

05 Ekim 2023

Gıda Perakende Sektörü

Yeni makroekonomik ortamla uyumlu

- **Piyasa koşulları gıda perakendecileri için zorlaşıyor olsa da şirketler bu koşullarla başarıyla baş edeceklerdir diye düşünüyoruz:** Maaş artışlarının etkisinin azalması, okula dönüş sezonunun sona ermesi, enflasyonun yükselmesi ve kredi kartı maliyetlerinin artmasıyla, tüketicilerin, hükümetin son dönemde uygulamaya koyduğu ekonomik sıkılaştırma önlemlerinin etkilerini 4Ç23'ten itibaren daha fazla hissedeceğini düşünüyoruz. Ancak, rekabetçi fiyatlandırma stratejileri ve gıda harcamalarının talep esnekliği göz önüne alındığında, araştırma kapsamımızdaki gıda perakendecileri bu zorluklarla diğer sektörler göre daha kolay baş edeceklerdir diye düşünüyoruz.
- **Yasal riskler yeni ekonomi ekibiyle birlikte azaldı:** Rekabet Kurulu soruşturmaları, perakende yasa tasarısı tartışmaları ve gıda perakendecilerine yönelik siyasilere suçlamaları gibi son yıllarda sektör üzerinde beliren yasal riskler, yeni ekonomi ekibiyle birlikte önemli ölçüde azaldı. Bu olumlu gelişmenin hisse değerlemelerine de yansımaları beklenmeli.
- **Sektör, yüksek faiz ortamından fayda sağlayabilir:** Sektör, negatif işletme sermayesi tutma kabiliyeti sayesinde kayda değer bir nakit yaratma kapasitesine sahiptir. Bu özellik, şirketleri yüksek faiz ortamında kazançlı çıkacak şekilde pozisyonlamakta, şirketlere faiz gelirlerini artırma potansiyeli sunmaktadır.
- **TL'deki istikrar, gıda perakendecilerine yönelik yatırımcı algısını iyileştirebilir:** Geçtiğimiz yıllarda perakendecilerin güçlü operasyonel performansları hisse fiyatlarına yansımada. Bunda yatırımcıların TL baskı altındayken döviz geliri olan ve ihracat odaklı şirketleri tercih etmesi büyük rol oynadı. Ancak TL'deki potansiyel istikrar ile yatırımcı tercihleri değişebilir.
- **Bim – AL, Hedef Fiyat TL387/hisse:** AL tavsiyemizi korurken, hedef fiyatımızı TL220'den TL387'ye yükseltiyoruz. Olumlu görüşümüz aşağıdaki sebeplere dayanmaktadır:
 - Nispeten zayıf geçen ilk yarının ardından, enflasyonun hızlanması ve faaliyet kaldırıcı sayesinde şirketin karlılığının artmasıyla, daha güçlü bir ikinci yarı yıl yaşanması muhtemeldir;
 - Bim'de yeni bir Yönetim Kurulu Başkanı'nın atanması, CEO pozisyonunun ihdas edilmesi ve İcra Kurulu'nun feshedilmesi de dahil olmak üzere yakın zamanda gerçekleşen liderlik değişimleri, şirketin kurumsal yönetiminde önemli bir gelişmeye işaret etmektedir. Bu dönüşüm, Yönetim Kurulu Başkanı ve İcra başkanının artık farklı roller olmasını sağlayarak şirketin yönetim yapısını daha da güçlendirmektedir. **iii) 2024T F/K'sı 8,9x olan şirketin değerlemesi, 3 yıllık ortalaması olan 11,3x'e kıyasla cazip görünmektedir.**
- **Migros – AL, Hedef Fiyat TL530/hisse:** Migros, borç azaltma sürecini başarıyla tamamladıktan sonra 3 yönlü agresif bir büyüme stratejisi başlattı ve bu strateji olumlu sonuçlar veriyor gibi görünüyor. Bu stratejiler: **i) hızlı mağazalaştırma, ii) kozmetik, kiosk gibi uzmanlaşmış kategorilere giriş, iii) hazır yemek kategorisinin genişletilmesi.** Uygulanan bu stratejilerin fiyat yatırımlarıyla birleşmesiyle Migros son dönemde önemli bir pazar payı elde etti. Önümüzdeki döneme baktığımızda, fiyat yatırımları brüt marjlar üzerinde bir miktar baskı yaratabilirken, şirket daha yüksek ciro nedeniyle faaliyet kaldırıcıdan faydalanacaktır. Ayrıca Migros, çok yüksek negatif işletme sermayesi ve yükselen faiz oranları sayesinde önemli bir faiz geliri kaydedebilecektir. Hissenin 2024T F/K'sının 10x olduğu düşünüldüğünde, AL tavsiyemizi korurken, hedef fiyatımızı TL253'den TL530'a yükseltiyoruz.
- **Şok – AL, Hedef Fiyat TL88/hisse:** AL tavsiyemizi korurken, hedef fiyatımızı TL43'den TL88'e yükseltiyoruz. Olumlu görüşümüzü oluşturan en önemli nedenler şunlardır: **i) 2Ç'de fiyat artışlarını erteleyen Şok'un ikinci yarı yıl karlılığında benzerlerine kıyasla daha güçlü bir iyileşme bekliyoruz. ii) Yıldız Holding'in finansal durumundaki iyileşme Şok'un değerlemesini destekleyebilir. iii) Yerel benzerlerine kıyasla en düşük çarpanlarda işlem görüyor (2024T F/K 6,7x).**
- **Bizim Toptan – Tavsiyemizi TUT'a çekiyoruz, Hedef Fiyat TL58/hisse:** Bizim, son dönemde bir cash-and-carry operatöründen çok markalı ve çok kanallı bir satış platformuna doğru dönüşmektedir. Ayrıca g2mEksper gibi HoReCa için bir gıda hizmeti tedarikçisi olan bir şirketle birleşme kararı da önemli sinerjiler yaratabilir ve bu birleşme için açıklanan hisse değişim oranları Bizim Toptan azınlık hissedarları için önemli bir güvenlik marjı sunmaktadır. Ancak, 2024E F/K'sı 15x olan Bizim'in değerlemesini cazip bulmuyoruz ve bu nedenle tavsiyemizi AL'dan TUT'a düşürürken, hedef fiyatımızı TL38'den TL58'ye yükseltiyoruz.

	Tavsiye		Hedef (TL)		Getiri Pot. (%)
	Eski	Yeni	Eski	Yeni	
Bim	Al	Al	220	387	33%
Sok	Al	Al	43	88	47%
Migros	Al	Al	253	530	35%
Bizim Toptan	Al	Tut	38	58	12%

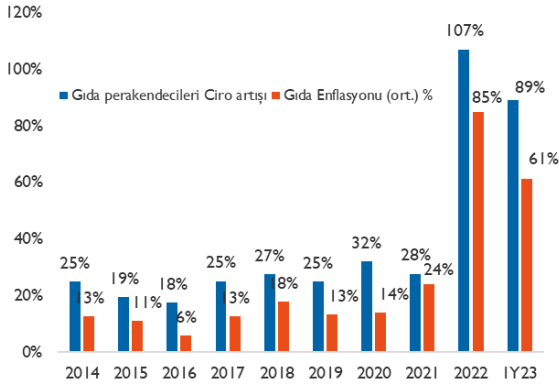
	F/K		VD/FAVÖK		Temettü Verimi
	23b	24b	23b	24b	
Bim	16.5	8.9	9.5	5.2	4%
Sok	10.9	6.7	4.7	2.5	3%
Migros	17.0	10.1	6.5	3.0	2%
Bizim Toptan	81.3	15.3	2.5	1.3	0%

Kaynak: ÜNLÜ & Co. tahminleri, Rasyonet

Araştırma Analisti
Erol Daniş, PhD, CFA
erol.danis@unluco.com

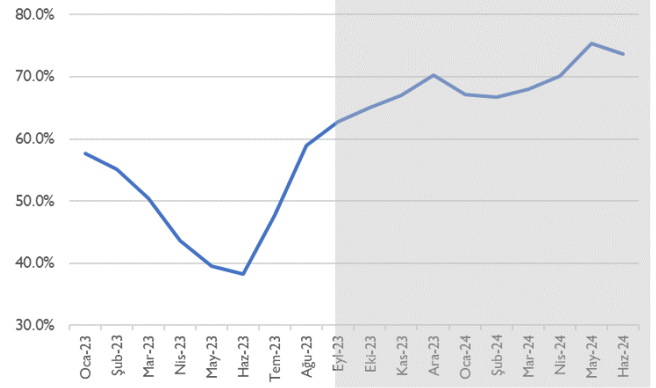
Grafik ve Veriler

Tablo 1: Gıda Enflasyonu (%) ve Gıda Perakendecileri Ciro Artışı



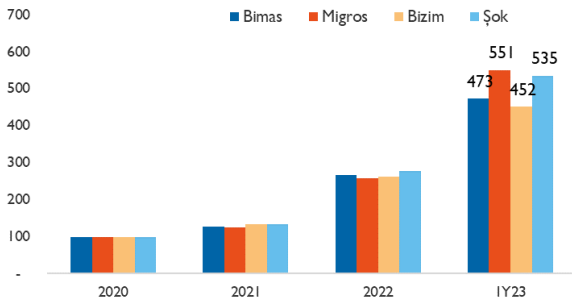
Kaynak: TUIK, Şirket verileri, ÜNLÜ & Co

Tablo 2: TÜFE (y/y)



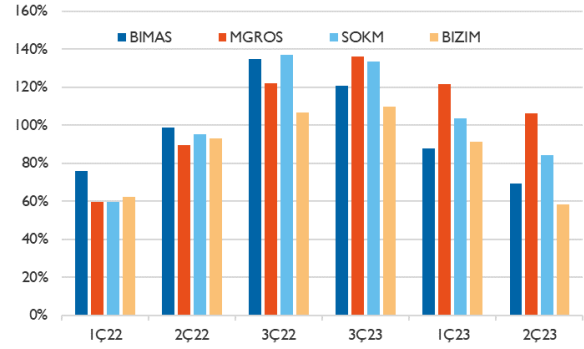
Kaynak: TUIK, ÜNLÜ & Co

Tablo 3: Gıda perakendecileri için Ciro artışı (2020=100)



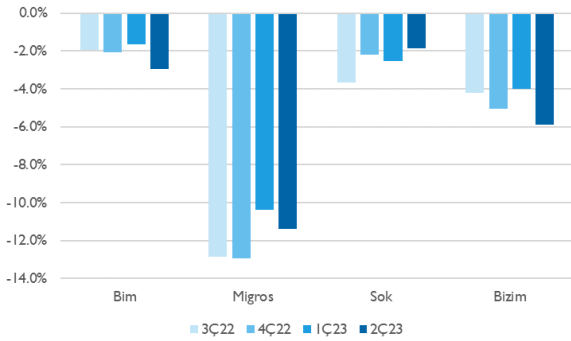
Kaynak: Şirket verileri, ÜNLÜ & Co

Tablo 4: Gıda perakendecileri için Ciro artışı (Çeyreksel)



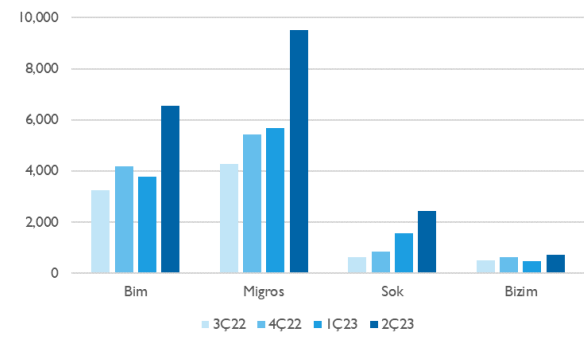
Kaynak: Şirket verileri, ÜNLÜ & Co

Tablo 5: Net İşletme Sermayesi/Satışlar



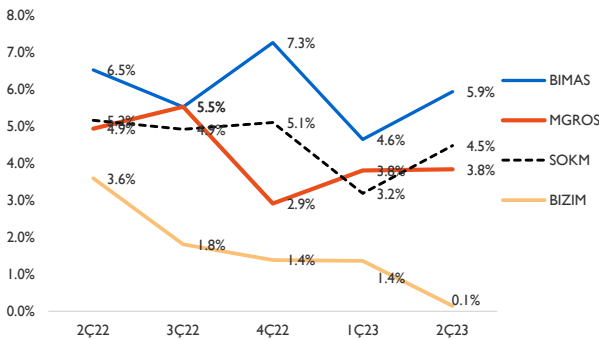
Kaynak: Şirket verileri, ÜNLÜ & Co

Tablo 6: Net nakit pozisyonu (UFRS-16 düzeltilmiş)



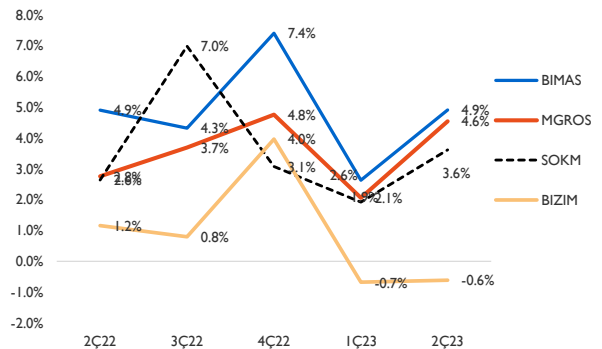
Kaynak: Şirket verileri, ÜNLÜ & Co

Tablo 7: Standardize edilmiş FAVÖK Marjları (UFRS 16 hariç)



Kaynak: Şirket verileri, ÜNLÜ & Co

Tablo 8: Net Kar Marjları



Kaynak: Şirket verileri, ÜNLÜ & Co

BİM

Değerleme çarpanları	2019	2020	2021	2022	2023T	2024T
F/K (x)	143.7	67.5	60.0	21.6	16.5	8.9
FD/FAVÖK(x)	56.5	35.1	27.8	15.3	9.5	5.2
FD/satış (x)	4.4	3.2	2.6	1.2	0.7	0.4
Temettü verimi (%)	0.2	1.9	1.0	1.7	4.2	7.9

Oran analizi	2019	2020	2021	2022	2023T	2024T
Sermaye verimliliği (%)	31.6	45.7	39.7	49.7	36.8	50.8
Sermaye verimliliği (FVÖK temelli) (%)	35.1	36.2	33.6	32.5	31.7	47.7
Brüt marj (%)	17.4	18.2	19.0	18.1	18.4	18.2
FAVÖK marjı (%)	7.8	9.1	9.2	8.0	7.2	7.5
FVÖK marjı (%)	5.1	6.7	6.6	6.3	5.4	5.8
Ner kar marjı (%)	3.0	4.7	4.2	5.5	4.0	4.3
Net borç/FAVÖK (x)	-0.5	-0.7	-0.4	-0.4	-0.2	-0.2
FAVÖK/Finansman gideri (net) (x)	-0.2	-0.1	0.0	-0.1	-0.1	-0.1

Kar ve zarar (TLm)	2019	2020	2021	2022	2023T	2024T
Net satışlar	40,212	55,495	70,527	147,716	267,571	459,107
<i>Büyüme oranı (yıllık)</i>	24.4%	38.0%	27.1%	109.4%	81.1%	71.6%
Brüt kar	6,985	10,121	13,414	26,774	49,233	83,558
FAVÖK	3,149	5,067	6,481	11,867	19,131	34,433
<i>Büyüme oranı (yıllık)</i>	67.6%	60.9%	27.9%	83.1%	61.2%	80.0%
FVÖK	2,066	3,697	4,678	9,274	14,492	26,813
<i>Büyüme oranı (yıllık)</i>	35.1%	78.9%	26.5%	98.2%	56.3%	85.0%
Diğer gelir/gider	56	89	-555	241	437	750
Finansman geliri/gideri	-531	-434	-214	-717	-1,057	-1,814
Vergi öncesi kar	1,591	3,352	3,910	8,799	13,872	25,749
Vergi	-366	-745	-959	-640	-3,191	-5,922
<i>Efektif vergi oranı</i>	23.0%	22.2%	24.5%	7.3%	23.0%	23.0%
Kontrol gücü olmayan paylar	0	0	18	2	3	6
Net kar	1,225	2,607	2,932	8,157	10,679	19,821
<i>Büyüme oranı (yıllık)</i>	-2.0%	112.8%	12.5%	178.2%	30.9%	85.6%
Hisselerin ağırlıklı ortalama sayısı (m)	607	607	607	607	607	607
Hisse başı net kar (TL)	2.02	4.29	4.83	13.43	17.59	32.64
Hisse başı temettü (TL)	0.50	5.50	3.00	5.00	12.31	22.85
<i>Temettü ödeme oranı</i>	25.0%	128.1%	62.1%	37.2%	70.0%	70.0%

Nakit akışı (TLm)	2021	2022	2023T	2024T	Bilanço (TLm)	2021	2022	2023T	2024T
FVÖK	3,141	6,977	10,331	19,674	Nakit	1,497	2,182	2,444	6,276
Amortisman ve itfa giderleri	1,803	2,593	4,639	7,620	Dönen varlıklar	14,011	28,095	46,559	79,229
İşletme sermayesindeki değişim	-224	1,213	2,023	3,701	Maddi duran varlıklar	7,898	22,541	29,777	41,498
Ödenen vergiler	-835	-1,930	-3,319	-6,181	Maddi olmayan duran varlıklar	53	52	54	57
Toplam yatırım harcaması	-2,222	-4,669	-8,932	-14,291	Duran varlıklar	16,401	36,589	45,683	58,849
Yatırım harcaması/hasılat	-3.2%	-3.2%	-3.3%	-3.1%	Toplam Varlıklar	30,412	64,684	92,242	138,078
Serbest nakit akışı	1,663	4,184	4,742	10,522	Kısa vadeli yükümlülükler	15,865	28,810	50,238	82,828
Serbest nakit akış oranı verimi (%)	2.4%	2.8%	1.8%	2.3%	Uzun vadeli yükümlülükler	6,738	10,465	8,949	9,843
Ödenen temettüler	-3,339	-1,822	-3,036	-7,475	Özkaynaklar	7,809	25,409	33,055	45,407
Nakit ve nakit bnz. Net değişim	384	685	262	3,832	Toplam Kaynaklar	30,412	64,684	92,242	138,078
					Net işletme sermayesi	-1,827	-3,040	-5,062	-8,763
					Net borç (nakit)	-5,153	-7,717	-7,311	-4,655

Kaynak: Şirket finansalları, ÜNLÜ & Co. tahminleri

MİGROS

Değerleme çarpanları	2019	2020	2021	2022	2023T	2024T
F/K (x)	-144.1	-175.9	197.4	27.4	17.0	10.1
FD/FAVÖK(x)	35.8	33.4	25.1	11.6	6.5	3.0
FD/satış (x)	3.3	2.6	2.0	0.9	0.4	0.2
Temettü verimi (%)	0.0	0.0	0.0	0.7	1.8	5.0

Oran analizi	2019	2020	2021	2022	2023T	2024T
Sermaye verimliliği (%)	-103.2	-228.9	126.7	113.1	70.7	66.2
Sermaye verimliliği (FVÖK temelli) (%)	34.5	24.4	48.6	119.5	262.2	-758.3
Brüt marj (%)	26.8	25.7	24.1	23.9	22.8	22.8
FAVÖK marjı (%)	9.2	7.7	8.0	8.0	6.6	6.7
FVÖK marjı (%)	5.7	4.8	5.5	6.4	5.1	5.2
Ner kar marjı (%)	-2.1	-1.4	1.0	3.5	2.8	2.7
Net borç/FAVÖK (x)	1.0	0.3	-0.2	-0.9	-1.2	-1.3
FAVÖK/Finansman gideri (net) (x)	-0.2	-0.2	-0.2	-0.1	-0.1	0.0

Kar ve zarar (TLm)	2019	2020	2021	2022	2023T	2024T
Net satışlar	23,197	28,790	36,272	74,502	146,495	256,575
<i>Büyüme oranı (yıllık)</i>	23.9%	24.1%	26.0%	105.4%	96.6%	75.1%
Brüt kar	6,205	7,399	8,755	17,800	33,401	58,499
FAVÖK	2,127	2,224	2,894	5,968	9,697	17,112
<i>Büyüme oranı (yıllık)</i>	86.0%	4.6%	30.1%	106.2%	62.5%	76.5%
FVÖK	1,321	1,381	1,987	4,790	7,467	13,335
<i>Büyüme oranı (yıllık)</i>	55.6%	4.5%	43.9%	141.1%	55.9%	78.6%
Diğer gelir/gider	-516	-347	-1,128	-2,065	-2,238	-4,222
Finansman geliri/gideri	-476	-473	-481	-559	-654	-754
Vergi öncesi kar	-468	-220	226	1,909	5,192	9,125
Vergi	-24	-183	133	672	-1,038	-2,099
<i>Efektif vergi oranı</i>	-5.2%	-83.3%	-58.6%	-35.2%	20.0%	23.0%
Kontrol gücü olmayan paylar	0	0	0	10	10	10
Net kar	-492	-403	359	2,590	4,163	7,035
<i>Büyüme oranı (yıllık)</i>	NM	NM	NM	621.1%	60.7%	69.0%
Hisselerin ağırlıklı ortalama sayısı (m)	181	181	181	181	181	181
Hisse başı net kar (TL)	-2.718	-2.227	1.984	14.307	22.995	38.858
Hisse başı temettü (TL)	0.00	0.00	0.00	2.61	6.90	19.43
<i>Temettü ödeme oranı</i>	0.0%	0.0%	0.0%	18.2%	30.0%	50.0%

Nakit akışı (TLm)	2021	2022	2023T	2024T	Bilanço (TLm)	2021	2022	2023T	2024T
FVÖK	245	1,884	3,387	5,887	Nakit	3,635	8,067	13,047	24,283
Amortisman ve itfa giderleri	907	1,178	2,230	3,777	Dönen varlıklar	8,704	20,123	36,752	65,550
İşletme sermayesindeki değişim	889	4,899	9,578	14,423	Maddi duran varlıklar	3,750	6,966	12,130	18,793
Ödenen vergiler	-153	-596	-1,194	-2,080	Maddi olmayan duran varlıklar	209	229	229	229
Toplam yatırım harcaması	-969	-2,262	-6,004	-8,006	Duran varlıklar	9,397	16,301	23,519	32,705
Yatırım harcaması/hasılat	-2.7%	-3.0%	-4.1%	-3.1%	Toplam Varlıklar	18,100	36,424	60,271	98,255
Serbest nakit akışı	919	5,103	7,996	14,001	Kısa vadeli yükümlülükler	13,109	26,010	46,399	78,243
Serbest nakit akış oranı verimi (%)	2.5%	6.8%	5.5%	5.5%	Uzun vadeli yükümlülükler	4,455	6,324	6,092	6,444
					Özkaynaklar	536	4,046	7,737	13,523
					Toplam Kaynaklar	18,100	36,424	60,271	98,255
Ödenen temettüler	0	0	-472	-1,249	Net işletme sermayesi	-4,687	-9,586	-19,164	-33,587
Nakit ve nakit bnz. Net değişim	398	4,432	4,981	11,236	Net borç (nakit)	-2,445	611	6,615	17,460

Kaynak: Şirket finansalları, ÜNLÜ & Co. tahminleri

ŞOK MARKETLER

Değerleme çarpanları	2019	2020	2021	2022	2023T	2024T
F/K (x)	-119.4	131.0	111.7	15.0	10.9	6.7
FD/FAVÖK(x)	25.4	17.6	14.2	8.2	4.7	2.5
FD/satış (x)	2.3	1.7	1.3	0.7	0.3	0.2
Temettü verimi (%)	0.0	0.2	0.0	0.8	2.8	4.5

Oran analizi	2019	2020	2021	2022	2023T	2024T
Sermaye verimliliği (%)	-256.1	242.5	85.2	141.6	70.5	55.5
Sermaye verimliliği (FVÖK temelli) (%)	77.2	71.0	77.3	68.7	67.4	83.6
Brüt marj (%)	23.3	23.6	23.4	23.8	23.2	23.3
FAVÖK marjı (%)	9.2	9.8	9.2	8.0	7.4	7.6
FVÖK marjı (%)	5.4	6.6	6.3	6.1	5.7	6.0
Ner kar marjı (%)	-1.9	1.3	1.1	4.0	3.0	2.8
Net borç/FAVÖK (x)	1.1	0.6	0.6	0.7	0.3	0.0
FAVÖK/Finansman gideri (net) (x)	-0.4	-0.3	-0.3	-0.2	-0.2	-0.2

Kar ve zarar (TLm)	2019	2020	2021	2022	2023T	2024T
Net satışlar	16,052	21,354	28,412	59,292	109,631	188,732
<i>Büyüme oranı (yıllık)</i>	33.1%	33.0%	33.1%	108.7%	84.9%	72.2%
Brüt kar	3,740	5,036	6,644	14,097	25,434	43,975
FAVÖK	1,470	2,099	2,622	4,772	8,100	14,416
<i>Büyüme oranı (yıllık)</i>	133.3%	42.8%	24.9%	82.0%	69.7%	78.0%
FVÖK	872	1,402	1,788	3,625	6,270	11,233
<i>Büyüme oranı (yıllık)</i>	102.8%	60.8%	27.6%	102.7%	73.0%	79.1%
Diğer gelir/gider	-549	-553	-820	-530	-585	-1,227
Finansman geliri/gideri	-566	-555	-667	-1,151	-1,826	-3,079
Vergi öncesi kar	-244	294	301	1,945	3,860	6,928
Vergi	54	22	-18	-435	579	1,593
<i>Efektif vergi oranı</i>	22.3%	-7.5%	6.0%	22.4%	-15.0%	-23.0%
Kontrol gücü olmayan paylar	0	-1	-5	0	0	0
Net kar	-298	272	319	2,380	3,281	5,334
<i>Büyüme oranı (yıllık)</i>	-545.0%	-191.1%	17.3%	646.2%	37.9%	62.6%
Hisselerin ağırlıklı ortalama sayısı (m)	593	593	593	593	593	593
Hisse başı net kar (TL)	-0.503	0.458	0.538	4.011	5.530	8.991
Hisse başı temettü (TL)	0.00	0.13	0.00	0.51	1.66	2.70
<i>Temettü ödeme oranı</i>	0.0%	29.3%	0.0%	12.6%	30.0%	30.0%

Nakit akışı (TLm)	2021	2022	2023T	2024T	Bilanço (TLm)	2021	2022	2023T	2024T
FVÖK	794	2,211	3,656	6,732	Nakit	1,344	859	2,755	5,516
Amortisman ve itfa giderleri	834	1,147	1,829	3,182	Dönen varlıklar	4,370	10,458	20,043	36,097
İşletme sermayesindeki değişim	-32	-1,067	1,128	631	Maddi duran varlıklar	1,829	3,044	5,264	8,766
Ödenen vergiler	-231	-597	-738	-2,051	Maddi olmayan duran varlıklar	125	145	196	274
Toplam yatırım harcaması	-797	-1,674	-2,536	-4,079	Duran varlıklar	5,365	8,319	12,126	17,252
Yatırım harcaması/hasılat	-2.8%	-2.8%	-2.3%	-2.2%	Toplam Varlıklar	9,735	18,777	32,169	53,349
Serbest nakit akışı	567	20	3,338	4,415	Kısa vadeli yükümlülükler	7,066	12,798	21,993	36,182
Serbest nakit akış oranı verimi (%)	2.0%	0.0%	3.0%	2.3%	Uzun vadeli yükümlülükler	2,173	3,114	3,730	4,403
Ödenen temettüler	-80	0	-300	-984	Özkaynaklar	496	2,865	6,446	12,765
Nakit ve nakit bnz. Net değişim	195	-485	1,896	2,761	Toplam Kaynaklar	9,735	18,777	32,169	53,349
					Net işletme sermayesi	-2,372	-1,305	-2,432	-3,063
					Net borç (nakit)	-1,666	-3,417	-2,160	-136

Kaynak: Şirket finansalları, ÜNLÜ & Co. tahminleri

BİZİM TOPTAN

Değerleme çarpanları	2019	2020	2021	2022	2023T	2024T
F/K (x)	94.3	81.7	37.9	11.2	81.3	15.3
FD/FAVÖK(x)	11.1	11.2	6.9	3.5	2.5	1.3
FD/satış (x)	0.6	0.5	0.4	0.2	0.1	0.1
Temettü verimi (%)	0.3	0.6	0.0	1.6	0.2	1.3

Oran analizi	2019	2020	2021	2022	2023T	2024T
Sermaye verimliliği (%)	25.0	26.0	44.6	78.8	7.9	35.4
Sermaye verimliliği (FVÖK temelli) (%)	884.4	-123.0	-170.3	5102.5	826.5	-1080.6
Brüt marj (%)	11.4	10.8	12.3	14.3	13.2	13.1
FAVÖK marjı (%)	5.7	4.7	5.6	5.6	4.5	4.6
FVÖK marjı (%)	4.3	3.3	4.3	4.7	3.5	3.6
Ner kar marjı (%)	0.7	0.7	1.1	2.0	0.2	0.6
Net borç/FAVÖK (x)	-1.5	-2.0	-1.5	-0.8	-0.8	-0.7
FAVÖK/Finansman gideri (net) (x)	-0.6	-0.5	-0.6	-0.6	-0.6	-0.6

Kar ve zarar (TLm)	2019	2020	2021	2022	2023T	2024T
Net satışlar	4,521	5,362	7,173	14,039	23,523	36,473
Büyüme oranı (yıllık)	21.3%	18.6%	33.8%	95.7%	67.6%	55.1%
Brüt kar	515	582	883	2,015	3,099	4,775
FAVÖK	259	252	401	789	1,053	1,674
Büyüme oranı (yıllık)	75.0%	-2.7%	59.1%	96.7%	33.5%	59.1%
FVÖK	192	176	306	657	814	1,324
Büyüme oranı (yıllık)	58.2%	-8.4%	73.7%	114.8%	23.9%	62.6%
Diğer gelir/gider	-4	-7	13	9	-126	-98
Finansman geliri/gideri	-147	-121	-245	-500	-637	-954
Vergi öncesi kar	42	49	74	166	51	272
Vergi	-8	-10	8	112	-13	-68
Efektif vergi oranı	20.4%	21.4%	-11.0%	-67.8%	25.0%	25.0%
Kontrol gücü olmayan paylar	0	0	0	1	1	1
Net kar	33	38	82	278	38	204
Büyüme oranı (yıllık)	52.9%	15.4%	115.4%	238.4%	-86.2%	431.7%
Hisselerin ağırlıklı ortalama sayısı (m)	60	60	60	60	60	60
Hisse başı net kar (TL)	0.551	0.636	1.371	4.640	0.640	3.401
Hisse başı temettü (TL)	0.14	0.32	0.00	0.83	0.13	0.68
Temettü ödeme oranı	25.0%	50.4%	0.0%	18.0%	20.0%	20.0%

Nakit akışı (TLm)	2021	2022	2023T	2024T	Bilanço (TLm)	2021	2022	2023T	2024T
FVÖK	219	537	661	1,087	Nakit	585	635	804	1,207
Amortisman ve itfa giderleri	95	132	239	350	Dönen varlıklar	1,541	2,967	4,626	7,031
İşletme sermayesindeki değişim	62	-111	247	318	Maddi duran varlıklar	299	531	791	1,214
Ödenen vergiler	-48	-118	-145	-239	Maddi olmayan duran varlıklar	59	46	46	46
Toplam yatırım harcaması	-152	-294	-353	-547	Duran varlıklar	598	1,045	1,352	1,827
Yatırım harcaması/hasılat	-2.1%	-2.1%	-1.5%	-1.5%	Toplam Varlıklar	2,138	4,012	5,979	8,858
Serbest nakit akışı	175	146	648	969	Kısa vadeli yükümlülükler	1,730	3,206	5,178	7,840
Serbest nakit akış oranı verimi (%)	2.4%	1.0%	2.8%	2.7%	Uzun vadeli yükümlülükler	192	316	322	343
					Özkaynaklar	216	490	479	675
					Toplam Kaynaklar	2,138	4,012	5,979	8,858
Ödenen temettüler	-19	0	-50	-8	Net işletme sermayesi	-437	-326	-573	-891
Nakit ve nakit bnz. Net değişim	85	49	169	403	Net borç (nakit)	364	322	489	861

Kaynak: Şirket finansalları, ÜNLÜ & Co. tahminleri

Bahsi geçen şirketler
Bim (BIMAS.IS, Tavsiye: Al)
Migros (MGROS.IS, Tavsiye: Al)
Şok Marketler (SOKM.IS, Tavsiye: Al)
Bizim Toptan (BIZIM.IS, Tavsiye: Tut)

Beyan Eki

Bu araştırma raporundaki bilgiler ve görüşler **ÜNLÜ Menkul Değerler A.Ş ("ÜNLÜ & Co")** tarafından hazırlanmıştır.

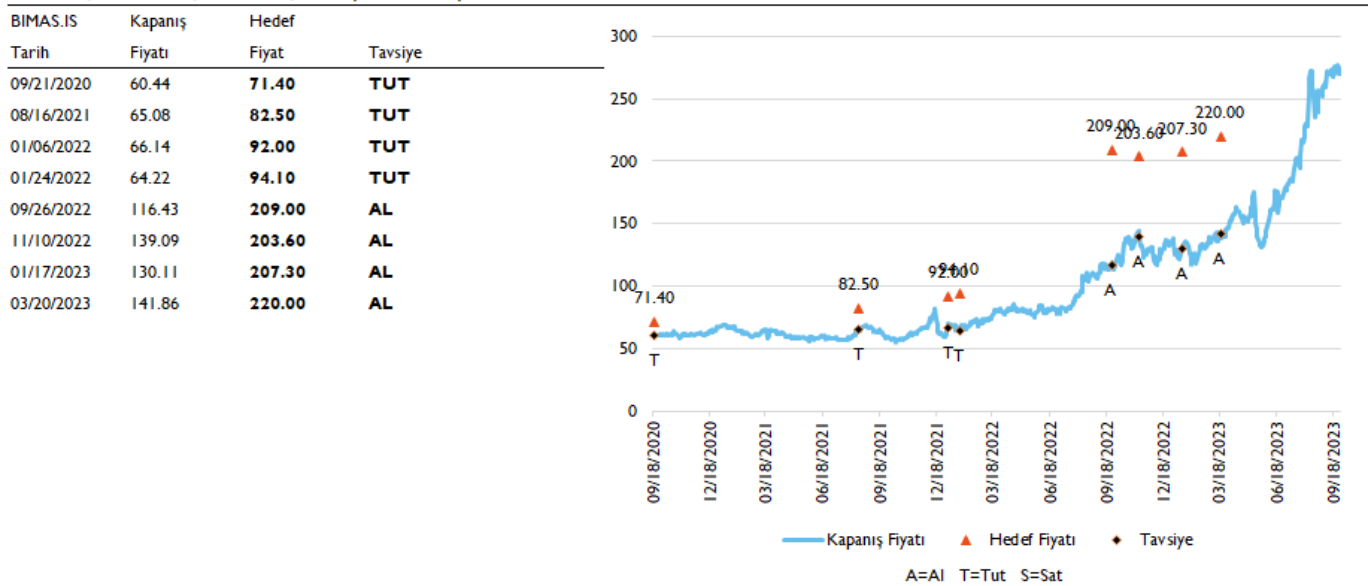
Önemli açıklamalar için, işbu raporun konusu olan şirketler ile ilgili hisse senedi fiyat grafikleri ve derecelendirme geçmişleri ile ilgili olarak, +90 212 367 3636 numaralı telefondan ÜNLÜ & Co Araştırma ve/veya Uyum Departmanı ile irtibata geçmeniz rica olunur.

Değerlendirme metodolojisi ve bu araştırma raporunda atıfta bulunulan fiyat hedefleriyle ilişkili riskler konusunda, belirli bir hisse senedi konusunda değerlendirme metodolojisi ve riskler ile ilgili bir talepler için UNLUResearch@unluco.com adresine e-mail göndermeniz rica olunur.

Erol Danış işbu vesileyle analiz edilen şirketler veya menkul kıymetlerle ilgili olarak, (1) işbu raporda ifade edilen görüşlerin, söz konusu şirketler ve menkul kıymetlerin tamamı hakkındaki kişisel görüşlerini doğru şekilde yansıttığını ve (2) ücretlerinin hiçbir bölümünün, işbu raporda ifade edilen spesifik tavsiye veya görüşlerle doğrudan veya dolaylı olarak ilgili olmadığını, bulunmadığını ve olmayacağını onaylamaktadır(lar).

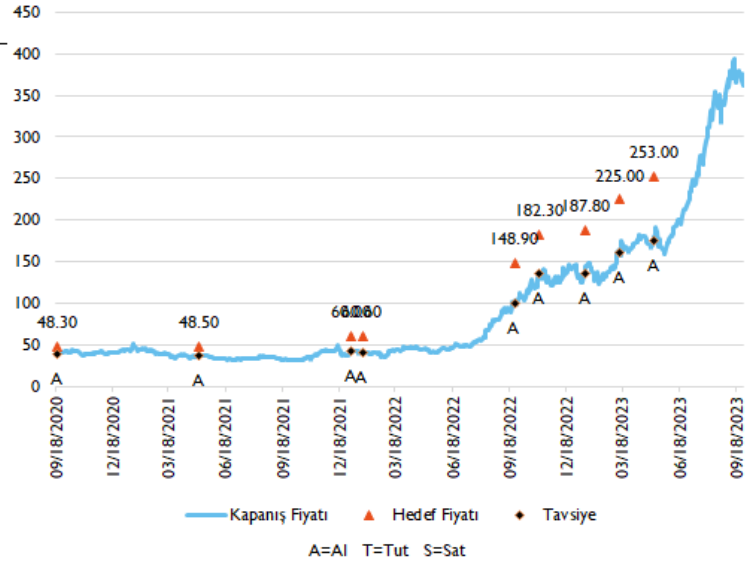
Tam şirket unvanları için Bahsi Geçen Şirketler bölümüne bakınız.

3 Yıllık Fiyat, Hedef Fiyat ve Tavsiye Değişikliği Geçmiş Seri Grafiği BIMAS.IS

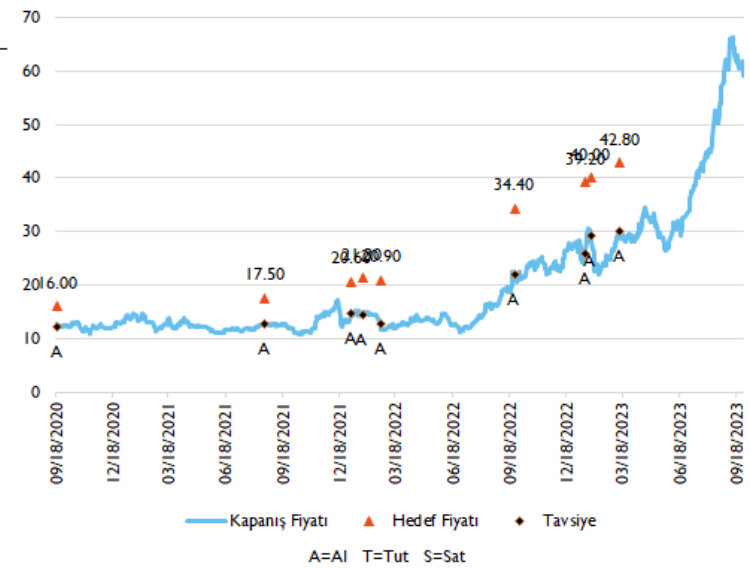


3 Yıllık Fiyat, Hedef Fiyat ve Tavsiye Değişikliği Geçmiş Seri Grafiği MGROS.IS

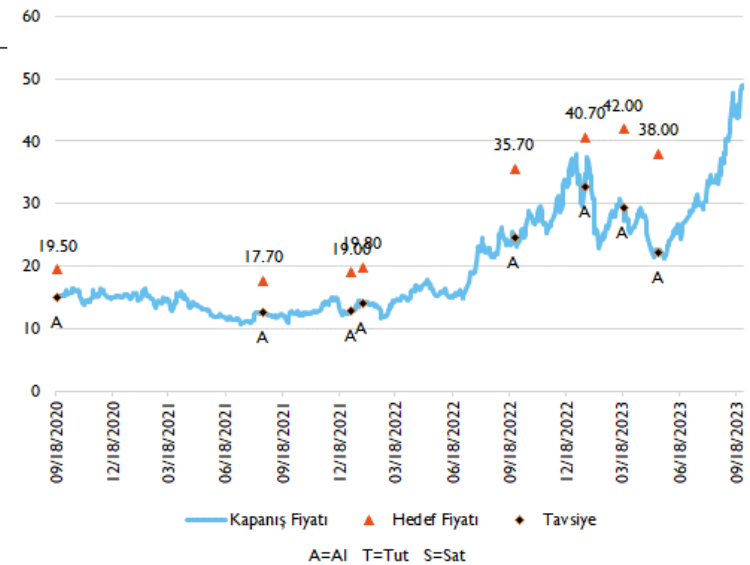
Tarih	Kapanış Fiyatı	Hedef Fiyat	Tavsiye
09/21/2020	38.57	48.30	AL
05/06/2021	36.33	48.50	AL
01/06/2022	42.26	60.00	AL
01/24/2022	39.85	60.60	AL
09/26/2022	99.19	148.90	AL
11/04/2022	135.25	182.30	AL
01/17/2023	135.74	187.80	AL
03/14/2023	159.97	225.00	AL
05/08/2023	175.24	253.00	AL


3 Yıllık Fiyat, Hedef Fiyat ve Tavsiye Değişikliği Geçmiş Seri Grafiği SOKM.IS

Tarih	Kapanış Fiyatı	Hedef Fiyat	Tavsiye
09/21/2020	12.21	16.00	AL
08/20/2021	12.70	17.50	AL
01/06/2022	14.59	20.60	AL
01/24/2022	14.52	21.30	AL
02/23/2022	12.83	20.90	AL
09/26/2022	22.02	34.40	AL
01/17/2023	25.89	39.20	AL
01/26/2023	29.33	40.00	AL
03/13/2023	30.01	42.80	AL


3 Yıllık Fiyat, Hedef Fiyat ve Tavsiye Değişikliği Geçmiş Seri Grafiği BIZIM.IS

Tarih	Kapanış Fiyatı	Hedef Fiyat	Tavsiye
09/21/2020	14.95	19.50	AL
08/18/2021	12.58	17.70	AL
01/06/2022	12.84	19.00	AL
01/24/2022	13.95	19.80	AL
09/26/2022	24.66	35.70	AL
01/17/2023	32.76	40.70	AL
03/20/2023	29.42	42.00	AL
05/15/2023	22.22	38.00	AL



ÜNLÜ Menkul hisse derecelendirmeleri dağılımı:

Yayınlanma tarihinde derecelendirme dağılımı	AL	TUT	SAT	Kısıtlı
Tüm derecelendirmeler (%)	54	44	2	0

Analistin hisse derecelendirmeleri aşağıdaki şekilde tanımlanmaktadır*:

AI (B): Hissenin toplam getirisinin*, önümüzdeki 12 aylık sürede % 20'den daha fazla (veya kabul edilen riske bağlı olarak daha fazla) olması beklenmektedir.

Tut (H): Hissenin toplam getirisinin önümüzdeki 12 aylık sürede % 10-20 aralığında olması beklenmektedir.

Sat (S): Hissenin toplam getirisinin önümüzdeki 12 aylık sürede % 10'dan daha az olması beklenmektedir.

Kapsanmamaktadır: ÜNLÜ & Co Araştırması, ihraççiyi kapsamamakta veya ihraççı veya onunla ilgili menkul kıymetler konusunda bir yatırım görüşü sunmamaktadır. ÜNLÜ & Co'nun kapsamadığı menkul kıymetler veya şirketler hakkında, Araştırma'dan gelen herhangi bir iletişim halka açık bilgi veya konsensüs tahminlerinin bir analizine dayalı olarak oluşturulan gerçeğe dayalı veya makul, maddi olmayan bir çıkarım niteliğindedir.

Hedef Fiyat: TRY387 (BIMAS.IS)

Metod: İNA

Riskler: Makroekonomik ortamda daha şiddetli bir bozulma, irrasyonel rekabet, ve faaliyet stratejilerinden sapmalardır

Hedef Fiyat: TRY530 (MGROS.IS)

Metod: İNA

Riskler: Makroekonomik ortamda daha şiddetli bir bozulma, irrasyonel rekabet, ve faaliyet stratejilerinden sapmalardır

Hedef Fiyat: TRY88 (SOKM.IS)

Metod: İNA

Riskler: Makroekonomik ortamda daha şiddetli bir bozulma, irrasyonel rekabet, ve faaliyet stratejilerinden sapmalardır

Hedef Fiyat: TRY58 (BIZIM.IS)

Metod: İNA

Riskler: Makroekonomik ortamda çok güçlü iyileşme, faaliyet karlılığında beklentilerden daha güçlü artış

*Toplam getiri, hisse senedinin beklenen Sermaye Değerlendirmesi ve beklenen Temettü Getirisinin toplamı olarak hesaplanmaktadır.

*ÜNLÜ & Co Küçük ve Orta Büyüklükteki Danışman hisseleri: Hisse derecelendirmeleri Borsa İstanbul A.Ş. ("BİST") endeksinde ilişkindir.

ÜNLÜ & Co'nun politikası, araştırma raporlarını, söz konusu şirket, sektör veya araştırma raporunda ifade edilen görüşler veya kanaatler üzerinde önemli bir etkiye sahip olabilecek nitelikteki pazar ile ilgili gelişmelere dayalı olarak güncellemektir.

ÜNLÜ & Co'nun politikası sadece tarafsız, bağımsız, açık, gerçekçi olan ve yanıltıcı olmayan bir yatırım araştırması yayımlamaktır. Daha fazla ayrıntı için, Çıkar Çatışmalarının Yönetimi Politikasını incelemeniz rica olunur.

Olası Çıkar Çatışmaları Sınıflandırmaları için lütfen tıklayınız.

Şirket	Sınıflandırma
Bim	Çıkar çatışması bulunmamaktadır.
Migros	Çıkar çatışması bulunmamaktadır.
Şok Marketler	D
Bizim Toptan	D

Uyarı ve Gizlilik Notu

ÜNLÜ Menkul Değerler A.Ş. ("ÜNLÜ & Co"), Sermaye Piyasası Kurulu ("SPK") tarafından yetkilendirilmiş ve SPK düzenlemelerine tabi bir kurumdur. Bu rapor, ÜNLÜ & Co tarafından hazırlanmıştır. Burada yer alan bilgiler ve diğer kaynaklardan temin edilen bilgiler, güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan derlenmiş olup ÜNLÜ & Co tarafından denetlenmemiş veya bağımsız olarak doğrulanmamıştır. Bu raporda yer alan bilgilerin eksiksiz olduğu iddiası bulunmadığı gibi bilgilerin her zaman değişikliğe uğrayabileceği de göz önüne alınmalıdır.

Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeler, yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. SPK mevzuatı gereğince, yatırım danışmanlığı hizmeti, yetkili kuruluşlar tarafından kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel olarak sunulmaktadır. Burada yer alan yorum

ve tavsiyeler ise genel niteliktedir. ve yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Söz konusu görüşler herhangi bir yatırım aracının alım-satım önerisi ya da getiri vaadi olmayıp Yatırımcılar'ın mali durumu ile risk ve getiri tercihlerine de uygun olmayabilir. Bu sebeple, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı alınması, beklentilere uygun sonuçlar doğurmayabilir. Zarara uğramamak için gerekli basiret, dikkat ve özen gösterilmelidir. Bu raporun ticari amaçlı kullanımından dolayı ve burada yer alan görüşlere dayanarak Yatırımcılar'ın ve üçüncü tarafların işlem yapması durumunda uğranılacak maddi ve manevi zararlardan ÜNLÜ & Co ve ÜNLÜ & Co çalışanları sorumlu değildir ve bu konuda ÜNLÜ & Co'dan herhangi bir talepte bulunulamaz.

İşbu raporda sunulan bilgi, araç ve materyaller tarafınıza sadece bilgilendirme amaçlı olarak sunulmakta olup menkul kıymetlerin veya diğer finansal araçların satma veya satın alma veya sözü edilenler için iştirak taahhüdünde bulunulması ile ilgili bir teklif veya talep olarak kullanılmamalı veya dikkate alınmamalıdır. ÜNLÜ & Co işbu raporda belirtilen menkul kıymetlerin belirli herhangi bir yatırımcı açısından uygun olmasını temin etmek adına herhangi bir adım atmış olmayabilir. ÜNLÜ & Co bu belgenin alıcılarını, raporu almaları dolayısıyla müşterileri olarak ele almayacaktır. İşbu raporda ihtiva edilen veya belirtilen yatırım veya hizmetler tarafınız açısından uygun olmayabilir ve söz konusu yatırımlar veya yatırım hizmetleri konusunda herhangi bir şüpheniz varsa, bağımsız yatırım danışmanınıza başvurmanız tavsiye edilmektedir. İşbu rapordaki hiçbir şey, herhangi bir yatırım veya stratejinin, münferit durumlarınıza uygun veya uyumlu olduğuna dair herhangi şekilde yatırım, hukuk, muhasebe veya vergi konularında bir tavsiye veya bir beyan teşkil etmediği gibi bunun dışında tarafınıza yönelik kişisel bir tavsiye de teşkil etmemektedir. ÜNLÜ & Co, yatırımın vergi sonuçları konusunda bir tavsiyede bulunmamakta olup bağımsız vergi danışmanınızla irtibat kurmanız tavsiye olunmaktadır. Vergilendirme matrahı ve seviyelerinin değişiklik gösterebileceğine bilhassa dikkat ediniz.

ÜNLÜ & Co işbu raporun Beyan Ekinde bulunan bilgi ve görüşlerin doğru ve tam olduğuna inanmaktadır. Raporun diğer bölümlerinde sunulan bilgi ve görüşler, ÜNLÜ & Co'nun, güvenilir olduğuna düşündüğü kaynaklardan elde edilmiş veya alınmış olmakla birlikte ÜNLÜ & Co söz konusu bilgi ve görüşlerin doğruluğu veya tamlığı konusunda hiçbir beyanda bulunmamaktadır. İlave bilgiler talep üzerine mevcut bulundurulmaktadır. ÜNLÜ & Co, söz konusu sorumluluk sınırlamasının, ÜNLÜ & Co'nun tabi olduğu spesifik mevzuat veya yönetmelikler altında sorumluluğun ortaya çıkması dışında, işbu raporda sunulan materyalin kullanımından kaynaklanan zararlar dolayısıyla hiçbir sorumluluk kabul etmemektedir. İşbu rapora bağımsız kararın yerine geçmek üzere güvenilmemelidir. ÜNLÜ & Co söz konusu menkul kıymet konusunda bir alım satım çağırısı yapmış olabileceği gibi gelecekte de yapabilir. İlave olarak, ÜNLÜ & Co işbu raporda sunulan bilgilerle tutarsız veya işbu raporda sunulan bilgilerden farklı sonuçlara ulaşan başkaca raporlar çıkarmış olabileceği gibi gelecekte de çıkarabilecektir. Söz konusu raporlar, söz konusu raporları hazırlayan analistlerin farklı varsayımları, görüşleri ile analitik yöntemlerini yansıtmakta olup ÜNLÜ & Co söz konusu raporların bu raporun herhangi bir alıcısının dikkatine getirilmesini temin etme yükümlülüğü altında bulunmamaktadır. ÜNLÜ & Co işbu raporda zikredilen şirketleri ilgilendiren birçok işe dahil olmaktadır.

Araştırmada bahsedilen herhangi bir şirket veya ihraççı veya menkul kıymetler veya pazarlar yahut da gelişmelerin açıklamalarının tam olması amaçlanmamaktadır. Araştırma, alıcılar tarafından, Araştırma konusu belirli herhangi bir alıcının belirli yatırım amaçları, finansal durumu veya belirli ihtiyaçları ile ilgili olmadığı için kendi kanaatlerinin uygulanmasının bir ikamesi olarak ele alınmamalıdır.

Geçmiş performans gelecekteki performansın bir göstergesi veya garantisi olarak kabul edilmemelidir ve gelecek performans konusunda açık veya zımnî hiçbir beyan veya garantide bulunulmamaktadır. İşbu raporun içerdiği bilgi, görüşler ve tahminler ÜNLÜ & Co tarafından yayımlandığı ilk tarihteki düşünceyi yansıtmakta olup bildirimde bulunulmaksızın değişikliğe tabidir. İşbu raporda zikredilen menkul kıymetler veya finansal araçların herhangi birinin fiyatı, değeri veya geliri artabileceği gibi düşüş de gösterebilir. Menkul kıymetlerin veya finansal araçların değerleri kurdaki dalgalanmalara tabi olup bunlar söz konusu menkul kıymetlerin veya finansal araçların fiyatı veya gelirleri üzerinde olumlu veya olumsuz etkiye sahip olabilirler. Amerikan Depo Sertifikası ("ADR") gibi değerleri kur dalgalanmasıyla etkilenen menkul kıymetlerin yatırımcıları bu riski etkin şekilde üstlenmektedir.

ÜNLÜ & Co, kendi Araştırma Analistleri ile bilhassa Yatırım Bankacılığı işi olmak üzere, kendi bünyesindeki diğer iş birimleri ve onların hissedarlarının iş birimleri arasındaki bilgi bariyerlerini korumaktadır. ÜNLÜ & Co analistleri, strateji uzmanları ve ekonomistlerinin ücretleri ÜNLÜ & Co veya hissedarları tarafından gerçekleştirilen Yatırım Bankacılığı veya Sermaye Piyasaları işlemleriyle bağlantılı değildir. ÜNLÜ & Co araştırmasında sunulan bilgi ve görüşler yatırım bankacılığı personeli dâhil diğer ÜNLÜ & Co iş alanlarındaki profesyoneller tarafından gözden geçirilmiş olmayıp söz konusu profesyonellerce bilinen bilgileri yansıtmayabilir.

İşbu rapor, internet sitelerine bağlantı adresleri ve internet sitelerine köprüler saplayabilir. Raporun, ÜNLÜ & Co'nun internet sitesi materyaline atıfta bulunduğu durumlar hariç olmak üzere, ÜNLÜ & Co adres verilen siteyi gözden geçirmemiş olup söz konusu sitenin içeriklerden dolayı sorumluluk kabul etmemektedir. Söz konusu adres veya köprü adresleri (ÜNLÜ & Co'nun internet sitesi materyaline adresler veya köprüler dâhil olmak üzere) sadece size kolaylık ve bilgi sağlama açısından sunulmakta olup bağlantı verilen sitenin bilgileri ve içerikleri hiçbir surette işbu belgenin parçasını teşkil etmemektedir. İşbu rapor vasıtasıyla söz konusu internet sitesine erişim veya verilen söz konusu bağlantı adresini takip etmenin riski tarafınıza ait olacaktır.

İşbu belge, herhangi bir menkul kıymeti satın almaya yönelik bir teklif veya davet teşkil etmemekte veya herhangi bir menkul kıymet için iştirak taahhüdünde bulunma veya herhangi bir menkul kıymeti satın almaya yönelik bir teklif veya davet olarak yorumlanmamalıdır. Herhangi bir teklifteki menkul kıymetler için iştirak taahhüdünde bulunma veya herhangi bir teklifteki menkul kıymetleri satın alma ile ilgili herhangi bir karar, münhasıran izahnamede (ve eklerinde) veya diğer teklifle bağlantılı olarak çıkarılan diğer izahname belgesinde yer alan bilgiler temelinde yapılmalıdır.

ÜNLÜ & Co güvene dayalı bir ilişki veya bir tavsiye oluşturmamaktadır ve bu Araştırma, menkul kıymetler veya ilgili finansal araçların bir teklifi veya menkul kıymetler veya ilgili finansal araçların bir teklifinin teşviki veya yatırım faaliyetiyle ilgilenme daveti veya yönlendirmesi olarak yorumlanmamalıdır; bu Araştırmaya, belirli herhangi bir işlemin muhakkak surette belirtilen fiyattan yapılmış olabileceğinin veya gerçekleştirilebileceğinin bir beyanı olarak istinat edilmemelidir.

Lütfen, bu raporun, ÜNLÜ & Co tarafından esasen piyasa profesyonelleri ve kurumsal yatırımcı müşterilere dağıtım için hazırlanmış olduğuna dikkat ediniz. ÜNLÜ & Co'nun bu raporunun, piyasa profesyonelleri ve kurumsal yatırımcı müşteriler olmayan alıcılarının bu rapora dayalı olarak herhangi bir yatırım kararı almadan önce veya içeriklerinin gerekli açıklaması açısından kendi bağımsız finansal danışmanlarından tavsiye almaları gerekmektedir. ÜNLÜ & Co bir BIST üyesidir.