018 ve 2019 yıllarına ilişkin tahminlerimize göre 13,7x ve 12,4x FD/FAVÖK ile olumlu beklentilerimizi yansıttığını düşünüyoruz. Şirket hisselerine yönelik İndirgenmiş Nakit Akımları yöntemine göre yaptığımız değerlendirme sonucunda 12 aylık hedef fiyatımızı 96,2 TL olarak belirliyor, uzun vadeli önerimizi "TUT", kısa vadeli önerimizi "Endekse Paralel Getiri" olarak başlatıyoruz.

■ **Riskler** - Enflasyonun altında fiyat artışları, "FILE" ve yurt dışı operasyonlarda iyileşmenin gecikmesi, rekabetin artması ve enflasyonun üzerinde asgari ücret artışı, değerlememize, tahminlerimize ve tavsiyemize yönelik aşağı yönlü risklerdir.

31 Ekim 2018 Çarşamba

Gelir Tablosu (mn TL)	2015	2016	2017	2018T	2019T	2020T
Satış Gelirleri (Net)	17.428	20.072	24.779	31.367	37.735	45.233
FVÖK	697	783	1.039	1.364	1.559	1.951
Amortisman Giderleri	168	214	257	349	330	352
FAVÖK	865	997	1.296	1.713	1.889	2.302
Diğer Gelir ve Giderler (Net)	21	14	21	15	22	26
Finansal Gelir ve Giderler (Net)	30	40	35	79	66	52
VÖK	749	849	1.096	1.473	1.662	2.043
Vergiler	-166	-178	-233	-348	-366	-450
Net Dönem Kârı	583	671	863	1.125	1.296	1.594
HBK (TL)	1,9	2,2	2,8	3,7	4,3	5,3

Bilanço (mn TL)	2015	2016	2017	2018T	2019T	2020T
Nakit ve Benzerleri	349	578	980	940	958	1.425
Kısa Vadeli Ticari Alacaklar	526	646	877	964	1.160	1.390
Stoklar	975	1.119	1.456	1.735	2.177	2.513
Duran Varlıklar	2.007	2.335	3.423	3.846	4.318	4.826
Uzun Vadeli Ticari Alacaklar	0	0	0	0	0	0
Finansal Yatırımlar	182	193	310	310	310	310
Maddi Duran Varlıklar	1.785	2.091	3.058	3.469	3.933	4.432
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	5	7	13	16	18	20
Uzun vadeli ertelenmiş vergi varlıkları	2	3	3	3	3	3
Diğer Duran Varlıklar	34	40	40	48	54	61
Toplam Aktifler	4.168	4.989	7.026	8.269	9.557	11.285
Finansal Borçlar	20	0	0	0	0	0
Kısa Vadeli	20	0	0	0	0	0
Uzun Vadeli	0	0	0	0	0	0
Ticari Borçlar	2.109	2.625	3.377	3.893	4.608	5.475
Kısa Vadeli	2.109	2.625	3.377	3.893	4.608	5.475
Uzun Vadeli	0	0	0	0	0	0
Özkaynaklar	1.670	1.901	2.958	3.547	4.157	4.906
Ana Ortaklığa ait Özkaynaklar	1.670	1.901	2.958	3.547	4.157	4.906
Azınlık payları	0	0	0	0	0	0
Net Borç	-329	-578	-980	-940	-958	-1.425

Nakit Akım Tablosu (mn TL)	2015	2016	2017	2018T	2019T	2020T
VÖK	749	849	1.096	1.473	1.662	2.043
Amortisman	168	214	257	349	330	352
İşletme sermayesi ihtiyacı	-55	-253	-182	-151	-77	-301
Vergi	-166	-178	-233	-348	-366	-450
Yatırım Harcamaları	-499	-562	-609	-761	-794	-851
Temettü Ödemesi (Brüt)	-273	-334	-454	-596	-687	-845
Bedelli Sermaye Artırımı	0	0	0	0	0	0
Borçlanma Değişimi	3	-20	0	0	0	0
Diğer Nakit Giriş/Çıkış	96	514	527	-6	-51	518
Yıl Boyunca Yaratılan Nakit	-73	-284	-125	-34	69	-51
Dönemsonu Nakit	349	578	980	940	958	1.425

Büyüme (%)	2015	2016	2017	2018T	2019T	2020T
Satış	20,5%	15,2%	23,5%	26,6%	20,3%	19,9%
FAVÖK	39,9%	15,2%	29,9%	32,2%	10,3%	21,9%
Net Dönem Kârı	47,5%	15,0%	28,6%	30,3%	15,2%	23,0%

Çarpanlar (x)	2015	2016	2017	2018T	2019T	2020T
FD/Satışlar	1,3	1,2	0,9	0,7	0,6	0,5
FD/FAVÖK	27,1	23,5	18,1	13,7	12,4	10,2
F/K	41,6	36,1	28,1	21,6	18,7	15,2
PD/DD	14,5	12,8	8,2	6,8	5,8	4,9

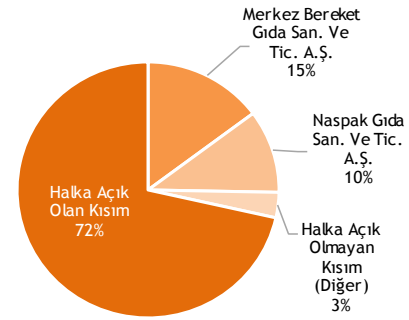
Finansal Rasyolar	2015	2016	2017	2018T	2019T	2020T
Özsermaye Kârlılığı (%)	41,4%	37,6%	35,5%	34,6%	33,6%	35,2%
FAVÖK Marjı (%)	5,0%	5,0%	5,2%	5,5%	5,0%	5,1%
Net Kâr Marjı (%)	3,3%	3,3%	3,5%	3,6%	3,4%	3,5%
Net Borç/Özsermaye (x)	-0,2	-0,3	-0,3	-0,3	-0,2	-0,3
Net Borç/FAVÖK (x)	-0,4	-0,6	-0,8	-0,5	-0,5	-0,6
Özsermaye/Aktif Toplamı (%)	40,1%	38,1%	42,1%	42,9%	43,5%	43,5%
Cari Oran (x)	0,9	0,9	0,9	1,0	1,0	1,1
Brüt Nakit Temettü Dağıtım Oranı (%)	46,8%	49,7%	52,6%	53,0%	53,0%	53,0%

Şirket	Bim Birleşik Mağazalar
Hisse Kodu	BIMAS - BIMAS TI, BIMAS IS
Vakıf Yatırım Öneri	TUT
Kapanış (TL)	79,9
Hedef Fiyat (TL)	96,2
Mevcut Piyasa Değeri (mn TL)	24.242
Hedef Piyasa Değeri (mn TL)	29.211
Yükselme Potansiyeli	20,5%

Bim Hakkında

1995 yılının Eylül ayında faaliyetlerine başlayan Bim, yurt içinde ve yurt dışında yüksek indirimli gıda perakendecilik sektöründe faaliyet göstermektedir. Mevcut Bim mağazalarının yanı sıra Şirketin süpermarket alanında faaliyet göstermek üzere 2015 yılında faaliyet geçirdiği FİLE mağazaları da bulunmaktadır. Şirketin, Haziran 2018 sonu itibarıyla yurt içinde 6.465 Bim mağazası ve 51 adet FİLE mağazası bulunmakta olup, 418 adedi Fas'ta ve 277 adedi Mısır'da olmak üzere yurt dışında toplam 695 adet mağazası bulunmaktadır.

Ortaklık Yapısı



SWOT Analiz

Güçlü Yönler

- Ciro bazında sektörün lider oyuncusu
- Yüksek indirimli ve süpermarket segmentlerini kapsayan, bu anlamda riski dağıtan iş modeli
- Borçsuz ve nakit zengini yapısı ile kur ve faiz riskine karşı korunaklı bilanço yapısı
- İstikrarlı temettü dağıtım

Zayıf Yönler

- Yoğun rekabet
- Yurt dışı operasyonlarda zayıflık

Fırsatlar

- Yüksek gıda enflasyonu
- Hanehalkı gıda harcamalarının payında artış

Tehditler

- Kira maliyetlerinde artış
- Asgari ücrette enflasyonun üzerinde artış
- İşletme sermayesinde bozulma

31 Ekim 2018 Çarşamba

Değerleme Özeti

Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti Hesaplama	2019T	2020T	2021T	2022T	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T (TD)
Risksiz Faiz Oranı	18,0%	15,0%	14,0%	14,0%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%	12,5%
Risk Primi	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	5,5%
Beta	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	1,0
Özsermaye Maliyeti	21,5%	18,5%	17,5%	17,5%	16,5%	16,5%	16,5%	16,5%	16,5%	16,5%	18,0%
Borçlanma Maliyeti	21,0%	18,0%	17,0%	17,0%	16,0%	16,0%	16,0%	16,0%	16,0%	16,0%	15,5%
Kurumlar Vergisi Oranı	22,0%	22,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%
Vergi Sonrası Borçlanma Maliyeti	16,4%	14,0%	13,6%	13,6%	12,8%	12,8%	12,8%	12,8%	12,8%	12,8%	12,4%
Özsermaye Oranı	43,5%	43,5%	44,2%	45,1%	46,3%	47,5%	48,8%	50,0%	51,2%	52,4%	55,0%
Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti	18,6%	16,0%	15,3%	15,3%	14,5%	14,5%	14,6%	14,6%	14,7%	14,7%	15,5%

Bim Birleşik Mağazalar (BIMAS) - İNA (mn TL)	2019T	2020T	2021T	2022T	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T (TD)
Satış Gelirleri (net)	37.735	45.233	52.932	61.189	69.899	79.521	89.800	101.083	113.456	127.016	139.718
<i>Büyüme</i>	20,3%	19,9%	17,0%	15,6%	14,2%	13,8%	12,9%	12,6%	12,2%	12,0%	10,0%
FVÖK	1.559	1.951	2.378	2.770	3.194	3.662	4.171	4.729	5.342	6.014	6.699
<i>Operasyonel Kâr Marjı</i>	4,1%	4,3%	4,5%	4,5%	4,6%	4,6%	4,6%	4,7%	4,7%	4,7%	4,8%
Efektif Vergi	-366	-450	-524	-611	-704	-807	-921	-1048	-1187	-1339	-1512
Vergi Sonrası Net Operasyonel Kâr/Zarar	1.194	1.501	1.854	2.159	2.489	2.855	3.249	3.681	4.156	4.675	5.187
+ Amortisman	330	352	386	398	422	447	468	492	517	541	567
FAVÖK	1.889	2.302	2.764	3.167	3.616	4.109	4.639	5.222	5.859	6.556	7.265
<i>FAVÖK Marjı</i>	5,0%	5,1%	5,2%	5,2%	5,2%	5,2%	5,2%	5,2%	5,2%	5,2%	5,2%
Yatırım Harcamaları/Amortisman	241%	242%	238%	249%	251%	254%	259%	262%	266%	271%	270%
+/- Çalışma sermayesindeki değişim	-77	-301	-216	-216	-211	-220	-218	-225	-230	-234	-267
Satışlardaki değişim	6.369	7.497	7.699	8.257	8.711	9.622	10.280	11.282	12.373	13.560	12.702
<i>Çalışma sermayesindeki değ./Satışlardaki değ.</i>	-1%	-4%	-3%	-3%	-2%	-2%	-2%	-2%	-2%	-2%	-2%
- Yatırım Harcamaları	-794	-851	-920	-990	-1.061	-1.136	-1.211	-1.290	-1.375	-1.465	-1.530
Firmaya Yönelik Serbest Nakit Akımları	807	1.302	1.535	1.782	2.061	2.386	2.724	3.108	3.527	3.986	4.490

Sonsuz Büyüme Oranı											6,00%
Sonsuza Giden Değer											50.206
İskonto Faktörü	0,92	0,79	0,69	0,60	0,52	0,45	0,40	0,35	0,30	0,26	0,23
İskonto Edilmiş Nakit Akımları - Haziran 30 2018	741	1.031	1.054	1.061	1.072	1.083	1.080	1.075	1.063	1.047	11.426
Firma Değeri - Haziran 30 2018	21.734										
Azınlık Payları	0										
Operasyonel Olmayan Aktifler	0										
Net Borç	-808										
Diğer Düzeltmeler	0										
Özsermaye Değeri - Haziran 30 2018	22.542										
Özsermaye Maliyeti	21,5%										
12A Hedef Özsermaye Değeri	29.211										
12A Hedef Fiyat (TL)	96,2										
Yükseliş Potansiyeli	20,5%										

Kaynak: Vakıf Yatırım Araştırma ve Strateji

Finansal Tablo Analizi

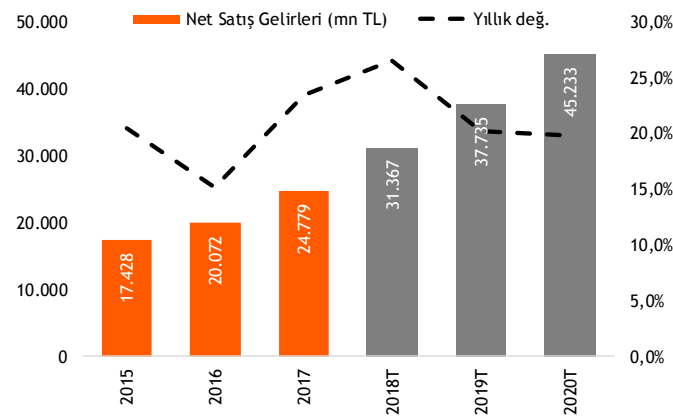
Gelirler

- Bim, 2015-2017 döneminde güçlü mağaza genişlemesinin de etkisiyle net satış gelirlerinde yıllık ortalama %19 büyümeye kaydetmiştir. Söz konusu güçlü büyümeye performansı, i) yüksek gıda enflasyonu, ii) mağaza trafiğinde pozitif gelişim ve iii) mağaza açılışlarının desteğiyle, 2018 yılının ilk yarısında da devam etmiştir. Şirketin 6A18'de toplam mağaza sayısı yıllık bazda %10 yükselişle 7.211 adet olurken, yurt içinde enflasyondaki yüksek seyrin benzer mağazalar kaynaklı büyümeye katkısıyla (y/y +%14,2) konsolide net satış gelirleri yıllık bazda %24 artarak 14,8 mlr TL'ye yükselmiştir. Güçlü ciro performansının yılın ikinci yarısında da devam ederek, 2018 yılının yıllık bazda %27'lik büyümeye (3Ç18: +%31, 4Ç18 +%28) tamamlamasını bekliyoruz (Şirketin 2018 yılı için beklentisi: +%20). 2019 yılında ise, enflasyonda düşüşle birlikte cirodaki yıllık büyümeye hızının %20'ye gerileyeceğini tahmin ediyoruz. Daha uzun vadede ise, gerek enflasyon gerekse de mağaza genişleme hızında beklediğimiz gerilemenin olumsuz etkisinin, mağaza trafiğinde iyileşme ve FİLE & yurt dışı operasyonların artan katkısıyla dengeleneceğini öngörüyoruz. Bu doğrultuda, projeksiyon dönemimizde net satış gelirlerinin yıllık ortalama %15 büyüyeceğini tahmin ediyoruz.

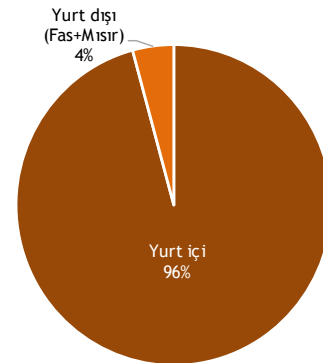
Mağaza Sayısı	2014	2015	2016	2017	2018T	2019T	2020T	2015-2017 YBBO	2017-2020 YBBO
Bim Türkiye	4.502	4.972	5.602	6.074	6.655	7.155	7.630	11%	8%
Yıllık değ.		10,4%	12,7%	8,4%	9,6%	7,5%	6,6%		
Fas	233	279	329	382	442	502	562	17%	14%
Yıllık değ.		19,7%	17,9%	16,1%	15,7%	13,6%	12,0%		
Mısır	81	140	215	265	287	327	367	38%	11%
Yıllık değ.		72,8%	53,6%	23,3%	8,3%	13,9%	12,2%		
FİLE		9	21	44	61	91	126	121%	42%
Yıllık değ.			133,3%	109,5%	38,6%	49,2%	38,5%		
Toplam	4.816	5.400	6.167	6.765	7.445	8.075	8.685	12%	9%
Yıllık değ.		12,1%	14,2%	9,7%	10,1%	8,5%	7,6%		

Kaynak: Bim, Vakıf Yatırım Araştırma ve Strateji

Grafik 1: Net Satış Gelirleri (mn TL)



Grafik 2: Ciro Dağılımı (2017)

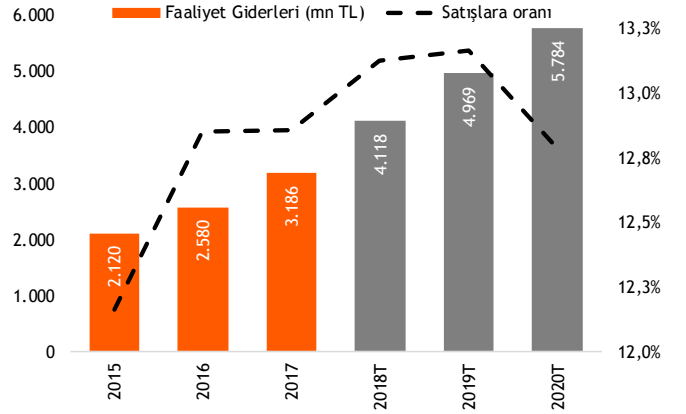
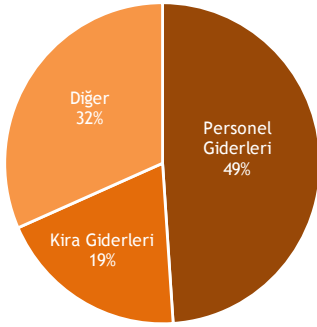


Kaynak: Bim, Vakıf Yatırım Araştırma ve Strateji

Operasyonel Kârlılık

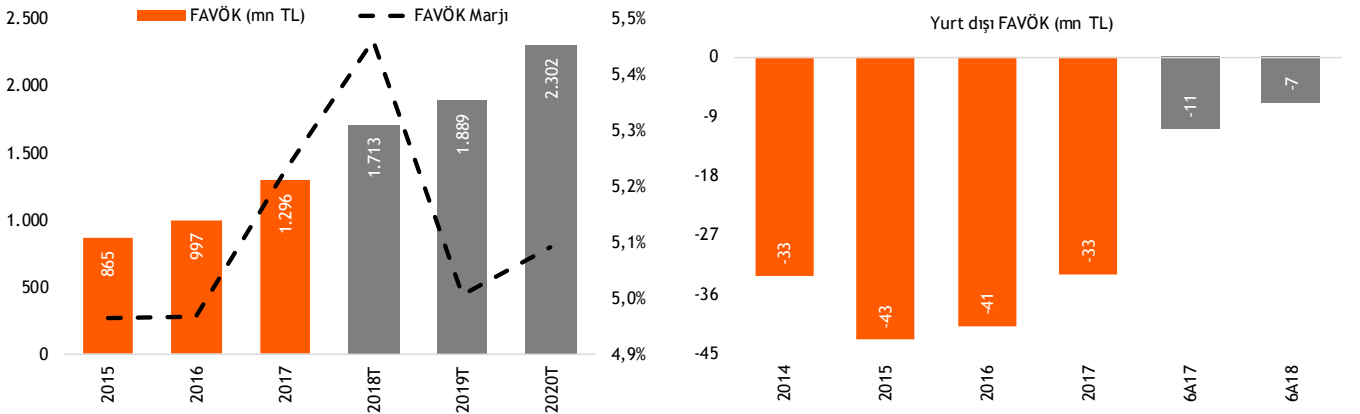
- 2015-2017 döneminde güçlü ciro büyümesinin ağırlıklı desteğiyle operasyonel kârlılıkta da olumlu performans sergileyen Bim'in FAVÖK'ü yıllık ortalama %22,4 artarken, konsolide FAVÖK marjı %5'ten %5,2'ye yükselmiştir. 2018 yılının ilk yarısında ise yüksek gıda enflasyonu ortamında gerçekleşen fiyat artışları ve düşük maliyetli stok etkisiyle FAVÖK marjı yıllık bazda 0,2 puan iyileşerek %5,5'e yükselmiştir. Yılın 3.çeyreğinde de mevcut seviyelerin korunmasını (y/y +0,2 yp ile %5,7), ancak Enflasyonla Topyekun Mücadele Programı kapsamında gerçekleşen fiyat indirimlerinin de etkisiyle son çeyrekte çeyreksel bazda gerileme bekliyoruz. Bu doğrultuda, 2018 yılının tamamında FAVÖK marjının %5,5 seviyesinde (y/y +0,2 yp) gerçekleşmesini bekliyoruz. 2019 yılında ise, yüksek enflasyonun başta personel ve kira olmak üzere maliyetlere yansımalarıyla, FAVÖK marjının %5 ile normalleşeceğini öngörüyoruz. Orta-uzun vadede ise, "FİLE" operasyonunun artan katkısı ve yurt dışı operasyonlardan kaynaklı negatif etkinin azalmasıyla, Bim'in konsolide FAVÖK marjının %5,2 seviyesinde istikrar kazanacağını tahmin ediyoruz.

Grafik 3-4: Operasyonel Giderlerin Dağılımı (2017)



Kaynak: Bim, Vakıf Yatırım Araştırma ve Strateji

Grafik 5-6: Operasyonel Kârlılık

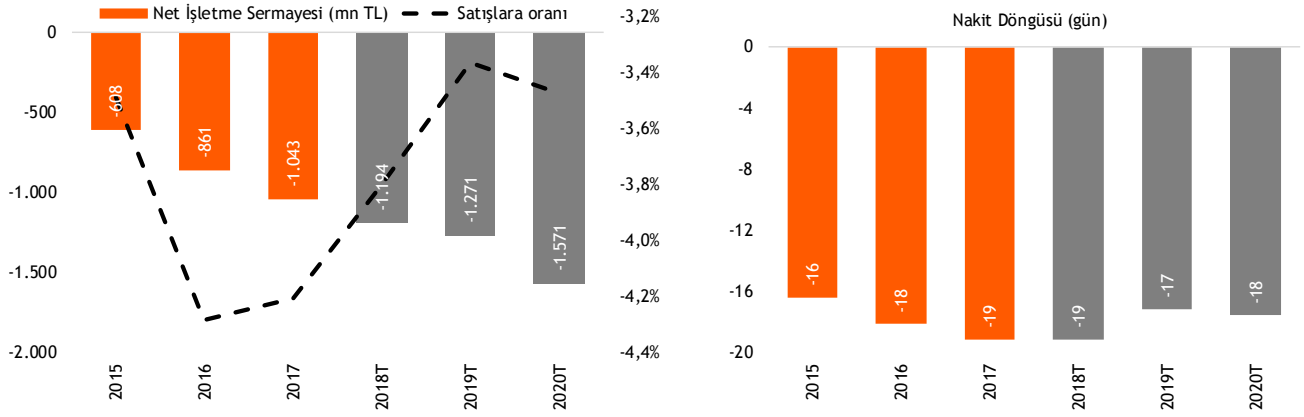


Kaynak: Bim, Vakıf Yatırım Araştırma ve Strateji

İşletme Sermayesi

- Bim, alacak ve stok çevirme sürelerinin ticari borç ödeme süresine göre daha düşük olmasının bir sonucu olarak negatif işletme sermayesine sahip olup, 2015-2017 döneminde net işletme sermayesinin net satış gelirlerine oranı ortalama -%4 seviyesinde gerçekleşmiş, bu dönemde nakit çevirme süresi -17 günden -19 güne iyileşmiştir. 2019 yılında yüksek maliyetli stoklanmanın ağırlıklı etkisiyle nakit çevirme süresinin -17 güne gerileyeceğini tahmin ediyoruz.

Grafik 7-8: İşletme Sermayesi Yapısı

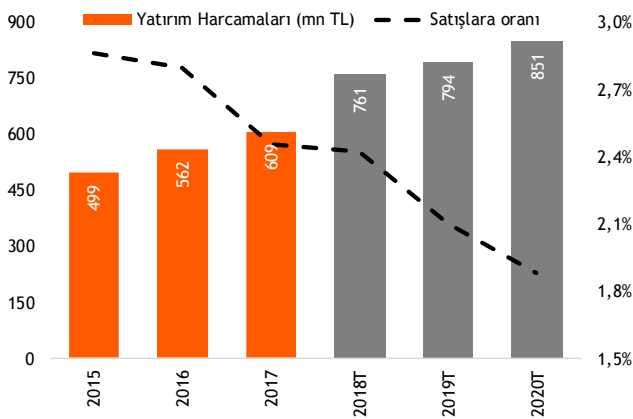


Kaynak: Bim, Vakıf Yatırım Araştırma ve Strateji

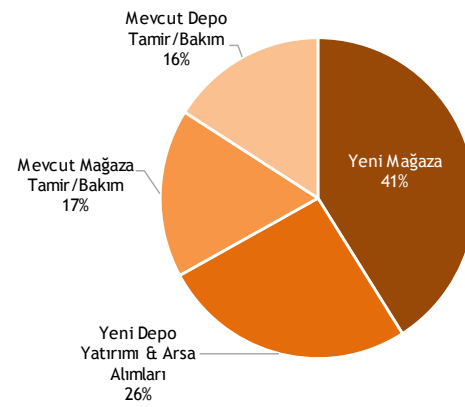
Yatırım Harcamaları

- Bim'in 2015-2017 döneminde yatırım harcamaları yıllık ortalama %10,5 artmış, söz konusu dönemde net satış gelirlerine oranı %2,9'dan %2,5'e gerilemiştir. Şirketin yatırım harcamalarının %67 ile ağırlıklı kısmı, hızlı mağaza genişlemesinin bir sonucu olarak yeni mağaza, depo ve arsa yatırımları kaynaklı olup, kalanı ise bakım-onarım harcamalarından oluşmaktadır. Mağaza genişlemesine yönelik beklentilerimiz doğrultusunda Şirketin 2018 yılında yatırım harcamalarının 761 milyon TL seviyesinde gerçekleşerek net satış gelirlerine oranının %2,4 olacağını tahmin ediyoruz (2019 yılı beklentimiz 794 milyon TL ile %2,1).

Grafik 9: Yatırım Harcamaları



Grafik 10: Yatırım Harcamaları Dağılımı (2017)

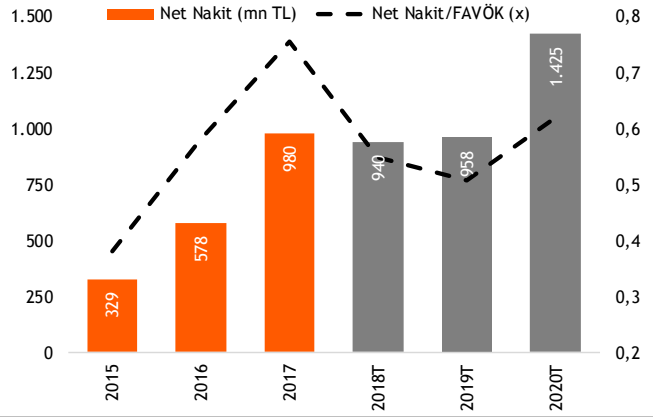


Kaynak: Bim, Vakıf Yatırım Araştırma ve Strateji

Nakit Pozisyonu

- 2Ç18 sonu itibariyle herhangi bir banka kredisi bulunmayan Bim'in 808 mın TL seviyesinde net nakit pozisyonu bulunmaktadır. Şirketin nakit zengini yapısı, kur ve faiz riskine karşı bilançosunu dirençli kılmakla birlikte, sektördeki konsolidasyon ihtiyacını göz önünde bulundurduğumuzda inorganik büyüme fırsatlarını değerlendirme imkânı sağlamaktadır. Bunun yanı sıra Şirketin, olumsuz piyasa koşullarında hisse performansını desteklemeye yönelik olarak kendi hisselerini Borsa'da geri alabilmesine de olanak sağlamaktadır. Hatırlatmak gerekirse Şirket son olarak 08.05.2018-11.09.2018 tarihleri arasında uyguladığı hisse geri alım programı ile yaklaşık 2,6 mın adet (sermayesinin %0,852'sine denk gelmektedir) hissesini ortalama 67,48 TL fiyattan geri almıştır.

Grafik 11: Net Nakit Pozisyonu



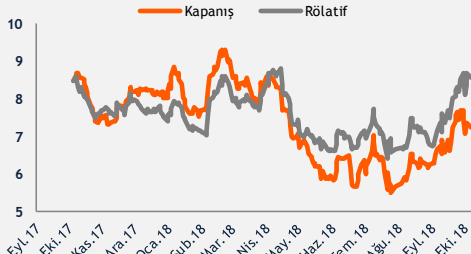
Kaynak: Bim, Vakıf Yatırım Araştırma ve Strateji

31 Ekim 2018 Çarşamba

Sektör	: Perakende
Şirket	: Bizim Toptan Satış Mağazaları
Hisse Kodu	: BIZIM
Fiyat (TL)	: 6,7
Hedef Fiyatı (TL)	: 11,0
Yükselme Potansiyeli	: 64,2%
Öneri / Kısa Vade	: Endeksin Üzerinde Getiri
Öneri / Uzun Vade	: AL
Hisse Adedi (mn)	: 60
HAO (%)	: 46,0%

2001 yılında kurulan Bizim Toptan, Türkiye'nin mağaza sayısı ve coğrafi yaygınlık açısından en büyük Cash & Carry şirkettir. Şirket, Eylül 2018 sonu itibarıyla 69 ilde 175 adet mağazası (yaklaşık 174 bin m² net satış alanı) ile bakkal, market, büfe gibi perakende satış noktalarına, yemek hizmeti veren işletmelere ve kurumsal müşterilere, ticari vergi mükellefi gerçek ve tüzel kişilere hızlı tüketim ürünlerinin toptan satışını gerçekleştirmektedir. Şirketin ana ortağı Yıldız Holding'tir.

Hisse Performansı



Performans	1Ay	3Ay	12Ay
Mutlak %	9,28	9,64	-17,67
Rölatif %	21,37	17,14	-0,78
En Yüksek (TL)	7,17	7,17	8,81
En Düşük (TL)	6,02	5,00	5,00

Yatırımcı Takvimi

4Ç18 Finansal Sonuçları	Şubat/2019 (Beklenen)
4Ç18 Sonuçları Telekonferans	Şubat/2019 (Beklenen)

Analist : Mehtap İLBI
İletişim : 0212 403 41 60
: mehtap.ilbi@vakifyatirim.com.tr

Bizim Toptan - Hasat zamanı...

Şirket yönetiminin 2017 yılından itibaren i) verimlilik odaklı satış stratejisi ii) farklı müşteri kanallarına yönelik aktif pazarlama politikası, ve iii) ürün portföyü optimizasyonu kapsamında aldığı aksiyonlar 2018 yılı itibarıyla meyvelerini vermeye başladı. Yılın 9 aylık dönemini ciro, operasyonel kârlılık ve net kâr göstergelerinde güçlü sonuçlarla tamamlayan Şirketin, yönetim aksiyonlarının devamı ile önümüzdeki dönemde daha istikrarlı operasyonel performans göstereceğini öngörüyoruz. Bizim Toptan'ı, i) çok kanallı satış stratejisinin desteğiyle artan müşteri sayısı ve riski dağıtan iş modeli, ii) kârlı segmentler lehine iyileşen müşteri ve ürün çeşitliliği, iii) iş ortaklığı mal tedarik sisteminin (SEÇ marketler) konsolide finansallara artan katkısı ve iv) kur riskine karşı dirençli mali yapısı ile beğeniyoruz. Bizim Toptan için İndirgenmiş Nakit Akımları yöntemine göre yaptığımız değerlendirme sonucunda 12 aylık hedef fiyatımızı 11 TL olarak belirliyor, uzun vadeli önerimizi "AL", kısa vadeli önerimizi "Endeksin Üzerinde Getiri" olarak başlatıyoruz.

mn TL	Ciro	FAVÖK	Net Kâr	HBT (TL)	F/K (x)	FD/FAVÖK (x)
2015	2.564	71	14	0,1	28,0	3,4
2016	2.793	68	1	0,1	292,6	3,6
2017	2.896	42	-30	0,0	-13,3	5,8
2018T	3.692	130	16	0,1	25,5	1,9
2019T	4.129	125	13	0,1	31,7	1,9
2020T	4.507	138	22	0,1	18,6	1,7

■ **Yönetim aksiyonları sonuç vermeye başladı** - Şirket, 9A18'de müşteri kazanımı (y/y +%33) ve kârlı segmentler lehine gelişen müşteri ve ürün çeşitliliğinin desteğiyle yıllık bazda %32'lik ciro büyümesi ve operasyonel kâr marjlarında güçlü iyileşme kaydetti (FAVÖK marjı y/y bazda +2,7 yp ile %3,6). İş modelindeki farklılıktan dolayı manşet enflasyona göre daha düşük iç enflasyonu olan Bizim Toptan, yüksek enflasyon ortamından diğer gıda perakendecilerinde olduğu kadar pozitif etkilenmemektedir. Öte yandan, ana gider kalemlerinin benzerliği nedeniyle (personel ve kira) enflasyonun operasyonel giderler üzerinde yaratacağı baskı açısından ise benzerlik gösterebilmektedir. Bu nedenle, 2019 yılında yüksek bazın yanı sıra personel ve kira giderlerinde enflasyon kaynaklı beklediğimiz artışın da etkisiyle marjlarda normalleşme görmeyi bekliyoruz. Daha uzun vadede ise, Şirket yönetiminin, kârlı müşteri ve ürün çeşitliliğini iyileştirmeye yönelik aksiyonlarının devamı ile marjlarda geçmiş dönemlere kıyasla daha istikrarlı performans sergileneceğini tahmin ediyoruz.

■ **İş ortaklığı mal tedarik sisteminin artan katkısı** - Bizim Toptan'ın market kanalındaki penetrasyonunu artırmak amacıyla 2014 yılında 196 mağaza ile başladığı iş ortaklığı mal tedarik sistemi olan SEÇ marketler, 9A18 sonu itibarıyla 479 mağazaya ulaşmıştır. Sistemin yarattığı satış gelirinin toplam ciro içerisindeki payı 2015 yılında %4,7 iken, 2017 yılında %6,3'e ve 9A18'de de %7,3'e yükselmiştir. Şirketin sisteme sağladığı tedarik oranı ise 2014 yılında yaklaşık %40 iken, 9A18 sonu itibarıyla %65'e ulaşmıştır. Sisteme dâhil olan market sayısının ve tedarik oranının artış eğilimini sürdürerek, gerek ciro gerekse de kârlılık göstergelerine olumlu katkısının devamını bekliyoruz.

■ **Değerleme ve öneri** - Bizim Toptan, 2018 ve 2019 yıllarına ilişkin beklentilerimiz itibarıyla 1,9x FD/FAVÖK ile uluslararası benzerlerine göre sırasıyla %74 ve %70 oranlarında iskontolu işlem görmektedir. Söz konusu iskontonun, hisse yatırımı için cazip giriş seviyesine işaret ettiğini düşünüyoruz.

■ **Riskler** - Müşteri ve ürün çeşitliliğinin kâr marjı düşük segmentler lehine gelişim göstermesi, iş ortaklığı mal tedarik sisteminden daha düşük katkı, işletme sermayesinde kötüleşme, değerlememize, tahminlerimize ve tavsiyemize yönelik aşağı yönlü riskler arasındadır.

31 Ekim 2018 Çarşamba

Gelir Tablosu (mn TL)	2015	2016	2017	2018T	2019T	2020T
Satış Gelirleri (Net)	2.564	2.793	2.896	3.692	4.129	4.507
FVÖK	53	49	21	104	94	105
Amortisman Giderleri	18	18	20	27	30	33
FAVÖK	71	68	42	130	125	138
Diğer Gelir ve Giderler (Net)	-25	-36	-53	-86	-88	-89
Finansal Gelir ve Giderler (Net)	-10	-12	-22	-47	-48	-53
VÖK	18	2	-38	21	16	28
Vergiler	-4	-1	8	-5	-4	-6
Net Dönem Kârı	14	1	-30	16	13	22
HBK (TL)	0,4	0,0	-0,5	0,3	0,2	0,4

Bilanço (mn TL)	2015	2016	2017	2018T	2019T	2020T
Nakit ve Benzerleri	51	79	227	279	237	200
Kısa Vadeli Ticari Alacaklar	152	102	40	50	56	61
Stoklar	257	249	249	283	358	392
Duran Varlıklar	137	138	180	184	194	206
Uzun Vadeli Ticari Alacaklar	0	1	1	0	0	0
Finansal Yatırımlar	0	0	0	0	0	0
Maddi Duran Varlıklar	105	104	143	149	156	166
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	27	28	28	30	31	33
Uzun vadeli ertelenmiş vergi varlıkları	0	0	4	0	0	0
Diğer Duran Varlıklar	5	5	4	5	6	7
Toplam Aktifler	605	579	709	810	861	877
Finansal Borçlar	12	19	25	25	27	29
Kısa Vadeli	4	7	9	10	11	12
Uzun Vadeli	8	12	16	15	16	17
Ticari Borçlar	422	392	540	615	650	645
Kısa Vadeli	422	392	540	615	650	645
Uzun Vadeli	0	0	0	0	0	0
Özkaynaklar	146	138	106	113	121	134
Ana Ortaklığa ait Özkaynaklar	146	138	106	113	121	134
Azınlık payları	0	0	0	0	0	0
Net Borç	-39	-61	-202	-254	-210	-171

Nakit Akım Tablosu (mn TL)	2015	2016	2017	2018T	2019T	2020T
VÖK	18	2	-38	21	16	28
Amortisman	18	18	20	27	30	33
İşletme sermayesi ihtiyacı	6	-28	-210	-31	47	44
Vergi	-4	-1	8	-5	-4	-6
Yatırım Harcamaları	-12	-20	-60	-33	-38	-42
Temettü Ödemesi (Brüt)	-2	-4	0	-6	-5	-9
Bedelli Sermaye Artırımı	0	0	20	0	0	0
Borçlanma Değişimi	-2	7	6	0	2	3
Diğer Nakit Giriş/Çıkış	3	54	402	79	-91	-87
Yıl Boyunca Yaratılan Nakit	22	-26	-254	-28	49	51
Dönemsonu Nakit	51	79	227	279	237	200

Büyüme (%)	2015	2016	2017	2018T	2019T	2020T
Satış	12,5%	8,9%	3,7%	27,5%	11,8%	9,2%
FAVÖK	15,6%	-4,8%	-38,5%	212,7%	-4,2%	11,0%
Net Dönem Kârı	32,0%	-90,4%	-2306,0%	-151,9%	-19,5%	70,1%

Çarpanlar (x)	2015	2016	2017	2018T	2019T	2020T
FD/Satışlar	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
FD/FAVÖK	3,4	3,6	5,8	1,9	1,9	1,7
F/K	28,0	292,6	-13,3	25,5	31,7	18,6
PD/DD	2,8	2,9	3,8	3,6	3,3	3,0

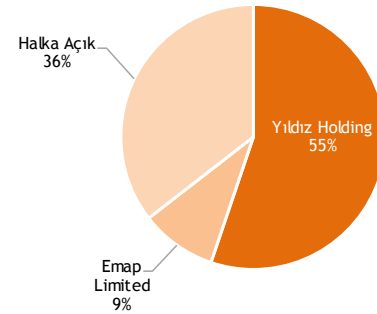
Finansal Rasyolar	2015	2016	2017	2018T	2019T	2020T
Özsermaye Kârlılığı (%)	10,2%	1,0%	-24,9%	14,4%	10,9%	17,0%
FAVÖK Marjı (%)	2,8%	2,4%	1,4%	3,5%	3,0%	3,1%
Net Kâr Marjı (%)	0,6%	0,0%	-1,0%	0,4%	0,3%	0,5%
Net Borç/Özsermaye (x)	-0,3	-0,4	-1,9	-2,2	-1,7	-1,3
Net Borç/FAVÖK (x)	-0,6	-0,9	-4,9	-2,0	-1,7	-1,2
Özsermaye/Aktif Toplamı (%)	24,2%	23,8%	14,9%	14,0%	14,0%	15,2%
Cari Oran (x)	1,1	1,1	0,9	0,9	0,9	1,0
Brüt Nakit Temettü Dağıtım Oranı (%)	14,4%	287,0%	0,0%	40,0%	40,0%	40,0%

Şirket	Bizim Toptan Satış Mağazaları
Hisse Kodu	BİZİM - BİZİM TL, BİZİM IS
Vakıf Yatırım Öneri	AL
Kapanış (TL)	6,7
Hedef Fiyat (TL)	11,0
Mevcut Piyasa Değeri (mn TL)	403
Hedef Piyasa Değeri (mn TL)	661
Yükselme Potansiyeli	64,2%

Bizim Toptan Hakkında

2001 yılında kurulan Bizim Toptan, Türkiye'nin mağaza sayısı ve coğrafi yaygınlık açısından en büyük Cash & Carry şirkettir. Şirket, Eylül/2018 sonu itibarıyla 69 ilde 175 adet mağazası (yaklaşık 174 bin m² net satış alanı) ile bakkal, market, büfe gibi perakende satış noktalarına, yemek hizmeti veren işletmelere ve kurumsal müşterilere, ticari vergi mükellefi gerçek ve tüzel kişilere hızlı tüketim ürünlerinin toptan satışını gerçekleştirmektedir. Şirketin, market kanalındaki penetrasyonunu artırmak amacıyla 2014 yılında başlattığı iş ortaklığı mal tedarik sisteminde (SEÇ marketler) 3Ç18 sonu itibarıyla 479 mağaza yer almaktadır (2014: 196 mağaza).

Ortaklık Yapısı



SWOT Analiz

Güçlü Yönler

- Türkiye Cash & Carry pazarının lideri
- Çok kanallı satış stratejisi
- Öz markalı ürünler ile çeşitlenmiş ürün portföyü
- İş ortaklığı mal tedarik sistemi (SEÇ Marketler)
- Kur riskine karşı korunaklı mali yapı

Zayıf Yönler

- Geleneksel kanal kaynaklı yoğun rekabet
- Kâr marjı düşük sigara satışları

Fırsatlar

- Yüksek enflasyon
- Organize kanalda yüksek büyüme potansiyeli

Tehditler

- Mağaza kira maliyetlerinde artış
- Asgari ücrette enflasyonun üzerinde artış
- İşletme sermayesinde kötüleşme

31 Ekim 2018 Çarşamba

Değerleme Özeti

Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti Hesaplama	2019T	2020T	2021T	2022T	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T (TD)
Risksiz Faiz Oranı	18,0%	15,0%	14,0%	14,0%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%	12,5%
Risk Primi	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	5,5%
Beta	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Özsermaye Maliyeti	23,8%	20,8%	19,8%	19,8%	18,8%	18,8%	18,8%	18,8%	18,8%	18,8%	18,0%
Borçlanma Maliyeti	23,0%	20,0%	19,0%	19,0%	18,0%	18,0%	18,0%	18,0%	18,0%	18,0%	17,5%
Kurumlar Vergisi Oranı	22,0%	22,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%
Vergi Sonrası Borçlanma Maliyeti	17,9%	15,6%	15,2%	15,2%	14,4%	14,4%	14,4%	14,4%	14,4%	14,4%	14,0%
Özsermaye Oranı	14,0%	15,2%	15,8%	16,3%	17,3%	17,9%	18,7%	19,5%	19,8%	20,2%	20,0%
Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti	18,8%	16,4%	15,9%	15,9%	15,2%	15,2%	15,2%	15,3%	15,3%	15,3%	14,8%

Bizim Toptan Satış Mağazaları (BİZİM) - İNA (mn TL)	2019T	2020T	2021T	2022T	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T (TD)
Satış Gelirleri (net)	4.129	4.507	4.848	5.200	5.573	5.966	6.381	6.825	7.300	7.808	8.355
<i>Büyüme</i>	11,8%	9,2%	7,6%	7,3%	7,2%	7,1%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%
FVÖK	94	105	111	118	127	134	144	154	165	177	189
<i>Operasyonel Kâr Marjı</i>	2,3%	2,3%	2,3%	2,3%	2,3%	2,3%	2,3%	2,3%	2,3%	2,3%	2,3%
Efektif Vergi	-4	-6	-7	-8	-9	-11	-12	-13	-15	-17	-19
Vergi Sonrası Net Operasyonel Kâr/Zarar	91	99	104	110	117	124	132	141	150	161	170
+ Amortisman	30	33	36	38	41	44	47	51	55	59	62
FAVÖK	125	138	146	156	168	179	192	205	220	236	251
<i>FAVÖK Marjı</i>	3,0%	3,1%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%
Yatırım Harcamaları/Amortisman	125%	128%	132%	135%	137%	140%	142%	144%	147%	149%	150%
+/- Çalışma sermayesindeki değişim	47	44	47	49	54	57	66	72	76	86	91
Satışlardaki değişim	437	378	341	352	372	393	415	444	475	508	547
<i>Çalışma sermayesindeki değ./Satışlardaki değ.</i>	11%	12%	14%	14%	14%	15%	16%	16%	16%	17%	17%
- Yatırım Harcamaları	-38	-42	-47	-52	-56	-62	-68	-74	-80	-88	-92
Firmaya Yönelik Serbest Nakit Akımları	37	46	46	48	48	49	46	47	49	46	48

Sonsuz Büyüme Oranı											5,0%
Sonsuza Giden Değer											517
İskonto Faktörü	0,96	0,82	0,71	0,61	0,53	0,46	0,40	0,35	0,30	0,26	0,23
İskonto Edilmiş Nakit Akımları - Eylül 30 2018	35	38	33	29	26	23	19	16	15	12	118
Firma Değeri - Eylül 30 2018	363										
Azınlık Payları	0										
Operasyonel Olmayan Aktifler	0										
Net Borç	-162										
Diğer Düzeltmeler	0										
Özsermaye Değeri - Eylül 30 2018	525										
Özsermaye Maliyeti	23,8%										
12A Hedef Özsermaye Değeri	661										
12A Hedef Fiyat (TL)	11,0										
Yükseliş Potansiyeli	64,2%										

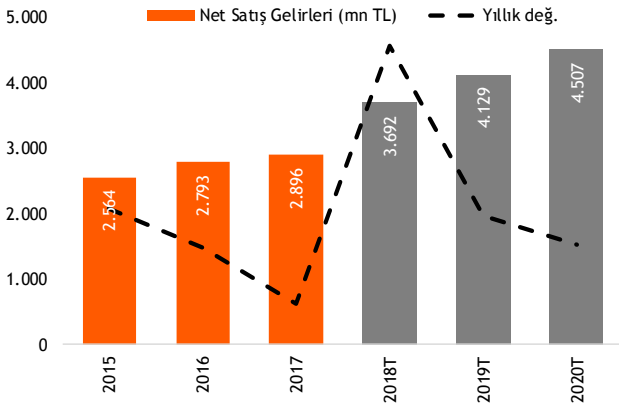
Kaynak: Vakıf Yatırım Araştırma ve Strateji

Finansal Tablo Analizi

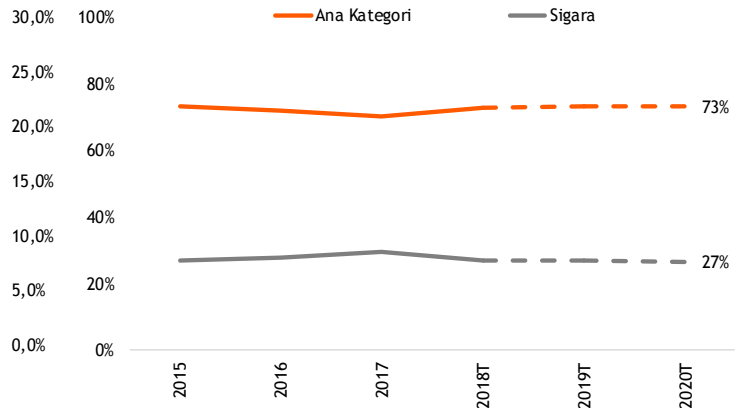
Gelirler

- Bizim Toptan'ın 2017 yılında revize edilen satış stratejisi kapsamında büyük toptancı müşteri segmentindeki gelir kaybının etkisiyle konsolide net satış gelirleri yıllık bazda %3,7 oranında sınırlı artış kaydetmiştir (sigara satışları +%10,7, ana kategori satışları +%1). Kârlı müşteri segmentlerinin payını artırmaya yönelik uygulanan söz konusu satış stratejisinin sonuç vermeye başlamasıyla, 2018 yılının 9 aylık döneminde ise net satış gelirleri yıllık bazda %32 artış göstermiştir (sigara satışları +%27, ana kategori satışları +%34). Geçen yıldan gelen yüksek bazın ağırlıklı etkisiyle son çeyrekte beklediğimiz yavaşlama ile birlikte, 2018 yılının tamamında ciro büyümesinin %27,5 seviyesinde gerçekleşeceğini tahmin ediyoruz (sigara satışları y/y +%16, ana kategori satışları +%32). 2019 yılında ise, yüksek baz ve enflasyondaki düşüşün yaratacağı olumsuz etkiye rağmen, yıllık bazda ciro büyümesinin %12 ile çift hanede kalacağını öngörüyoruz (sigara satışları y/y +%11, ana kategori satışları +%12).

Grafik 12: Net Satış Gelirleri (milyon TL)

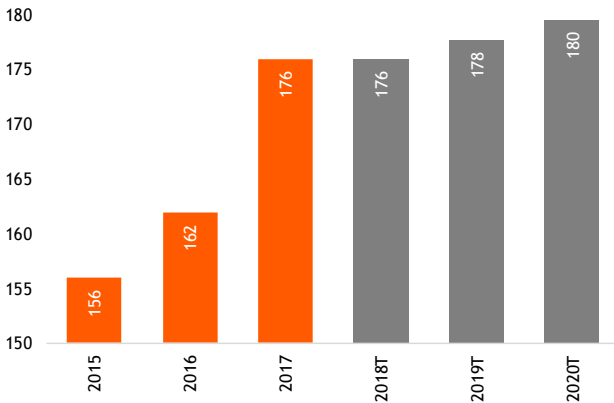


Grafik 13: Segmentsel Bazda Ciro dağılımı

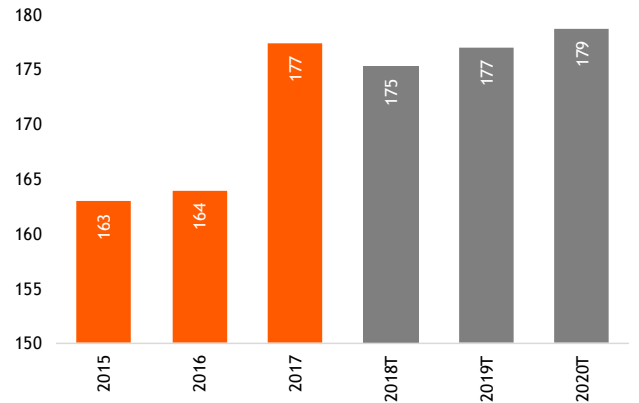


Kaynak: Bizim Toptan, Vakıf Yatırım Araştırma ve Strateji

Grafik 14: BİZİM Mağaza Sayısı



Grafik 15: Net Satış Alanı (bin m²)

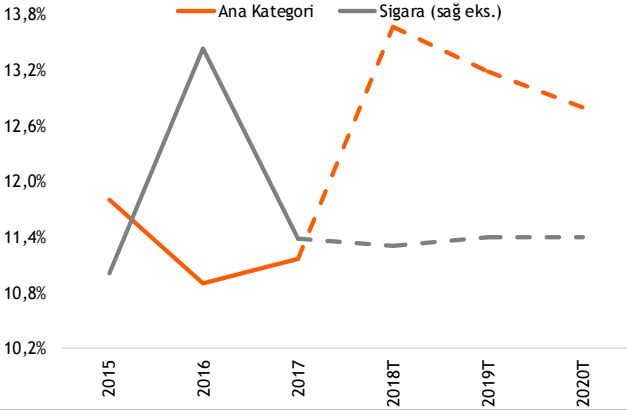


Kaynak: Bizim Toptan, Vakıf Yatırım Araştırma ve Strateji

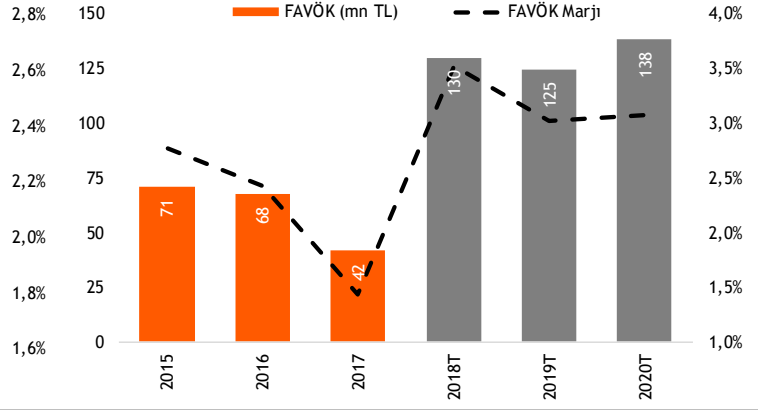
Operasyonel Kârlılık

- Bizim Toptan'ın yeni satış stratejisi kapsamında yüksek maliyetli ve hareketsiz stokları temizleme sürecinin etkisiyle 2017 yılında operasyonel kârlılık göstergelerinde bozulma yaşanmış, FAVÖK'ü yıllık bazda %38,5 düşerken, FAVÖK marjı yıllık bazda 1 puanlık düşüşle %1,4'e gerilemiştir. Uygulanan stratejinin bir sonucu olarak müşteri ve ürün çeşitliliğinin kârlı segmentler lehine gelişim göstermeye başlamasıyla, 9A18'de operasyonel kârlılıkta güçlü iyileşme yaşanmıştır. Şirketin 9A17'de 19 mn TL olan FAVÖK'ü 9A18'de 99 mn TL'ye yükselerek, FAVÖK marjının yıllık bazda 2,7 yp artışla %3,6'ya iyileşmesini sağlamıştır. Söz konusu iyileşmenin, Enflasyonla Topyekun Mücadele programı kapsamında uygulanan fiyat indirimlerinin etkisiyle 4.çeyrekte hız kesmesini, böylece 2018 yılının tamamında FAVÖK marjının %3,5 seviyesinde gerçekleşeceğini tahmin ediyoruz (Şirket beklentisi >%3,5).
- Şirketin, 2017 yılı itibarıyla personel ve kira giderleri toplam operasyonel giderlerinin %66'sını oluşturmaktadır (personel %45, kira %21). Bu yılki yüksek enflasyonun gelecek yılın başında personel ve kira maliyetlerine yansiyacak olmasının da etkisiyle 2019 yılında FAVÖK marjının %3'e gerileyeceğini tahmin ediyoruz. Daha uzun vadede ise, Şirket yönetiminin, kârlı müşteri ve ürün çeşitliliğini iyileştirmeye yönelik aksiyonlarının devamı ile marjlarda geçmiş dönemlere kıyasla daha istikrarlı performans sergileneceğini tahmin ediyoruz.

Grafik 16: Segmentlere Göre Brüt Kâr Marjı (%)



Grafik 17: Operasyonel Kârlılık (mn TL)



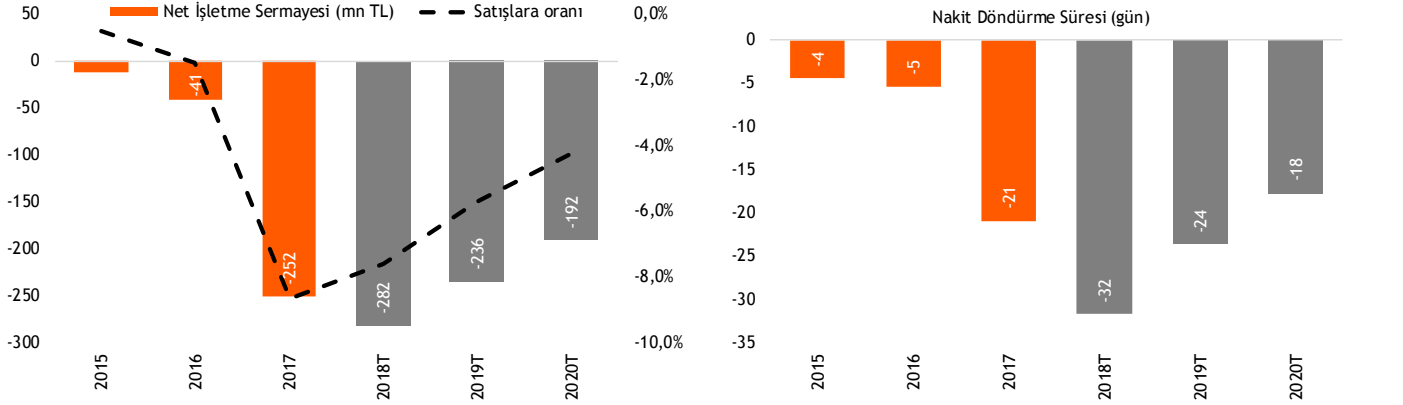
Kaynak: Bizim Toptan, Vakıf Yatırım Araştırma ve Strateji

İşletme Sermayesi

- Bizim Toptan'ın, 2015-2017 döneminde net işletme sermayesinin net satış gelirlerine oranı ortalama -%3,6 seviyesinde gerçekleşmiştir. Şirketin, 2018 başından itibaren kredi kartı alacaklarını vadesini beklemeden ertesi günü kırdırarak erken tahsil etme stratejisi, işletme sermayesi yapısını desteklemiştir. Şirket, söz konusu kırdırma işleminden dolayı finansman gideri kaydetse de elde ettiği nakdi ana hissedarı Yıldız Holding'de adatlandırarak faiz geliri elde etmektedir.

31 Ekim 2018 Çarşamba

Grafik 18-19: İşletme Sermayesi Yapısı

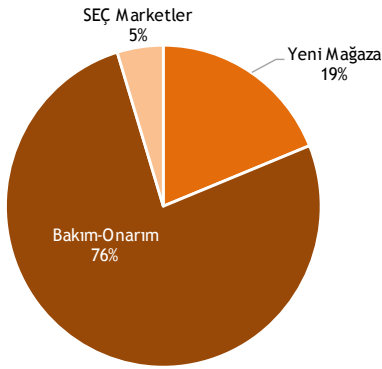


Kaynak: Bizim Toptan, Vakıf Yatırım Araştırma ve Strateji

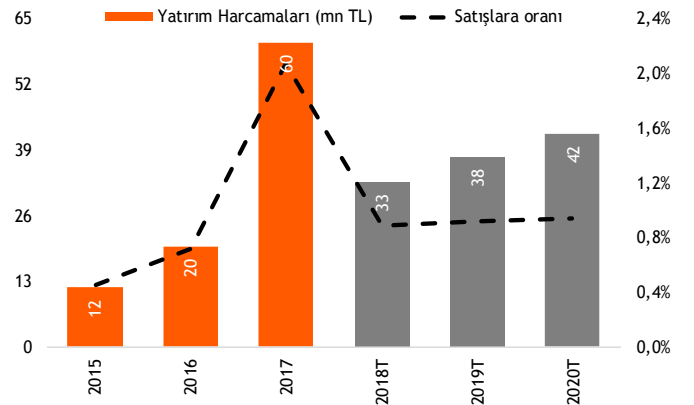
Yatırım Harcamaları

- Bizim Toptan'ın 2013-2017 döneminde gerçekleştirdiği yatırım harcamalarının net satış gelirlerine oranı ortalama %1,5 seviyesinde gerçekleşmiştir. 9A18'de gerçekleştirdiği yatırım harcamalarının (-21 milyon TL) %76 ile ağırlıklı kısmı bakım-onarım harcamalarından kaynaklanmıştır. Şirket, önümüzdeki dönemde yeni mağaza açılışından ziyade mağazaların yenilenmesine ve böylece verimliliğin artırılmasına ağırlık vermeyi planlamaktadır. Söz konusu stratejiyi de göz önünde bulundurarak, 2018 ve 2019 yılları için yatırım harcamalarının sırasıyla 33 milyon TL ve 38 milyon TL seviyesinde gerçekleşeceğini tahmin ediyoruz.

Grafik 20: Yatırım Harcamaları Dağılımı (9A18)



Grafik 21: Yatırım Harcamaları

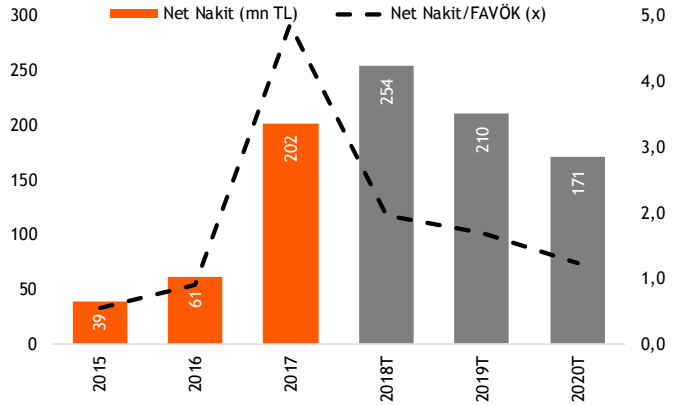


Kaynak: Bizim Toptan, Vakıf Yatırım Araştırma ve Strateji

Borçluluk

- Bizim Toptan'ın, 9A18 sonu itibariyle makine ve teçhizat alımları kaynaklı bugünkü değeri -18 mn TL değerinde ve yıllık yaklaşık %13,9'luk ortalama efektif faiz oranıyla sabitlenmiş finansal kiralama borcu bulunmakta olup, onun dışında herhangi bir finansal yükümlülüğü bulunmamaktadır. Şirketin 9A18 sonu itibariyle 162 mn TL seviyesinde net nakit pozisyonu gözükse de, bilançosunda ilişkili taraflardan ticari olmayan alacaklar altında ana hissedar Yıldız Holding'de piyasa faiz oranı üzerinden faiz geliri elde ettiği tutarla (9A18 sonu itibariyle -130 mn TL) düzeltilmiş net nakit pozisyonu ise 292 mn TL seviyesindedir.

Grafik 22: Net Nakit Pozisyonu



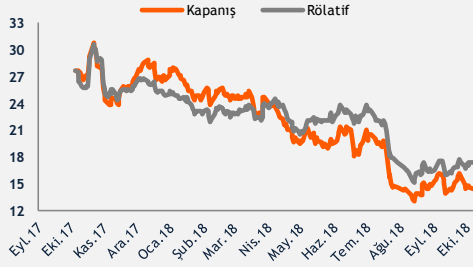
Kaynak: Bizim Toptan, Vakıf Yatırım Araştırma ve Strateji

31 Ekim 2018 Çarşamba

Sektör	: Perakende
Şirket	: Migros
Hisse Kodu	: MGROS
Fiyat (TL)	: 14,4
Hedef Fiyatı (TL)	: 36,5
Yükselme Potansiyeli	: 153,3%
Öneri / Kısa Vade	: Endeksin Üzerinde Getiri
Öneri / Uzun Vade	: AL
Hisse Adedi (mn)	: 181
HAO (%)	: 36,0%

Gıda ve tüketim mallarının perakende ve perakende tüketimine yönelik toptan satışını yapan Migros, Türkiye'nin en büyük ulusal süpermarket zinciridir. Şirket, yurt içinde ve bağlı ortaklıkları vasıtasıyla yurt dışında alışveriş merkezi işletmeciliği de yapmaktadır. 6A18 sonu itibariyle Şirketin yurt içinde 1.719 Migros, 23 5M, 17 Toptan, 50 Macrocenter ve 161 Kipa mağazası, işbirlikleri vasıtasıyla Kazakistan'da 15 Ramstore ile 1 Macrocenter ve Makedonya'da 25 Ramstore olmak üzere toplamda 2.011 mağazası bulunmaktadır.

Hisse Performansı



Performans	1Ay	3Ay	12Ay
Mutlak %	-10,88	-28,41	-47,71
Rölatif %	-1,02	-23,51	-36,98
En Yüksek (TL)	16,18	20,14	30,80
En Düşük (TL)	13,90	13,01	13,01

Yatırımcı Takvimi

3Ç18 Finansal Sonuçları	6 Kasım (Beklenen)
3Ç18 Sonuçları Telekonferans	7 Kasım (Beklenen)

Analist : Mehtap İLBI
İletişim : 0212 403 41 60
: mehtap.ilbi@vakifyatirim.com.tr

Migros - Aşırı cezalandırıldı...

Migros, özel markalı ve taze ürün kategorileri başta olmak üzere ürün portföyü ile tedarik zinciri ve CRM altyapısında gerçekleştirdiği yatırımlar sayesinde son yıllarda büyümesini hızlandırırken, Mart/2017'de Kipa'yı satın alarak pazarda daha güçlü ve rekabetçi konuma ulaşmıştır. Satış alanı ve ürün portföyü de dahil olmak üzere Kipa mağazalarında optimizasyon sürecine devam eden Şirketin konsolide bazda operasyonel kâr marjları kademeli bir şekilde iyileşmektedir. Kipa ile yasal birleşme sürecinin Eylül ayında tamamlanmasıyla birlikte artan sinerjinin de desteğiyle operasyonel verimlilikteki artışın önümüzdeki dönemde daha da belirginleşeceğini tahmin ediyoruz. Migros'un yüksek € cinsi finansal borcunu önemli bir risk unsuru olarak görmekle birlikte, Şirket hisselerinin BIST100 endeksinde göre yılbaşından bu yana sergilediği %35 oranındaki negatif ayrışma ile fazlasıyla cezalandırıldığını düşünüyoruz. Son dönemde TL'de yaşanan değer kazancının devamı ve Kipa mağazalarının sinerjisinde artış ile hisse performansının destekleneceğini, benzerlerine göre iskontolu çarpanların cazip giriş seviyesine işaret ettiğini düşünüyoruz. Migros için İndirgenmiş Nakit Akımları yöntemine göre yaptığımız değerlendirme sonucunda 12 aylık hedef fiyatımızı 36,5 TL olarak belirliyor, uzun vadeli önerimizi "AL", kısa vadeli önerimizi "Endeksin Üzerinde Getiri" olarak başlatıyoruz.

mn TL	Ciro	FAVÖK	Net Kâr	HBT (TL)	F/K (x)	FD/FAVÖK (x)
2015	9.390	557	-370	0,0	-7,0	9,6
2016	11.059	627	-300	0,0	-8,7	8,5
2017	15.344	798	513	0,0	5,1	6,7
2018T	18.649	1.015	-1.524	0,0	-1,7	5,3
2019T	21.775	1.172	6	0,0	414,0	4,6
2020T	24.595	1.363	248	0,0	10,5	3,9

■ **Yüksek baz etkisine rağmen güçlü ciro büyümesi** - 2017 yılında Kipa konsolidasyonunun da desteğiyle yıllık bazda -%39 oranında güçlü ciro büyümesi kaydeden Şirketin, yüksek baz etkisi ve Kipa mağazalarındaki m² küçülmesine rağmen mağaza trafiğinde devam eden iyileşme ve yeni mağaza açılışlarının desteğiyle, olumlu ciro performansını sürdürmesini bekliyoruz. Şirketin, 2017-2020T döneminde net satış gelirlerinin yıllık ortalama %17 büyüyeceğini tahmin ediyoruz.

■ **Operasyonel kâr marjlarında kademeli iyileşme süreci** - Migros'un, Kipa nedeniyle operasyonel kâr marjlarında geçtiğimiz yıl yaşanan aşağı yönlü baskının, Kipa mağazalarında devam eden optimizasyon sürecinin desteğiyle kademeli bir şekilde azaldığı görülmektedir. İyileşen Kipa operasyonuna ek olarak, kira sözleşmelerinde TL'ye geçiş düzenlemesinin Migros'un operasyonel giderleri üzerinde kur kaynaklı baskıyı azaltarak kâr marjlarını destekleyeceğini öngörüyoruz (Migros'un kira kontratlarının yaklaşık %25'i döviz cinsindedir).

■ **€ açık pozisyonu en önemli risk** - Migros'un 2Ç18 sonu itibariyle yaklaşık 4,1 mlr TL karşılığı toplam finansal borcu olup, bunun %79 ile ağırlıklı kısmı € cinsi finansal borçlardan (608 mn €) kaynaklanmaktadır. € cinsi finansal borçların %89 ile ağırlıklı kısmı ise uzun vadeli. Söz konusu borçlanmanın yarattığı kur riski, operasyonel kârlılıktaki iyileşmenin net kâra yansımalarının önündeki en önemli engeldir. Şirket, yüksek borçluluğu azaltmaya yönelik geçtiğimiz yıl açıkladığı toplam ~500 mn TL'lik varlık satış planı doğrultusunda iki AVM'nin sırasıyla Aralık/2017 ve Ocak/2018'de toplam ~154 mn TL'ye satışını gerçekleştirmiştir. Önümüzdeki dönemde planlanan gayrimenkul satışının (~350 mn TL) gerçekleşmesi, borçluluğun azaltılmasına yardımcı olmakla birlikte hisse performansı açısından önemli bir katalist olacaktır. Ayrıca Şirket, son dönemde gerçekleştirdiği TL cinsi tahvil ihraçları ile (toplam 196 mn TL değerinde 2-3 yıl vadeli) kur riskini azaltan ve banka kredisine göre daha uygun maliyetli kaldıraç kullanımına gitmiştir.

31 Ekim 2018 Çarşamba

Gelir Tablosu (mn TL)	2015	2016	2017	2018T	2019T	2020T
Satış Gelirleri (Net)	9.390	11.059	15.344	18.649	21.775	24.595
FVÖK	371	428	528	721	838	1.049
Amortisman Giderleri	186	200	270	295	335	314
FAVÖK	557	627	798	1.015	1.172	1.363
Diğer Gelir ve Giderler (Net)	-108	-96	-225	-367	-203	-206
Finansal Gelir ve Giderler (Net)	-399	-524	-793	-1.789	-626	-524
VÖK	-346	-236	603	-1.434	8	319
Vergiler	-24	-64	-94	-97	-2	-70
Net Dönem Kârı	-370	-300	513	-1.524	6	248
HBK (TL)	-2,1	-1,7	2,9	-8,6	0,0	1,4

Bilanço (mn TL)	2015	2016	2017	2018T	2019T	2020T
Nakit ve Benzerleri	839	1.156	1.617	753	893	972
Kısa Vadeli Ticari Alacaklar	50	58	97	114	134	158
Stoklar	1.104	1.212	1.908	2.080	2.522	2.906
Duran Varlıklar	3.725	3.805	6.526	6.768	6.987	7.287
Uzun Vadeli Ticari Alacaklar	0	0	0	0	0	0
Finansal Yatırımlar	1	1	1	1	1	1
Maddi Duran Varlıklar	1.221	1.268	3.740	3.904	4.059	4.297
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	85	107	161	204	233	259
Uzun vadeli ertelenmiş vergi varlıkları	0	0	0	0	0	0
Diğer Duran Varlıklar	2.419	2.429	2.624	2.659	2.694	2.729
Toplam Aktifler	5.761	6.277	10.303	9.832	10.653	11.439
Finansal Borçlar	2.593	2.964	3.912	4.511	4.790	4.753
Kısa Vadeli	213	341	1.038	977	978	1.041
Uzun Vadeli	2.380	2.623	2.874	3.534	3.812	3.711
Ticari Borçlar	2.228	2.664	3.954	4.279	4.751	5.186
Kısa Vadeli	2.228	2.664	3.954	4.279	4.751	5.186
Uzun Vadeli	0	0	0	0	0	0
Özkaynaklar	516	193	1.527	17	23	271
Ana Ortaklığa ait Özkaynaklar	515	192	1.470	-37	-31	217
Azınlık payları	1	1	57	54	54	54
Net Borç	1.754	1.808	2.295	3.758	3.897	3.781

Nakit Akım Tablosu (mn TL)	2015	2016	2017	2018T	2019T	2020T
VÖK	-346	-236	603	-1.434	8	319
Amortisman	186	200	270	295	335	314
İşletme sermayesi ihtiyacı	-175	-320	-556	-135	-11	-27
Vergi	-24	-64	-94	-97	-2	-70
Yatırım Harcamaları	-281	-297	-399	-458	-490	-552
Temettü Ödemesi (Brüt)	0	0	0	0	0	0
Bedelli Sermaye Artırımı	0	0	0	0	0	0
Borçlanma Değişimi	240	370	949	598	279	-38
Diğer Nakit Giriş/Çıkış	551	663	-312	366	21	133
Yıl Boyunca Yaratılan Nakit	-400	-347	773	-1.231	119	-54
Dönemsonu Nakit	839	1.156	1.617	753	893	972

Büyüme (%)	2015	2016	2017	2018T	2019T	2020T
Satış	15,6%	17,8%	38,7%	21,5%	16,8%	13,0%
FAVÖK	14,4%	12,5%	27,2%	27,3%	15,5%	16,3%
Net Dönem Kârı	-485,1%	-19,0%	-270,8%	-397,3%	-100,4%	3830,6%

Çarpanlar (x)	2015	2016	2017	2018T	2019T	2020T
FD/Satışlar	0,6	0,5	0,3	0,3	0,2	0,2
FD/FAVÖK	9,6	8,5	6,7	5,3	4,6	3,9
F/K	-7,0	-8,7	5,1	-1,7	414,0	10,5
PD/DD	5,1	13,6	1,7	156,1	113,4	9,6

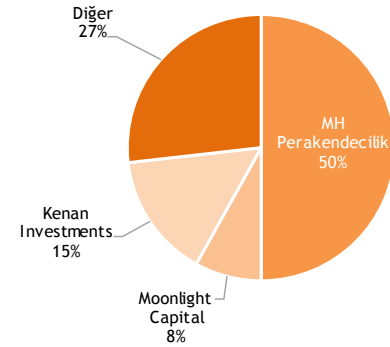
Finansal Rasyolar	2015	2016	2017	2018T	2019T	2020T
Özsermaye Kârlılığı (%)	-52,0%	-84,7%	59,6%	-197,4%	31,7%	168,7%
FAVÖK Marjı (%)	5,9%	5,7%	5,2%	5,4%	5,4%	5,5%
Net Kâr Marjı (%)	-3,9%	-2,7%	3,3%	-8,2%	0,0%	1,0%
Net Borç/Özsermaye (x)	3,4	9,4	1,5	224,8	169,2	14,0
Net Borç/FAVÖK (x)	3,1	2,9	2,9	3,7	3,3	2,8
Özsermaye/Aktif Toplamı (%)	9,0%	3,1%	14,8%	0,2%	0,2%	2,4%
Cari Oran (x)	0,7	0,7	0,7	0,5	0,6	0,6
Brüt Nakit Temettü Dağıtım Oranı (%)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Şirket	Migros
Hisse Kodu	MGROS - MGROS TI, MGROS IS
Vakıf Yatırım Öneri	AL
Kapanış (TL)	14,4
Hedef Fiyat (TL)	36,5
Mevcut Piyasa Değeri (mn TL)	2.611
Hedef Piyasa Değeri (mn TL)	6.613
Yükselme Potansiyeli	153,3%

Migros Hakkında

Gıda ve tüketim mallarının perakende ve perakende tüketimine yönelik toptan satışını yapan Migros, Türkiye'nin en büyük ulusal süpermarket zinciridir. Şirket, yurt içinde ve bağlı ortaklıkları vasıtasıyla yurt dışında alışveriş merkezi işletmeciliği de yapmaktadır. 6A18 sonu itibarıyla Şirketin yurt içinde 1.719 Migros, 23 5M, 17 Toptan, 50 Macrocenter ve 161 Kipa mağazası, iştirakleri vasıtasıyla Kazakistan'da 15 Ramstore ile 1 Macrocenter ve Makedonya'da 25 Ramstore olmak üzere toplamda 2.011 mağazası bulunmaktadır. Migros, Mart/2017'de Tesco Kipa'nın %95,5'ini satın almış ve Eylül/2018'de yasal birleşme sürecini tamamlamıştır. Anadolu Endüstri Holding'in, Temmuz/2015'de MH Perakendecilik'in sermayesinin %80,5'ini satın almak suretiyle Migros sermayesinde dolaylı olarak sahip olduğu %40,25'lik pay, Eylül/2018'de Borsa'da gerçekleşen hisse alımlarıyla birlikte %50'ye yükselmiştir. Anadolu Grubu (MH Perakendecilik üzerinden) ve BC Partners (Kenan Investments ve Moonlight Capital üzerinden) Migros'ta eşit yönetim hakkına sahiptir.

Ortaklık Yapısı



SWOT Analiz

Güçlü Yönler

- Türkiye'de süpermarket kanalının lideri
- Kipa ile birleşme sonrası artan sinerji
- Özel markalı ürünler ile fiyatlamada daha rekabetçi

Zayıf Yönler

- İndirimli perakendeciler kaynaklı pazarda artan yoğun rekabet
- € cinsi finansal borçları nedeniyle kur ve faiz riskine hassas mali yapı

Fırsatlar

- Yüksek gıda enflasyonu
- Hanehalkı harcamalarında gıdanın payında artış
- Sektörde devam eden konsolidasyon ihtiyacı
- Organize perakende yüksek büyüme potansiyeli
- €/TL'de düşüş

Tehditler

- Asgari ücrette enflasyonun üzerinde artış
- İşletme sermayesinde kötüleşme
- €/TL'de yükseliş

31 Ekim 2018 Çarşamba

Değerleme Özeti

Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti Hesaplama	2019T	2020T	2021T	2022T	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T (TD)
Risksiz Faiz Oranı	18,0%	15,0%	14,0%	14,0%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%	12,5%
Risk Primi	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	5,5%
Beta	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,0
Özsermaye Maliyeti	25,3%	22,3%	21,3%	21,3%	20,3%	20,3%	20,3%	20,3%	20,3%	20,3%	18,0%
Borçlanma Maliyeti	24,0%	21,0%	20,0%	20,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	18,5%
Kurumlar Vergisi Oranı	22,0%	22,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%
Vergi Sonrası Borçlanma Maliyeti	18,7%	16,4%	16,0%	16,0%	15,2%	15,2%	15,2%	15,2%	15,2%	15,2%	14,8%
Özsermaye Oranı	0,2%	2,4%	5,2%	9,2%	13,7%	18,3%	22,8%	27,1%	31,2%	34,6%	35,0%
Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti	18,7%	16,5%	16,3%	16,5%	15,9%	16,1%	16,4%	16,6%	16,8%	16,9%	15,9%

Migros (MGROS) - İNA (mn TL)	2019T	2020T	2021T	2022T	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T (TD)
Satış Gelirleri (net)	21.775	24.595	27.111	29.712	32.378	35.244	38.150	41.257	44.577	48.124	51.733
Büyüme	16,8%	13,0%	10,2%	9,6%	9,0%	8,9%	8,2%	8,1%	8,0%	8,0%	7,5%
FVÖK	838	1.049	1.194	1.362	1.536	1.688	1.834	1.987	2.165	2.373	2.551
Operasyonel Kâr Marjı	3,8%	4,3%	4,4%	4,6%	4,7%	4,8%	4,8%	4,8%	4,9%	4,9%	4,9%
Efektif Vergi	-2	-70	-91	-150	-191	-229	-266	-304	-349	-397	-452
Vergi Sonrası Net Operasyonel Kâr/Zarar	836	979	1.103	1.212	1.345	1.459	1.568	1.682	1.817	1.976	2.098
+ Amortisman	335	314	332	347	353	369	384	398	415	432	450
FAVÖK	1.172	1.363	1.525	1.709	1.890	2.058	2.217	2.385	2.580	2.805	3.001
FAVÖK Marjı	5,4%	5,5%	5,6%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%
Yatırım Harcamaları/Amortisman	146%	176%	184%	192%	205%	213%	221%	230%	239%	247%	250%
+/- Çalışma sermayesindeki değişim	-11	-27	-31	-30	-34	-33	-38	-42	-45	-50	-54
Satışlardaki değişim	3.126	2.821	2.516	2.601	2.665	2.867	2.906	3.107	3.320	3.547	3.609
Çalışma sermayesindeki değ./Satışlardaki değ.	0%	-1%	-1%	-1%	-1%	-1%	-1%	-1%	-1%	-1%	-2%
- Yatırım Harcamaları	-490	-552	-610	-667	-724	-786	-848	-916	-990	-1.069	-1.124
Firmaya Yönelik Serbest Nakit Akımları	692	767	855	922	1.009	1.076	1.141	1.206	1.287	1.390	1.478

Sonsuz Büyüme Oranı											5,00%
Sonsuza Giden Değer											14.212
İskonto Faktörü	0,92	0,79	0,68	0,58	0,50	0,43	0,37	0,32	0,27	0,23	0,20
İskonto Edilmiş Nakit Akımları - Haziran 30 2018	635	604	579	536	506	465	424	384	351	324	2.860
Firma Değeri - Haziran 30 2018	7.669										
Azınlık Payları	54										
Operasyonel Olmayan Aktifler	0										
Net Borç	2.719										
Diğer Düzeltmeler	0										
Özsermaye Değeri - Haziran 30 2018	4.897										
Özsermaye Maliyeti	25,3%										
12A Hedef Özsermaye Değeri	6.613										
12A Hedef Fiyat (TL)	36,5										
Yükseliş Potansiyeli	153,3%										

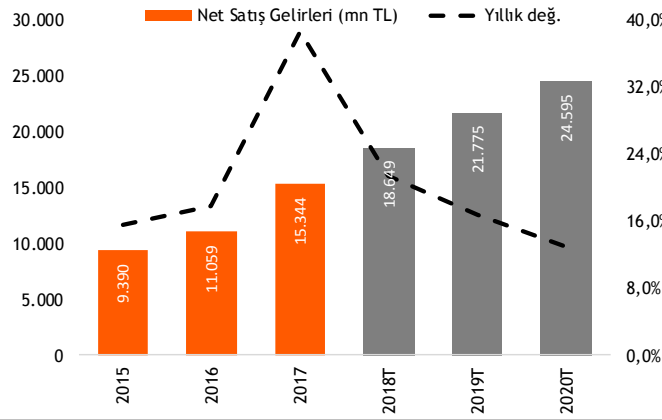
Kaynak: Vakıf Yatırım Araştırma ve Strateji

Finansal Tablo Analizi

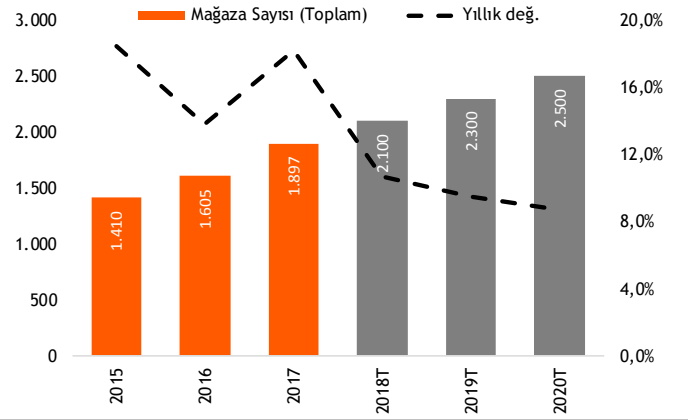
Gelirler

- Migros'un 2015-2017 döneminde, ürün portföyü, tedarik zinciri ve CRM altyapısında gerçekleştirdiği yatırımların yanı sıra, 2017 yılında başlayan Kipa konsolidasyonunun da desteğiyle net satış gelirleri yıllık ortalama -%28 oranında güçlü büyüme kaydetmiştir. 2018 yılının ilk yarısında ise, geçen yıldan gelen yüksek baz etkisi ve Kipa mağazalarındaki satış alanı optimizasyonu kapsamında gerçekleştirilen küçülmenin olumsuz etkisine rağmen, yüksek enflasyonun benzer mağazalar kaynaklı büyüme olumlu katkısı ve yeni mağaza açılışlarının desteğiyle net satış gelirleri yıllık bazda -%20 büyümüştür. Bu dönemde toplam mağaza sayısı yıllık bazda -%9 artarak 2.011'e yükselirken, Kipa mağazalarının satış alanlarında gerçekleştirilen küçültmelerin etkisiyle net satış alanında büyüme %2 ile sınırlı kalmıştır. Sepet büyümesi ve müşteri trafiğindeki artışla desteklenen benzer mağazalar kaynaklı büyüme ve yeni mağazaların katkısıyla, yılın ikinci yarısında da ciro performansındaki olumlu seyrin devam etmesini bekliyoruz. Böylece 2018 yılının tamamında net satış gelirlerinin yıllık bazda %21,5 yükselerek (y/y 3Ç18: +%22, 4Ç18: +%23), Şirket yönetiminin -%20 büyüme yönündeki beklentisini karşılayacağını öngörüyoruz. 2019 yılında ise, enflasyonda beklediğimiz yavaşlamanın da etkisiyle yıllık ciro büyümesinin %17'ye gerileyeceğini tahmin ediyoruz (2017-2020T döneminde ise +%17 YBBO).

Grafik 23: Net Satış Gelirleri (mn TL)



Grafik 24: Mağaza Gelişimi



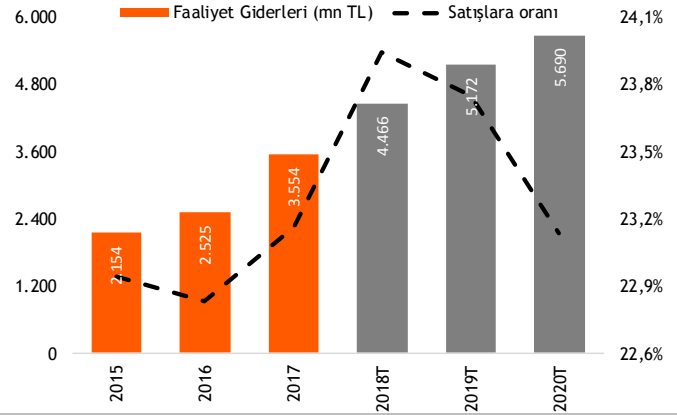
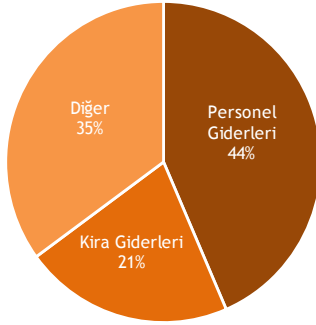
Kaynak: Migros, Vakıf Yatırım Araştırma ve Strateji

Operasyonel Kârlılık

- 2017 yılında esas faaliyetleri itibarıyla zarar eden Kipa konsolidasyonunun ağırlıklı etkisiyle Migros'un operasyonel kâr marjları gerilemiştir (FAVÖK marjı y/y bazda -0,5 yp). Şirketin, büyük ölçekli mağazaların küçültülmesi, ürün portföyünün yenilenmesi başta olmak üzere Kipa mağazalarında gerçekleştirdiği optimizasyon çalışmalarının da desteğiyle 6A18'de operasyonel kâr marjlarında iyileşme desteklenmiştir (FAVÖK marjı y/y +0,9 yp). Yüksek baz etkisi ve Enflasyonla Topyekun Mücadele Programı kapsamında gerçekleştirilen fiyat indirimleri nedeniyle yılın ikinci yarısında beklediğimiz yavaşlamaya rağmen, FAVÖK marjının 2018 yılının tamamında %5,4 seviyesinde (y/y +0,2 yp) gerçekleşeceğini tahmin ediyoruz.

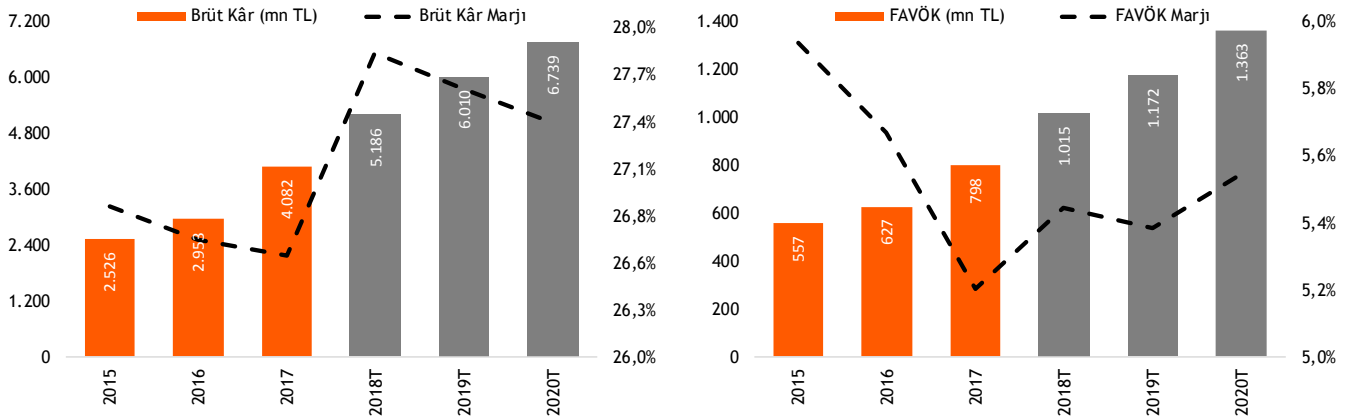
- 2019 yılında ise, bu yılki yüksek enflasyonun personel ve kira maliyetlerine yansması ve yüksek maliyetli stok kaynaklı olumsuz etkinin, Kipa mağazalarındaki verimlilik artışı ve döviz bazlı kira sözleşmelerinde TL'ye geçişin desteğiyle telafi edilebileceğini düşünüyoruz. Böylece, 2019 yılında FAVÖK marjının %5,4 ile bu yıla paralel gerçekleşmesini bekliyoruz.

Grafik 25-26: Faaliyet Giderlerinin Dağılımı (2017)



Kaynak: Migros, Vakıf Yatırım Araştırma ve Strateji

Grafik 27-28: Operasyonel Kârlılık



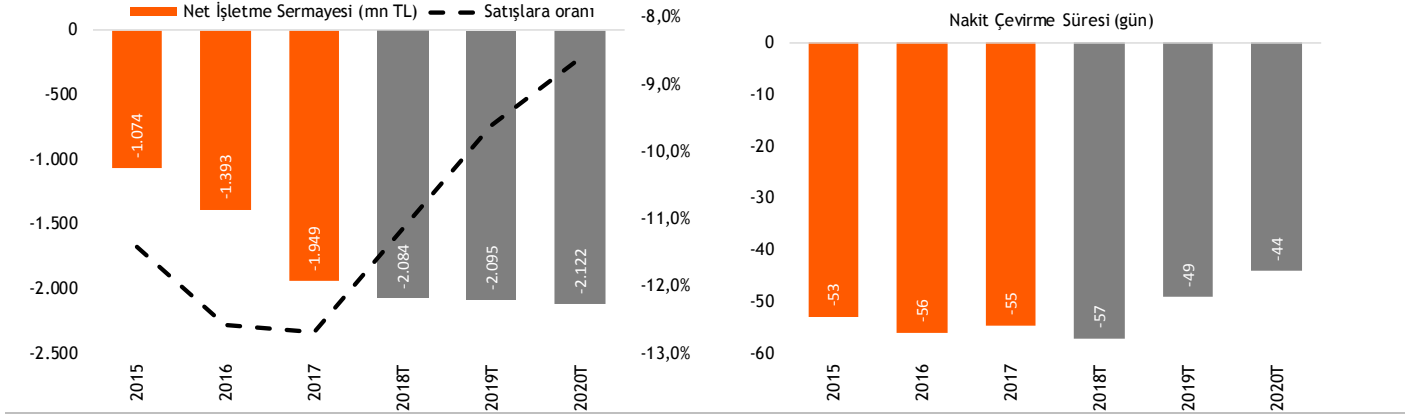
Kaynak: Migros, Vakıf Yatırım Araştırma ve Strateji

İşletme Sermayesi

- Şirketin 2015-2017 döneminde net işletme sermayesinin net satış gelirlerine oranı ortalama -%12, nakit çevirme süresi de -55 gün seviyesinde gerçekleşmiştir. Bu dönemde stok çevirme süresi -55 günden -51 güne iyileşerek nakit akımlarını desteklemiştir. Kipa kaynaklı artan sinerjinin şirketin ödeme vadesinde iyileşmeye neden olacağını, ancak bu yılın ikinci yarısında başlayacağını düşündüğümüz yüksek maliyetli stoklanmanın, stok çevirme süresinde bir miktar bozulmaya yol açacağını tahmin ediyoruz. Bu doğrultuda net işletme sermayesinin net satış gelirlerine oranının 2018 ve 2019 yıllarında sırasıyla -%11 ve -%10 seviyelerinde gerçekleşeceğini öngörüyoruz.

31 Ekim 2018 Çarşamba

Grafik 29-30: Net İşletme Sermayesi Yapısı

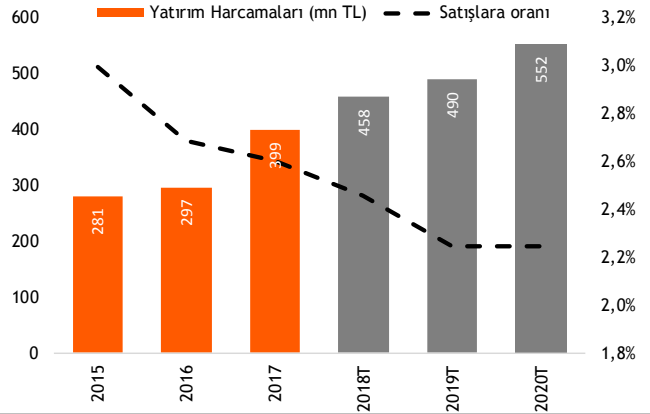


Kaynak: Migros, Vakıf Yatırım Araştırma ve Strateji

Yatırım Harcamaları

- Migros'un yatırım harcamalarının neredeyse yarısı mağaza açılışları kaynaklı olup, kalan kısmı da mevcut mağazaların bakım-onarım harcamalarından oluşmaktadır. 2015-2017 döneminde yatırım harcamaları yıllık ortalama %19 artarken, net satış gelirlerine oranı %3'ten %2,6'ya gerilemiştir. Şirketin, yeni mağaza açılışları ve mevcut mağazaların bakım-onarım harcamalarına ek olarak Kipa mağazalarındaki optimizasyon çalışmaları da dahil olmak üzere 2018 yılında toplam 458 milyon TL seviyesinde yatırım harcaması gerçekleştirmesini bekliyoruz (2019 yılı beklentimiz ise 490 milyon TL).

Grafik 31: Yatırım Harcamaları

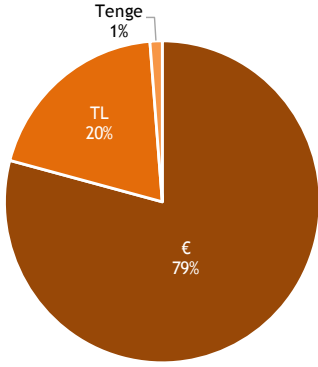


Kaynak: Migros, Vakıf Yatırım Araştırma ve Strateji

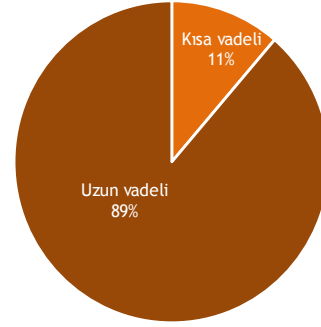
Borçluluk

- Migros'un 2Ç18 sonu itibariyle yaklaşık 4,1 mlr TL karşılığı toplam finansal borcu olup, bunun %79 ile ağırlıklı kısmı € cinsi finansal borçlardan (608 mn €) kaynaklanmaktadır. Söz konusu € cinsi finansal borçların %89 ile ağırlıklı kısmı ise uzun vadeli. Şirket, yüksek borçluluk seviyesini azaltma hedefi doğrultusunda geçtiğimiz yıl açıkladığı planla 2-3 yıl içerisinde -500 mn TL değerinde varlık satışına gideceğini duyurmuştu. Bu plan dâhilinde Kipa mülkiyetinde yer alan gayrimenkullerden Mersin AVM'nin Aralık/2017'de ve Çerkezköy AVM'nin Ocak/2018'de toplam 154 mn TL (KDV hariç) bedel ile satışı gerçekleşmişti. Haziran/2018 sonu itibariyle Kipa'nın gayrimenkul portföyünün net defter değeri 1,6 mlr TL seviyesindedir. Önümüzdeki 1-2 yıllık süre içerisinde planlanan gayrimenkul satışlarının (-350 mn TL) gerçekleşmesi, borçluluğun azaltılması konusunda önemli bir destekleyici olacaktır. Ayrıca Şirket, döviz cinsi borçlanmanın yarattığı kur riskini azaltma adına son dönemde gerçekleştirdiği TL cinsi tahvil ihraçları (Temmuz ve Ekim ayında toplam 196 mn TL) ile banka kredisine göre daha uygun koşullarda uzun vadeli kaldıraç kullanımına gitmektedir.

Grafik 32: Finansal Borçların Kur Dağılımı*



Grafik 33: € Cinsi Finansal Borçların Vade Dağılımı*



Kaynak: Migros, Vakıf Yatırım Araştırma ve Strateji
*2Ç18 sonu itibariyle

Vakıf Yatırım Menkul Değerler A.Ş. Öneri Metodolojisi

Hisse Senedi Öneri Metodolojisi

Vakıf Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("Vakıf Yatırım") araştırma raporlarında izleme listesinde yer alan şirketler için "Gelecek 12 aya yönelik" ve "Kısa Vadeli Öneri" olmak üzere ikili bir öneri sistemi uygulamaktadır.

1. **Gelecek 12 aya yönelik öneri:** Şirket ile ilgili yapılan detay analiz ve değerlendirme çalışması sonrası ulaşılan getiri potansiyeli dikkate alınarak ve hissenin 12 aya kadar elde tutulması durumunda sağlaması beklenen getiri oranları çerçevesinde verilmektedir.

Burada AL, TUT, SAT olmak üzere üç temel öneri veriyoruz.

Bu önerilerin hangi yüzdesel yükseliş beklentileri doğrultusunda verileceği konusunda ise dinamik bir modelleme öngörüyoruz. Buna göre;

- **TUT (T)** - Hedef Değerin, hissenin en son kapanış fiyatına göre "Risksiz Faiz Oranı + Hisse Senedi Risk Primi" kadar (en yakın %5'lik dilime yuvarlanmış olarak) yükseliş veya düşüş potansiyeli içermesi.
- **AL (A)** - Hedef Değerin, hissenin en son kapanış fiyatına göre "Risksiz Faiz Oranı + Hisse Senedi Risk Primi" den fazla (en yakın %5'lik dilime yuvarlanmış olarak) yükseliş potansiyeli içermesi
- **SAT (S)** - Hedef Değerin, hissenin en son kapanış fiyatına göre "Risksiz Faiz Oranı + Hisse Senedi Risk Primi" den fazla (en yakın %5'lik dilime yuvarlanmış olarak) düşüş potansiyeli içermesi.

Yukarıdaki tabloda belirlenen sınırlar, piyasanın doğası gereği geçici sürelerle ihlal edilebilir. Örneğin değerlemelerde dikkate alınmayan olumlu bir gelişmenin fiyatlanmasıyla AL önerimiz olan hisse senedi, hedef değerinin üstüne çıkabilir veya tersi bir durum söz konusu olabilir. Bu tür ihlallerin 3 aydan fazla sürmesi durumunda hedef değer ve öneri güncellemesi yayınlanması gereklidir.

Gelecek 12 aya yönelik öneri değişikliği şirket değerlemesini etkileyecek her türlü gelişme ve piyasa fiyatındaki hareketler dikkate alınarak ve şirket ile ilgili bir güncelleme raporu yayınlanarak yapılır.

Eğer değerlendirme değişimine sebep olan etken şirkete özel bir gerekçe ile değil, değerlendirme parametrelerinin (kur, faiz, büyüme, iskonto oranları vs) değişimi sonucu oluyorsa hedef değer güncellemesi tek tek şirketler için rapor yazılmaksızın topluca ve herhangi bir zamanlama kısıtlaması olmaksızın yapılabilir.

2. **Kısa Vadeli Öneri:** Hisse senedinin çeşitli gerekçelerle kısa vade için (3 ay) gelecek 12 aya yönelik öneri paralelinde hareket edeceği veya ayrışacağı düşünülüyorsa bu görüşümüzü kısa vadeli öneriler vurgulanacaktır. Bu öneri sistemimiz ise aşağıdaki gibi üç şekildedir.

- **Endekse Paralel Getiri (EPG)** : Kısa vadede endekse veya sektör endeksine paralel getiri beklentisi
- **Endeksin Üzerinde Getiri (EÜG):** Kısa vadede endeksin veya sektör endeksinin üzerinde getiri beklentisi
- **Endeksin Altında Getiri (EAG)** : Kısa vadede endeksin veya sektör endeksinin altında getiri beklentisi

Endeksin üzerinde ve altında getiri için herhangi bir rölatif getiri sınırı bulunmamaktadır.

Araştırma ve Strateji bölümü tarafından hazırlanan çalışmalarda ilgili hisse ile ilgili kullanılabilecek diğer tanımlamalar ve kısaltmalar;

- **Kapsam Dışı (KD)** - Herhangi bir hedef değer ve önerimiz olmayan hisse senetlerini ifade eder.
- **Öneri Yok (OY)** - Herhangi bir hedef değer ve önerimiz olmayan ancak izleme listemizde olan hisse senetlerini ifade eder.
- **Revize Ediliyor (RE)** - Öneri Listemizde olan ancak çeşitli gerekçelerle öneri ve hedef değerimizi güncelleme gereği duyulan şirketlerin bu geçiş periyodunda olduğunu ifade etmek için kullanılır.

Sektör Öneri Metodolojisi

Araştırma ve Strateji bölümü tarafından hazırlanan sektör raporlarında;

- **OLUMLU** - 12 aylık dönemde sektördeki koşullarının olumlu gelişmesi
- **OLUMSUZ** - 12 aylık dönemde sektördeki fiyatlama ve rekabet koşullarının olumsuz gelişmesi
- **NÖTR** - 12 aylık dönemde sektörde önemli bir değişiklik yaşanmaması

Piyasa Öneri Metodolojisi

Araştırma ve Strateji bölümü tarafından hazırlanan piyasaya yönelik strateji raporlarında;

- **AĞIRLIĞI ARTIR** - 12 aylık dönemde Piyasaya yönelik olumlu beklentiler nedeniyle hisse senedi pozisyonlarının portföy içindeki ağırlığının artırılmasını ifade eder
- **AĞIRLIĞI AZALT** - 12 aylık dönemde Piyasaya yönelik olumsuz beklentiler nedeniyle hisse senedi pozisyonlarının portföy içindeki ağırlığının azaltılmasını ifade eder
- **NÖTR** - 12 aylık dönemde Mevcut durumu değiştirecek önemli bir beklentinin olmaması durumunu ifade eder.

Araştırma ve Strateji bölümü tarafından hazırlanan önerilerin işaret ettiği endeks hedef değeri ile piyasa önerisi paralel olmalıdır. Buna göre örneğin endeks için AĞIRLIĞI ARTIR şeklinde bir öneri yapılmışken Vakıf Yatırım izleme listesindeki hisselerin işaret ettiği yükselme potansiyelinin bu öneriyi teyit etmesi gerekmektedir.

Ayrıca Vakıf Yatırım izleme listesindeki şirketlerin adet olarak ve/veya halka açık piyasa değeri ağırlıklı olarak öneri dağılımının piyasa önerisine paralel olması beklenirken, daha dengeli bir izleme listesi oluşturulması maksadıyla herhangi bir dönemde AL ve SAT önerilerinin toplam öneriler içindeki ağırlığının %20'den az olmaması hedeflenmektedir.

Yukarıdaki her iki durum için dönemsel ve geçici ihlaller olabileceği kabul edilmekle birlikte 3 ayı geçen uyumsuzluklarda öneri revizyonu yapılması gerekliliği bulunmaktadır.

Vakıf Yatırım Araştırma ve Strateji

Sezai ŞAKLAROĞLU

Genel Müdür Yardımcısı - Hisse Senedi Strateji, SGMK

Mehmet Emin ZÜMRÜT

Direktör - Hisse Senedi Strateji, SGMK

Selahattin AYDIN

SELAHATTIN.AYDIN@vakifyatirim.com.tr

Müdür

Teknik Strateji, Çimento, Cam, Demir Çelik, Taahhüt, Küçük ve Orta Ölçekli Şirketler

Mehtap İLBI

MEHTAP.ILBI@vakifyatirim.com.tr

Müdür Yardımcısı

Beyaz Eşya, Otomotiv, Perakende, Gıda-İçecek, Havacılık, Telekomünikasyon, Enerji

Tuğba SAYGIN

TUGBA.SAYGIN@vakifyatirim.com.tr

Kıdemli Analist

Bankacılık, Sigortacılık, GYO

Nazlıcan ŞAHAN

NAZLICAN.SAHAN@vakifyatirim.com.tr

Analist

Makro Ekonomi, Strateji, SGMK

Umut Deniz PAK

UMUTDENIZ.PAK@vakifyatirim.com.tr

Analist

Akat Mah. Ebulula Mardin Cad. No:18 Park Maya Sitesi F-2/A Blok
Beşiktaş 34335 İSTANBUL
+90 212 352 35 77

Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, yatırım ve kalkınma bankaları ile müşteri arasında imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde ve yetkili kuruluşlar tarafından kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler ise genel niteliktedir. Burada yer alan yorum ve 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. Gerek bu yayındaki, gerekse bu yayında kullanılan kaynaklardaki hata ve eksikliklerden ve bu yayındaki bilgilerin kullanılması sonucunda yatırımcıların ve/veya ilgili kişilerin uğrayabilecekleri doğrudan ve/veya dolaylı zararlardan, kâr yoksunluğundan, manevi zararlardan ve her ne şekilde olursa olsun üçüncü kişilerin uğrayabileceği her türlü zararlardan dolayı Vakıf Yatırım Menkul Değerler A.Ş. sorumlu tutulamaz.