Perakende Sektörü (BIMAS TI – MGROS TI – SOKM TI)

Makro koşullar sektörü destekliyor

Hisse Verileri				
Bloomberg Hisse Kodu				BIMAS
Mevcut Fiyat (TL)				84.40
Hedef Fiyat (TL)				142.50
Getiri Potansiyeli (%)				69%
Son 12 Ay Hisse Fiyat Aralığı (TL)			57.15	88.48
3 Aylık Ortalama Hacim (mln TL)				484
Sermaye (mln TL)				607
Pazar				Yıldız Pazar
Hisse Verileri (mln TL)				
Piyasa Değeri				51,248
Hedeflenen Piyasa Değeri				86,496
Net Borç				6,497
Firma Değeri				57,923
Hisse Performansı	**1 Ay**	**3 Ay**	**6 Ay**	**YBB**
Nominal Getiri	1%	2%	22%	40%
BIST100 Rölatif Getiri	4%	3%	3%	6%
Özet Veriler (mln TL)	**2021**	**2022T**	**2023T**	**2024T**
Satış Gelirleri	70,527	125,120	189,181	254,260
FAVÖK	6,481	10,614	15,663	20,930
Net Kar	2,932	6,022	9,019	13,020
Hisse Başı Kar	4.83	9.92	14.85	21.44
Satış Büyümesi	27.1%	77.4%	51.2%	34.4%
FAVÖK Büyümesi	27.9%	63.8%	47.6%	33.6%
Net Kar Büyümesi	12.5%	105.4%	49.8%	44.4%
FAVÖK Marjı	9.2%	8.5%	8.3%	8.2%
Net Kar Marjı	4.2%	4.8%	4.8%	5.1%

Hisse Verileri				
Bloomberg Hisse Kodu				MGROS
Mevcut Fiyat (TL)				49.28
Hedef Fiyat (TL)				76.70
Getiri Potansiyeli (%)				56%
Son 12 Ay Hisse Fiyat Aralığı (TL)			30.94	52.10
3 Aylık Ortalama Hacim (mln TL)				129
Sermaye (mln TL)				181
Pazar				Yıldız Pazar
Hisse Verileri (mln TL)				
Piyasa Değeri				8,922
Hedeflenen Piyasa Değeri				13,891
Net Borç				2,427
Firma Değeri				11,373
Hisse Performansı	**1 Ay**	**3 Ay**	**6 Ay**	**YBB**
Nominal Getiri	5%	3%	16%	30%
BIST100 Rölatif Getiri	9%	6%	-3%	-2%
Özet Veriler (mln TL)	**2021**	**2022T**	**2023T**	**2024T**
Satış Gelirleri	36,272	63,201	93,000	120,528
FAVÖK	2,894	5,260	7,589	9,842
Net Kar	359	970	1,831	3,304
Hisse Başı Kar	1.98	5.36	10.11	18.25
Satış Büyümesi	26.0%	74.2%	47.2%	29.6%
FAVÖK Büyümesi	30.1%	81.7%	44.3%	29.7%
Net Kar Büyümesi	-189.1%	170.2%	88.9%	80.4%
FAVÖK Marjı	8.0%	8.3%	8.2%	8.2%
Net Kar Marjı	1.0%	1.5%	2.0%	2.7%

Hisse Verileri				
Bloomberg Hisse Kodu				SOKM
Mevcut Fiyat (TL)				12.32
Hedef Fiyat (TL)				23.50
Getiri Potansiyeli (%)				91%
Son 12 Ay Hisse Fiyat Aralığı (TL)			10.90	18.01
3 Aylık Ortalama Hacim (mln TL)				116
Sermaye (mln TL)				612
Pazar				Yıldız Pazar
Hisse Verileri (mln TL)				
Piyasa Değeri				7,309
Hedeflenen Piyasa Değeri				14,403
Net Borç				2,078
Firma Değeri				9,376
Hisse Performansı	**1 Ay**	**3 Ay**	**6 Ay**	**YBB**
Nominal Getiri	-4%	-11%	-18%	-6%
BIST100 Rölatif Getiri	-1%	-8%	-32%	-29%
Özet Veriler (mln TL)	**2021**	**2022T**	**2023T**	**2024T**
Satış Gelirleri	28,412	49,385	71,925	91,830
FAVÖK	2,622	4,198	6,011	7,843
Net Kar	324	1,376	1,670	3,550
Hisse Başı Kar	0.53	2.25	2.73	5.80
Satış Büyümesi	33.1%	73.8%	45.6%	27.7%
FAVÖK Büyümesi	24.9%	60.1%	43.2%	30.5%
Net Kar Büyümesi	19.0%	324.3%	21.3%	112.6%
FAVÖK Marjı	9.2%	8.5%	8.4%	8.5%
Net Kar Marjı	1.1%	2.8%	2.3%	3.9%

Güçlü seyreden gıda enflasyonu, öne çekilen tüketici talebi ve fiyatlarda yaşanan hızlı yükseliş nedeniyle perakende sektörü şirketlerine yönelik tahmin ve 12-aylık hedef fiyatlarımızda değişikliğe gidiyoruz. Buna göre, BİM Birleşik Mağazalar (BIMAS TI) için 12-aylık hedef fiyatımızı 132,80 TL'den 142,50 TL'ye, Migros Ticaret (MGROS TI) için 12-aylık hedef fiyatımızı 67,40 TL'den 76,70 TL'ye, Şok Marketler (SOKM TI) için ise 21,50 TL'den 23,50'e yükseltiyor, her üç hisse için de AL önerimizi sürdürüyoruz. Hedef fiyatlarımız sırasıyla %69, %56 ve %91 getiri potansiyeline işaret ediyor.

- Türkiye İstatistik Kurumu (TÜİK) Tüketici Fiyat Endeksi Haziran ayında yıllık %78,62, aylık ise %4,95 artış göstermiştir. Bir önceki yılın aynı ayına göre artışın yüksek olduğu ana gruplar sırasıyla, %123,37 ile ulaştırma, %93,93 ile gıda ve alkolsüz içecekler, %81,14 ile ev eşyası oldu. **Gıda ve alkolsüz içecekler 2022 yılı Haziran ayında bir önceki aya göre %2,09, bir önceki yılın Aralık ayına göre %48,13, bir önceki yılın aynı ayına göre %93,93 ve 12 aylık ortalamalara göre %55,65 artış göstermiştir.**
- TÜİK perakende ticaret sektörü eğilimine ilişkin endeksler ve aylık değişim oranları, 2011-2022 verilerine göre hacim ve satış beklentisi azalırken satış fiyatları beklentisinin arttığı gözlenmektedir.
- Son bir yılda özel markalı ürünlerin cirosu bir önceki yıla göre %79 artış göstermiştir. Söz konusu ürünlerin pazar payı, bir önceki yılın aynı dönemine göre %5,9'luk artışla %30,3'e yükseldi. BİM Birleşik Mağazalar'ın öz markalı ürünlerinin satışlar içindeki payı %67'ye, Şok Marketler'in %31'e, Migros Ticaret'in ise sadece temel gıdada %7'ye ulaşmıştır.
- Yılın ilk çeyreğinde Bim Birleşik Mağazalar 289, Migros Ticaret 33 ve Şok Marketler 276 yeni mağaza açmıştır.
- **BİM Birleşik Mağazalar'**ı *i) çift haneli trafik büyümesi ii) mağaza açılışlarındaki güçlü trend iii) kendi markalı ürünlerinin cirodaki artışı iv) yurt dışı operasyonları v) nakit toplama gücü ve etkin maliyet yönetimi yapısı* dolayısıyla beğeniyoruz.
- **Migros Ticaret**'i *i) çoklu kanal yetkinliği ii) online kanalların satışlara olan katkısının giderek artması iii) yüksek kurumsal yönetimi iv) uzun vadeli büyümeyi sağlamak için yeni iştiraklerle dönüşüm içinde olması v) nakit yaratma kapasitesindeki iyileşme* dolayısıyla beğeniyoruz.
- **Şok Marketler**'i *i) sürdürülebilir iş modeli sayesinde zorlu ekonomik koşullara uyum sağlayan yapısı ii) müşteri odaklı büyüme stratejisi iii) Cepte Şok ile online satışta var olması iv) öz markalı ürünlerine olan yüksek talep v) güçlü nakit pozisyonu ve sahip olduğu cazip çarpanları* dolayısıyla beğeniyoruz.

Deniz Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş. Büyükdere Cad. No: 141 Kat: 19 34394 Esentepe, İstanbul TÜRKİYE

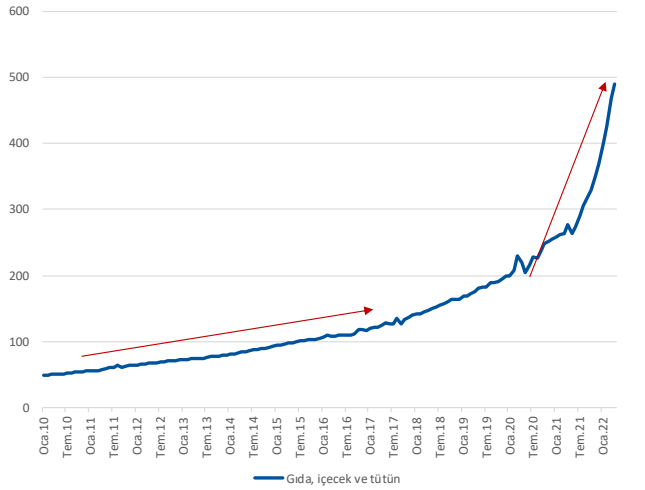
Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Bu görüşler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece yer alan bilgilere burada dayanılarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

Perakende Sektörüne Dair Son Gelişmeler

- Türkiye İstatistik Kurumu (TÜİK) Tüketici Fiyat Endeksi Haziran ayında yıllık %78,62, aylık ise %4,95 artış göstermiştir. Bir önceki yılın aynı ayına göre artışın yüksek olduğu ana gruplar sırasıyla, %123,37 ile ulaştırma, %93,93 ile gıda ve alkolsüz içecekler, %81,14 ile ev eşyası oldu. Gıda ve alkolsüz içecekler 2022 yılı Haziran ayında bir önceki aya göre %2,09, bir önceki yılın Aralık ayına göre %48,13, bir önceki yılın aynı ayına göre %93,93 ve 12 aylık ortalamalara göre %55,65 artış göstermiştir.

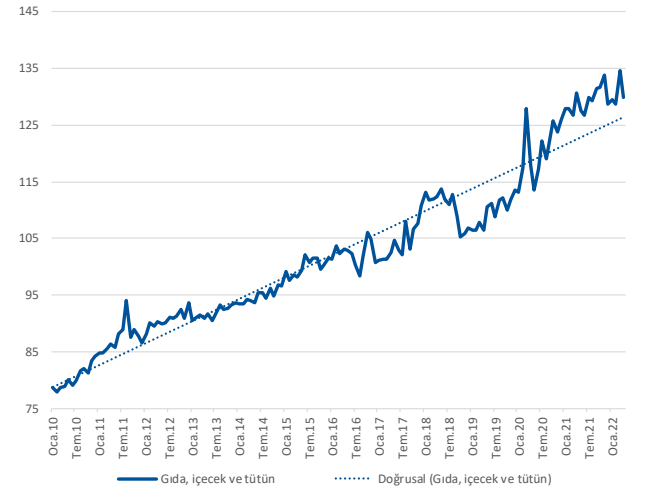
- TÜİK perakende ciro endeksleri ve değişim oranları verilerine göre gıda, içecek ve tütün kategorisinde 2020 yılına kadar yatay bir artış gözlenirken Mayıs ayından itibaren keskin bir artış yaşanmaya başlamıştır. TÜİK perakende satış hacim endeksi ve değişim oranları 2010-2022 verilerine göre ise gıda, içecek ve tütün kategorisinde doğrusal bir artış gözlenmektedir.

Perakende ciro endeksleri ve değişim oranları, 2010-2022



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, TÜİK

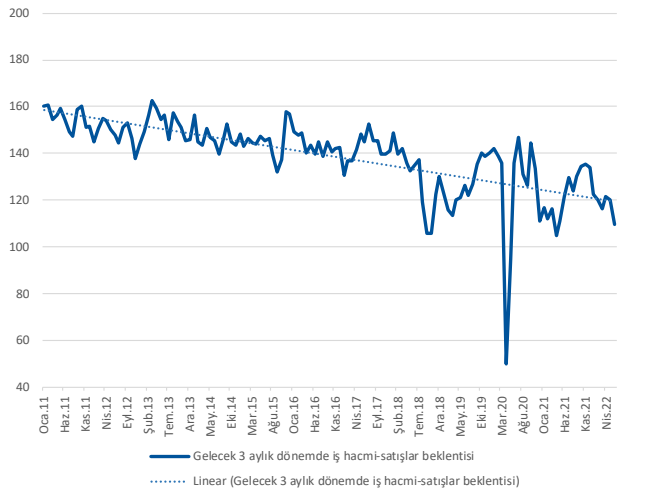
Perakende satış hacim endeksi ve değişim oranları, 2010-2022



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, TÜİK

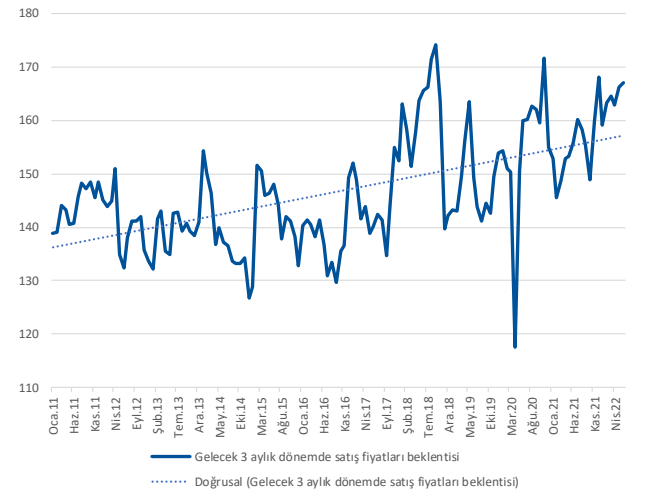
- TÜİK perakende ticaret sektörü eğilimine ilişkin endeksler ve aylık değişim oranları, 2011-2022 verilerine göre hacim ve satış beklentisi azalırken satış fiyatları beklentisinin arttığı gözlenmektedir.

Gelecek 3 aylık dönemde iş hacmi-satışlar beklentisi



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, TÜİK

Gelecek 3 aylık dönemde satış fiyatları beklentisi



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, TÜİK

- **Perakende sektörü pandemi döneminde pozitif ayrıştı.** Türkiye Alışveriş Merkezleri ve Perakendeciler Federasyonu (TAMPF) ile Nielsen tarafından hazırlanan 'TAMPF - Nielsen Perakende Endeksi' **2020 yılının ilk 6 ayında özellikle pandemi etkisi ile diğer kategorilerde önemli küçülmeler yaşanırken, gıda perakendesi perakende içindeki tüm kategorilerden ayrışarak %33'lük büyüme yakalamıştır**. Buna karşın gıda dışı perakende %34 oranında küçülme göstermiştir. Desteklerin ve düzenlemelerin de etkisi ile istihdamda, gıdada %9, gıda dışında %6'lık bir artış gözlenmiştir.

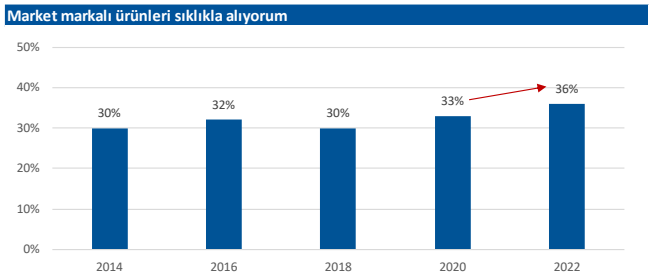
- **Hızlı Tüketim Ürünleri Değerlendirmesi Şubat 2022 verilerine göre; Hızlı Tüketim Ürünleri (HTÜ)'nin 4'te 1'i açık ürünlerden oluşmaktadır.** Toplam HTÜ içinde markalı ürünlerin payı %51 seviyesindeyken, market markalı ürünlerin payı %23 seviyesinde görülmektedir. Ayrıca, hane içi hızlı tüketim ürünleri harcama değişimine bakıldığında; Karadeniz, İç Anadolu, Akdeniz, Doğu ve Güneydoğu Anadolu bölgesindeki harcamaların Türkiye ortalamasının üzerinde artış gösterdiği görülmektedir.

- **PLAT Özel Markalı Ürünler Sanayicileri ve Tedarikçileri Derneği ve NielsenIQ Perakende Paneli tarafından yapılan araştırma sonucunda elde edilen verilere göre; son bir yılda özel markalı ürünlerin cirosu bir önceki yıla göre %79 arttı.** Söz konusu ürünlerin pazar payı, bir önceki yılın aynı dönemine göre %5,9'luk artışla %30,3'e yükseldi. Ana kategoriler arasında en fazla artış %10,3'lük pazar payı ve %81'lik ciro değişimiyle kişisel bakım ürünlerinde görüldü. Ayrıca, öz markalı ürün (private label) pazar payında indirim marketleri önde yer alıyor. En yüksek oran ise %67 ile BİM Birleşik Mağazalar'da bulunuyor. Şirketin ilk çeyrek verilerine göre toplam satışları içinde öz markalı ürünlerin (private label) payı %67'ye çıkmış durumda. Bu durum söz konusu marketlerde şubeleşme hızının da yükselmesine yol açtı. Böylece üç büyük indirim marketin toplam şube sayısı 31.260'a çıktı.

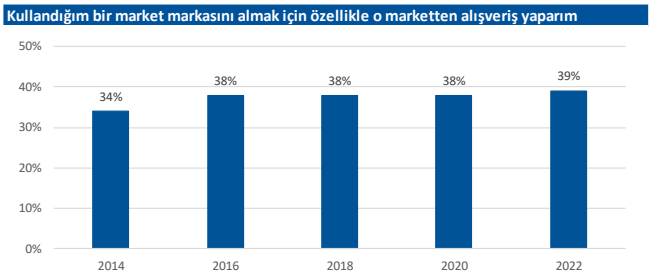
- **Ipsos tarafından gerçekleştirilen Türkiye'yi Anlama Kılavuzu Araştırması'na göre indirim marketlerinin tercih edilmesinde 3 temel neden ön plana çıkmaktadır.** Kişilerin indirim marketlerini evlerine yakın olduğu için tercih etme oranı %65 ile ilk sırada yer alırken, diğer öne çıkan nedenler ise bu marketlerde fiyatların ucuz, promosyonların fazla olmasıdır.

- **Tüketicilerin %36'sı market markalı ürünleri tercih etmektedir ve 2018 yılına göre market markalarını tercih edenlerin oranı 3 puan artmıştır.** Her 10 kişiden 4'ünün ise kullandıkları market markalı ürünleri almak için özellikle o markete gittiği anket sonuçları ile açıklanmıştır.

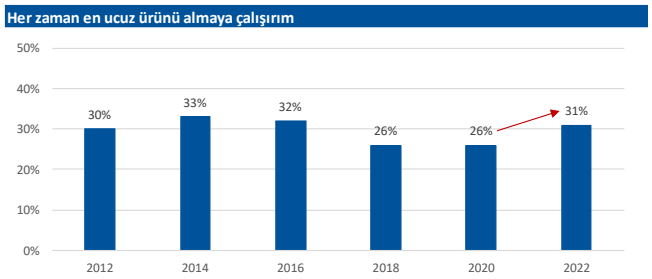
- **2018 yılına kadar "biraz pahalı da olsa istediğim markayı alırım" diyenlerin oranı %50 seviyesindeyken bugüne gelindiğinde %39'a kadar gerilemiş durumda.** Pahalı markalardan uzaklaşan tüketicilerin ucuz ürünlere kaymaya başladığı görülüyor. 2018-2020 yılında ucuz ürün tercihi %26 seviyesindeyken 2022 yılında %31.



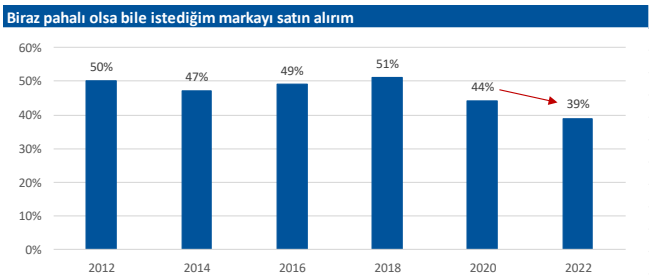
Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, IPSOS



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, IPSOS



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, IPSOS



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, IPSOS

- **Deloitte Perakendenin Küresel Güçleri 2021 raporuna göre; en büyük 250 küresel perakende şirketi, 2019 mali yılında (30 Haziran 2020 ile biten) 4.85 trilyon dolar tutarında toplam gelir elde ederek %4,4'lük bileşik büyümeyi temsil etmiştir.** Türkiye'den ise 152. sıra ile BİM Birleşik Mağazacılık ve 244'üncü sıra ile A101 bu yıl listedeki yerini aldı. BİM Birleşik Mağazacılık listede beş sıra yükselerek 152'nci sırada yer aldı. Listenin bir diğer Türk şirketi A101 ise 4.1 milyar dolarlık geliri ile 244'üncü sırada yerini aldı. A101, 2014-2019 yılları arasında ise %35'lik bir büyüme gösterdi. Bunun yanı sıra her iki şirket de 2014-2019 finansal yıllarında en yüksek bileşik büyüme oranına sahip şirketler listesinde ilk 50 içerisinde yer aldı (A101 6., %35; BİM 11., %22,7).

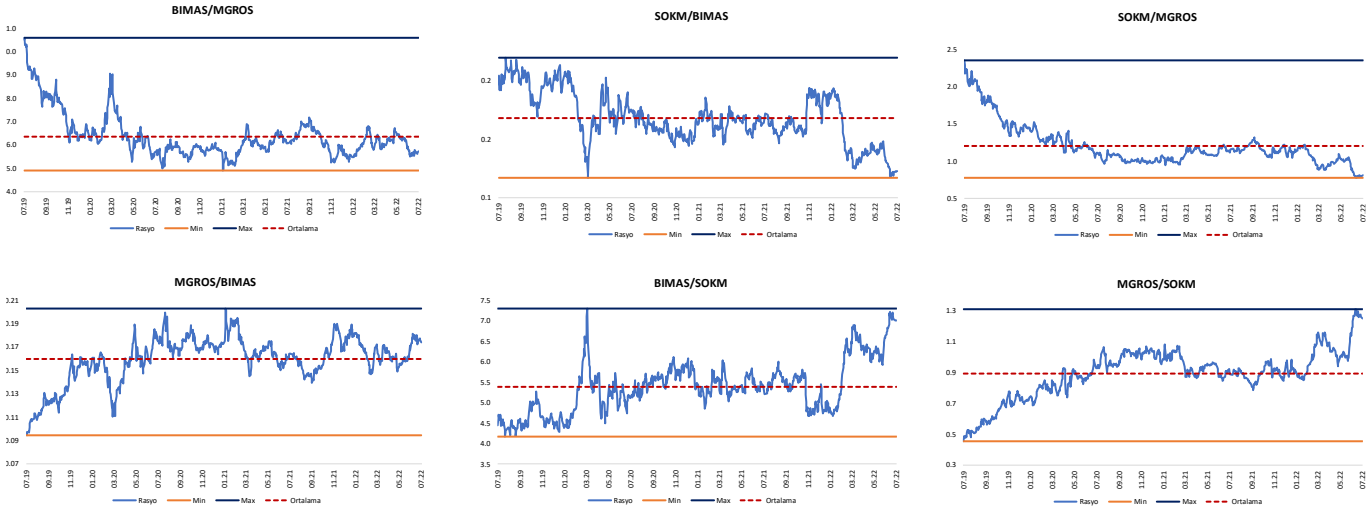
Perakende Sektörü Küresel Şirket Karşılaştırmaları

Şirket Kodu	Şirket İsmi	Ülke	Şirket Değeri (Mn USD)	Hisse Performansı				FD/FAVÖK		F/K	
				1 Hafta	1 Ay	3 Ay	YBB	2022T	2023T	2022T	2023T
WMT US Equity	Walmart Inc	ABD	350,374	2.9%	9.1%	-17.2%	-10.8%	10.9x	11.0x	20.1x	20.2x
CA FP Equity	Carrefour SA	Fransa	12,153	-4.4%	-10.3%	-18.7%	1.9%	5.2x	4.9x	10.2x	8.6x
TSCO LN Equity	Tesco PLC	Birleşik Krallık	22,669	-1.1%	2.9%	-2.8%	-10.7%	6.6x	6.8x	12.0x	12.3x
B4B GY Equity	Metro AG	Almanya	2,965	-0.8%	5.5%	5.6%	-10.3%	5.3x	5.4x	---	24.3x
CENCOSUD CI Equity	Cencosud SA	Şili	3,410	1.1%	0.2%	-15.6%	-12.4%	4.8x	4.4x	6.4x	6.0x
JMT PL Equity	Jeronimo Martins	Portekiz	12,700	0.3%	14.8%	2.3%	5.1%	8.9x	8.1x	24.1x	21.5x
MGNT RX Equity	Magnit	Rusya	7,129	-0.1%	1.4%	9.5%	-19.5%	4.5x	4.3x	9.0x	9.0x
	Medyan			**-0.1%**	**2.9%**	**-2.8%**	**-10.7%**	**5.3x**	**5.4x**	**11.1x**	**12.3x**
BIMAS TI Equity	Bim	Türkiye	2,853	*-0.9%*	*-1.7%*	*-3.2%*	*33.8%*	*5.0x*	*3.6x*	*7.7x*	*5.4x*
	Prim/(İskonto) - Fark			***-0.8%***	***-4.5%***	***-0.4%***	***44.5%***	***-5.2%***	***-33.9%***	***-30.9%***	***-56.0%***
MGROS TI Equity	Migros	Türkiye	502	*-0.3%*	*3.5%*	*2.2%*	*27.6%*	*2.4x*	*1.7x*	*10.4x*	*5.5x*
	Prim/(İskonto) - Fark			***0.5%***	***0.6%***	***5.0%***	***38.3%***	***-54.5%***	***-68.8%***	***-6.6%***	***-55.2%***
SOKM TI Equity	Şok Marketler	Türkiye	420	*0.1%*	*-6.9%*	*-8.8%*	*-5.7%*	*2.2x*	*1.5x*	*4.4x*	*3.8x*
	Prim/(İskonto) - Fark			***0.2%***	***-9.8%***	***-6.0%***	***4.9%***	***-58.3%***	***-72.5%***	***-60.5%***	***-69.0%***

Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Bloomberg

- Benzer şirket karşılaştırmasında 7 ayrı firmaya yer verilmiştir. Bu firmalar, benzer özelliklere sahip gıda perakendeciliği yapan firmaları arasından seçilmiştir. Ancak, benzer şirket karşılaştırması yönteminin işaret ettiği hedef piyasa değerinin, İNA değerleme yöntemine kıyasla oldukça yüksek olması dolayısıyla muhafazakâr bakış açısıyla değerlememize dahil edilmemiştir. Yurt dışındaki şirketlerin bulunduğu bölgeler ise Amerika, Fransa, Birleşik Krallık, Almanya, Şili, Portekiz ve Rusya'dır.
- BİM Birleşik Mağazalar benzer şirketlere kıyasla 2022 yılı tahminlerimize göre FD/FAVÖK ve F/K çarpanları için sırasıyla %5,2 ve %30,9 iskonto ile işlem görmektedir.
- Migros Ticaret benzer şirketlere kıyasla 2022 yılı tahminlerimize göre FD/FAVÖK ve F/K çarpanları için sırasıyla %54,5 ve %6,6 iskonto ile işlem görmektedir.
- Şok Marketler benzer şirketlere kıyasla 2022 yılı tahminlerimize göre FD/FAVÖK ve F/K çarpanları için sırasıyla %58,3 ve %60,5 iskonto ile işlem görmektedir.

Perakende Sektörü Yerel Şirket Karşılaştırmaları



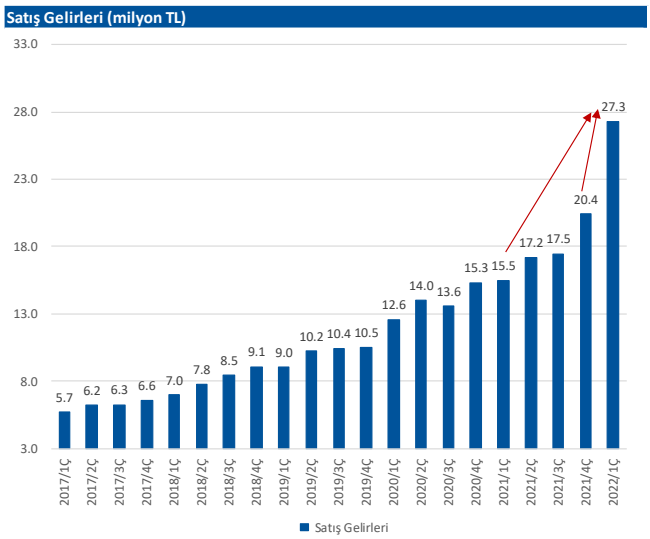
Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Hesaplamaları

- Yukarıdaki grafiklerde BİM Birleşik Mağazalar, Migros Ticaret ve Şok Marketler'e ait Temmuz 2019'dan beri günlük piyasa değerleri oranlanmış olup, sonuçlar rasyo bazında incelenmiştir.
- BIMAS/MGROS rasyosu ortalama 6,38, 18 Temmuz'da ise 5,74 seviyesindedir. MGROS/BIMAS rasyosu ortalama 0,16, 18 Temmuz'da 0,17 seviyesindedir. 2020 yılında bu yana MGROS paylarının BIMAS paylarına göre daha iyi performans gösterdiği gözlenmiştir.
- SOKM/BIMAS rasyosu ortalama 0,19, 18 Temmuz'da ise 0,14 seviyesindedir. BIMAS/SOKM rasyosu ortalama 5,38, 18 Temmuz'da 7,01 seviyesindedir. Şubat 2022'den bu yana BIMAS paylarının SOKM paylarına göre daha iyi performans gösterdiği gözlenmiştir.
- SOKM/MGROS rasyosu ortalama 1,21, 18 Temmuz'da ise 0,82 seviyesindedir. MGROS/SOKM rasyosu ortalama 0,86, 18 Temmuz'da 1,22 seviyesindedir. Mayıs 2020'den bu yana MGROS paylarının SOKM paylarına göre daha iyi performans gösterdiği gözlenmiştir.

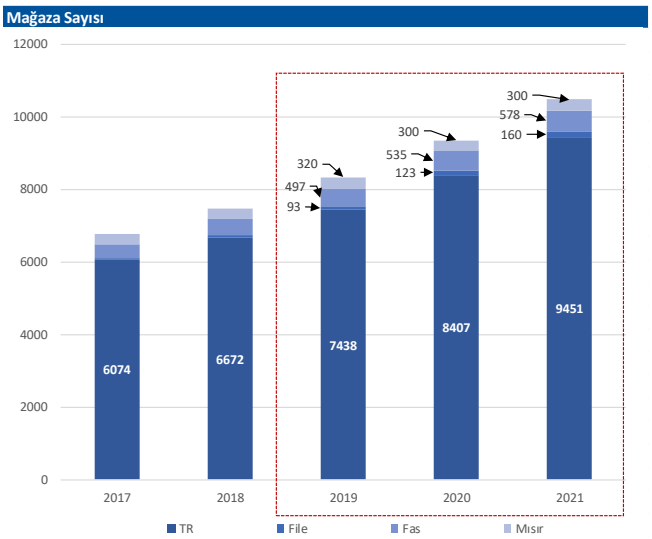
Beklentimiz

BİM Birleşik Mağazalar: 2021 yılının ilk çeyreğine göre yüksek enflasyon, indirim mağazalarına yönelim ve yeni mağaza açılışları ile satış gelirlerini %76 yükselmiştir. BİM ve FİLE, dijital yatırımlarıyla müşterilerine daha da yakınlaşmıştır. Online alışveriş kanalının devreye alındığı BİM Market uygulaması ile beyaz eşya ve elektronik başta olmak üzere gıda dışı ürün satışları yapılmaktadır. 1Ç22 itibarıyla kendi markalı ürünlerin satışlar içinde payı 67%'ye ulaşmıştır. 1Ç22'de 289 yeni mağaza ile mağaza açılışlarındaki güçlü trend devam etmektedir.

2021 yılını 70.527 milyon TL satış geliri ile tamamlayan Bim Birleşik Mağazalar'da; *güçlü seyreden ve seyrini koruyacağını düşündüğümüz gıda enflasyonu ve öne çekilen tüketici talebiyle birlikte yüksek satış geliri büyümesinin devam etmesini* bekliyoruz. 2022 yılında 125.120 milyon TL satış geliri elde edeceğini tahmin ediyoruz. Enflasyondaki yükseliş ile birim satış fiyatlarının 2021 yılına kıyasla daha yüksek olacağını değerlendiriyor ve bu çerçevede satış geliri tahminimizi %77 artırarak yukarı yönde revize ediyoruz. Diğer yandan, artan ulaşım ve personel giderlerinin karlılık üzerinde etkilerinin görülmemesini bekliyoruz. Bu paralelde, 2022 yılında 10.614 milyon TL FAVÖK elde edeceğini ve FAVÖK marjının %8,5 seviyesinde gerçekleşeceğini tahmin ediyoruz. 2022 yılı net karına ilişkin beklentimiz ise 6.022 milyon TL seviyesinde bulunuyor.



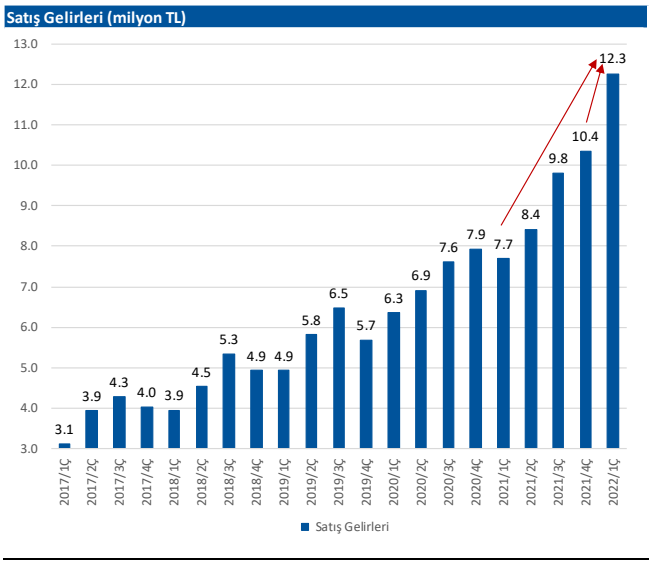
Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, BIMAS



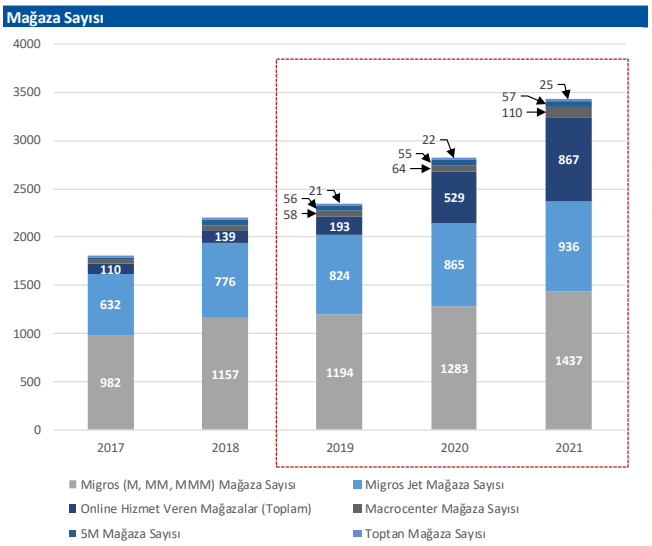
Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, BIMAS

Migros Ticaret: Çoklu kanal yetkinliği ve büyük mağazalarda müşteri trafiğinin artmasıyla %59,6 satış büyümesi gerçekleştiren Şirket, 12.271 milyon TL satış geliri elde etmiştir. Online satışların toplam satışlar içindeki payı 1Ç22 itibariyle %16,9'a ulaşmıştır (tütün ve alkol hariç). Şirket, dijital dönüşüm alanında öncü adımlar atarken; bugünün perakende anlayışının ötesinde, gelecekte de dünya perakendesinin yönünü etkileyecek projeler geliştirmektedir. Migros One, Money Pay, Paket Taxi ve Mimeda gibi yeni iştirakleriyle değişen tüketici alışkanlıklarına uyum sağlamaktadır. Şirket'in IT ve mağaza ekipmanları ise kur etkisi dolayısıyla maliyetlerinin yüksek kalmasına neden olmaktadır. Refinansman amacıyla finansal borçlarında geçici artış yaşayan Şirket'in nakit yaratma kapasitesinde ise iyileşme görülmektedir.

2021 yılını 36.272 milyon TL satış geliri ile tamamlayan Migros Ticaret'te; *güçlü seyreden ve seyrini koruyacağını düşündüğümüz gıda enflasyonu ve öne çekilen tüketici talebiyle birlikte yüksek satış geliri büyümesinin devam etmesini* bekliyoruz. 2022 yılında 63.201 milyon TL satış geliri elde edeceğini tahmin ediyoruz. Enflasyondaki yükseliş ile birim satış fiyatlarının 2021 yılına kıyasla daha yüksek olacağını değerlendiriyor ve bu çerçevede satış geliri tahminimizi %74 artırarak yukarı yönde revize ediyoruz. Diğer yandan, artan ulaşım ve personel giderlerinin karlılık üzerinde etkilerinin görülmemesini bekliyoruz. Bu paralelde, 2022 yılında 5.260 milyon TL FAVÖK elde edeceğini ve FAVÖK marjının %8,3 seviyesinde gerçekleşeceğini tahmin ediyoruz. 2022 yılı net karına ilişkin beklentimiz ise 970 milyon TL seviyesinde bulunuyor.



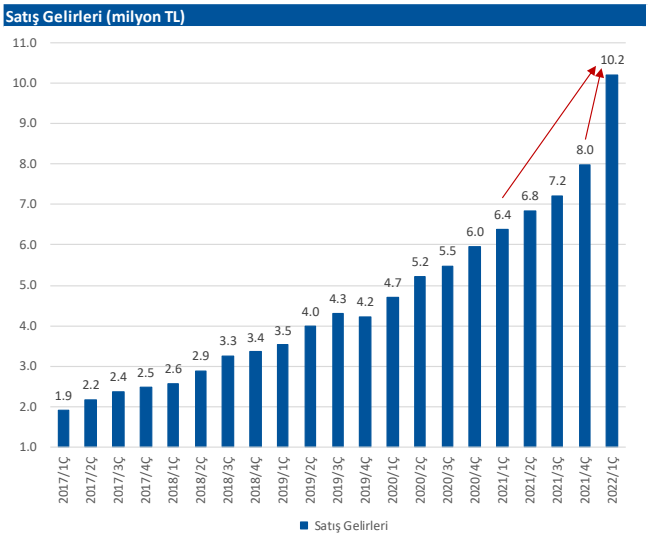
Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, MGROS



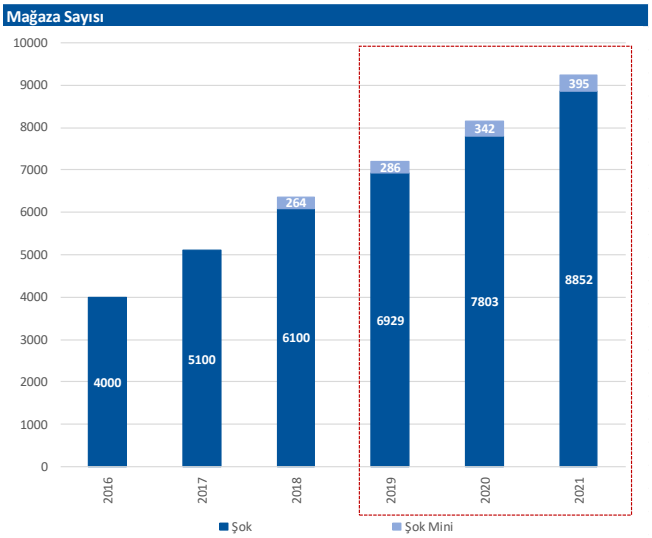
Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, MGROS

Şok Marketler: Şok Marketler 2021 yılında oldukça başarılı bir performans sergileyerek yılın tamamında %33 net satış büyümesi yakalamış ve 28.412 milyon TL ciro elde etmiştir. Yıllar itibarıyla ortalama 1.000 yeni mağaza açılışı trendine sahip olan Şirket, Cepte Şok ile online satışlarda teslimat ücreti almadan var olmaktadır. Şirket, aynı zamanda, borçsuz yapısı ve güçlü nakit pozisyonu ile dikkat çekmektedir ve bu sayede maliyet yönetimini iyi yapabilmektir. Müşteri talebine göre öz markalı ürünlerini öne çıkartmaktadır. Sürdürülebilir iş modeli sayesinde ise değişen ve gelişen ekonomik koşullara kolaylıkla uyum sağlamaktadır.

2021 yılını 28.412 milyon TL satış geliri ile tamamlayan Şok Marketler'de; *güçlü seyreden ve seyrini koruyacağını düşündüğümüz gıda enflasyonu ve öne çekilen tüketici talebiyle birlikte yüksek satış geliri büyümesinin devam etmesini* bekliyoruz. 2022 yılında 49.385 milyon TL satış geliri elde edeceğini tahmin ediyoruz. Enflasyondaki yükseliş ile birim satış fiyatlarının 2021 yılına kıyasla daha yüksek olacağını değerlendiriyor ve bu çerçevede satış geliri tahminimizi %74 artırarak yukarı yönde revize ediyoruz. Diğer yandan, artan ulaşım ve personel giderlerinin karlılık üzerinde etkilerinin görülmemesini bekliyoruz. Bu paralelde, 2022 yılında 4.198 milyon TL FAVÖK elde edeceğini ve FAVÖK marjının %8,5 seviyesinde gerçekleşeceğini tahmin ediyoruz. 2022 yılı net karına ilişkin beklentimiz ise 1.376 milyon TL seviyesinde bulunuyor.



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, SOKM



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, SOKM

Potansiyel riskler

- *i) düzenleyici otoritenin sektör ile ilgili değerlendirmeleri ii) ulaşım ve personel giderlerinin artması iii) talepteki azalış* başlıca risk unsurları konumunda bulunuyor.

Değerleme Yöntemi

- **BIMAS'ın 12-aylık hedef piyasa değerine ulaşırken, İNA yöntemini kullandık**. **Değerleme modelimizde BIMAS için 12-aylık hedef fiyatımız 142,50TL seviyesinde olup, %69 getiri potansiyeline** işaret ediyor.
- Değerlememizde; **(i) TL bazında risksiz getiri oranını %20,0 (ii) piyasa risk primini %5,5 (iii) şirket betasını 0,82 (iv) sonsuz büyüme oranını %6,0** olarak kullandık. Buna bağlı olarak **indirgeme faktörü olarak kullanılan ağırlıklı ortalama sermaye maliyetini 10 yıllık tahmin döneminde ortalama %21,1 olarak değerlendirdik.**

Değerleme Özeti			
	Şirket Değeri (TL mn)	Ağırlık	Değer
İNA	86,496	100%	86,496
12 Aylık Hedef Şirket Değeri			**86,496**
Hisse Adedi			**607**
Hisse Fiyatı			**84.40**
12 Aylık Hedef Fiyat			142.50
Yükseliş Potansiyeli			**69%**

Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma

- **MGROS'un 12-aylık hedef piyasa değerine ulaşırken, İNA yöntemini kullandık**. **Değerleme modelimizde MGROS için 12-aylık hedef fiyatımız 76,70 TL seviyesinde olup, %56 getiri potansiyeline** işaret ediyor.
- Değerlememizde; **(i) TL bazında risksiz getiri oranını %20,0 (ii) piyasa risk primini %5,5 (iii) şirket betasını 1,01 (iv) sonsuz büyüme oranını %6,0** olarak kullandık. Buna bağlı olarak **indirgeme faktörü olarak kullanılan ağırlıklı ortalama sermaye maliyetini 10 yıllık tahmin döneminde ortalama %22,5 olarak değerlendirdik.**

Değerleme Özeti			
	Şirket Değeri (TL mn)	Ağırlık	Değer
İNA	13,891	100%	13,891
12 Aylık Hedef Şirket Değeri			**13,891**
Hisse Adedi			**181**
Hisse Fiyatı			**49.28**
12 Aylık Hedef Fiyat			76.70
Yükseliş Potansiyeli			**56%**

Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma

- **SOKM'nin 12-aylık hedef piyasa değerine ulaşırken, İNA yöntemini kullandık**. **Değerleme modelimizde SOKM için 12-aylık hedef fiyatımız 23,50 TL seviyesinde olup, %91 getiri potansiyeline** işaret ediyor.
- Değerlememizde; **(i) TL bazında risksiz getiri oranını %20,0 (ii) piyasa risk primini %5,5 (iii) şirket betasını 1,02 (iv) sonsuz büyüme oranını %6,0** olarak kullandık. Buna bağlı olarak **indirgeme faktörü olarak kullanılan ağırlıklı ortalama sermaye maliyetini 10 yıllık tahmin döneminde ortalama %22,3 olarak değerlendirdik.**

Değerleme Özeti			
	Şirket Değeri (TL mn)	Ağırlık	Değer
İNA	14,403	100%	14,403
12 Aylık Hedef Şirket Değeri			**14,403**
Hisse Adedi			**612**
Hisse Fiyatı			**12.32**
12 Aylık Hedef Fiyat			23.50
Yükseliş Potansiyeli			**91%**

Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma

Finansal Tablolar - BIMAS

Gelir Tablosu (mln TL)	2019	2020	2021	2022T	2023T
Satışlar	40,212	55,495	70,527	125,120	189,181
Satışların Maliyeti	33,226	45,376	57,113	101,322	153,199
Brüt Kar	**6,985**	**10,119**	**13,414**	**23,798**	**35,982**
Operasyonel Giderler	4,919	6,422	8,736	15,787	24,133
Esas Faaliyet Karı	2,066	3,697	4,678	8,011	11,849
Diğer Gelir/Gider	168	222	-221	789	1,048
Finansman Gelir/Gideri Öncesi Faaliyet Karı	**2,234**	**3,919**	**4,457**	**8,800**	**12,897**
Net Finansman Gelir/Gider	-643	-568	-548	-930	-1,553
Vergi Öncesi Kar	**1,591**	**3,352**	**3,910**	**7,870**	**11,344**
Dönem Vergi Gideri	366	745	959	1,810	2,269
Azınlık Payları	0	0	18	37	56
Net Dönem Karı (Ana Ortaklık Payları)	**1,225**	**2,607**	**2,932**	**6,022**	**9,019**

Kaynak: Bim Birleşik Mağazalar, Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma

Bilanço (mln TL)	2019	2020	2021	2022T	2023T
Nakit	1,159	1,113	1,497	6,693	16,097
Ticari Alacaklar	1,433	2,615	3,775	6,698	10,127
Stoklar	2,369	4,228	6,693	11,874	17,953
Diğer Dönen Varlıklar	846	3,179	2,046	3,240	4,374
Dönen Varlıklar	**5,806**	**11,136**	**14,011**	**28,505**	**48,552**
Duran Varlıklar	**9,046**	**12,294**	**16,401**	**20,350**	**25,070**
Toplam Varlıklar	**14,852**	**23,430**	**30,412**	**48,855**	**73,622**

Kaynak: Bim Birleşik Mağazalar, Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma

Bilanço (mln TL)	2019	2020	2021	2022T	2023T
Kısa Vadeli Finansal Borçlar	1,032	1,378	1,793	3,157	4,774
Ticari Borçlar	5,559	8,894	12,294	21,810	32,977
Diğer Borçlar	407	749	1,778	2,816	3,802
Kısa Vadeli Yükümlülükler	**6,998**	**11,021**	**15,865**	**27,784**	**41,553**
Uzun Vadeli Finansal Borçlar	3,280	4,716	6,349	9,083	13,320
Diğer Borçlar	337	518	389	617	833
Uzun Vadeli Yükümlülükler	**3,617**	**5,234**	**6,738**	**9,700**	**14,153**
Toplam Yükümlülükler	**10,615**	**16,255**	**22,603**	**37,483**	**55,705**
Özkaynaklar	**4,237**	**7,176**	**7,809**	**11,372**	**17,916**
Toplam Kaynaklar	**14,852**	**23,430**	**30,412**	**48,855**	**73,622**

Kaynak: Bim Birleşik Mağazalar, Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma

Finansal Tablolar - MGROS

Gelir Tablosu (mln TL)	2019	2020	2021	2022T	2023T
Satışlar	22,865	28,790	36,272	63,201	93,000
Satışların Maliyeti	16,746	22,019	27,518	46,290	68,115
Brüt Kar	**6,119**	**6,771**	**8,755**	**16,911**	**24,885**
Operasyonel Giderler	4,771	5,390	6,768	12,879	18,951
Esas Faaliyet Karı	1,349	1,381	1,987	4,033	5,934
Diğer Gelir/Gider	-548	-318	-912	-1,326	-2,810
Finansman Gelir/Gideri Öncesi Faaliyet Karı	**801**	**1,063**	**1,075**	**2,706**	**3,124**
Net Finansman Gelir/Gider	-1,243	-1,283	-849	-1,448	-836
Vergi Öncesi Kar	**-441**	**-221**	**225**	**1,258**	**2,288**
Dönem Vergi Gideri	30	183	-133	289	458
Azınlık Payları	0	0	0	0	0
Net Dönem Karı (Ana Ortaklık Payları)	**-461**	**-403**	**359**	**970**	**1,831**

Kaynak: Migros Ticaret, Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma

Bilanço (mln TL)	2019	2020	2021	2022T	2023T
Nakit	2,328	3,231	3,632	9,460	16,993
Ticari Alacaklar	126	175	178	310	456
Stoklar	2,666	3,340	4,675	7,865	11,573
Diğer Dönen Varlıklar	153	586	218	377	510
Dönen Varlıklar	**5,274**	**7,331**	**8,704**	**18,012**	**29,532**
Duran Varlıklar	**8,543**	**8,047**	**9,397**	**10,209**	**11,056**
Toplam Varlıklar	**13,817**	**15,378**	**18,100**	**28,221**	**40,588**

Kaynak: Migros Ticaret, Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma

Bilanço (mln TL)	2019	2020	2021	2022T	2023T
Kısa Vadeli Finansal Borçlar	1,437	2,156	2,045	4,087	6,015
Ticari Borçlar	5,744	7,339	9,582	15,177	22,333
Diğer Borçlar	607	908	1,482	2,565	3,462
Kısa Vadeli Yükümlülükler	**7,788**	**10,403**	**13,109**	**21,829**	**31,810**
Uzun Vadeli Finansal Borçlar	5,400	4,617	4,035	3,628	3,437
Diğer Borçlar	274	325	420	727	981
Uzun Vadeli Yükümlülükler	**5,675**	**4,942**	**4,455**	**4,355**	**4,418**
Toplam Yükümlülükler	**13,463**	**15,345**	**17,564**	**26,184**	**36,228**
Özkaynaklar	**354**	**33**	**536**	**2,037**	**4,360**
Toplam Kaynaklar	**13,817**	**15,378**	**18,100**	**28,221**	**40,588**

Kaynak: Migros Ticaret, Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma

Finansal Tablolar - SOKM

Gelir Tablosu (mln TL)	2019	2020	2021	2022T	2023T
Satışlar	16,052	21,354	28,412	49,385	71,925
Satışların Maliyeti	12,311	16,318	21,768	37,515	54,980
Brüt Kar	**3,740**	**5,036**	**6,644**	**11,870**	**16,945**
Operasyonel Giderler	2,869	3,634	4,856	8,666	12,174
Esas Faaliyet Karı	872	1,402	1,788	3,204	4,771
Diğer Gelir/Gider	-543	-531	-689	-290	-750
Finansman Gelir/Gideri Öncesi Faaliyet Karı	**329**	**871**	**1,100**	**2,913**	**4,021**
Net Finansman Gelir/Gider	-573	-577	-799	-1,156	-1,968
Vergi Öncesi Kar	**-244**	**294**	**301**	**1,757**	**2,052**
Dönem Vergi Gideri	54	22	-18	404	410
Azınlık Payları	0	-1	-5	-23	-28
Net Dönem Karı (Ana Ortaklık Payları)	**-299**	**273**	**324**	**1,376**	**1,670**

Kaynak: Şok Marketler, Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma

Bilanço (mln TL)	2019	2020	2021	2022T	2023T
Nakit	431	1,149	1,344	3,533	4,604
Ticari Alacaklar	74	106	100	174	253
Stoklar	1,330	2,090	2,849	4,911	7,197
Diğer Dönen Varlıklar	25	32	77	133	179
Dönen Varlıklar	**1,860**	**3,377**	**4,370**	**8,750**	**12,233**
Duran Varlıklar	**3,847**	**4,385**	**5,365**	**7,108**	**10,278**
Toplam Varlıklar	**5,708**	**7,762**	**9,735**	**15,857**	**22,511**

Kaynak: Şok Marketler, Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma

Bilanço (mln TL)	2019	2020	2021	2022T	2023T
Kısa Vadeli Finansal Borçlar	677	778	959	1,780	2,458
Ticari Borçlar	3,395	4,601	5,321	9,171	13,440
Diğer Borçlar	219	367	785	1,358	1,834
Kısa Vadeli Yükümlülükler	**4,290**	**5,746**	**7,066**	**12,309**	**17,733**
Uzun Vadeli Finansal Borçlar	1,399	1,660	2,051	2,041	2,248
Diğer Borçlar	46	102	122	211	285
Uzun Vadeli Yükümlülükler	**1,444**	**1,762**	**2,173**	**2,252**	**2,533**
Toplam Yükümlülükler	**5,735**	**7,508**	**9,239**	**14,561**	**20,266**
Özkaynaklar	**-27**	**254**	**496**	**1,296**	**2,245**
Toplam Kaynaklar	**5,708**	**7,762**	**9,735**	**15,857**	**22,511**

Kaynak: Şok Marketler, Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma

Yasal Uyarı

Bu rapor/e-posta içerisinde yer alan değerlendirmeler Deniz Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş. tarafından, güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan elde edilen bilgi ve veriler kullanılarak hazırlanmıştır. Raporda yer alan ifadeler, mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir ve hiçbir şekilde alış veya satış yapılması yönünde yönlendirme olarak değerlendirilmemelidir. Deniz Yatırım, bu bilgilerin doğru, eksiksiz ve değişmez olduğunu garanti etmemektedir. Bu sebeple, okuyucuların, bu raporlardan elde edilen bilgilere dayanarak hareket etmeden önce, bilgilerin doğruluğunu teyit etmeleri önerilir ve bu bilgilere dayanılarak aldıkları kararlarda sorumluluk okuyucuların kendilerine aittir. Bilgilerin eksikliği ve yanlışlığından Deniz Yatırım hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. Ayrıca, Deniz Yatırım ve DenizBank Finansal Hizmetler Grubu çalışanları ve danışmanlarının, herhangi bir şekilde bu rapor/e-posta içerisinde yer alan bilgiler dolayısıyla ortaya çıkabilecek, doğrudan veya dolaylı zararlarla ilgili herhangi bir sorumluluğu yoktur. Burada yer alan bilgiler sermaye piyasası aracına yönelik bir yatırım tavsiyesi, alım-satım önerisi ya da getiri vaadi değildir ve yatırım danışmanlığı kapsamında yer almamaktadır. Yatırım Danışmanlığı hizmeti; yetkili kuruluşlar tarafından imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Buradaki içeriğin hiçbir bölümü Deniz Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş.'nin yazılı izni olmadan çoğaltılamaz, hiçbir şekil ve ortamda yayınlanamaz, alıntı yapılamaz ve kullanılamaz.

Derecelendirme

Deniz Yatırım Analistleri, her hisse senedi için bir veya birden fazla değerleme yöntemi kullanarak 12 aylık hedef değerler (fiyatlar) ve buna bağlı olarak potansiyel getirileri hesaplamaktadır. 12 ay derecelendirme sistemimiz; **AL, TUT** ve **SAT** olmak üzere 3 farklı genel yatırım tavsiyesi içerir.

AL: Hisse senedinin gelecek 12 ay toplam potansiyel getirisinin **en az %20 ve üzerinde** oluşması şeklindeki değerlemeyi ifade etmektedir.

TUT: Hisse senedinin gelecek 12 ay toplam potansiyel getirisinin **%0-20 aralığında** oluşması şeklindeki değerlemeyi ifade etmektedir.

SAT: Hisse senedinin gelecek 12 ay toplam potansiyel getirisinin **%0'dan daha düşük** seviyelerde oluşması şeklindeki değerlemeyi ifade etmektedir.

Derecelendirme	Potansiyel Getiri (PG), 12-ay
AL	≥%20
TUT	%0-20
SAT	≤%0

Kaynak: Deniz Yatırım

Deniz Yatırım Analistleri hisse senetlerini potansiyel katalizörler, tetikleyici gelişmeler, riskler ile piyasa, sektör ve rakip firma gelişmeleri ışığında değerlendirmektedir. Analistlerimiz genel yatırım tavsiyesinin kamuoyuyla paylaşılmasını takip eden süreçte hisse senetlerini titizlikle yakından takip etmeye devam etmekte; ancak, hisse senedi fiyatındaki dalgalanmalardan ötürü değerler, derecelendirme sistemimizdeki sınırları aştığı takdirde, analistlerimiz hisse senedi hakkında sundukları tavsiyeyi değiştirmemeyi ve/veya Gözden Geçirme (GG) sürecine almayı tercih edebilirler.

© DENIZ YATIRIM 2022