

## Perakende Sektörü

Perakende sektörü 1Ç17'de, 2016 yılının ikinci yarısında görülen zayıflığın ardından toparlandı. Enflasyondaki yükseliş trendi ve tüketici güvenindeki iyileşme BIM ve Migros'ta 1Ç17'de %19-21 yıllık organik ciro büyümesine neden oldu. Bizim Toptan'da ise yönetim değişikliği sonrası mağazalarda yapılandırma ve toptancı kanalındaki zayıflığın etkisiyle benzer büyümeler 1Ç17'de gerçekleşemedi. Yüksek enflasyonun 2Ç17'de de ciro büyümesini destekleyici bir unsur olacağını düşünüyor ancak Bizim Toptan'da sınırlı büyüme öngörüyoruz. Migros'ta ayrıca Kipa mağazalarında yapılandırma sonrası etkiler şirket performansında belirleyici olacak. BIM ve Migros hisselerinde yıl başından bu yana görülen yükselişin ardından, hedef fiyatlardaki yukarı revizyona rağmen TUT tavsiyemizi koruyoruz. Bizim Toptan'da hedef fiyatımızı azaltırken, yıl başından bu yana görülen zayıf hisse performansı nedeniyle TUT tavsiyemizi sürdürüyoruz.

**Büyüme dinamikleri güçlü** – Yıllık enflasyon Mayıs 2017'de %12 seviyelerine yaklaşırken, perakende sektöründe 2Ç17'de de yüksek yıllık ciro büyümesini destekleyecek. Bu etkinin 3Ç17'de görece azalacağını, ancak düşük baz etkisi nedeniyle BIM'de ciro büyümesinin benzer seviyelerde sürdürülebilir olduğunu düşünüyoruz. **Migros** öncelikle Kipa hipermarketlerinde gıda dışı kategorideki düzenlemelerle metrekareyi daha verimli kullanmayı hedefleyecek. Kipa mağazalarında metrekare bazında cirodaki iyileşme ve faaliyet giderlerindeki optimizasyon Migros'un satış ve marj büyümesinde önemli rol oynayacak. **Bizim Toptan**'da yeni üst yönetimin göreve gelmesi ve yapısal değişiklikler toptancı kanalındaki bozulmanın olduğu dönemde kısa vadeli maliyetler doğurdu. Yönetimin aldığı adımların uzun vadede olumlu etkilerini göreceğimizi öngörsek de 2017-2018 dönemi için tahminlerimizi aşağı çektik.

**BIM ve Migros'ta hedef fiyatları yükseltirken, Bizim Toptan'da hedef fiyatımızı aşağı çekiyoruz** – BIM'de hedef fiyatımızı 1Ç17'de kârlılık ve nakit akışındaki iyileşmenin etkisiyle **65 TL**'ye (önceki 52TL) yükseltiyoruz. **Migros** için hedef fiyatımızı da 1Ç17 sonrası modelde yaptığımız değişikliklerle **28TL**'ye (önceki 25TL) yükseltiyoruz. **Bizim Toptan**'da ise yönetimin son beklentilerini ve 1Ç17'de görülen zayıflığı dikkate alarak hedef fiyatımızı **12,3TL**'ye (önceki TL13) revize ettik. Tahminlerde yaptığımız değişikliklerin yanında risksiz getiri oranı tahminimizi 50 baz puan aşağı çektik.

Hisse	BIMAS	BIZIM	MGROS
Tavsiye	TUT	TUT	TUT
Hedef fiyat	TL65	TL12,3	TL28
Hisse fiyatı*	TL65	TL11,77	TL26,76
Getiri potansiyeli	%0	%5	%5

\* 15 Haziran 2017 kapanış fiyatı baz alınarak.

Fiyat performansı	BIMAS	BIZIM	MGROS
TL			
1 Ay	%3	%3	%5
3 Ay	%19	%0	%22
YBB	%35	%9	%52
<b>BIST 100'e göre performans</b>			
1 Ay	%0	-%1	%1
3 Ay	%8	-%9	%11
YBB	%6	-%14	%20

Değerleme	BIMAS	BIZIM	MGROS
<b>F/K</b>			
2017T	25,0x	n.m.	n.m.
2018T	21,6x	52,2x	n.m.
<b>FD/FAVOK</b>			
2017T	15,9x	8,4x	10,9x
2018T	13,6x	5,0x	8,4x
<b>FD/Satışlar</b>			
2017T	0,8x	0,1x	0,5x
2018T	0,7x	0,1x	0,4x

Ece Mandacı, CFA

+90 212 355 2679

[ece.mandaci@tacirler.com.tr](mailto:ece.mandaci@tacirler.com.tr)

## BİM

**BİM için TUT tavsiyemizi korurken, hedef fiyatımızı 65 TL'ye (önceki 52TL) yükseltiyoruz. Yüksek enflasyonun sepet büyüklüğündeki iyileşmeye katkısı ve marjlarda görülen toparlanmayı dikkate alarak 2017 tahminlerini yukarı çektik. Ayrıca 1Ç17'de serbest nakit akışındaki iyileşmeyi tahminlerimize yansıtık. Hissede son dönemde görülen yükselişin ardından operasyonel performanstaki iyileşmenin fiyatlandığını düşünüyoruz. Tahminlerimize göre yükseliş potansiyelinin sınırlı olduğunu varsayıyor ve BİM'in 2018T 13,6x FD/FAVÖK ve 21,6x F/K rasyolarına yakın işlem göreceğini tahmin ediyoruz.**

**Tahminlerimizi 1Ç17'de görülen güçlü performansın ardından yukarı revize ediyoruz** – Ciro büyüme tahminimizi, mağaza bazı ciroda 1Ç17'de görülen toparlanmayı dikkate alarak 2017'de %18'e yükseltiyoruz. Tahminimiz şirketin ciro büyüme beklentisinin üst bandına paraleldir. Bilindiği üzere BİM'in mağaza bazında cirosu 1Ç17'de sepet ve müşteri trafiğindeki artışla yıllık %4,7 yıllık büyüdü. Ek olarak 1Ç17'de gerçekleşen %5,3 FAVÖK marjının etkisi ve asgari ücrete uygulanan teşviğin 2018'e uzamasının ardından personel maliyetlerindeki yükselişin sınırlı olması nedeniyle yıl sonu FAVÖK marjı tahminimizi 20 baz puan artışla %5'e yükselttik. Şirket, 1Ç17'de marjda görülen toparlanmanın geçici olduğunu ve %5 civarında FAVÖK marjının ulaşılabilir olduğunu düşünüyor. Son olarak modelimize 1Ç17'de işletme sermayesindeki iyileşme ve beklentimizin altında oluşan yatırım maliyetini yansıtık.

**Rakiplerin mağaza açılışlarındaki agresif tutumu tahminlerimizin üzerinde yükseliş ihtimalini sınırlıyor** – BİM'in ürün portföyündeki markalı ürün çeşitliliğini hafif artırması düşük baz sonrası 1Ç17'deki trafik düşüşüne karşı kalkan oluşturdu. Ancak ana rakipler tarafından açılan mağaza adedinde yavaşlama görülmüyor ve altı büyük perakendecinin 2018 sonuna kadar mağaza adedini %25 artırması bekleniyor. BİM, Türkiye'de 2017'de 500 yeni mağaza (%9 büyüme) açılışı beklentisini koruyor.

**Yılbaşında bu yana görülen yükseliş sonrası BİM yurtdışı benzerlerine göre %60 primli işlem görüyor.** BİM'in primi bir yıllık %45 ortalama primin üzerindedir.

### Tavsiye

Hedef fiyat	TL65
Getiri potansiyeli	0%

### TUT

### Hisse bilgileri

Hisse Kodu	BİMAS TI		
Hisse fiyatı (15 Haziran 2017)	65,0		
Hisse fiyat aralığı (52 haftalık)	46 / 64		
Piyasa Değeri (milyon TL - dolar)	19734,0 - 5633,6		
Hisse adedi (mn) & halka açıklık oranı	304 - 60%		
<b>Ortalama işlem hacmi</b>	<b>1 Ay</b>	<b>3 Ay</b>	<b>12 Ay</b>
Milyon ABD doları	9,9	10,2	10,5

### Fiyat performansı

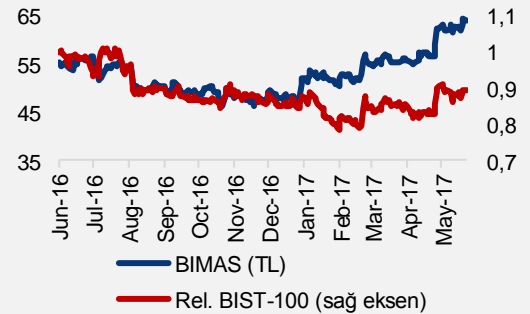
	1 Ay	3 Ay	YBB
TL	3%	19%	35%
USD	4%	27%	35%
BİST -100'e göre performans	0%	8%	6%

### Tahminler (TL mn)

	2016	2017T	2018T
Net satışlar	20.072	23.666	27.305
FAVÖK	997	1.180	1.359
Net kâr	671	791	916

### Değerleme

	2016	2017T	2018T
F/K	29,4x	25,0x	21,6x
F/DD	10,4x	8,8x	7,5x
FD/FAVOK	19,0x	15,9x	13,6x
FD/Net satışlar	0,9x	0,8x	0,7x
Temettü verimi	1,7%	2,3%	2,6%



Ece Mandacı, CFA

+90 212 355 2679

[ece.mandaci@tacirler.com.tr](mailto:ece.mandaci@tacirler.com.tr)

## Tahminler – BIM

Bilanço	2015	2016	2017T	2018T	2019T	Gelir tablosu	2015	2016	2017T	2018T	2019T
Nakit ve benzerleri	349	578	794	1.035	1.476	<b>Net satışlar</b>	<b>17.428</b>	<b>20.072</b>	<b>23.666</b>	<b>27.305</b>	<b>31.500</b>
Ticari alacaklar	526	646	713	823	949	Brüt kâr	2.816	3.363	4.020	4.642	5.355
Stoklar	975	1.119	1.316	1.518	1.751	Faaliyet giderleri	2.120	2.580	3.068	3.559	4.105
Diğer dönen varlıklar	311	312	367	424	489	Esas faaliyet kârı	697	783	952	1.083	1.250
<b>Dönen varlıklar</b>	<b>2.161</b>	<b>2.655</b>	<b>3.191</b>	<b>3.800</b>	<b>4.666</b>	<b>FAVÖK</b>	<b>865</b>	<b>997</b>	<b>1.180</b>	<b>1.359</b>	<b>1.587</b>
Finansal yatırımlar	182	193	193	193	193	Net diğer gelir	22	26	23	25	27
Maddi duran varlıklar	1.785	2.091	2.354	2.678	2.904	Net finansman geliri	30	40	20	37	66
Maddi olmayan duran varlıklar	5	7	7	7	7	Vergi öncesi kâr	749	849	996	1.144	1.343
Diğer duran varlıklar	35	43	51	58	67	Vergi gideri	166	178	205	229	269
<b>Duran varlıklar</b>	<b>2.007</b>	<b>2.335</b>	<b>2.605</b>	<b>2.937</b>	<b>3.172</b>	<b>Net kâr</b>	<b>583</b>	<b>671</b>	<b>791</b>	<b>916</b>	<b>1.074</b>
<b>Toplam varlıklar</b>	<b>4.168</b>	<b>4.989</b>	<b>5.796</b>	<b>6.737</b>	<b>7.838</b>	<b>Nakit akış tablosu</b>					
Kısa vadeli borçlanmalar	20	0	0	0	0	FAVÖK	<b>865</b>	<b>997</b>	<b>1.180</b>	<b>1.359</b>	<b>1.587</b>
Ticari borçlar	2.109	2.625	3.014	3.477	4.011	Vergi gideri	139	165	190	217	250
Diğer kısa vadeli yükümlülükler	270	343	404	466	538	Yatırımlar	490	555	491	601	563
<b>Kısa vadeli yükümlülükler</b>	<b>2.399</b>	<b>2.968</b>	<b>3.418</b>	<b>3.943</b>	<b>4.549</b>	İşletme sermayesi değişim	-55	-253	-125	-151	-175
Uzun vadeli borçlanmalar	0	0	0	0	0	<b>Serbest nakit akışı</b>	<b>291</b>	<b>530</b>	<b>623</b>	<b>693</b>	<b>949</b>
Diğer uzun vadeli yükümlülükler	98	120	142	163	188	<b>Büyüme ve marjlar</b>					
<b>Uzun vadeli yükümlülükler</b>	<b>98</b>	<b>120</b>	<b>142</b>	<b>163</b>	<b>188</b>	Net satışlar	20,5%	15,2%	17,9%	15,4%	15,4%
<b>Özkaynaklar</b>	<b>1.670</b>	<b>1.901</b>	<b>2.236</b>	<b>2.630</b>	<b>3.100</b>	FAVÖK	39,9%	15,2%	18,4%	15,2%	16,8%
Ana ortaklığa ait	1.670	1.901	2.236	2.630	3.100	Net kâr	47,5%	15,0%	17,9%	15,8%	17,3%
Kontrol gücü olmayan paylar	0	0	0	0	0	Brüt marj	16,2%	16,8%	17,0%	17,0%	17,0%
<b>Toplam kaynaklar</b>	<b>4.168</b>	<b>4.989</b>	<b>5.796</b>	<b>6.737</b>	<b>7.838</b>	Esas faaliyet kâr marjı	4,0%	3,9%	4,0%	4,0%	4,0%
Net borç	-329	-578	-794	-1.035	-1.476	FAVÖK marjı	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Net işletme sermayesi	-567	-892	-1.022	-1.179	-1.360	Net marj	3,3%	3,3%	3,3%	3,4%	3,4%
Net işletme sermayesi (operasyone)	-608	-861	-985	-1.136	-1.311	Serbest nakit akışı marjı	1,7%	2,6%	2,6%	2,5%	3,0%
Yatırılan sermaye	1.223	1.207	1.340	1.507	1.552	<b>Hisse başına (TL)</b>					
<b>Oranlar</b>						Net kâr	1,92	2,21	2,60	3,02	3,54
<b>Karlılık</b>						Özsermaye	5,50	6,26	7,37	8,66	10,21
Özsermaye kârlılığı	11,8%	10,0%	9,9%	9,4%	9,4%	Temettü	0,90	1,10	1,50	1,72	1,99
Net kâr	1,0%	0,9%	0,9%	0,8%	0,9%	<b>Değerleme</b>					
Aktif devri	4,7x	4,4x	4,4x	4,4x	4,3x	F/K	33,8x	29,4x	25,0x	21,6x	18,4x
Kaldıraç	2,6x	2,6x	2,6x	2,6x	2,5x	F/DD	11,8x	10,4x	8,8x	7,5x	6,4x
Aktif kârlılığı	4,5%	3,9%	3,8%	3,7%	3,7%	FD/FAVOK	22,2x	19,0x	15,9x	13,6x	11,4x
Yatırılan sermaye kârlılığı	57,1%	51,6%	59,9%	60,9%	65,4%	FD/Net satışlar	1,1x	0,9x	0,8x	0,7x	0,6x
<b>Kaldıraç</b>						Temettü verimi	8,5%	9,6%	11,3%	13,3%	15,7%
Net borç/toplam varlıklar	0%	0%	0%	0%	0%	Serbest nakit akışı verimi	1,5%	2,7%	3,2%	3,5%	4,8%
Net borç/özsermaye	-0,20	-0,30	-0,36	-0,39	-0,48						
Net borç/FAVÖK	-0,38	-0,58	-0,67	-0,76	-0,93						

Kaynak: Tacirler Yatırım Araştırma

\* Bütün rakamlar milyon TL olarak ifade edilmiştir.

## Bizim Toptan

**Bizim Toptan'da yönetimin yeni beklentilerini ve 1Ç17'de faaliyetlerde görülen zayıflığı dikkate alarak hedef fiyatımızı 12,3TL'ye (önceki TL13) revize ettik. Yıl başından bu yana görülen zayıf hisse performansı nedeniyle TUT tavsiyemizi sürdürüyoruz. Ayrıca 9 Mart'ta başlatılan hisse geri alım programının (%2,9 hisse alındı) hissedeki daha fazla düşüşe karşı kalkan oluşturabileceğini düşünüyoruz. Yeni üst yönetimin atanması sonrasında şirketteki yapısal değişiklikler toptancı talebinde bozulmanın görüldüğü dönemde ek maliyet yarattı. Yapısal değişikliklerin uzun vadede şirketin faaliyetlerine katkısı olacağını düşünmekle beraber 2017-2018 dönemi için tahminlerimizi aşağı revize ediyoruz.**

**Yeni üst yönetim yapısal adımlar attı** – Şubat 2017'de atanan yeni yönetim Bizim Toptan'da geleneksel, franchise, Horeca (hotel, restoran ve café) ve bireysel müşteri gruplarında satışları artırmak üzere yapısal adımlar attı. Bu gruplarda büyüme eski yönetimin de ana stratejisi olmasına rağmen, turizm sektörü ve tüketici güvenindeki bozulma 2016'da şirketi toptancı kanalında ağırlığını artırmaya itti. Ancak 4Ç16'dan itibaren toptancı kanal satışlarında da gerileme görülmeye başlandı. Tedarikçilerin 4Ç17'de satış iskontolarını azaltması da Bizim Toptan'ın kârlılığını olumsuz etkiledi. Sonrasında 1Ç17'de yönetimin toptancı kanalına sunulan düşük fiyat politikasında revizyona gitmesi ile beraber oluşan stok zararı marjda geçici gerilemeye yol açtı. Mağazalardaki yapılandırmanın etkisinin 2Ç17'de de devam etmesini bekliyoruz. Ayrıca şirket büyük toptancı müşteri satışlarını bazı mağazalarda merkezileştirmeyi ve 2017'de 15 mağaza açmayı planlıyor. Bizim beklentimiz 12 mağaza ve 25 milyon TL toplam yatırımdır.

**Son iki çeyrekte görülen operasyonel zayıflık sonrası tahminlerimizi aşağı revize ediyoruz** – Net satış ve FAVÖK tahminlerimizi 2017 yılı için %5 ve %45 aşağı çekiyoruz. Revize tahminlere göre ciroda %7 büyüme beklentimiz şirketin yüksek tek haneli büyüme beklentisine yakındır. 2017'de FAVÖK marjının 70 baz puanla %1,7 seviyesine daralacağını bekliyoruz. Satış kanalındaki yeniden yapılandırmanın olumlu etkilerinin 2Y17'den itibaren görülmeye başlanacağını düşünüyor ve 2017 sonrası marjlarda iyileşmenin devam etmesini bekliyoruz. 2017'de net zarar ve ekserbest nakış akışı öngörüyoruz.

**Hisse geri alım programıyla %2,9 pay 13,5 milyon TL'ye satın alındı** – Yıldız Holding, hisse geri alımı için Bizim Toptan'a 40 milyon TL'ye kadar sermaye avansı koydu (%8,4 pay). Sermaye avansıyla hisselerin geri alımı bedelli sermaye artışı zorunluluğu doğurabilir.

### Tavsiye

Hedef fiyat

Getiri potansiyeli

TUT

TL12,3

5%

### Hisse bilgileri

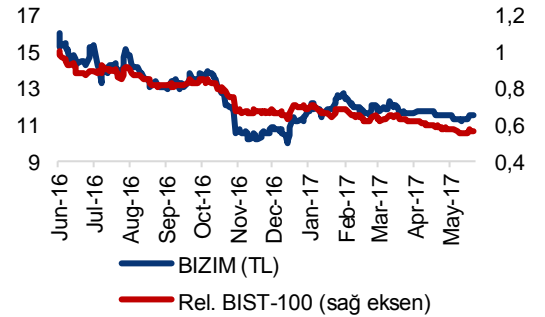
Hisse Kodu	BİZİM Tİ
Hisse fiyatı (15 Haziran 2017)	11,8
Hisse fiyat aralığı (52 haftalık)	10 / 16
Piyasa Değeri (milyon TL - dolar)	470,8 - 134,4
halka açıklık oranı	40 - 46%

Ortalama işlem hacmi	1 Ay	3 Ay	12 Ay
Milyon ABD doları	1,7	1,3	1,6

Fiyat performansı	1 Ay	3 Ay	YBB
TL	3%	0%	9%
USD	4%	7%	9%
BIST-100'e göre performans	-1%	-9%	-14%

Tahminler (TL mn)	2016	2017T	2018T
Net satışlar	2.793	3.000	3.325
FAVÖK	68	51	80
Net kâr	1	-16	9

Değerleme	2016	2017T	2018T
F/K	n.m.	n.m.	n.m.
F/DD	3,4x	3,9x	3,6x
FD/FAVOK	6,1x	8,4x	5,0x
FD/FAVOK Düzeltilmiş	16,5x	n.m.	11,6x
FD/Net satışlar	0,1x	0,1x	0,1x
Temettü verimi	0,8%	0,0%	0,0%



Ece Mandacı, CFA

+90 212 355 2679

[ece.mandaci@tacirler.com.tr](mailto:ece.mandaci@tacirler.com.tr)

## Tahminler – Bizim Toptan

Bilanço	2015	2016	2017T	2018T	2019T
Nakit ve benzerleri	51	79	67	90	126
Ticari alacaklar	152	102	110	121	134
Stoklar	257	249	269	296	325
Diğer dönen varlıklar	7	11	12	13	15
<b>Dönen varlıklar</b>	<b>467</b>	<b>441</b>	<b>457</b>	<b>521</b>	<b>600</b>
Finansal yatırımlar	0	0	0	0	0
Maddi duran varlıklar	105	104	108	101	93
Maddi olmayan duran varlıklar	27	28	28	28	28
Diğer duran varlıklar	5	6	6	6	7
<b>Duran varlıklar</b>	<b>137</b>	<b>138</b>	<b>141</b>	<b>135</b>	<b>127</b>
<b>Toplam varlıklar</b>	<b>605</b>	<b>579</b>	<b>598</b>	<b>655</b>	<b>727</b>
Kısa vadeli borçlanmalar	4	7	8	8	9
Ticari borçlar	422	392	423	466	512
Diğer kısa vadeli yükümlülükler	14	15	16	18	20
<b>Kısa vadeli yükümlülükler</b>	<b>440</b>	<b>414</b>	<b>447</b>	<b>492</b>	<b>540</b>
Uzun vadeli borçlanmalar	8	12	13	14	14
Diğer uzun vadeli yükümlülükler	10	16	17	19	20
<b>Uzun vadeli yükümlülükler</b>	<b>19</b>	<b>27</b>	<b>30</b>	<b>32</b>	<b>35</b>
<b>Özkaynaklar</b>	<b>146</b>	<b>138</b>	<b>121</b>	<b>130</b>	<b>152</b>
Ana ortaklığa ait	146	138	121	130	152
Kontrol gücü olmayan paylar	0	0	0	0	1
<b>Toplam kaynaklar</b>	<b>605</b>	<b>579</b>	<b>598</b>	<b>655</b>	<b>727</b>
Net borç	-39	-61	-47	-68	-103
Net işletme sermayesi	-20	-45	-49	-54	-58
Net işletme sermayesi (operasyone)	-13	-41	-45	-49	-53
Yatırılan sermaye	112	87	86	75	62
<b>Oranlar</b>					
<b>Karlılık</b>					
Özsermaye kârlılığı	%10,2	%1,0	-%12,5	%7,2	%16,8
Net kâr	0,6%	0,0%	-0,5%	0,3%	0,6%
Aktif devri	4,5x	4,7x	5,1x	5,3x	5,3x
Kaldıraç	4,0x	4,2x	4,5x	5,0x	4,9x
Aktif kârlılığı	%2,5	%0,2	-%2,7	%1,4	%3,4
Yatırılan sermaye kârlılığı	%36,1	%39,7	%27,0	%56,3	%89,8
<b>Kaldıraç</b>					
Net borç/toplam varlıklar	%2	%3	%3	%3	%3
Net borç/özsermaye	-0,27	-0,44	-0,38	-0,52	-0,68
Net borç/FAVÖK	-0,55	-0,90	-0,92	-0,85	-1,00

Kaynak: Tacirler Yatırım Araştırma

\* Bütün rakamlar milyon TL olarak ifade edilmiştir.

Gelir tablosu	2015	2016	2017T	2018T	2019T
<b>Net satışlar</b>	<b>2.564</b>	<b>2.793</b>	<b>3.000</b>	<b>3.325</b>	<b>3.661</b>
Brüt kâr	234	241	245	290	329
Faaliyet giderleri	181	191	216	234	252
Esas faaliyet kârı	53	49	29	57	77
<b>FAVÖK</b>	<b>71</b>	<b>68</b>	<b>51</b>	<b>80</b>	<b>103</b>
<b>FAVÖK Düzeltilmiş</b>	<b>41</b>	<b>25</b>	<b>3</b>	<b>35</b>	<b>55</b>
Net diğer gelir	-25	-35	-37	-30	-33
Net finansman geliri	-10	-12	-14	-15	-15
Vergi öncesi kâr	18	2	-21	11	30
Vergi gideri	4	1	-5	2	6
<b>Net kâr</b>	<b>14</b>	<b>1</b>	<b>-16</b>	<b>9</b>	<b>24</b>
<b>Nakit akış tablosu</b>					
FAVÖK	<b>41</b>	<b>25</b>	<b>3</b>	<b>35</b>	<b>55</b>
Vergi gideri	5	1	-4	2	6
Yatırımlar	11	20	25	17	18
İşletme sermayesi değişim	6	-28	-4	-4	-4
<b>Serbest nakit akışı</b>	<b>20</b>	<b>32</b>	<b>-15</b>	<b>20</b>	<b>35</b>
<b>Büyüme ve marjlar</b>					
Net satışlar	12,5%	8,9%	7,4%	10,8%	10,1%
FAVÖK	15,6%	-4,8%	-25,2%	58,9%	28,2%
Net kâr	32,0%	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.
Brüt marj	9,1%	8,6%	8,2%	8,7%	9,0%
Esas faaliyet kâr marjı	2,1%	1,8%	1,0%	1,7%	2,1%
FAVÖK marjı	2,8%	2,4%	1,7%	2,4%	2,8%
Net marj	0,6%	0,0%	-0,5%	0,3%	0,6%
Serbest nakit akışı marjı	0,8%	1,1%	-0,5%	0,6%	1,0%
<b>Hisse başına (TL)</b>					
Net kâr	0,36	0,03	-0,40	0,23	0,59
Özsermaye	3,66	3,44	3,04	3,26	3,79
Temettü	0,05	0,10	0,00	0,00	0,06
<b>Değerleme</b>					
F/K	32,8x	n.m.	n.m.	52,2x	19,8x
F/DD	3,2x	3,4x	3,9x	3,6x	3,1x
FD/FAVOK	6,1x	6,1x	8,4x	5,0x	3,6x
FD/FAVOK Düzeltilmiş	10,5x	16,5x	145,8x	11,6x	6,7x
FD/Net satışlar	0,2x	0,1x	0,1x	0,1x	0,1x
Temettü verimi	0,4%	0,8%	0,0%	0,0%	0,5%
Serbest nakit akışı verimi	4,1%	6,8%	-3,1%	4,2%	7,5%

# Migros

**Yılbaşından bu yana yaklaşık %50 getiri sağlayan Migros'ta TUT tavsiyemizi sürdürüyoruz (10 Mayıs'ta AL'dan TUT'a çekmiştik). 1Ç17 sonuçları sonrası modeli güncelledik ve hedef fiyatı 28TL'ye (25TL'den) yükselttik. Potansiyel değer yaratımının Kipa mağazalarındaki yapılandırma sonrası operasyonel iyileşmeden kaynaklanacağını ve Kipa'nın portföyünde bulunan varlıkların satışından doğacak nakit akış etkisinin daha uzun vadeli gerçekleşeceğini düşünüyoruz. Migros, Kipa'daki azınlık hisseleri için çağrı fiyatını 2.25TL olarak belirledi ve 5 Haziran'daki SPK kararı sonrası, 30 gün içinde Kipa'da çağrıya başlayacak. Çağrının tamamının gerçekleşmesi durumunda Migros'ta nakit çıkışı 73 milyon TL seviyesinde gerçekleşecekken, çağrı maliyetinin kalan kısmını Tesco Overseas karşılayacak. Çağrı nedeniyle oluşacak nakit çıkışını da ekleyerek 2017'de net borç/FAVÖK rasyosunun 3,8x seviyesine yükseleceğini tahmin ediyoruz.**

**Borçluluktaki azalış değer yaratmada etkili olacak –** Migros yönetimi Kipa'daki 303 bin metrekare alana sahip gayrimenkul portföyünü değerlendirdi. Böylece Migros, Kipa gayrimenkullerinin 1,6 milyar TL toplam hesaplanan değerine karşılık 500 milyon TL'ye kadar varlık satışı düşünebileceğini açıkladı. Piyasa koşullarına göre varlık satışından olabilecek en yüksek kârlılık hedeflenmektedir. Olası varlık satışlarının etkisini şu noktada değerlememize yansıtıyoruz ancak iki sene zarfında net borç/FAVÖK rasyosunda 2x'in altına (2017T 3,8x) inişin mümkün olabileceğini düşünüyoruz.

**Faaliyetlerde geçiş dönemi –** Migros yönetimi Kipa hipermarket ve süpermarketlerde gıda dışı kategorideki düzenlemelerle metrekareyi daha verimli kullanmayı hedefleyecek. Kipa mağazalarında metrekare bazında cirodaki iyileşme ve faaliyet giderlerindeki optimizasyon Migros'un satış ve marj büyümesinde önemli rol oynayacak. Yönetim öncelikli olarak önemli ölçüde mağaza kapanışı planlamıyor. Ayrıca Migros'un çağrı sonrası Kipa'yla birleşeceğini düşünüyoruz.

**Migros mağazalarında ciro büyümesindeki güçlü seyir devam edecek –** 2017'de Migros'un cirosunda Kipa dahil %36 büyüme bekliyoruz. Şirketin büyüme beklentisi %30-35 seviyesindedir. Organik büyümeyi ise %18 seviyesinde öngörüyoruz. Sürdürülebilir pazar payı kazanımı, yüksek enflasyonun katkısı ve müşteri trafiğindeki artışın organik büyümeyi desteklemeye devam edeceğini düşünüyoruz ancak rekabetçi fiyatlamaya yönelik yapılan yatırımların hızında gerileme bekliyoruz. 1Ç17'te marjda görülen gerilemeye rağmen yönetim Kipa haric %5-5,5 VAFÖK marjı (provizyonlar dahil) 2017'de beklemeye devam ediyor. Bizim beklentimiz %5'tir.

## Tavsiye

**Hedef fiyat** TL28  
**Getiri potansiyeli** 5%

## TUT

### Hisse bilgileri

Hisse Kodu	MGROS TI		
Hisse fiyatı (15 Haziran 2017)	26,8		
Hisse fiyat aralığı (52 haftalık)	15 / 27		
Piyasa Değeri (milyon TL - dolar)	4764,1 - 1360,0		
Hisse adedi (mn) & halka açıklık oranı	178 - 19%		
<b>Ortalama işlem hacmi</b>	<b>1 Ay</b>	<b>3 Ay</b>	<b>12 Ay</b>
Milyon ABD doları	4,0	3,0	2,8

### Fiyat performansı

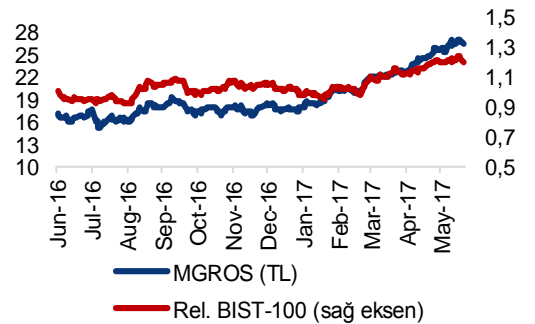
	1 Ay	3 Ay	YBB
TL	5%	22%	52%
USD	6%	30%	53%
BIST-100'e göre performans	1%	11%	20%

### Tahminler (TL mn)

	2016	2017T	2018T
Net satışlar	11.059	15.061	17.124
FAVÖK	636	675	838
Net kâr	-293	755	-61

### Değerleme

	2016	2017T	2018T
F/K	n.m.	n.m.	n.m.
F/DD	24,7x	n.m.	n.m.
FD/FAVOK	10,3x	10,9x	8,4x
FD/FAVOK Düzeltilmiş	13,2x	15,4x	11,5x
FD/Net satışlar	0,6x	0,5x	0,4x
Temettü verimi	0,0%	0,0%	0,0%



**Ece Mandacı, CFA**

+90 212 355 2679

[ece.mandaci@tacirler.com.tr](mailto:ece.mandaci@tacirler.com.tr)



## Tahminler – Migros

Bilanço	2015	2016	2017T	2018T	2019T
Nakit ve benzerleri	839	1.156	1.167	985	1.025
Ticari alacaklar	50	58	80	90	100
Stoklar	1.053	1.212	1.663	1.885	2.083
Diğer dönen varlıklar	42	45	81	93	103
<b>Dönen varlıklar</b>	<b>1.984</b>	<b>2.471</b>	<b>2.991</b>	<b>3.053</b>	<b>3.311</b>
Finansal yatırımlar	1	1	1	1	1
Maddi duran varlıklar	1.221	1.268	3.123	3.131	3.260
Maddi olmayan duran varlıklar	2.336	2.360	2.406	2.406	2.406
Diğer duran varlıklar	167	176	196	203	210
<b>Duran varlıklar</b>	<b>3.725</b>	<b>3.805</b>	<b>5.726</b>	<b>5.741</b>	<b>5.876</b>
<b>Toplam varlıklar</b>	<b>5.709</b>	<b>6.277</b>	<b>8.718</b>	<b>8.794</b>	<b>9.187</b>
Kısa vadeli borçlanmalar	213	341	722	432	475
Ticari borçlar	2.228	2.664	3.501	4.036	4.461
Diğer kısa vadeli yükümlülükler	285	317	431	490	543
<b>Kısa vadeli yükümlülükler</b>	<b>2.726</b>	<b>3.321</b>	<b>4.654</b>	<b>4.958</b>	<b>5.479</b>
Uzun vadeli borçlanmalar	2.380	2.623	3.030	2.844	2.721
Diğer uzun vadeli yükümlülükler	128	140	141	160	178
<b>Uzun vadeli yükümlülükler</b>	<b>2.509</b>	<b>2.763</b>	<b>3.171</b>	<b>3.004</b>	<b>2.899</b>
<b>Özkaynaklar</b>	<b>475</b>	<b>193</b>	<b>892</b>	<b>832</b>	<b>809</b>
Ana ortaklığa ait	475	193	892	832	809
Kontrol gücü olmayan paylar	0	0	0	0	0
<b>Toplam kaynaklar</b>	<b>5.709</b>	<b>6.277</b>	<b>8.718</b>	<b>8.794</b>	<b>9.187</b>
Net borç	1.754	1.808	2.585	2.291	2.172
Net işletme sermayesi	-1.368	-1.665	-2.108	-2.459	-2.718
Net işletme sermayesi (operasyonel)	-1.125	-1.393	-1.758	-2.061	-2.277
Yatırılan sermaye	2.188	1.964	3.421	3.078	2.948
<b>Oranlar</b>					
<b>Karlılık</b>					
Özsermaye kârlılığı	-%53,6	-%87,8	%139,2	-%7,0	-%2,7
Net kâr	-3,9%	-2,6%	5,0%	-0,4%	-0,1%
Aktif devri	1,7x	1,8x	2,0x	2,0x	2,1x
Kaldıraç	8,2x	18,0x	13,8x	10,2x	11,0x
Aktif kârlılığı	-%6,6	-%4,9	%10,1	-%0,7	-%0,3
Yatırılan sermaye kârlılığı	%12,4	%16,8	%11,5	%12,7	%17,2
<b>Kaldıraç</b>					
Net borç/toplam varlıklar	%45	%47	%43	%37	%35
Net borç/özsermaye	3,69	9,38	2,90	2,75	2,68
Net borç/FAVÖK	3,15	2,84	3,83	2,73	2,19

Gelir tablosu	2015	2016	2017T	2018T	2019T
<b>Net satışlar</b>	<b>9.390</b>	<b>11.059</b>	<b>15.061</b>	<b>17.124</b>	<b>18.976</b>
Brüt kâr	2.526	2.962	3.948	4.532	5.060
Faaliyet giderleri	2.154	2.525	3.563	4.014	4.414
Esas faaliyet kârı	371	437	385	518	646
<b>FAVÖK</b>	<b>557</b>	<b>636</b>	<b>675</b>	<b>838</b>	<b>991</b>
<b>FAVÖK düzeltilmiş</b>	<b>436</b>	<b>499</b>	<b>476</b>	<b>616</b>	<b>745</b>
Net diğer gelir	-318	-139	884	-207	-236
Net finansman geliri	-399	-524	-498	-362	-438
Vergi öncesi kâr	-346	-227	772	-51	-28
Vergi gideri	24	66	17	10	-6
<b>Net kâr</b>	<b>-370</b>	<b>-293</b>	<b>755</b>	<b>-61</b>	<b>-23</b>

Nakit akış tablosu	2015	2016	2017T	2018T	2019T
FAVÖK	436	499	476	616	745
Vergi gideri	50	60	37	59	80
Yatırımlar	281	294	346	428	474
İşletme sermayesi değişim	-227	-268	-71	-303	-216
<b>Serbest nakit akışı</b>	<b>332</b>	<b>413</b>	<b>163</b>	<b>431</b>	<b>407</b>

Büyüme ve marjlar	2015	2016	2017T	2018T	2019T
Net satışlar	%15,6	%17,8	%36,2	%13,7	%10,8
FAVÖK	%14,4	%14,1	%6,1	%24,2	%18,3
Net kâr	a.d.	a.d.	a.d.	a.d.	a.d.

Brüt marj	%26,9	%26,8	%26,2	%26,5	%26,7
Esas faaliyet kâr marjı	%4,0	%3,9	%2,6	%3,0	%3,4
FAVÖK marjı	%5,9	%5,8	%4,5	%4,9	%5,2
Net marj	-%3,9	-%2,6	%5,0	-%0,4	-%0,1
Serbest nakit akışı marjı	%3,5	%3,7	%1,1	%2,5	%2,1

Hisse başına (TL)	2015	2016	2017T	2018T	2019T
Net kâr	-2,08	-1,65	4,24	-0,34	-0,13
Özsermaye	2,67	1,08	5,01	4,67	4,54
Temettü	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00

Değerleme	2015	2016	2017T	2018T	2019T
F/K	a.d.	a.d.	a.d.	a.d.	a.d.
F/DD	10,0x	24,7x	a.d.	a.d.	a.d.
FD/FAVOK	11,7x	10,3x	10,9x	8,4x	7,0x
FD/FAVOK düzeltilmiş	14,9x	13,2x	15,4x	11,5x	9,3x
FD/Net satışlar	0,7x	0,6x	0,5x	0,4x	0,4x
Temettü verimi	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Serbest nakit akışı verimi	7,0%	8,7%	3,4%	9,0%	8,5%

Kaynak: Tacirler Yatırım Araştırma

\* Bütün rakamlar milyon TL olarak ifade edilmiştir. Kipa Mart 2017'den itibaren konsolide edilmektedir.

## Yatırım Merkezlerimiz

**Genel Müdürlük**

Nispetiye Cad. B-3 Blok Kat: 7-9  
Akmerkez Etiler - İSTANBUL  
0 212 355 46 46

**Adana**

Cemal Paşa Mah. Gazipaşa Bul.  
Cemal Uğurlu Apt. Kat: 1 D: 4 ADANA

(0 322) 457 77 55

**Ankara**

Remzi Oğuz Arık Mah. Tunalı Hilmi Cad.  
Yaprak Apt. No: 94 Kat: 2 D: 9  
Kavaklıdere Çankaya - ANKARA

(0 312) 435 18 36

**Antalya**

Şirinyalı Mah. İsmet Gökşen Cad. Özden  
Apt. No:82/6 Muratpaşa - ANTALYA

(0 242) 248 45 20

**Bakırköy**

İstanbul Cad. Bakırköy İş Merkezi No:  
6 Kat: 4 D: 14 Bakırköy - İSTANBUL

(0 212) 570 52 59

**Bursa**

Muradiye Mah. Çekirge Cad. Koçer Apt.  
No: 49 Kat: 2 D: 4 Osmangazi - BURSA

(0 224) 225 64 10

**Denizli**

Saraylar Mah. 2. Ticari Yol No: 32 Kat: 5  
DENİZLİ

(0 258) 265 87 85

**Erenköy**

Bağdat Cad. Çubukçu Apt. No: 333  
Kat: 2 D: 4 Kadıköy - İSTANBUL

(0 216) 348 82 82

**Gaziantep**

İncilipinar Mah. Gazimuhtarpaşa Bul.  
Kepkepzade Park İş Merkezi B Blok No:  
18 Kat: 1 D: 5 GAZİANTEP

(0 342) 232 35 35

**Girne**

Şehit Necati Gürkaya Mevkii Çağdaş Apt.  
Kat: 1 D: 1 Girne - KKTC

(0 392) 815 14 55-55-56

**İzmir**

Şair Eşref Bul. Ragıp Şanlı İş Merkezi  
No: 6 Kat: 3 D: 306 Çankaya - İZMİR

(0 232) 445 01 61

**İzmit**

Hürriyet Cad. Kaya İşhanı No: 39/5 İzmit -  
KOCAELİ

(0 262) 323 11 33

**İzmit İrtibat**

Ömerağa Mah. Alemdar Cad. İ. Kolaylı  
Apt. No: 8 Kat: 2 İzmit KOCAELİ

(0 262) 260 01 01

**Karadeniz Ereğli**

Murtaza Mah. Hamamüstü Sok. İ. Esat  
Taneri İş Merkezi No: 19 Kat: 2  
Karadeniz Ereğli - ZONGULDAK

(0 372) 316 40 50

**Kartal**

Üsküdar Cad. Cevat Kayacan Apt. No:  
26 Kat: 4 D: 8 Kartal - İSTANBUL

(0 216) 306 22 71 - 306 22 06

**Kayseri**

Cumhuriyet Mah. Sultan Hamam Cad.  
Kavuncu İş Merkezi No: 17 Kat: 1 D: 2  
KAYSERİ

(0 352) 221 08 68 - 222 82 51

**Mersin**

Çankaya Mah. Bahri Ok İş Merkezi B  
Blok No: 78 MERSİN

(0 324) 238 11 89



## Uyarı Notu

Bu raporda yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmakta olup finansal bilgi ve genel yatırım tavsiyesi kapsamında hazırlanmıştır ve hiçbir şekilde yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti; yetkili kuruluşlar tarafından kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler ise genel niteliktedir. Bu tavsiyeler, mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

Yatırım Danışmanlığı hizmeti talep edilmesi halinde; yatırımcının Tacirler Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ile Yatırım Danışmanlığı sözleşmesi imzalamış olması, Yerindelik Testi'ni tamamlamış ve risk grubunun belirlemiş olması zorunludur.

Bu raporda yer alan her türlü bilgi, yorum ve tavsiye uygunluk testi ile tespit edilecek risk grubunuz ve getiri beklentiniz ile uyumlu olmayabilir. Dolayısıyla, uygunluk testi neticesinde risk grubunuz tespit edilmeden sadece burada yer alan bilgilere dayanılarak yatırım kararı verilmesi amaç, bilgi ve tecrübenize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

Bu rapor herhangi bir sürede belirli bir getirinin sağlanacağına dair bir taahhüt içermemekte olup, zaman içerisinde piyasa koşullarında meydana gelen değişiklikler nedeniyle yorum ve tavsiyelerde değişiklikler söz konusu olabilir. Bu raporda bahsedilen yatırım araçlarının fiyatları ve değerleri yatırımcıların menfaatlerine aykırı olarak hareket edebilir ve netice itibarıyla yatırımcılar anaparalarını kaybetme riski ile karşı karşıya kalabilirler. Bu raporda yer alan geçmiş performans verileri gelecekte elde edilecek sonuçların bir garantisi olarak kabul edilemez.

Bu raporda yer alan tüm bilgiler ve görüşler yatırımcıları bilgilendirmek amacıyla, Tacirler Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından güncel ve güvenilir kaynaklardan temin edilmiş olmakla beraber, Tacirler Yatırım Menkul Değerler A.Ş. söz konusu bilgilerin doğru ve tam olduğunu taahhüt etmemektedir. Raporlardaki yorumlardan, bilgilerin tam veya doğru olmaması ve/veya güncellenme nedeniyle doğabilecek maddi ve manevi zararlardan Tacirler Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ve çalışanları sorumlu tutulamaz.

Bu rapor, sadece gönderildiği kişilerin kullanımı içindir. Bu raporun tümü veya bir kısmı Tacirler Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin yazılı izni olmadan çoğaltılamaz, yayınlanamaz veya üçüncü kişilere gösterilemez, ticari amaçla kullanılamaz. Aksi halde, Tacirler Yatırım Menkul Değerler A.Ş. uğramış olduğu bütün zarar ve ziyanı talep etme hakkını saklı tutar.