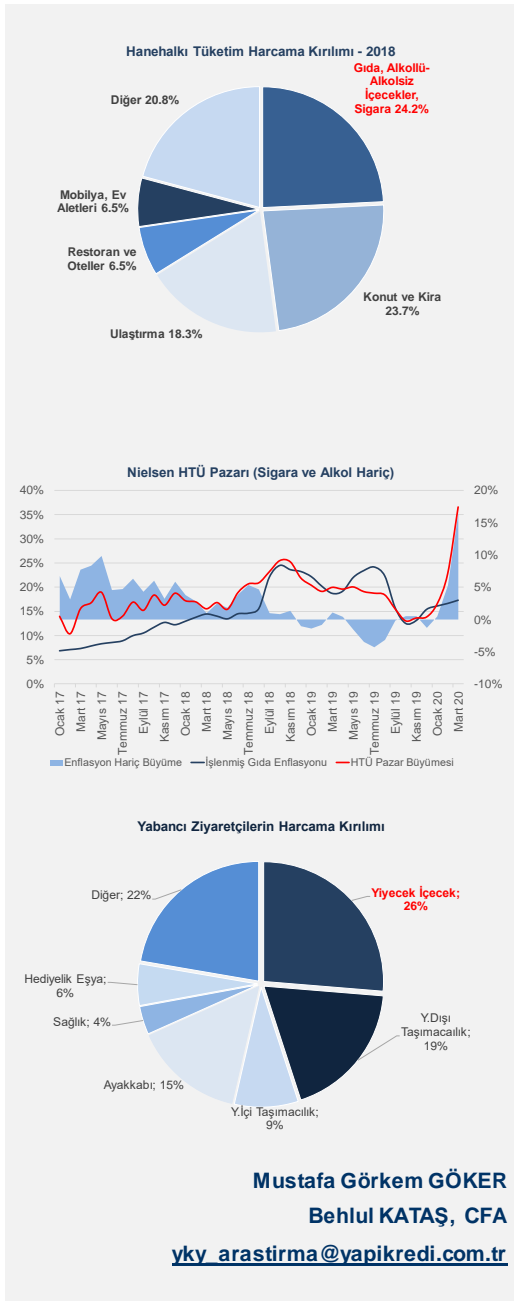


## Normalleşme sürecinde üretici şirketler daha cazip olacak

Türk Tüketim Sektörü ile ilgili 2020'nin başındaki olumlu görüşümüz, Kovid-19 sonrası ortadan kalkmasa da artan belirsizlikler nedeniyle kısmen azaldı ve pazardaki gelişmeler ışığında değişti. Tüketicilerin, ama mecburi ama ihtiyari değişen alışveriş tercihleri, daha yüksek ev içi tüketimini, alışveriş sepetlerinde normalden yüksek artışları ve daha az mağaza ziyaretini beraberinde getirirken, gerek sepet kompozisyonlarında gerekse alışveriş kanalı tercihlerinde farklılıklar göze çarptı. İncelememiz altındaki Gıda Perakendecileri (**BIMAS, BİZİM, MGROS, SOKM**) ve **ULKER**, aylık bazda tarihi zirveye işaret eden talep artışından olumlu etkilenirken, **AEFES** ve **CCOLA**, kar marjı yüksek ev dışı tüketim pazarının azalacağından görece az olumlu etkilendi. Bizim beklentimiz Mart sonu Nisan başı sert yükselen perakende talebinin tedricen normalleşeceği önümüzdeki dönemde hem ev dışı tüketimin yeniden canlanmaya başlaması hem de değerlendirme kaynaklı hisse performansı bakımından, üretici şirketlerin daha ön plana çıkmasıdır.



■ **Türk Tüketim Sektörü ile ilgili 2020'nin başında yapılan olumlu tahminler Kovid-19 sonrası değişmek zorunda kaldı.** İlk çeyrek gerçekleştirmelerine baktığımızda hemen hemen tüm göstergelerde alışılmadık tarihi tüketim farklılıkları göze çarpmaktadır. Kovid 19 kaynaklı bu farklılıkların üretici ve perakendecilere yansması da farklı olmuştur. Takip listemizdeki tüm market zincirleri (BIMAS, BİZİM, MGROS, SOKM) ve ULKER, ürün gamları sayesinde artan ev içi tüketimden olumlu etkilenmişlerdir. Mart ayında, Hızlı Tüketim Ürünleri (HTÜ) pazarı, yıllık %36 büyürken, bu, bugüne kadar aylık bazda gerçekleşen en yüksek artıştır. AEFES ve CCOLA (CCI) yüksek Gıda&İçecek talebinden perakendecilere göre daha sınırlı olumlu etkilenmişlerdir çünkü yüksek marjlı ev dışı tüketimde yaşanan daralma bu şirketlere olumsuz yansacaktır. Yine de, normalleşme sürecinin başlaması ve ev dışı tüketimin canlanması, bu olumsuzluğu azaltacaktır.

■ **Güçlü ilk çeyrek sonuçları**, eğer birebir yılın geri kalanına yansıtılırsa, bu tüketim değişikliklerinin altında yatan gerçeklerin göz ardı edilmesi anlamına geleceğinden hatalı olacaktır. Bir çok değişiklik yasal zorunluluk ve geçici mecburiyetler nedeniyle gerçekleşmiş olabilir ve hayatın görece normale dönmesiyle ortadan kalkabilir. Ancak, hem gelir hem de gider bazında gözlemlenen bazı değişikliklerin, örneğin artan e-ticaret talebinin, veya yükselen hijyen giderlerinin, kalıcılığı da söz konusu olabilecektir. Dolayısıyla, kriz öncesine aynı şekilde dönüleceği beklentisi de bize göre aynı oranda hatalı bir yaklaşım olacaktır.

■ **Yatırım tezlerimizi ve model varsayımlarımızı tekrar gözden geçirdik.** 2020 için yakın vade olumlu görüşümüz devam etmekle birlikte, artan belirsizlikler nedeniyle belli oranda azaldı. Zayıf ekonomik görünüm, işsizlik ve düşük turizm aktivitesi şirketlerin gelirlerini tehdit ederken, Kovid-19 kapsamında yüklenen ve kalıcı olma riski taşıyan giderler de marjları baskılayacaktır. Buna karşın, sektörün defansif yapısı ve piyasada artan likiditenin HTÜ talebinin devamını destekleyeceğinden, pazarda ciddi bir daralma da beklemiyor; tam tersi, Hanehalkı Tüketimi içinde gıda ve içeceğin payının artacağından piyasa beklentilerinin üzerinde büyümenin devam edebileceğini düşünüyoruz. **CCOLA ve MGROS sektörde en çok tercih ettiğimiz iki hisse.**

## İncelememiz Altındaki Tüketim Sektör Şirket Bilgileri

Şirket Adı	Kodu	Kapanış Fiyatı * (TL)	Hedef Fiyat (TL)	Potansiyel Getiri (%)	Öneri	Piyasa Değeri (USDmn)	Saklama Oranı (%)	3 ay ort. işlem hacmi		F/K (x)		FD/VAFÖK (x)	
								TLmn	USDmn	19	20T	19	20T
Anadolu Efes Biracılık	AEFES	18.4	23.8	29%	AL	1,605	32	10,895	1,605	11.5	-	7.3	10.9
Bim Birleşik Mağazalar	BIMAS	61.7	68.4	11%	TUT	5,518	60	37,464	5,518	21.9	21.5	9.4	10.0
Bizim Toptan Satış Mağazaları	BIZIM	13.5	15.0	11%	TUT	119	46	809	119	14.5	23.4	1.0	2.4
Coca Cola İçecek	CCOLA	41.6	56.2	35%	AL	1,559	25	10,582	1,559	8.6	33.1	5.1	8.9
Migros	MGROS	33.5	43.0	28%	AL	894	36	6,069	894	a.d.	a.d.	3.9	4.5
Şok Marketler Ticaret	SOKM	11.9	14.0	17%	AL	1,075	36	7,300	1,075	a.d.	a.d.	5.2	4.5
Ülker	ULKER	24.0	27.8	16%	TUT	1,208	39	8,201	1,208	7.2	8.9	6.1	6.4

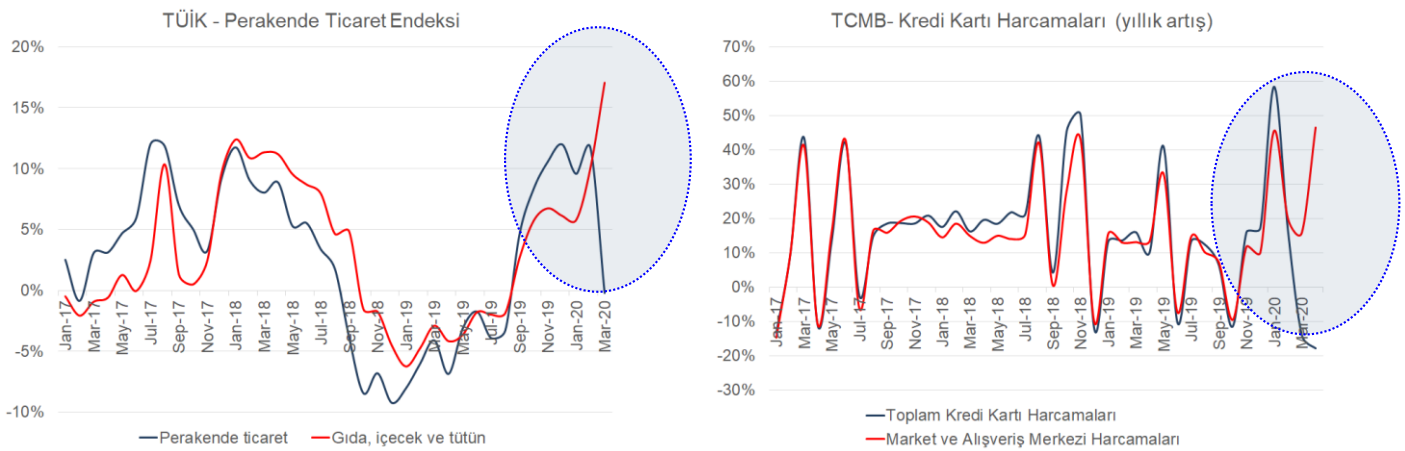
Kaynak: Şirket Finansalları, YKY Araştırma, \* 28 Mayıs 2020 kapanış fiyatları ile güncellenmiştir.

## GENEL GÖRÜNÜM

Yurtiçi tüketim talebini takip için incelediğimiz tüm veri setleri ve kaynaklarda gözlemlediğimiz temel husus, yılın iki ayında gıda ve içecek talebinin güçlü olduğu ancak Mart ayıyla beraber, bakkaliye olarak da adlandırabileceğimiz, market alışverişinin tarihi zirveler yaptığı.

Grafik 1’de Perakende Ticaret Endeksi ile Kredi Kartı Harcamalarının yıllık artışları yer almaktadır. Görüleceği üzere, Covid-19 sonrası hem toplam perakende ticarete hem de toplam kredi kartı harcamalarında azalışlar gözlemlenirken, sırasıyla “Gıda, İçecek ve Tütün” endeksiyle, “Market ve AVM” harcamaları, ters yönde bir hareket sergilemekte ve artışlarını sürdürmektedir. Bu sert yükselişlerin arkasında, o günlerde daha da fazla olan belirsizliklerin ve özellikle sokağa çıkma yasağının nasıl uygulanacağına dair soru işaretlerinin etkisiyle yapılan panik ve stok biriktirme maksatlı alımların rol oynadığını düşünüyoruz.

**Grafik 1: Toplam Perakende Ticaret Endeksi ve Kredi Kartı Harcamaları - Aylık**



Source: TUIK, TCMB, YKY Araştırma

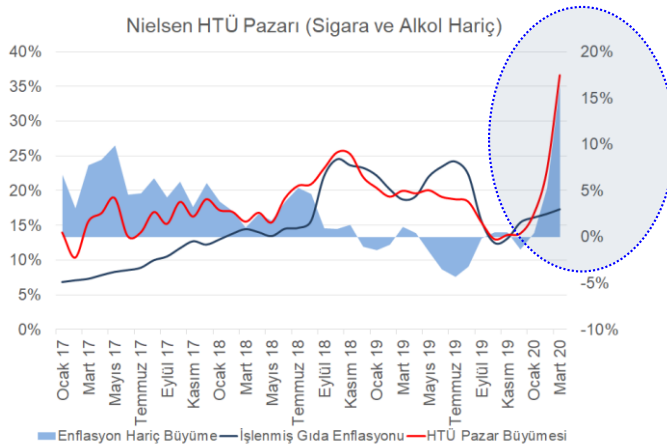
Grafik 2'nin sol tarafında, araştırma şirketi Nielsen'in açıkladığı Hızlı Tüketim Ürünleri Pazar Büyümesi, sağ tarafında ise aynı dönemde halka açık perakendecilerin ciro artışları yer almaktadır.

Nielsen verisi, ki sigara ve alkol hariç hesaplanmaktadır, Mart ayında %36'lık, bugüne kadar aylık bazda kaydedilmemiş bir büyümeyi işaret etmektedir. Grafik 1'de yer alan serilerle uyum gösteren bu tablonun, halka açık şirketlerin finansallarına yansımaları da benzer şekilde olmuş ve Bizim Toptan haricindeki hepsi, özellikle de Bim, pazarın üstünde büyümüşlerdir.

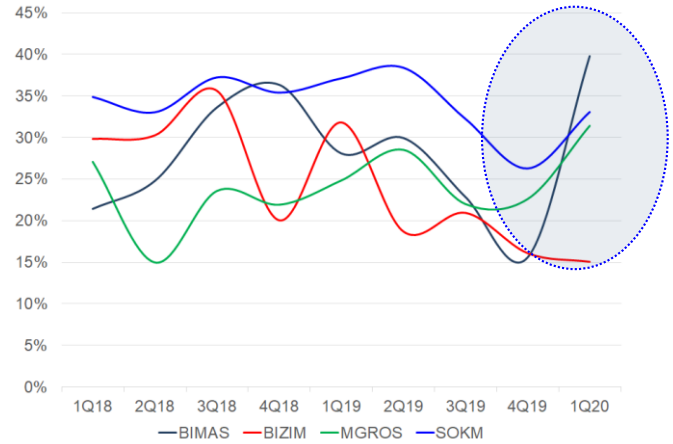
Nielsen'in yayınladığı bir başka veri olan kategori ve satış kanalları bazında büyümenin alt kırılımına yer verdiğimiz Grafik 3 ise temel olarak, kriz dönemlerinde tüketicilerin alışveriş tercihleri hakkında bir fikir vermektedir. Sol tarafta, krizle birlikte 'talebi en çok artan ürünler', sağ tarafta ise tüketicilerin 'hangi satış kanallarını daha çok' tercih ettiği bilgisi yer almaktadır. Buna göre, yasak ve sınırlamalarla birlikte talebi en çok artan ürünler, genel olarak temizlik ürünleri, kolonya, yağ, ve bakliyat olurken, insanların alışveriş tercihinde 500-1000 metrekareli süpermarketler aslan payını kapmıştır.

## Grafik 2: Nielsen HTÜ Pazar Büyümesi ve Halka Açık Perakendeciler

Nielsen – Hızlı Tüketim Ürünleri Pazarı (Sigara ve Alkol Hariç)



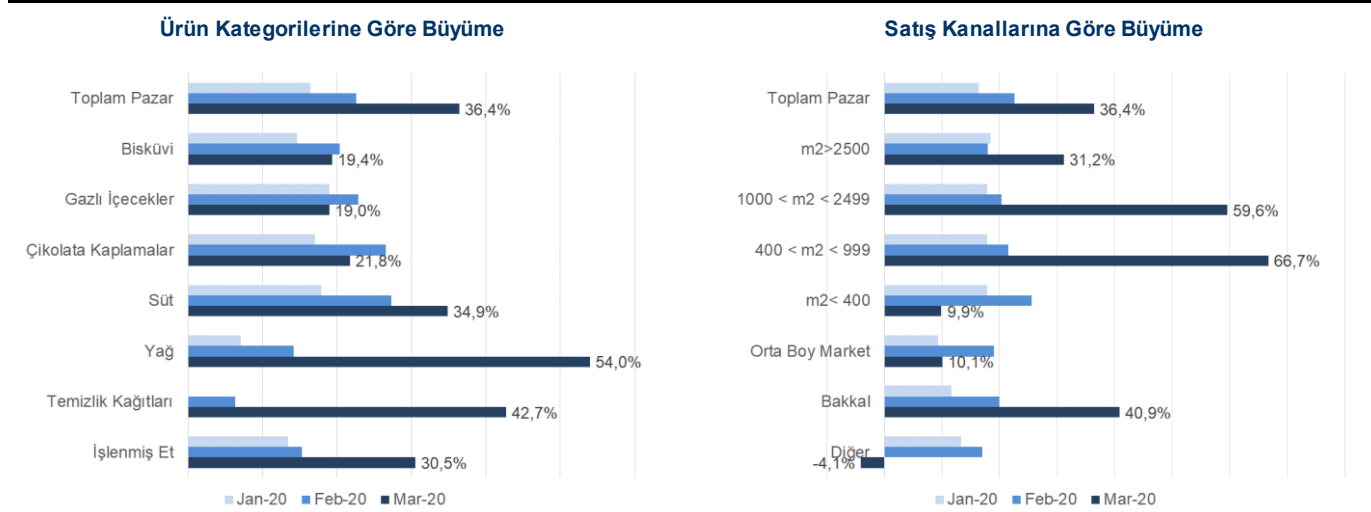
Çeyreksel Bazda Yıllık Ciro ARTışları



Source: Retail Türkiye, TUIK, YKY Araştırma

Baz etkisini göz ardı etmek riskini göze alarak, Grafik 3 üzerinden ulaştığımız genel çıkarımlar, tüketicilerin ev içi tüketimi arttırdığı bir dönemde, taze sebze-meyve ve belli ürün gruplarında da markalı ürün talebinin yükselmiş olabileceğidir. Özellikle, Halk Pazarlarının sağlık endişesi nedeniyle kapatılması sonrası taze sebze-meyveye olan talep büyümesinden, bir çok şehirde ana tedarikçi konumuna gelen süpermarketler, paylarına düşeni ziyadesiyle almışlardır. İnsanların alışveriş yaparken görece daha geniş alan araması ve dar mağazaları aynı nedenle ziyaret etmemesi de, özellikle 400 metrekarelik küçük mağazaların büyümesinin görece geride kalmasında rol oynamış olabilir. Ancak, bu veri setinde Bim'in yer almadığını, bahsettiğimiz endişelerden daha az etkilenmiş olabileceğini düşündüğümüzü not etmekte fayda görüyoruz.

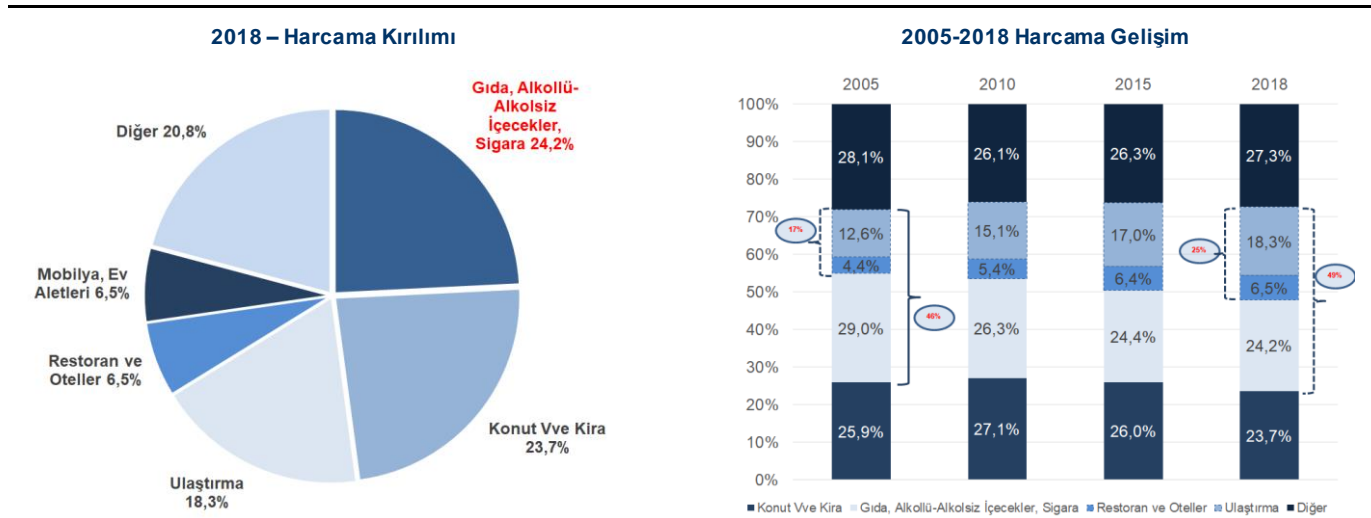
### Grafik 3: Nielsen – Lider 10 Kategori ve Satış Kanalları Gelişimi



Source: Nielsen data, YKY Araştırma

Grafik 4'te yer alan iki grafik bir arada değerlendirildiğinde, 2020 yılı ve sonrası Pazar büyümesi açısından genel bir fikir edinilebilir. Şöyle ki, "Gıda, İçecek ve Tütün", 2005 yılında bir hanehalkının toplam harcamasının %29'unu oluştururken, bu oran, kişi başı gelirin arttığı yıllarda gerilemiş ve toplam içerisinde daha düşük pay almıştır. 2012-2013 yıllarından itibaren de %24 civarlarında yatay seyretmiştir. 2018 yılında ise %24,2 mertebesindedir. "Ulaştırma" ve "Hotel & Restoran" harcamaları ise bahse konu yıllarda toplam içerisindeki payını sürekli arttırmış ve bunu da çoklukla "Gıda, İçecek ve Tütün" harcamalarından aldığı payla yapmıştır.

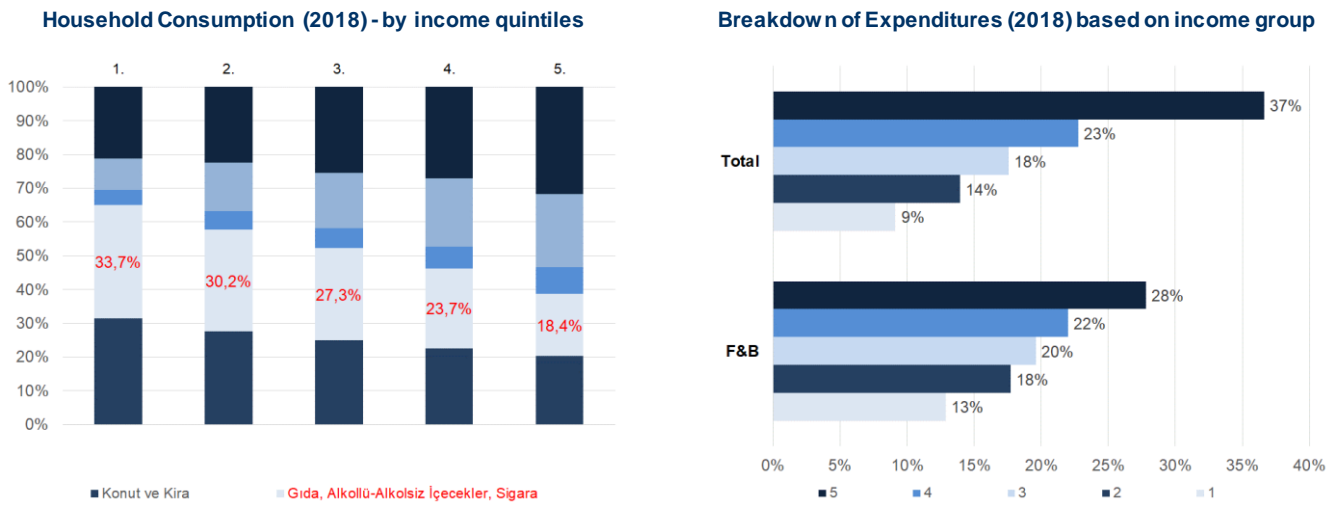
### Grafik 4: TÜİK – Hanehalkı Tüketim Harcamaları Anketi – Harcama Türlerine Göre



Source: TÜİK, YKY Araştırma

Biz, 2020 yılının, 2005-2018 arası yaşanan tablonun aksinin yaşanacağı ve “Gıda, İçecek ve Tütün” harcamalarının toplam içerisindeki payını arttıracığı bir yıl olmasını bekliyoruz. Azalan ekonomik aktivite, artan işsizlik nedeniyle tüketicilerin bütçe kısıtına gidecekleri ve “Ulaştırma” ile “Hotel & Restoran” harcamalarına aktarılmayan paranın ortada olmadığı için harcanmadığı iddia edilebilir. Bu, külliyen itiraz edemeyeceğimiz bir görüş olur çünkü artan işsizlik bize göre, Tüketim sektörünün en büyük riskidir. Bununla birlikte, hane halklarının %20’lik sıralı gruplar halinde sınıflandırılarak ve hangi gelir grubunun hangi harcama kalemlerini önceliklendirdikleri TÜİK tarafından açıklanan veriye göre, gelir grubu düştükçe, “Gıda, İçecek ve Tütün”ün toplam içerisindeki payı artmaktadır. Dolayısıyla, ekonomik zorlukların risk yarattığını kabul etmekle birlikte ilgi odağımızdaki “Gıda, İçecek ve Tütün” segmetinin artan payıyla toplamda ciddi bir kayıp yaşamasını beklemiyoruz.

### Grafik 5: TÜİK – Hanehalkı Tüketim Harcamaları Anketi – Gelir Gruplarına Göre

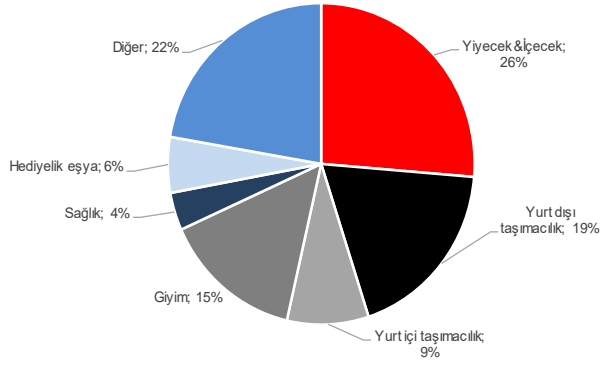


Source: TÜİK, YKY Araştırma

Yukarıda, grafikler eşliğinde paylaştığımız, yorumlar Türkiye’deki, yurtiçi hanehalkı tüketimi ve yurtiçi talebe dairdir. Öte yandan, Covid-19 bir pandemi olduğu için, yurtdışı talebin seyri de, gerek Turizm yoluyla gerekse yurtdışı operasyonları vasıtasıyla Tüketici Sektörü şirketleri için önem arz etmektedir.

2020’de özellikle CCI ve AEFES için en önemli zorluk, uluslararası uçuşlarda devam eden kısıtlamalardan ötürü kaçınılmaz şekilde düşecek olan turizm gelirleri olacaktır ve karlılığı yüksek Ev-Dışı tüketimdeki düşüş artacaktır. Söz konusu riskler bu iki şirketin yurt dışı operasyonları için de hemen hemen benzer şekilde geçerli. Dolayısıyla, her ne kadar, önümüzdeki aylarda, özellikle metropollerde normale dönüş sürecinin başlamasıyla beraber dış mekan talebinde canlanma beklessek de, bu durumun turizmden kaynaklı kayıpları telafi etmesinin zor olacağı düşüncesindeyiz ve Covid-19 sonrası yeni operasyonel habitatta tamamen normalleşmenin biraz daha zaman alabileceğini bekliyoruz. Öte yandan, hisse fiyatlarının gelmiş olduğu seviyelerin bu olumsuzlukları barındırdığı düşüncesindeyiz. Sonuç olarak, bu iki şirketin çok zorlu bir süreçten geçtiğini not etmekle beraber, bunun büyük ölçüde fiyatlandığını ve operasyonel toparlanma süreciyle beraber hisse fiyatlarında ciddi bir düzeltme olabileceği görüşündeyiz.

## Grafik 6: Yabancı Ziyaretçilerin Harcama Kırılımı



Source: Central Bank of Turkey

## ANADOLU EFES

### Uzun vade için cazip yatırım seviyesi

Anadolu Efes için incelememizi AL tavsiyesiyle sürdürürken Covid-19'un etkilerini değerlememize yansıtılmaması sonucunda hedef fiyatımızı 32,4 TL'den 23,8 TL'ye düşürüyoruz. Hissenin Mart ortasından itibaren BIST-100'un yaklaşık %15 gerisinde kalmasının ardından gelen seviye itibariyle olumsuzlukların büyük ölçüde fiyatlandığını düşünüyoruz. Bira operasyonları 2021 FD/VAFÖK çarpanı 4,6 gibi cazip bir noktada bulunuyor. Dış mekanların kapalı olmasından kaynaklı Türkiye hacimleri zayıf seyretse de Rusya'da hacimlerin görece güçlü kalmasından dolayı yurt dışı operasyonların daha dayanıklı kaldığını söyleyebiliriz.

- Rusya pazarı defansif bir yapı sergiliyor.** Rusya bira pazarı özellikle dış mekan tüketiminin %10'un altında olması sonucu Covid-19 sürecinden daha az etkilendi. Dolayısıyla Rusya bira pazarının bu defansif yapısıyla 2020 için sadece %3 gibi sınırlı bir daralma sergilemesini öngörüyoruz.
- Rusya'da fiyat rekabeti marjlar açısından önemli olacak.** Şirket 1Ç20'de Rusya bira pazarının üzerinde bir büyüme sergilerken burada ana faktör Carlsberg'le girilen fiyat rekabeti oldu ve bu da faaliyet karlılığını olumsuz etkiledi. Özellikle 2Ç20'den itibaren virüsün faaliyet marjları üzerinde olumsuz etkilerini arttıracaklarını düşündüğümüzde fiyat rekabetinin devam ettirilmemesi karlılık açısından daha rasyonel bir yaklaşım olabilir.
- Türkiye pazarı için turizmin etkileri önemli olacak.** Türkiye bira pazarı açısından turizm talep noktasında önemli bir faktör. Bu yıl turist sayısında yaşanacak olan düşüş nedeniyle Türkiye operasyonları için daha temkinli bir duruşa sahibiz. Dolayısıyla ilk çeyrekte yaşanan %22 daralma da düşünüldüğünde Türkiye hacimlerinin bu sene %27 civarında daralacağını tahmin ediyoruz.
- Riskler --** i) Türkiye'de ve Rusya'da yasal düzenlemeler ii) Beklenenden yüksek hammadde fiyatları iii) Para birimlerinde değer kayıpları.

#### Konsolide Finansallar ve Çarpanlar

(TLmn)	2018	Δ	2019	Δ	2020T	Δ	2021T	Δ
Net satışlar	18,690	47%	23,314	25%	22,224	-5%	26,706	20%
VAFÖK	2,758	29%	3,819	38%	2,515	-34%	4,240	69%
Net Kar	97	-35%	1,070	a.d.	-92	a.d.	844	a.d.
F/K (x)	a.d.		11.5		-		12.9	
FD/VAFÖK (x)	10.2		7.3		10.9		6.6	
FD/Satış (x)	1.5		1.2		1.2		1.1	
Hisse Başına Kar (TL)	0.16		1.81		-0.16		1.43	
Temettü Verimi	2.2%		0.0%		0.0%		3.9%	
Serbest Nakit Akış Verimi	4.4%		7.0%		0.4%		9.2%	

Kaynak: Şirket Finansalları, YKY Araştırma

#### Öneri

AL

Hedef Fiyat

TL23.8

Potansiyel Getiri

29%

#### Fiyat Bilgileri

Kodu	AEFES.TI / AEFES.IS
Kapanış Fiyatı	TL18.40
Piyasa Değeri (TL/US\$ mn)	10,895 / 1,605
Hisse Sayısı (mn)	592.105263
Saklama Oranı	32%
3 ay ort. işlem hacmi (TL/US\$ mn)	48.23 / 7.12

#### Fiyat Aralığı (Yüksek / Düşük) (TL)

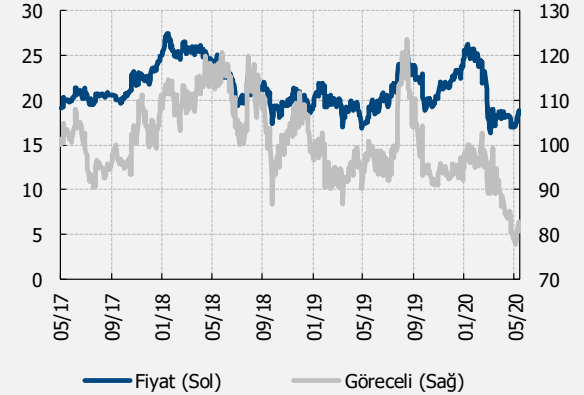
1 Aylık	18.84 / 16.94
1 Yıllık	26.34 / 16.39
Sene başından itibaren	26.34 / 16.39

#### Performans (TL)

#### Nominal

#### Göreceli

1 Aylık	1%	-3%
3 Aylık	-16%	-16%
1 Yıllık	2%	-17%
Sene başından itibaren	-20%	-14%



28 Mayıs 2020 tarihi ile güncellenmiştir.

Göreceli performanslar BIST-100 Getiri Endeksine göre hesaplanmıştır

Behlül Katas, CFA

[behlul.katas@ykyatirim.com.tr](mailto:behlul.katas@ykyatirim.com.tr)

+90 212 319 83 66

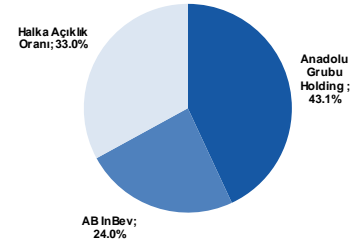


Finansal Özet (TLmn)	2017	2018	2019	2020T	2021T
<b>Gelir Tablosu</b>					
<b>Net satışlar</b>	<b>12,732</b>	<b>18,690</b>	<b>23,314</b>	<b>22,224</b>	<b>26,706</b>
<b>Brüt Kar</b>	<b>4,826</b>	<b>6,985</b>	<b>9,782</b>	<b>7,559</b>	<b>9,724</b>
Faaliyet giderleri	-3,657	-5,525	-5,963	-6,810	-7,527
<b>VAFÖK *</b>	<b>2,130</b>	<b>2,758</b>	<b>3,819</b>	<b>2,515</b>	<b>4,240</b>
Amortisman	961	1,298	1,738	1,766	2,042
<b>Faaliyet gelirleri</b>	<b>1,169</b>	<b>1,460</b>	<b>2,081</b>	<b>749</b>	<b>2,197</b>
Finansal gelir/gider	-674	-959	-433	-419	-355
Diğer gelir/gider	-11	129	390	166	-81
İştirak Karı /Zararı	0	0	0	0	0
<b>Vergi öncesi kar</b>	<b>483</b>	<b>630</b>	<b>2,038</b>	<b>496</b>	<b>1,761</b>
Vergi	-178	-315	-508	-99	-352
Azınlık hisseleri / diğer	-157	-218	-461	-489	-565
<b>Net Kar</b>	<b>149</b>	<b>97</b>	<b>1,070</b>	<b>-92</b>	<b>844</b>
<b>Bilanço</b>					
Nakit ve nakit benzerleri	5,498	4,791	6,195	5,122	6,288
Stoklar	1,179	1,943	2,257	2,287	2,567
Ticari alacaklar	1,531	2,414	2,727	3,980	4,278
Diğer alacaklar	890	1,141	1,504	1,348	1,508
<b>Dönen Varlıklar</b>	<b>9,098</b>	<b>10,290</b>	<b>12,684</b>	<b>12,738</b>	<b>14,640</b>
Maddi duran varlıklar	19,568	27,724	31,531	32,328	33,214
Finansal yatırımlar	0	0	0	0	0
Diğer duran varlıklar	864	1,436	1,742	1,316	1,419
<b>Duran Varlıklar</b>	<b>20,432</b>	<b>29,159</b>	<b>33,273</b>	<b>33,644</b>	<b>34,633</b>
<b>Toplam Varlıklar</b>	<b>29,530</b>	<b>39,449</b>	<b>45,957</b>	<b>46,381</b>	<b>49,273</b>
Kısa vadeli finansal borçlar	3,045	2,355	2,296	4,243	5,603
Ticari borçlar	1,676	3,601	5,294	6,344	7,091
Diğer kısa vadeli yükümlülükler	1,097	1,886	1,979	1,408	1,524
<b>Kısa Vadeli Yükümlülükler</b>	<b>5,819</b>	<b>7,842</b>	<b>9,570</b>	<b>11,995</b>	<b>14,219</b>
Uzun vadeli finansal borçlar	5,464	6,874	8,253	5,881	5,917
Diğer uzun vadeli yükümlülükler	2,581	3,605	3,960	4,508	4,750
<b>Uzun Vadeli Yükümlülükler</b>	<b>8,045</b>	<b>10,479</b>	<b>12,213</b>	<b>10,389</b>	<b>10,667</b>
<b>Azınlık Payları</b>	<b>5,854</b>	<b>9,953</b>	<b>11,203</b>	<b>11,630</b>	<b>12,001</b>
<b>Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar</b>	<b>15,666</b>	<b>21,128</b>	<b>24,174</b>	<b>23,998</b>	<b>24,387</b>
<b>Toplam Kaynaklar</b>	<b>29,530</b>	<b>39,449</b>	<b>45,957</b>	<b>46,381</b>	<b>49,273</b>
<b>Nakit Akış Tablosu</b>					
İşletme faaliyetlerinden	102	1,216	4,600	1,166	2,789
Yatırım faaliyetlerinden	-944	-2,957	-1,915	-1,529	-2,439
Finansman faaliyetlerinden	2,465	1,743	1,676	122	1,638
Serbest Nakit Akışı	927	612	866	48	1,007
Net Borç	3,011	4,438	4,355	5,002	5,232
Temettü Ödemesi	-250	-300	0	0	-422
<b>Ana Çarpanlar</b>					
Brüt kar marjı	37.9%	37.4%	42.0%	34.0%	36.4%
VAFÖK marjı	16.7%	14.8%	16.4%	11.3%	15.9%
Net Kar marjı	1.2%	0.5%	4.6%	a.d.	3.2%
Sermaye Karlılığı	1.0%	0.5%	4.7%	-0.4%	3.5%
Satış Büyümesi	22%	47%	25%	-5%	20%
VAFÖK Büyümesi	29%	29%	38%	-34%	69%
Net Kar Büyümesi	-311%	-35%	1003%	-109%	-1018%
Net Borç / Özkaynaklar (x)	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
Net Borç / VAFÖK (x)	1.4	1.6	1.1	2.0	1.2

### Sirket Tanımı

Anadolu Efes iki oyuncunun hakim olduğu Türkiye bira pazarında lider durumda. Bunun yanı sıra AB InBev ile 50-50 ortak olduğu şirket Rusya bira pazarında lider konumda. Şirket ayrıca %50 paya sahip olduğu Coca Cola İçecek'te ise hakim ortak konumunda.

### Ortaklık Yapısı



Kaynak: Şirket Finansalları, YKY Araştırma

\* VAFÖK= (Satışlar-SMMM-Faaliyet Gideri+Amortisman) UFRS sonuçları ile uyumlu şirket sonuçlarından farklılık gösterebilir.



## DEĞERLEME

Özet Değerleme (TLm)	Sahiplik (%)	Hedef Değer (İNA)	AEFES Payı
Bira operasyonları	100%	10,580	10,580
Coca-Cola İçecek (CCI)	50%	18,512	9,304
Net borç			5,816
<b>Hedef Değer</b>			<b>14,068</b>
Piyasa Değeri			
<b>Hedef Fiyat</b>			<b>23.80</b>
Mevcut Hisse Fiyatı			18.40
<b>Getiri Potansiyeli</b>			<b>29%</b>

Source: YKY Araştırma

## Bira operasyonları İNA

TRYmn	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
<b>Satışlar</b>	<b>11,019</b>	<b>10,813</b>	<b>13,039</b>	<b>15,543</b>	<b>17,613</b>	<b>19,692</b>	<b>21,626</b>	<b>23,675</b>	<b>25,897</b>
yıllık büyüme	0.0%	-1.9%	20.6%	19.2%	13.3%	11.8%	9.8%	9.5%	9.4%
<b>VFÖK</b>	<b>788</b>	<b>-87</b>	<b>563</b>	<b>1,036</b>	<b>1,410</b>	<b>1,781</b>	<b>2,073</b>	<b>2,291</b>	<b>2,657</b>
VFÖK marjı	7.1%	-0.8%	4.3%	6.7%	8.0%	9.0%	9.6%	9.7%	10.3%
yıllık büyüme	0.0%	-111.1%	-744.5%	83.9%	36.1%	26.3%	16.4%	10.6%	15.9%
(-) Vergiler	158	49	113	207	282	356	415	458	531
Vergi oranı	0.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%
<b>VSNFK</b>	<b>630</b>	<b>-136</b>	<b>451</b>	<b>829</b>	<b>1,128</b>	<b>1,425</b>	<b>1,658</b>	<b>1,833</b>	<b>2,126</b>
(+) Amortisman	1,004	1,029	1,241	1,476	1,669	1,860	2,038	2,227	2,430
(-) NİŞ değişimi	-1,030	543	-378	-319	-271	-523	-368	-475	-834
(-) Yatırım harcamaları	1,056	837	1,358	1,472	1,639	1,828	2,004	2,191	2,336
<b>Sebest nakit akımı</b>	<b>1,607</b>	<b>-488</b>	<b>712</b>	<b>1,151</b>	<b>1,429</b>	<b>1,980</b>	<b>2,060</b>	<b>2,344</b>	<b>3,054</b>
İskonto oranı	0.0%	16.4%	16.4%	16.4%	16.4%	16.4%	16.4%	16.4%	16.1%
İskonto faktörü	0.00	1.00	1.12	1.30	1.52	1.76	2.05	2.38	2.74
	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>İndirgenmiş nakit akımları</b>	<b>0</b>	<b>-488</b>	<b>634</b>	<b>883</b>	<b>943</b>	<b>1,124</b>	<b>1,006</b>	<b>985</b>	<b>1,113</b>
TRYmn									
<b>Toplam İNA</b>	<b>6,199</b>								
<b>İndirgenmiş sonsuz değer</b>	<b>11,129</b>								
Sonsuz değerın toplam içindeki payı	64%								
Sonsuz büyüme oranı	3-5%								
Azınlık payları	6,748								
<b>Toplam firma değeri</b>	<b>10,580</b>								

Source: YKY Araştırma

## BİM

### 1Ç20 finansalları sonrası hızlı toparlanma

BİM için 'AL' olan önerimizi 'TUT'a çekiyoruz. Hisse için 1Ç20 finansalları sonrası 68,4 Lira olarak güncellediğimiz hedef fiyatımızda bir değişikliğe gitmezken, hisse fiyatında kısa vadede gözlemlenen yükseliş sonrası azalan artış potansiyeli nedeniyle not değişikliğine gidiyoruz. BİM'i, defasif yapısı, öngörülebilir güçlü nakit akımları ve sağlam bilançosu nedeniyle beğenmeye devam ediyoruz ancak halihazırda işlem gördüğü seviyelerin (2020T F/K: 21.5x) şimdilik makul olduğunu düşünüyoruz. Daha yüksek değerlendirme seviyeleri için, Kovid-19 kaynaklı belirsizliklerin ve talebin seyrinin tahminlerimizden daha olumlu bir yönde evrildiğine dair verileri görmemiz gerekiyor.

- Olumlu ayrışma.** Bim 1Ç20 finansallarında genel pazar büyümesi %25'in üzerinde kalacak şekilde %40 büyüdü. Şirket, benzer mağaza trafiğini, tüm zorluklara rağmen ve halka açık en yakın rakibi ŞOK'un %5 daralma yaşadığı bir çeyrekte, arttırmayı başardı ve net karını yıllık ikiye katladı. Bilançosunda borç taşımadığı gibi, temettü dağıtmadığı için elindeki nakdi normal zamanlara göre daha da artan Bim, çoğu perakendeciye nasip olmayan bir manevra alanına sahiptir.
- İkinci yarıda düşük baz etkisi.** Şirketin rekabetçi avantajları ortada olsa da, sokağa çıkma yasak ve kısıtlamaları nedeniyle müşteri trafiğindeki daralmadan o da payını alacaktır. 1Ç20'de benzer mağaza trafiğindeki artışın çoklukla yılın ilk iki ayı kaynaklı olduğu ve Mart'ta Bim'in de trafiğinin daraldığı düşünülürse, 2Ç20 finansallarıyla beraber büyüme hızında görece düşüş beklenebilir. Bununla birlikte, yılın ikinci yarısında ortaya çıkacak 2019'un ikinci yarısının düşük baz etkisi, ciddi bir gerilemeye izin vermeyecektir.
- Enflasyon belirleyici olacak.** Genelde tüm gıda perakendecileri, özelde de Bim, yüksek enflasyondan, normalde beklenenden daha uzun süreler faydalanabildiklerini geçmiş yıllarda göstermiştir. 2020 yılında da, talepte halihazırda gözlemlenen olağandışılıkların azalmasıyla, enflasyonun yıllık finansallar üzerindeki belirleyici etkisi öne çıkacaktır.

#### Konsolide Finansallar ve Çarpanlar

(TLmn)	2018	Δ	2019	Δ	2020T	Δ	2021T	Δ
Net satışlar	32,323	30%	40,212	24%	51,166	27%	62,269	22%
VAFÖK	1,879	45%	3,149	68%	4,020	28%	4,806	20%
Net Kar	1,250	45%	1,225	-2%	1,746	43%	2,152	23%
F/K (x)	18.1		21.9		21.5		17.4	
FD/VAFÖK (x)	11.5		9.4		10.0		8.4	
FD/Satış (x)	0.7		0.7		0.8		0.6	
Hisse Başına Kar (TL)	4.1		4.0		5.8		7.1	
Temettü Verimi	4.3%		4.5%		4.6%		5.7%	
Serbest Nakit Akış Verimi	1.1%		8.3%		4.3%		5.4%	

Kaynak: Şirket Finansalları, YKY Arastırma

Öneri	TUT
Hedef Fiyat	68.4
Potansiyel Getiri	11%

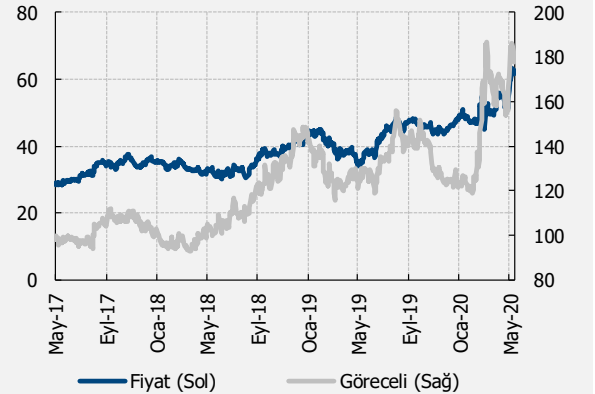
#### Fiyat Bilgileri

Kodu	BIMAS.TI / BIMAS.IS
Kapanış Fiyatı	TL61.70
Piyasa Değeri (TL/US\$ mn)	37,464 / 5,518
Hisse Sayısı (mn)	607.2
Saklama Oranı	60%
3 ay ort. işlem hacmi (TL/US\$ mn)	192.02 / 28.60

#### Fiyat Aralığı (Yüksek / Düşük) (TL)

1 Aylık	63.20 / 49.86
1 Yıllık	63.20 / 35.77
Sene başından itibaren	63.20 / 45.14

Performans (TL)	Nominal	Göreceli
1 Aylık	10%	5%
3 Aylık	30%	29%
1 Yıllık	72%	40%
Sene başından itibaren	34%	44%



28 Mayıs 2020 tarihi ile güncellenmiştir.

Göreceli performanslar BIST-100 Getiri Endeksine göre hesaplanmıştır

**Görkem Göker**  
gorkem.goker@ykyatirim.com.tr  
+90 212 319 79 49

Finansal Özet (TLmn)	2017	2018	2019	2020T	2021T
<b>Gelir Tablosu</b>					
Net satışlar	24,779	32,323	40,212	51,166	62,269
<b>Brüt Kar</b>	<b>4,225</b>	<b>5,710</b>	<b>6,985</b>	<b>8,831</b>	<b>10,691</b>
Faaliyet giderleri	-3,186	-4,180	-4,919	-6,045	-7,317
<b>VAFÖK *</b>	<b>1,296</b>	<b>1,879</b>	<b>3,149</b>	<b>4,020</b>	<b>4,806</b>
Amortisman	257	349	1,083	1,233	1,432
<b>Faaliyet gelirleri</b>	<b>1,039</b>	<b>1,530</b>	<b>2,066</b>	<b>2,786</b>	<b>3,374</b>
Finansal gelir/gider	35	39	-643	-690	-763
Diğer gelir/gider	21	14	56	71	87
İştirak Karı / Zararı	0	0	0	0	0
<b>Vergi öncesi kar</b>	<b>1,096</b>	<b>1,627</b>	<b>1,591</b>	<b>2,260</b>	<b>2,795</b>
Vergi	-233	-376	-366	-514	-643
Azınlık hisseleri / diğer	0	0	0	0	0
<b>Net Kar</b>	<b>863</b>	<b>1,250</b>	<b>1,225</b>	<b>1,746</b>	<b>2,152</b>
<b>Bilanço</b>					
Nakit ve nakit benzerleri	980	547	1,159	1,432	1,650
Stoklar	1,456	2,098	2,369	2,888	3,391
Ticari alacaklar	877	1,160	1,433	1,710	1,877
Diğer alacaklar	288	1,038	1,167	1,239	1,320
<b>Dönen Varlıklar</b>	<b>3,602</b>	<b>4,842</b>	<b>6,128</b>	<b>7,268</b>	<b>8,238</b>
Maddi duran varlıklar	3,058	3,699	4,329	4,953	5,498
Finansal yatırımlar	310	351	623	716	824
Diğer duran varlıklar	56	56	4,094	4,408	4,927
<b>Duran Varlıklar</b>	<b>3,423</b>	<b>4,106</b>	<b>9,046</b>	<b>10,077</b>	<b>11,248</b>
<b>Toplam Varlıklar</b>	<b>7,026</b>	<b>8,948</b>	<b>15,174</b>	<b>17,345</b>	<b>19,487</b>
Kısa vadeli finansal borçlar	0	38	1,032	1,060	1,186
Ticari borçlar	3,400	4,516	5,559	6,611	7,489
Diğer kısa vadeli yükümlülükler	431	577	728	994	1,236
<b>Kısa Vadeli Yükümlülükler</b>	<b>3,831</b>	<b>5,131</b>	<b>7,319</b>	<b>8,664</b>	<b>9,911</b>
Uzun vadeli finansal borçlar	0	38	1,032	1,060	1,186
Diğer uzun vadeli yükümlülükler	237	267	2,585	2,852	3,199
<b>Uzun Vadeli Yükümlülükler</b>	<b>237</b>	<b>305</b>	<b>3,617</b>	<b>3,912</b>	<b>4,385</b>
Azınlık Payları	0	0	0	0	0
<b>Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar</b>	<b>2,958</b>	<b>3,512</b>	<b>4,237</b>	<b>4,769</b>	<b>5,190</b>
<b>Toplam Kaynaklar</b>	<b>7,026</b>	<b>8,948</b>	<b>15,174</b>	<b>17,345</b>	<b>19,487</b>
<b>Nakit Akış Tablosu</b>					
İşletme faaliyetlerinden nakit akışları	1,410	1,559	3,384	3,466	4,002
Yatırım faaliyet. kaynak. nakit akışları	-587	-1,319	-1,158	-1,857	-1,978
Finansman faaliyet. nakit akışları	-428	-668	-1,619	-1,336	-1,806
Serbest Nakit Akışı	824	241	2,227	1,609	2,024
Net Borç	-980	-956	2,615	2,623	2,950
Temettü Ödemesi	-577	-972	-1,214	-1,731	-2,134
<b>Ana Çarpanlar</b>					
Brüt kar marjı	17.1%	17.7%	17.4%	17.3%	17.2%
VAFÖK marjı	5.2%	5.8%	7.8%	7.9%	7.7%
Net Kar marjı	3.5%	3.9%	3.0%	3.4%	3.5%
Net Kar Karlılığı	35.5%	38.7%	31.6%	38.8%	43.2%
Satış Büyümesi	23%	30%	24%	27%	22%
VAFÖK Büyümesi	30%	45%	68%	28%	20%
Net Kar Büyümesi	29%	45%	-2%	43%	23%
Net Borç / Özkaynaklar (x)	a.d.	a.d.	0.6	0.6	0.6
Net Borç / VAFÖK (x)	a.d.	a.d.	0.8	0.7	0.6

Kaynak: Şirket Finansalları, YKY Araştırma

\* VAFÖK = (Satışlar-SMMM-Faaliyet Gideri+Amortisman) UFRS sonuçları ile uyumlu şirket sonuçlarından farklılık gösterebilir.

## Şirket Tanımı

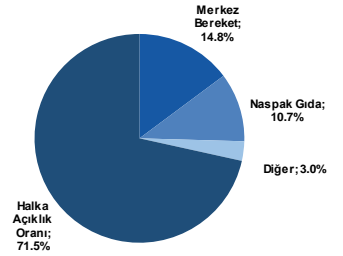
Faaliyetlerine başladığı 1995 yılından beri yüksek büyüme sergileyen ve Türk perakende sektöründeki pazar dinamiklerini baştan aşağı değiştiren BİM'in büyüme hikayesinin devam ettiğini düşünüyoruz ve şirketin önümüzdeki üç senede %20'lik YBBO y akalamasını bekliyoruz. Öte yandan, (i) yeni mağaza açılışlarındaki hızlanma, (ii) perakende pazarında değişen rekabet koşulları, ve (iii) maliyet kalemlerinde yaşanacak baskı nedeniyle, şirket karlılığının, ancak büyüme oranları paralelinde olmasını bekliyoruz, manalı bir maj genişlemesi öngörmüyoruz.

## Potansiyel Katalizörler ve Riskler

Potansiyel katalizörler; i. benzer mağaza satışlarının beklenenden güçlü seyri ii. Rakiplerin büyümelerinde yavaşlamaya gitmesi iii. Yeni ürünlere olan talep

Potansiyel riskler; i. benzer mağaza satışlarında istenen artışların sağlanamaması, ii. Yüksek asgari ücret ve/veya diğer enflasyon kaynaklı gider artışları, iii. İş modelinden sapmanın getirebileceği riskler

## Ortaklık Yapısı



**DEĞERLEME**

TRYmın	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	Terminal
<b>Satış gelirleri</b>	<b>40.212</b>	<b>51.167</b>	<b>62.270</b>	<b>73.040</b>	<b>83.614</b>	<b>94.218</b>	<b>104.435</b>	<b>115.423</b>	<b>126.895</b>	<b>139.209</b>	<b>151.256</b>	<b>164.297</b>	<b>179.461</b>
Satış Büyümesi	24,4%	27,2%	21,7%	17,3%	14,5%	12,7%	10,8%	10,5%	9,9%	9,7%	8,7%	8,6%	9,2%
<b>FVÖK</b>	<b>1.685</b>	<b>2.217</b>	<b>2.655</b>	<b>3.057</b>	<b>3.509</b>	<b>3.962</b>	<b>4.393</b>	<b>4.861</b>	<b>5.353</b>	<b>5.890</b>	<b>6.407</b>	<b>6.968</b>	<b>7.602</b>
FVÖK marjı	4,2%	4,3%	4,3%	4,2%	4,2%	4,2%	4,2%	4,2%	4,2%	4,2%	4,2%	4,2%	4,2%
<b>(-) Vergi</b>	<b>337</b>	<b>443</b>	<b>531</b>	<b>611</b>	<b>702</b>	<b>792</b>	<b>879</b>	<b>972</b>	<b>1.071</b>	<b>1.178</b>	<b>1.281</b>	<b>1.394</b>	<b>1.520</b>
Vergi oranı	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%
<b>VSNFK</b>	<b>1.348</b>	<b>1.774</b>	<b>2.124</b>	<b>2.446</b>	<b>2.808</b>	<b>3.169</b>	<b>3.515</b>	<b>3.889</b>	<b>4.283</b>	<b>4.712</b>	<b>5.126</b>	<b>5.575</b>	<b>6.082</b>
(+) Amortisman ve itfa	439	522	604	693	784	876	970	1.067	1.164	1.260	1.362	1.472	1.607
(-) NIS artışı	-612	-725	-412	-533	-534	-528	-539	-554	-591	-627	-637	-643	-775
(-) Sermaye harcamaları	1.055	1.137	1.139	1.228	1.254	1.274	1.275	1.330	1.317	1.301	1.383	1.471	1.607
<b>Serbest nakit akışı</b>	<b>1.344</b>	<b>1.884</b>	<b>2.001</b>	<b>2.444</b>	<b>2.871</b>	<b>3.300</b>	<b>3.748</b>	<b>4.179</b>	<b>4.720</b>	<b>5.299</b>	<b>5.742</b>	<b>6.218</b>	<b>6.857</b>
<b>İndirgenmiş serbest nakit akışı</b>			1.608	1.458	1.520	1.525	1.496	1.450	1.380	1.331	1.275	1.180	1.090
<b>TRYmın</b>													
<b>İndirgenmiş nakit akışı</b>	<b>16.362</b>												
Terminal değer	92.338												
<b>İndirgenmiş terminal değer</b>	<b>14.127</b>												
Toplamın %'si olarak terminal	46%												
Terminal büyüme oranı	7%												
<b>Net borç (2019 sonu)</b>	<b>-1.649</b>												
<b>İştirakler</b>	<b>623</b>												
<b>Şirket değeri</b>	<b>32.761</b>												
<b>12A hedef değeri</b>	<b>41.539</b>												
Piyasa değeri	37.464												
<b>12A Hisse Başı Değer</b>	<b>68,40</b>												
Güncel Hisse Fiyatı	61,7												
<b>Artış Potansiyeli</b>	<b>11%</b>												

Kaynak: YKY Araştırma

## BİZİM TOPTAN

### Dengeli risk getiri profili

Bizim Toptan için hisse başı 15.0 Lira hedef fiyatla “TUT” önerimizi yineliyoruz. 1Ç20 finansalları sonrası güncellediğimiz tahminlerimizde bir değişikliğe gitmezken, şirketin yakın vadeli görünümündeki risk ve getirilerin dengeli olduğunu ve hisse fiyatına yansıdığını düşünmeye devam ediyoruz. Hisse 2020 tahminlerimize göre 23.4x F/K çarpanından işlem görmektedir. Daha yüksek değerlendirme seviyeleri için, bize göre, beklenenden çok daha yüksek bir ciro artışı beklentisinin olması gerekecektir, ki bizim şu an için öyle bir beklentimiz bulunmamaktadır.

- Karlılık odaklı büyüme devam ediyor.** Bizim Toptan Yönetimi, düşük karlılığı bulunan ve özellikle de faizlerin arttığı dönemlerde şirket için külfet durumuna düşen sigara ve şeker satışlarının toplam içerisindeki payının azalmasını hedeflemekteydi. 1Ç20 finansallarında, son dönemlerde alışlageldiği üzere, bu amaca ulaşıldığı görülmektedir. Hedeflenen kategorilerde sağlanan %28’lik ciro artışı (konsolide ciro artışı %15) ilerisi için ümit vericidir.
- Ana endişe HORECA.** Covid-19 nedeniyle ev dışı tüketimin bugüne kadar görülmedik bir oranda daralması, HORECA (Hotel-Restoran ve Kafe) kanalının tedarikçisi konumundaki Bizim Toptan’ı da doğal olarak olumsuz etkilemiştir. Yaz döneminde turizmin de azalacağı düşünülürse, toplam ciro içerisinde doğrudan %12 payı olan bu satış kanalının zayıflaması kuwetle muhtemeldir. Öte yandan, şirket yönetimi, bu kanaldaki kötüleşmenin diğer kanallardaki güçlü seyir sayesinde telafi edilebileceği görüşündedir. Bize göre, HORECA kanalındaki seyir, şirketin hem finansalları ve hisse performansı açısından yakın vadede en öne çıkacak konu başlığıdır.
- Ve artması muhtemel maliyetler.** Şirketin cirosu yanında, nakit faaliyet giderleri de %33 gibi yüksek bir oranda artmış ve bu da faaliyet kaldırıcı avantajını sınırlamıştır. Takip eden çeyreklerde Kovid-19 nedeniyle artan maliyetler yüzünden, marj genişlemelerinin, yüksek ciro artışına rağmen, sınırlı kalabileceğini düşünüyoruz.

#### Konsolide Finansallar ve Çarpanlar

(TLmn)	2018	Δ	2019	Δ	2020T	Δ	2021T	Δ
Net satışlar	3,725	29%	4,521	21%	5,220	15%	5,806	11%
VAFÖK	148	256%	259	75%	243	-6%	270	11%
Net Kar	22	a.d.	33	53%	35	4%	46	34%
F/K (x)	18.8		14.5		23.4		17.5	
FD/VAFÖK (x)	1.0		1.0		2.4		2.1	
FD/Satış (x)	0.0		0.1		0.1		0.1	
Hisse Başına Kar (TL)	0.4		0.6		0.6		0.8	
Temettü Verimi	2.5%		3.5%		0.0%		0.0%	
Serbest Nakit Akış Verimi	38.3%		47.1%		1.7%		2.4%	

Kaynak: Şirket Finansalları, YKY Araştırma

Öneri	TUT
Hedef Fiyat	TL15.0
Potansiyel Getiri	11%

#### Fiyat Bilgileri

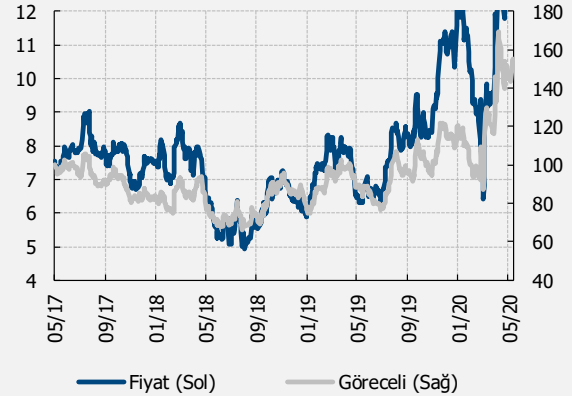
Kodu	BİZİM.TI / BİZİM.IS
Kapanış Fiyatı	TL13.49
Piyasa Değeri (TL/US\$ mn)	809 / 119
Hisse Sayısı (mn)	60
Saklama Oranı	46%
3 ay ort. işlem hacmi (TL/US\$ mn)	58.35 / 8.56

#### Fiyat Aralığı (Yüksek / Düşük) (TL)

1 Aylık	13.90 / 11.78
1 Yıllık	14.18 / 6.26
Sene başından itibaren	14.18 / 6.43

#### Performans (TL)

	Nominal	Göreceli
1 Aylık	-2%	-6%
3 Aylık	51%	50%
1 Yıllık	112%	72%
Sene başından itibaren	21%	30%



28 Mayıs 2020 tarihi ile güncellenmiştir.

Göreceli performanslar BIST-100 Getiri Endeksine göre hesaplanmıştır

Görkem Göker  
gorkem.goker@ykyatirim.com.tr  
+90 212 319 79 49

Finansal Özet (TLmn)	2017	2018	2019	2020T	2021T
----------------------	------	------	------	-------	-------

### Gelir Tablosu

<b>Net satışlar</b>	<b>2,896</b>	<b>3,725</b>	<b>4,521</b>	<b>5,220</b>	<b>5,806</b>
<b>Brüt Kar</b>	<b>245</b>	<b>409</b>	<b>515</b>	<b>580</b>	<b>642</b>
Faaliyet giderleri	-223	-288	-323	-415	-458
<b>VAFÖK *</b>	<b>42</b>	<b>148</b>	<b>259</b>	<b>243</b>	<b>270</b>
Amortisman	20	27	67	78	85
<b>Faaliyet gelirleri</b>	<b>21</b>	<b>122</b>	<b>192</b>	<b>165</b>	<b>185</b>
Finansal gelir/gider	-22	-48	-109	-82	-82
Diğer gelir/gider	-53	-91	-113	-82	-90
İştirak Karı / Zararı	0	0	0	0	0
<b>Vergi öncesi kar</b>	<b>-38</b>	<b>28</b>	<b>42</b>	<b>43</b>	<b>59</b>
Vergi	8	-6	-8	-9	-13
Azınlık hisseleri / diğer	0	0	0	0	0
<b>Net Kar</b>	<b>-30</b>	<b>22</b>	<b>33</b>	<b>35</b>	<b>46</b>

### Bilanço

Nakit ve nakit benzerleri	227	278	403	403	422
Stoklar	249	281	296	400	424
Ticari alacaklar	40	42	63	72	80
Diğer alacaklar	13	63	6	19	20
<b>Dönen Varlıklar</b>	<b>529</b>	<b>664</b>	<b>768</b>	<b>894</b>	<b>946</b>
Maddi duran varlıklar	143	142	174	213	227
Finansal yatırımlar	0	0	0	0	0
Diğer duran varlıklar	37	37	198	236	241
<b>Duran Varlıklar</b>	<b>180</b>	<b>179</b>	<b>373</b>	<b>449</b>	<b>468</b>
<b>Toplam Varlıklar</b>	<b>709</b>	<b>842</b>	<b>1,141</b>	<b>1,343</b>	<b>1,414</b>
Kısa vadeli finansal borçlar	9	6	57	58	57
Ticari borçlar	540	642	752	889	920
Diğer kısa vadeli yükümlülükler	25	41	52	71	71
<b>Kısa Vadeli Yükümlülükler</b>	<b>575</b>	<b>690</b>	<b>861</b>	<b>1,018</b>	<b>1,047</b>
Uzun vadeli finansal borçlar	16	9	115	134	131
Diğer uzun vadeli yükümlülükler	13	19	24	32	32
<b>Uzun Vadeli Yükümlülükler</b>	<b>29</b>	<b>28</b>	<b>139</b>	<b>166</b>	<b>163</b>
Azınlık Payları	0	0	0	0	0
<b>Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar</b>	<b>106</b>	<b>124</b>	<b>141</b>	<b>158</b>	<b>204</b>
<b>Toplam Kaynaklar</b>	<b>709</b>	<b>842</b>	<b>1,141</b>	<b>1,343</b>	<b>1,414</b>

### Nakit Akış Tablosu

İşletme faaliyetlerinden	208	138	226	148	128
Yatırım faaliyetlerinden	-30	18	1	-135	-109
Finansman faaliyetlerinden	-30	-109	-101	-17	0
Serbest Nakit Akışı	178	156	226	14	20
Net Borç	-202	-262	-230	-217	-241
Temettü Ödemesi	0	-10	-17	0	0

### Ana Çarpanlar

Brüt kar marjı	8.4%	11.0%	11.4%	11.1%	11.1%
VAFÖK marjı	1.4%	4.0%	5.7%	4.7%	4.6%
Net Kar marjı	a.d.	0.6%	0.7%	0.7%	0.8%
Sermaye Karlılığı	-24.9%	18.8%	25.0%	23.1%	25.5%
Satış Büyümesi	4%	29%	21%	15%	11%
VAFÖK Büyümesi	-38%	256%	75%	-6%	11%
Net Kar Büyümesi	-2306%	-171%	53%	4%	34%
Net Borç / Özkaynaklar (x)	a.d.	a.d.	a.d.	a.d.	a.d.
Net Borç / VAFÖK (x)	a.d.	a.d.	a.d.	a.d.	a.d.

Kaynak: Şirket Finansalları, YKY Araştırma

\* VAFÖK = (Satışlar-SMMM-Faaliyet Gideri+Amortisman) UFRS sonuçları ile uyumlu şirket sonuçlarından farklılık gösterebilir.

### Şirket Tanımı

2001 yılında kurulan Bizim Toptan, farklı sektör ve segment'te yer alan sayıları 1 milyonu üzerinde olan kayıtlı müşterisi olup, bunlara Hızlı Tüketim Maddelerinin toptan satışını gerçekleştirmektedir. Şirketin aynı zamanda, Seç adını verdiği ve alımları yönünden kendisine bağlı 381'e yakın perakende mağazasının yer aldığı franchise sistemi bulunmaktadır.

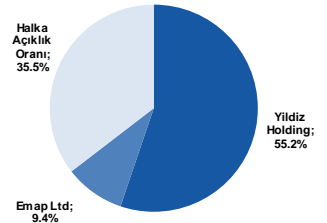
Şirket finansallarında son çeyreklerde gözlemlenen toparlanmanın takip eden çeyrekte devamını öngörüyoruz.

### Potansiyel Katalizörler ve Riskler

Potansiyel katalizörler; i. finansallarda beklentilerden daha güçlü bir toparlanma ii. kredi kartı taksit yasağına ilişkin hafifletici kararlar iii. Sürdürülebilir karlılık için önem arz eden Horeca segmentinde büyüme

Potansiyel riskler; i. zayıf talep, ii. Büyüme için atılan adımların istenilen sonuçları vermemesi iii. perakende kanalında konsolidasyonun idamesinde yaşanacak muhtemel yönetsel sıkıntılar

### Ortaklık Yapısı



## DEĞERLEME

TRYmın	2019T	2020T	2021T	2022T	2023T	2024T	2025T	2026T	Terminal	
<b>Satış gelirleri</b>	<b>4.521</b>	<b>5.220</b>	<b>5.806</b>	<b>6.381</b>	<b>6.948</b>	<b>7.515</b>	<b>8.045</b>	<b>8.635</b>	<b>9.268</b>	
<b>FVÖK</b>	<b>56</b>	<b>61,1</b>	<b>73,1</b>	<b>78,9</b>	<b>85,7</b>	<b>91,3</b>	<b>120,8</b>	<b>130,1</b>	<b>131,4</b>	
FVÖK marjı	1,1%	1,1%	1,1%	1,1%	1,1%	1,1%	1,2%	1,2%	1,0%	
<b>(-) Vergi</b>	<b>11</b>	<b>12</b>	<b>15</b>	<b>16</b>	<b>17</b>	<b>18</b>	<b>24</b>	<b>26</b>	<b>26</b>	
Vergi oranı	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	
<b>VSNFK</b>	<b>45</b>	<b>49</b>	<b>59</b>	<b>63</b>	<b>69</b>	<b>73</b>	<b>97</b>	<b>104</b>	<b>105</b>	
(+) Amortisman ve itfa	37	43	48	53	59	65	83	90	96	
(-) NIS artışı	-31	3	-39	-39	-37	-38	-47	-50	-54	
(-) Sermaye harcamaları	94	70	69	74	78	82	96	101	96	
<b>Serbest nakit akışı</b>	<b>19</b>	<b>20</b>	<b>76</b>	<b>81</b>	<b>87</b>	<b>93</b>	<b>130</b>	<b>143</b>	<b>159</b>	
<b>İndirgenmiş nakit akışları</b>	<b>16</b>	<b>14</b>	<b>44</b>	<b>39</b>	<b>35</b>	<b>31</b>	<b>25</b>	<b>23</b>	<b>21</b>	
<b>TRYmın</b>										
<b>İndirgenmiş nakit akışı</b>	<b>305</b>									
Terminal değer	1.114									
<b>İndirgenmiş terminal değer</b>	<b>150</b>									
Toplamın %'si olarak terminal	33%									
Terminal büyüme oranı	5%									
<b>Net borç (2019 sonu)</b>	<b>-230</b>									
<b>İştirakler</b>	<b>0</b>									
<b>Şirket değeri</b>	<b>685</b>									
<b>12A hedef değeri</b>	<b>901</b>									
Piyasa değeri	809									
<b>12 aylık hisse fiyatı</b>	<b>15,0</b>									
<b>Mevcut hisse fiyatı</b>	<b>13,5</b>									
<b>12 aylık toplam getiri</b>	<b>11%</b>									

Kaynak: YKY Araştırma



# COCA COLA İÇECEK

## Düzelme sürecine odaklanma zamanı

Coca Cola İçecek (CCI) için AL tavsiyemizi korurken Covid-19'un olası etkilerini yansıttığımız yeni tahminlerimizin sonrasında yeni hedef fiyatımızı 56,2 TL (önceki 60,5 TL) olarak belirledik. Virüse karşı alınan önlemler çerçevesinde hem yurt içinde hem de yurt dışında özellikle şirket açısından karlılığı yüksek dış mekan tüketiminin sektöre uğraması faaliyetleri olumsuz etkilese de 2Ç20 sonrası normale dönüşün başlamasıyla beraber 2Y20'de toparlanma sürecine girileceğini düşünüyoruz. Dolayısıyla hisse en kötünün geride kaldığını söylemek mümkün. Yine de muhafazakar bir yaklaşımla 2020 için %15 gibi ciddi bir hacim daralması ve hacimlerin 2019 seviyesine ancak 2022'de geleceği varsayımlarımızla oluşturduğumuz tahminlerimize göre bile hisse 2021 için 5,2 FD/FAVÖK ve 9,7 F/K gibi çarpanlarla benzerlerine göre sırasıyla 35% ve 31% gibi ciddi iskontolarla işlem görüyor.

- **Turizm bu sene şirketin yumuşak karnı.** 2020 yaz aylarında devam eden yurt dışı uçuş yasakları nedeniyle bu sene yabancı ziyaretçi sayısında ciddi bir düşüş bekleniyor. Gıda ve içeceğin yabancı ziyaretçilerin toplam harcamalarındaki %26 payını düşündüğümüzde bu durum şirketi bu yıl önemli bir talep kaynağından yoksun kılacak.
- **Normale dönüş iç talebi canlandıracak.** Turizmdeki bu tabloya rağmen Haziran ayıyla beraber yurt içinde beklenen normale dönüş süreciyle birlikte dış mekan karlı dış mekan tüketiminde toparlanma bekliyoruz. Bu da özellikle yılın ikinci yarısında hacimlere ve marjlara olumlu etki yapacaktır. 2020 sonrasında ise şirketin Türkiye'deki orta tek haneli sağlıklı büyüme trendine dönmesini bekliyoruz.
- **Yurt dışında uzun vade büyüme potansiyeli korunuyor.** Virüse etkisiyle bu sene yurt dışı operasyonlarda da sıkıntılı bir dönem olsa da 2020 sonrası güçlü büyüme dinamiklerinin etkisiyle beraber 2021-23 arası üç sene boyunca %9 gibi bir hacim büyümesi bekliyoruz.
- **Riskler** – i) Beklenenden düşük satış hacimleri ii) Beklenenden yüksek hammadde fiyatları iii) para birimlerinde değer kayıpları.

### Konsolide Finansallar ve Çarpanlar

(TLmn)	2018	Δ	2019	Δ	2020T	Δ	2021T	Δ
Net satışlar	10,625	27%	12,245	15%	11,411	-7%	13,667	20%
VAFÖK	1,815	34%	2,300	27%	1,573	-32%	2,436	55%
Net Kar	327	38%	964	195%	320	-67%	1,096	243%
F/K (x)	25.6		8.6		33.1		9.7	
FD/VAFÖK (x)	6.1		5.1		8.9		5.2	
FD/Satış (x)	1.0		1.0		1.2		0.9	
Hisse Başına Kar (TL)	1.29		3.79		1.26		4.31	
Temettü Verimi	3.6%		2.9%		2.2%		3.1%	
Serbest Nakit Akış Verimi	8.5%		13.8%		6.0%		8.7%	

Kaynak: Şirket Finansalları, YKY Araştırma

Öneri	AL
Hedef Fiyat	TL56.2
Potansiyel Getiri	35%

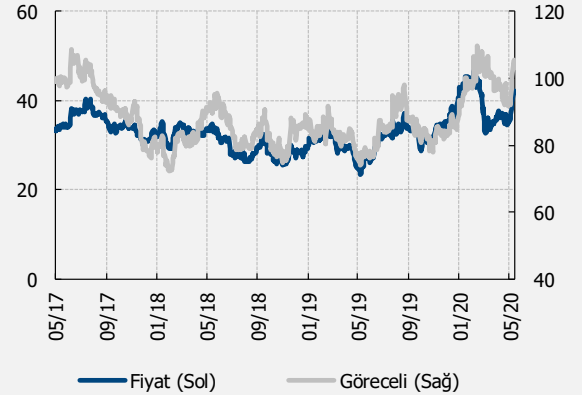
### Fiyat Bilgileri

Kodu	CCOLA.TI / CCOLA.IS
Kapanış Fiyatı	TL41.60
Piyasa Değeri (TL/US\$ mn)	10,582 / 1,559
Hisse Sayısı (mn)	254.370782
Saklama Oranı	25%
3 ay ort. işlem hacmi (TL/US\$ mn)	36.79 / 5.46

### Fiyat Aralığı (Yüksek / Düşük) (TL)

1 Aylık	42.34 / 34.63
1 Yıllık	46.70 / 25.31
Sene başından itibaren	46.70 / 32.67

Performans (TL)	Nominal	Göreceli
1 Aylık	13%	8%
3 Aylık	-6%	-6%
1 Yıllık	64%	33%
Sene başından itibaren	10%	18%



28 Mayıs 2020 tarihi ile güncellenmiştir.

Göreceli performanslar BIST-100 Getiri Endeksine göre hesaplanmıştır

**Behlül Katsa, CFA**  
[behlul.katsa@ykyatirim.com.tr](mailto:behlul.katsa@ykyatirim.com.tr)  
+90 212 319 83 66

Finansal Özet (TLmn)	2017	2018	2019	2020T	2021T
<b>Gelir Tablosu</b>					
<b>Net satışlar</b>	<b>8,392</b>	<b>10,625</b>	<b>12,245</b>	<b>11,411</b>	<b>13,667</b>
<b>Brüt Kar</b>	<b>2,772</b>	<b>3,527</b>	<b>4,207</b>	<b>3,547</b>	<b>4,502</b>
Faaliyet giderleri	-1,913	-2,311	-2,602	-2,711	-2,868
<b>VAFÖK *</b>	<b>1,357</b>	<b>1,815</b>	<b>2,300</b>	<b>1,573</b>	<b>2,436</b>
Amortisman	497	599	695	737	802
<b>Faaliyet gelirleri</b>	<b>859</b>	<b>1,216</b>	<b>1,606</b>	<b>836</b>	<b>1,634</b>
Finansal gelir/gider	-453	-698	-335	-413	-256
Diğer gelir/gider	15	38	-84	-80	-75
İştirak Karı / Zararı	0	0	0	0	0
<b>Vergi öncesi kar</b>	<b>421</b>	<b>556</b>	<b>1,187</b>	<b>343</b>	<b>1,303</b>
Vergi	-140	-196	-247	-69	-261
Azınlık hisseleri / diğer	-44	-33	24	45	54
<b>Net Kar</b>	<b>238</b>	<b>327</b>	<b>964</b>	<b>320</b>	<b>1,096</b>
<b>Bilanço</b>					
Nakit ve nakit benzerleri	3,875	2,311	2,933	1,860	2,460
Stoklar	564	804	872	789	920
Ticari alacaklar	108	624	700	706	846
Diğer alacaklar	1,159	798	961	926	1,109
<b>Dönen Varlıklar</b>	<b>5,705</b>	<b>4,537</b>	<b>5,465</b>	<b>4,281</b>	<b>5,335</b>
Maddi duran varlıklar	7,485	9,178	9,917	9,865	10,157
Finansal yatırımlar	0	0	0	0	0
Diğer duran varlıklar	204	305	577	420	483
<b>Duran Varlıklar</b>	<b>7,689</b>	<b>9,483</b>	<b>10,495</b>	<b>10,285</b>	<b>10,640</b>
<b>Toplam Varlıklar</b>	<b>13,394</b>	<b>14,020</b>	<b>15,960</b>	<b>14,566</b>	<b>15,974</b>
Kısa vadeli finansal borçlar	2,797	919	1,493	573	792
Ticari borçlar	711	966	1,044	943	1,098
Diğer kısa vadeli yükümlülükler	620	784	999	956	1,022
<b>Kısa Vadeli Yükümlülükler</b>	<b>4,128</b>	<b>2,668</b>	<b>3,536</b>	<b>2,472</b>	<b>2,912</b>
Uzun vadeli finansal borçlar	3,194	4,025	3,998	3,901	3,793
Diğer uzun vadeli yükümlülükler	633	876	1,056	838	968
<b>Uzun Vadeli Yükümlülükler</b>	<b>3,827</b>	<b>4,901</b>	<b>5,054</b>	<b>4,739</b>	<b>4,761</b>
<b>Azınlık Payları</b>	<b>704</b>	<b>831</b>	<b>854</b>	<b>809</b>	<b>755</b>
<b>Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar</b>	<b>5,440</b>	<b>6,451</b>	<b>7,369</b>	<b>7,355</b>	<b>8,302</b>
<b>Toplam Kaynaklar</b>	<b>13,394</b>	<b>14,020</b>	<b>15,960</b>	<b>14,566</b>	<b>15,974</b>
<b>Nakit Akış Tablosu</b>					
İşletme faaliyetlerinden	1,264	345	1,607	1,170	1,856
Yatırım faaliyetlerinden	-499	-858	-918	-685	-1,093
Finansman faaliyetlerinden	2,297	-804	728	-1,235	241
Serbest Nakit Akışı	722	713	1,147	635	919
Net Borç	2,116	2,633	2,559	2,614	2,125
Temettü Ödemesi	-200	-300	-239	-236	-332
<b>Ana Çarpanlar</b>					
Brüt kar marjı	33.0%	33.2%	34.4%	31.1%	32.9%
VAFÖK marjı	16.2%	17.1%	18.8%	13.8%	17.8%
Net Kar marjı	2.8%	3.1%	7.9%	2.8%	8.0%
Sermaye Karlılığı	4.6%	5.5%	13.9%	4.3%	14.0%
Satış Büyümesi	19%	27%	15%	-7%	20%
VAFÖK Büyümesi	29%	34%	27%	-32%	55%
Net Kar Büyümesi	-937%	38%	195%	-67%	243%
Net Borç / Özkaynaklar (x)	0.4	0.4	0.3	0.4	0.3
Net Borç / VAFÖK (x)	1.6	1.5	1.1	1.7	0.9

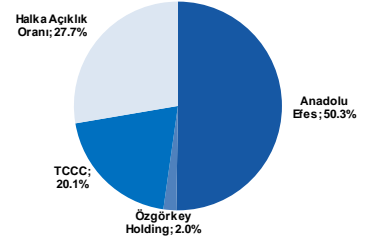
Kaynak: Şirket Finansalları, YKY Araştırma

\* VAFÖK= (Satışlar-SMMM-Faaliyet Gideri+Amortisman) UFRS sonuçları ile uyumlu şirket sonuçlarından farklılık gösterebilir.

## Sirket Tanımı

Coca Cola İçecek The Coca Cola Company'nin (TCCC) şişeleme sistemi içerisinde hacim bazında 6. büyük şişeleme şirketi konumunda. Şirket Türkiye ve sekiz farklı bölge ülkesinde (Pakistan, Kazakistan, Irak, Azerbaycan, Türkmenistan, Ürdün, Tacikistan ve Suriye) meşrubat ve gazlı içecek üretim ve dağıtımını yapmakta. Faaliyet gösterdiği ülkelerde 400 milyon civarında bir nüfus bazı bulunuyor. Şirketin TCCC ile şişeleme anlaşması bulunmakta olup toplam 26 tane üretim tesisi var.

## Ortaklık Yapısı



**DEĞERLEME**

TRYMn	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
<b>Satışlar</b>	<b>12,245</b>	<b>11,411</b>	<b>13,667</b>	<b>15,920</b>	<b>17,938</b>	<b>20,157</b>	<b>22,660</b>	<b>25,488</b>	<b>28,596</b>	<b>31,995</b>	<b>35,717</b>	<b>39,809</b>
yıllık büyüme		-6.8%	19.8%	16.5%	12.7%	12.4%	12.4%	12.5%	12.2%	11.9%	11.6%	11.5%
<b>VFÖK</b>	<b>1,605</b>	<b>836</b>	<b>1,634</b>	<b>1,990</b>	<b>2,265</b>	<b>2,553</b>	<b>2,866</b>	<b>3,244</b>	<b>3,670</b>	<b>4,102</b>	<b>4,575</b>	<b>5,120</b>
VFÖK marjı	13.1%	7.3%	12.0%	12.5%	12.6%	12.7%	12.6%	12.7%	12.8%	12.8%	12.8%	12.9%
yıllık büyüme		-47.9%	95.5%	21.7%	13.9%	12.7%	12.2%	13.2%	13.2%	11.8%	11.5%	11.9%
(-) Vergiler	353	184	327	398	453	511	573	649	734	820	915	1,024
Vergi oranı		22.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%
	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>VSNFK</b>	<b>1,252</b>	<b>652</b>	<b>1,307</b>	<b>1,592</b>	<b>1,812</b>	<b>2,043</b>	<b>2,293</b>	<b>2,595</b>	<b>2,936</b>	<b>3,282</b>	<b>3,660</b>	<b>4,096</b>
(+) Amortisman	695	737	802	940	1,063	1,201	1,358	1,535	1,730	1,944	2,177	2,434
(-) Niş değişimi	34	70	96	86	74	79	89	100	110	121	132	145
(-) Yatırım harcamaları	918	685	1,093	1,194	1,345	1,512	1,700	1,912	2,002	2,240	2,500	2,588
<b>Sebest nakit akımı</b>	<b>994</b>	<b>635</b>	<b>919</b>	<b>1,251</b>	<b>1,456</b>	<b>1,653</b>	<b>1,862</b>	<b>2,118</b>	<b>2,554</b>	<b>2,865</b>	<b>3,205</b>	<b>3,797</b>
İskonto oranı		16.8%	17.0%	16.9%	16.9%	17.0%	17.1%	17.1%	17.1%	17.2%	16.3%	0.0%
İskonto faktörü		1.1	1.3	1.5	1.8	2.1	2.5	2.9	3.4	4.0	4.3	0.0
<b>İndirgenmiş nakit akımları</b>		<b>635</b>	<b>818</b>	<b>950</b>	<b>948</b>	<b>920</b>	<b>884</b>	<b>856</b>	<b>881</b>	<b>842</b>	<b>801</b>	<b>874</b>

Milyon TL

<b>Toplam İNA</b>	<b>9,410</b>
<b>İndirgenmiş sonsuz değer</b>	<b>9,099</b>
Sonsuz değer in toplam içinde payı	49%
Sonsuz büyüme oranı	<b>6.0%</b>
Azınlık payları	1,500
Net borç	2,712
<b>Toplam firma değeri</b>	<b>17,009</b>
<b>Adil değer</b>	<b>14,297</b>
Piyasa değeri	10,582
<b>Hedef fiyat (TL)</b>	<b>56.2</b>
<b>Getiri potansiyeli</b>	<b>35%</b>

Kaynak: YKY Araştırma

# MİGROS

## Hissedeki toparlanmanın devamı makul

Migros için 'AL' önerimizi yenilenen hedef fiyatımızla tekrarlıyoruz. Model varsayımlarımızda, yüksek seyreden ciro ve çoklukla da bilanço tarafındaki iyileştirmeler paralelinde yaptığımız değişiklikler sonrası, 12 aylık hedef fiyatımızı 34.0 Lira'dan 43.0 Lira'ya yükseltiyoruz. Covid-19 sonrası artan talepten en çok faydalanan ve bunu da birden fazla kanalda mevcudiyeti ve yurt sathına yaygın satış ağı sayesinde başaran Migros, ev içi tüketimin artışının süreceği mevcut görünümde, bu güçlü büyümelerini devam ettirebilecektir. Hissedeki toparlanmanın arkasında da benzer düşüncelerin yattığını düşünüyoruz. Bununla birlikte, Covid-19'un çok öncesinde başlayan bilanço temelli iyileştirmeler ve azaltılan Avro riski sayesinde, operasyonel endişeler daha çok gündeme gelecektir ve bu noktada da, Migros'un yıllıklandırılmış %11 düzeyindeki güçlü serbest nakit akım marjı ön plana çıkacaktır.

- **Güçlü 1Ç20 Sonuçları.** Migros, satış metrekaresini ortalama %3 arttırdığı ve ülkedeki işlenmiş gıda enflasyonunun %17 seyrettiği bir çeyrekte %31 ciro artışı yakaladı. Bu yüksek büyüme, Covid-19 ve online yatırımlar kaynaklı maliyet artışları nedeniyle, normal şartlar altında beklenene, marj genişlemelerini sağlayamadı. Ancak, yine de, Migros'un pazar payı kazançlarının devamını sağladı. İlave personelin ciroya katkısı ortaya çıktıkça 1Ç20 finansallarına yansıyan maliyet artışının görece azalmasını bekliyoruz.
- **Azalan Avro riski.** Migros'un uzun süredir finansallarını baskılayan ve operasyonel sonuçlarını gölgeleyen Avro açık pozisyonu 118 milyon Avro'ya kadar inmiştir. Bu iniş TL borçluluğun ve faiz yükünün artması ve aynı zamanda varlık satışı da içerdiğinden (sale & lease back) kira giderlerinin artacak olması pahasına sağlansa da, kur riski azaldığı için yine de memnuniyetle karşılıyoruz.

### Konsolide Finansallar ve Çarpanlar

(TLmn)	2018	Δ	2019	Δ	2020T	Δ	2021T	Δ
Net satışlar	18,717	22%	23,191	24%	28,401	22%	32,968	16%
VAFÖK	1,144	43%	2,127	86%	2,361	11%	2,599	10%
Net Kar	-836	a.d.	-492	a.d.	-81	a.d.	154	a.d.
F/K (x)	a.d.		a.d.		a.d.		39.3	
FD/VAFÖK (x)	5.5		3.9		4.5		4.0	
FD/Satış (x)	0.3		0.4		0.4		0.3	
Hisse Başına Kar (TL)	-4.6		-2.7		-0.4		0.9	
Temettü Verimi	0.0%		0.0%		0.0%		0.0%	
Serbest Nakit Akış Verimi	25.2%		74.0%		14.4%		15.0%	

Kaynak: Şirket Finansalları, YKY Araştırma

### Öneri

AL

Hedef Fiyat

TL43.0

Potansiyel Getiri

28%

### Fiyat Bilgileri

Kodu	MGROS.TI / MGROS.IS
Kapanış Fiyatı	TL33.52
Piyasa Değeri (TL/US\$ mn)	6,069 / 894
Hisse Sayısı (mn)	181.054233
Saklama Oranı	36%
3 ay ort. işlem hacmi (TL/US\$ mn)	216.36 / 31.66

### Fiyat Aralığı (Yüksek / Düşük) (TL)

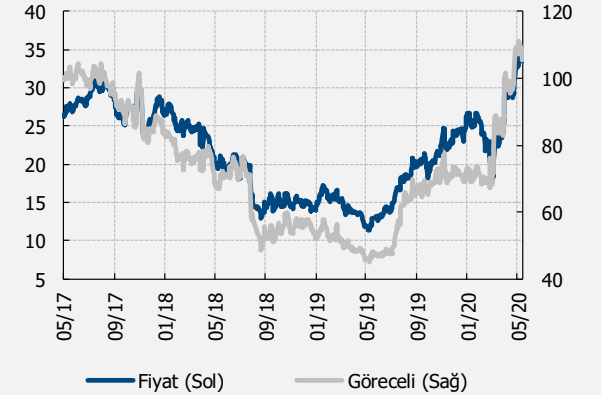
1 Aylık	34.24 / 28.76
1 Yıllık	34.24 / 11.99
Sene başından itibaren	34.24 / 17.99

### Performans (TL)

### Nominal

### Göreceli

1 Aylık	16%	10%
3 Aylık	54%	54%
1 Yıllık	176%	124%
Sene başından itibaren	38%	49%



28 Mayıs 2020 tarihi ile güncellenmiştir.

Göreceli performanslar BIST-100 Getiri Endeksine göre hesaplanmıştır

Görkem Göker

[gorkem.goker@ykyatirim.com.tr](mailto:gorkem.goker@ykyatirim.com.tr)

+90 212 319 79 49

Finansal Özet (TLmn)	2017	2018	2019	2020T	2021T
<b>Gelir Tablosu</b>					
Net satışlar	15,344	18,717	23,191	28,401	32,968
<b>Brüt Kar</b>	<b>4,082</b>	<b>4,881</b>	<b>6,205</b>	<b>7,540</b>	<b>8,704</b>
Faaliyet giderleri	-3,554	-4,032	-4,884	-6,061	-7,042
<b>VAFÖK *</b>	<b>798</b>	<b>1,144</b>	<b>2,127</b>	<b>2,361</b>	<b>2,599</b>
Amortisman	270	295	806	883	937
<b>Faaliyet gelirleri</b>	<b>528</b>	<b>849</b>	<b>1,321</b>	<b>1,478</b>	<b>1,662</b>
Finansal gelir/gider	-793	-1,352	-1,242	-1,217	-1,023
Diğer gelir/gider	-225	-408	-516	-361	-432
İştirak Karı / Zararı	0	0	0	0	0
<b>Vergi öncesi kar</b>	<b>603</b>	<b>-1,047</b>	<b>-468</b>	<b>-105</b>	<b>200</b>
Vergi	-94	212	-24	24	-45
Azınlık hisseleri / diğer	-4	0	0	0	0
<b>Net Kar</b>	<b>513</b>	<b>-836</b>	<b>-492</b>	<b>-81</b>	<b>154</b>
<b>Bilanço</b>					
Nakit ve nakit benzerleri	1,617	1,751	2,328	2,321	2,748
Stoklar	1,908	2,249	2,666	2,931	3,424
Ticari alacaklar	97	121	126	169	226
Diğer alacaklar	154	354	156	191	197
<b>Dönen Varlıklar</b>	<b>3,776</b>	<b>4,474</b>	<b>5,277</b>	<b>5,612</b>	<b>6,594</b>
Maddi duran varlıklar	3,740	3,863	3,736	3,286	3,400
Finansal yatırımlar	1	1	4	5	6
Diğer duran varlıklar	2,785	2,546	5,443	5,744	5,928
<b>Duran Varlıklar</b>	<b>6,526</b>	<b>6,411</b>	<b>9,184</b>	<b>9,035</b>	<b>9,334</b>
<b>Toplam Varlıklar</b>	<b>10,303</b>	<b>10,885</b>	<b>14,461</b>	<b>14,647</b>	<b>15,929</b>
Kısa vadeli finansal borçlar	1,038	1,229	1,193	1,012	1,835
Ticari borçlar	3,954	4,867	5,744	6,490	7,312
Diğer kısa vadeli yükümlülükler	524	579	607	774	774
<b>Kısa Vadeli Yükümlülükler</b>	<b>5,516</b>	<b>6,675</b>	<b>7,544</b>	<b>8,276</b>	<b>9,921</b>
Uzun vadeli finansal borçlar	1,038	1,229	1,193	1,012	1,835
Diğer uzun vadeli yükümlülükler	2,221	2,346	5,401	5,086	3,745
<b>Uzun Vadeli Yükümlülükler</b>	<b>3,259</b>	<b>3,575</b>	<b>6,594</b>	<b>6,098</b>	<b>5,580</b>
<b>Azınlık Payları</b>	<b>57</b>	<b>2</b>	<b>2</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar</b>	<b>1,527</b>	<b>635</b>	<b>323</b>	<b>273</b>	<b>428</b>
<b>Toplam Kaynaklar</b>	<b>10,303</b>	<b>10,885</b>	<b>14,461</b>	<b>14,647</b>	<b>15,929</b>
<b>Nakit Akış Tablosu</b>					
İşletme faaliyetlerinden nakit akışları	1,051	1,191	2,165	1,275	1,355
Yatırım faaliyet. kaynak. nakit akışları	-391	-315	129	-399	-445
Finansman faaliyet. nakit akışları	-198	-742	-1,716	-882	-483
Serbest Nakit Akışı	660	876	2,294	876	910
Net Borç	2,284	2,801	5,173	4,516	4,394
Temettü Ödemesi	0	0	0	0	0
<b>Ana Çarpanlar</b>					
Brüt kar marjı	26.6%	26.1%	26.8%	26.5%	26.4%
VAFÖK marjı	5.2%	6.1%	9.2%	8.3%	7.9%
Net Kar marjı	3.3%	a.d.	a.d.	a.d.	0.5%
Net Kar Karlılığı	59.6%	-77.3%	-102.7%	-27.1%	44.1%
Satış Büyümesi	39%	22%	24%	22%	16%
VAFÖK Büyümesi	27%	43%	86%	11%	10%
Net Kar Büyümesi	-271%	-263%	-41%	-84%	-291%
Net Borç / Özkaynaklar (x)	1.5	4.4	16.0	16.5	10.3
Net Borç / VAFÖK (x)	2.9	2.4	2.4	1.9	1.7

Kaynak: Şirket Finansalları, YKY Araştırma

\* VAFÖK= (Satışlar-SMMM-Faaliyet Gideri+Amortisman) UFRS sonuçları ile uyumlu şirket sonuçlarından farklılık gösterebilir.

## Şirket Tanımı

1954 yılından beri Türk Perakende Sektöründe yer alan Migros, Türkiye'deki en büyük supermarket operatörü konumundadır. Halihazırda 81 il genelinde faaliyette bulunan Migros'un, Kazakistan ve Makedonya'da Ramstore markası altında yurtdışında da iştirakleri bulunmaktadır. 2015 yılı sonunda şirketin ana ortakları arasında Anadolu Endüstri Holding'de 40,25%'e dahil olmuştur.

Migros'un, indirimli mağaza konsepti ŞOK'u 2011'de satmasının ardından, tamamen organik ve içsel kaynaklarla, sergilediği güçlü mağaza açılış performansı, karlılığında, bilhassa lojistik yatırımlarının getirdiği avantajlarla sağladığı iyileşme, sektörde hesapladığımız en yüksek ekşi nakit döngüsüyle çalışıyor olması, şirket için mevcut olumlu durumumuzun nedenidir.

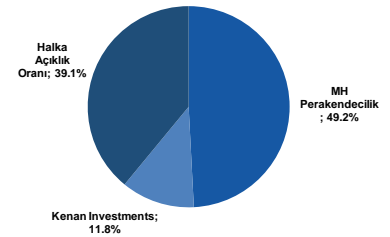
Şirketin, 2008 yılındaki BC Partners satın alması aşamasından devir kalan ve son bilanço tarihi itibarıyla 118 milyar Avro'yu işaret eden döviz açık pozisyonu nedeniyle net karlılığının baskı altında kalmayı devam edeceğini, ancak güçlü operasyonel sonuçlarla bu baskının azalacağı kanaatindeyiz.

## Potansiyel Katalizörler ve Riskler

Potansiyel katalizörler; i. güçlü benzer mağaza satışları ii. TRY'nin Avro karşısında değer kazanması iii. Süregelen maliyet verimlilik çalışmalarının artan olumlu katkısı

Potansiyel riskler; i. zayıf talep, ii. Büyüme için atılan adımların istenilen sonuçları vermemesi iii. TRY'nin Avro karşısında değer kaybı

## Ortaklık Yapısı



**DEĞERLEME – MİGROS İndirgenmiş Nakit Akım Tablosu – YKY Tahmin**

TRYmn	2019T	2020T	2021T	2022T	2023T	2024T	2025T	2026T	Terminal
<b>Satış gelirleri</b>	<b>23.191</b>	<b>28.401</b>	<b>32.968</b>	<b>37.296</b>	<b>41.598</b>	<b>45.596</b>	<b>49.576</b>	<b>53.768</b>	<b>73.776</b>
<b>FVÖK</b>	<b>505</b>	<b>799</b>	<b>805</b>	<b>923</b>	<b>1.053</b>	<b>1.162</b>	<b>1.314</b>	<b>1.386</b>	<b>1.799</b>
FVÖK marjı	2,2%	2,8%	2,4%	2,5%	2,5%	2,5%	2,7%	2,6%	2,6%
<b>(-) Vergi</b>	<b>101</b>	<b>160</b>	<b>161</b>	<b>185</b>	<b>211</b>	<b>232</b>	<b>263</b>	<b>277</b>	<b>360</b>
Vergi oranı	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%
<b>VSNFK</b>	<b>404</b>	<b>639</b>	<b>644</b>	<b>739</b>	<b>842</b>	<b>930</b>	<b>1.051</b>	<b>1.109</b>	<b>1.440</b>
(+) Amortisman ve itfa	334	332	357	385	416	449	486	525	724
(-) NIS artışı	-682	-563	-267	-489	-473	-420	-442	-464	-609
(-) Sermaye harcamaları	-129	404	445	485	520	547	590	634	724
<b>Serbest nakit akışı</b>	<b>1.548</b>	<b>1.130</b>	<b>823</b>	<b>1.128</b>	<b>1.212</b>	<b>1.252</b>	<b>1.389</b>	<b>1.464</b>	<b>2.048</b>
<b>İskonto oranı</b>		<b>18,1%</b>	<b>18,5%</b>	<b>19,4%</b>	<b>20,0%</b>	<b>20,4%</b>	<b>21,2%</b>	<b>21,4%</b>	<b>19,2%</b>
<b>İndirgenmiş nakit akışları</b>		<b>959</b>	<b>591</b>	<b>684</b>	<b>615</b>	<b>530</b>	<b>488</b>	<b>426</b>	<b>281</b>
<b>TRYmn</b>									
<b>İndirgenmiş nakit akışı</b>	<b>5.580</b>								
Terminal değer	16.796								
<b>İndirgenmiş terminal değer</b>	<b>2.303</b>								
Toplamın %'si olarak terminal	29%								
Terminal büyüme oranı	6%								
<b>Net borç (2017 sonu)</b>	<b>2.055</b>								
<b>İştirakler</b>	<b>1</b>								
<b>Şirket değeri</b>	<b>5.830</b>								
<b>12A hedef değeri</b>	<b>7.796</b>								
Piyasa değeri	6.069								
<b>12 aylık hisse fiyatı</b>	<b>43,0</b>								
<b>Mevcut hisse fiyatı</b>	<b>33,5</b>								
<b>12 aylık toplam getiri</b>	<b>28%</b>								

Kaynak: YKY Araştırma



## ŞOK MARKETLER

### Olumlu görünüm fiyatlandı

ŞOK için hisse başı 13,4 Lira olan hedef fiyatımızı 14 Lira'ya yükseltiyor; önerimizi ise azalan artış potansiyeli nedeniyle 'AL' dan 'TUT'a çekiyoruz. 2020 yılında ŞOK'un güçlü finansallar açıklamasını ve karşılaştırılabilir net karlılığında, azalan faiz giderlerinin de katkısıyla yüksek oranda iyileşme görmeyi bekliyorduk. Kovid-19 sonrası, yılın tamamı için beklentilerimiz büyüklük olarak büyük bir değişikliğe uğramazken, kompozisyon olarak ilk varsayımlarımızdan farklı bir tabloyu işaret ediyor. Şöyle ki, en başta sokağa çıkma yasağı olmak üzere, mağaza trafiğini azaltan makro gelişmeler ve tüketici davranış değişiklikleri, şirketin aynı ciro büyümesini daha yüksek bir sepet büyüklüğü ama daha düşük bir müşteri trafiğiyle sağlayacağını göstermektedir. Öte yandan, hissede daha yüksek değerlendirme seviyelerinin makuliyet kazanabilmesi için, şirketin benzer mağaza müşteri trafiğinde BİM ile arasında olan farkın azalmasını gerekli olduğu kanaatindeyiz.

- **ŞOK'un avantajlarının öne çıktığı dönemler.** ŞOK Pazar konumlanmasını supermarket ürün grubuna daha yakın ancak indirim mağazacılığı iş yapış ve fiyatlama modeli üzerine kurmuştur. Ev-çi tüketimin arttığı, Açık Pazarlar kapalı olduğu için market kanalıyla taze grubunun öneminin daha da arttığı bir dönemde ŞOK'un farklılaştırılmış konumlanması daha ön plana çıkacaktır.
- **Karlı büyüme devam ediyor.** ŞOK'un halka açıldıktan sonra finansallarında gözlemlenen, "marj genişlemesi", "yüksek serbest nakit üretimi" ve "azalan borçluluk" 1Ç20'de devam etmiştir. Son 4 çeyrek toplamları nazarında, %32'lik bir ciro artışı sağlayan ŞOK, karşılaştırılabilir marjlarını 2,5 puan arttırmış ve %7 civarında serbest nakit akım marjı elde etmiştir.
- **Gidilecek daha çok yol var.** ŞOK'un sonuçlarında gözümüze çarpan en önemli olumsuzluk benzer mağaza trafiğinin ilk beklentilerimizin altında kalmasıdır. Daha genç bir oyuncu olduğu için BİM ile arasındaki güncel farkı (ŞOK: 400-420 vs. BİM: 650-675) makul karşılamakla birlikte bu farkın artmasını değil, genç mağaza portföyünün olgunlaşması sayesinde daha hızlı azalmasını beklerdik.

#### Konsolide Finansallar ve Çarpanlar

(TLmn)	2018	Δ	2019	Δ	2020T	Δ	2021T	Δ
Net satışlar	12,061	35%	16,052	33%	20,360	27%	25,474	25%
VAFÖK	630	82%	1,470	133%	1,957	33%	2,391	22%
Net Kar	67	a.d.	-299	a.d.	79	a.d.	152	92%
F/K (x)	84.6		a.d.		a.d.		47.9	
FD/VAFÖK (x)	8.9		5.2		4.5		3.6	
FD/Satış (x)	0.5		0.5		0.4		0.3	
Hisse Başına Kar (TL)	0.1		-0.5		0.1		0.2	
Temettü Verimi	0.0%		0.0%		0.0%		0.0%	
Serbest Nakit Akış Verimi	3.1%		17.3%		8.7%		14.3%	

Kaynak: Şirket Finansalları, YKY Araştırma

Öneri	TUT
Hedef Fiyat	TL14.0
Potansiyel Getiri	17%

#### Fiyat Bilgileri

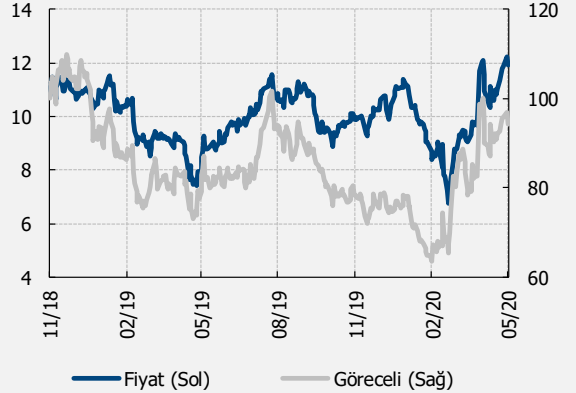
Kodu	SOKM.TI / SOKM.IS
Kapanış Fiyatı	TL11.93
Piyasa Değeri (TL/US\$ mn)	7,300 / 1,075
Hisse Sayısı (mn)	611.928571
Saklama Oranı	36%
3 ay ort. işlem hacmi (TL/US\$ mn)	119.02 / 17.33

#### Fiyat Aralığı (Yüksek / Düşük) (TL)

1 Aylık	12.21 / 10.32
1 Yıllık	12.21 / 6.75
Sene başından itibaren	12.21 / 6.75

#### Performans (TL)

	Nominal	Göreceli
1 Aylık	-1%	-6%
3 Aylık	40%	40%
1 Yıllık	41%	14%
Sene başından itibaren	11%	19%



28 Mayıs 2020 tarihi ile güncellenmiştir.

Göreceli performanslar BIST-100 Getiri Endeksine göre hesaplanmıştır

Görkem Göker  
gorkem.goker@ykyatirim.com.tr  
+90 212 319 79 49



Finansal Özet (TLmn)	2017	2018	2019	2020T	2021T
<b>Gelir Tablosu</b>					
Net satışlar	8,920	12,061	16,052	20,360	25,474
<b>Brüt Kar</b>	<b>2,055</b>	<b>2,934</b>	<b>3,740</b>	<b>4,826</b>	<b>5,986</b>
Faaliyet giderleri	-1,874	-2,504	-2,869	-3,612	-4,470
<b>VAFÖK *</b>	<b>346</b>	<b>630</b>	<b>1,470</b>	<b>1,957</b>	<b>2,391</b>
Amortisman	165	200	599	743	874
<b>Faaliyet gelirleri</b>	<b>181</b>	<b>430</b>	<b>872</b>	<b>1,214</b>	<b>1,517</b>
Finansal gelir/gider	-367	-264	-573	-606	-772
Diğer gelir/gider	-228	-426	-549	-508	-547
İştirak Karı / Zararı	0	0	0	0	0
<b>Vergi öncesi kar</b>	<b>-434</b>	<b>-248</b>	<b>-244</b>	<b>98</b>	<b>198</b>
Vergi	-4	316	-54	-18	-46
Azınlık hisseleri / diğer	-44	0	0	0	0
<b>Net Kar</b>	<b>-395</b>	<b>67</b>	<b>-299</b>	<b>79</b>	<b>152</b>
<b>Bilanço</b>					
Nakit ve nakit benzerleri	92	354	431	660	1,156
Stoklar	636	872	1,330	1,358	1,708
Ticari alacaklar	268	70	74	111	140
Diğer alacaklar	82	19	25	27	29
<b>Dönen Varlıklar</b>	<b>1,078</b>	<b>1,315</b>	<b>1,860</b>	<b>2,157</b>	<b>3,034</b>
Maddi duran varlıklar	850	978	1,101	1,200	1,388
Finansal yatırımlar	0	0	0	0	0
Diğer duran varlıklar	683	969	2,747	2,915	3,101
<b>Duran Varlıklar</b>	<b>1,532</b>	<b>1,947</b>	<b>3,847</b>	<b>4,115</b>	<b>4,489</b>
<b>Toplam Varlıklar</b>	<b>2,610</b>	<b>3,262</b>	<b>5,708</b>	<b>6,272</b>	<b>7,523</b>
Kısa vadeli finansal borçlar	1,505	177	76	66	66
Ticari borçlar	2,193	2,485	3,395	3,565	4,431
Diğer kısa vadeli yükümlülükler	796	183	820	946	1,047
<b>Kısa Vadeli Yükümlülükler</b>	<b>4,494</b>	<b>2,845</b>	<b>4,290</b>	<b>4,578</b>	<b>5,545</b>
Uzun vadeli finansal borçlar	204	107	33	33	33
Diğer uzun vadeli yükümlülükler	98	47	1,411	1,610	1,742
<b>Uzun Vadeli Yükümlülükler</b>	<b>302</b>	<b>154</b>	<b>1,444</b>	<b>1,643</b>	<b>1,775</b>
<b>Azınlık Payları</b>	<b>-162</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar</b>	<b>-2,023</b>	<b>262</b>	<b>-28</b>	<b>51</b>	<b>203</b>
<b>Toplam Kaynaklar</b>	<b>2,610</b>	<b>3,262</b>	<b>5,708</b>	<b>6,272</b>	<b>7,523</b>
<b>Nakit Akış Tablosu</b>					
İşletme faaliyetlerinden	606	492	1,388	1,042	1,552
Yatırım faaliyetlerinden	-289	-318	-342	-409	-509
Finansman faaliyetlerinden	-286	88	-969	-436	-547
Serbest Nakit Akışı	317	174	1,046	634	1,043
Net Borç	1,617	-70	1,644	1,546	1,239
Temettü Ödemesi	0	0	0	0	0
<b>Ana Çarpanlar</b>					
Brüt kar marjı	23.0%	24.3%	23.3%	23.7%	23.5%
VAFÖK marjı	3.9%	5.2%	9.2%	9.6%	9.4%
Net Kar marjı	a.d.	0.6%	a.d.	0.4%	0.6%
Sermaye Karlılığı	22.2%	-7.6%	-255.8%	702.3%	119.9%
Satış Büyümesi	33%	35%	33%	27%	25%
VAFÖK Büyümesi	221%	82%	133%	33%	22%
Net Kar Büyümesi	9%	-117%	-545%	-127%	92%
Net Borç / Özkaynaklar (x)	-0.8	a.d.	-58.0	30.4	6.1
Net Borç / VAFÖK (x)	4.7	a.d.	1.1	0.8	0.5

Kaynak: Şirket Finansalları, YKY Araştırma

\* VAFÖK= (Satışlar-SMMM-Faaliyet Gideri+Amortisman) UFRS sonuçları ile uyumlu şirket sonuçlarından farklılık gösterebilir.

## Şirket Tanımı

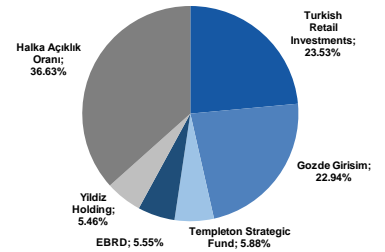
ŞOK, Türkiye'nin mağaza sayısı bakımından en büyük üçüncü, ciro bakımından da en büyük dördüncü gıda perakendecisidir. Şirket, yalın maliyet yapısı ve operasyonel verimliliklere dayanan iş modeliyle, Türk gıda perakende pazarındaki mevcut büyüme eğiliminden en çok faydalanacak şirketlerin arasında yer almaktadır. Firmanın büyüyen ölçeği, geleneksel karaldaki rakiplerine karşı en büyük rekabet avantajı olurken, yüksek indirim mağazacılığı yapan rakiplerinden kendini daha fazla ürün çeşitliliği ve daha yüksek bir alışveriş deneyimi sunarak ayırıştırma çalışmaktadır.

Şirketin, mevcut mağaza portföyünde olgunlaşmamış mağaza sayısının çokluğu, ve bu mağazaların olgunlaşmasıyla birlikte karlılığa yapacağı katkıyı şirket için olumlu beklentilerimizin temelini oluşturuyoruz ve bu katkının halka arz sonrası daha güçlü bilançoyla beraber daha çok ön plana çıkmasını bekliyoruz. Dolayısıyla, mevcut benzer mağaza ciro artışının öngörülebilir bir vadede devam etmesini ancak marjların yükselen bir seyir izlemesini bekliyoruz.

Potansiyel katalizörler; (i) beklenenden güçlü talep; (ii) güçlü benzer mağaza satış büyümelerinin ve marj genişlemelerinin çeyrek finansallarda devamı (iii) artan operasyonel verimlilik

Riskler; (i) Tüketici güveninde düşüş ve alışveriş istahında azalma (ii) Çok oyunculu Türk Gıda Perakende Sektörünün rekabetçi yapısının ciro ve marjlar üzerindeki baskısı (iii) Hızlı büyümenin yönetilmesinde aşanabilecek güçlükler

## Ortaklık Yapısı



## DEĞERLEME

TRYmın	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	Terminal
<b>Satış gelirleri</b>	<b>16.052</b>	<b>20.360</b>	<b>25.474</b>	<b>31.583</b>	<b>38.384</b>	<b>45.521</b>	<b>52.601</b>	<b>60.138</b>	<b>67.746</b>	<b>75.651</b>	<b>83.324</b>	<b>91.757</b>	<b>101.054</b>
Satış Büyümesi	33,1%	26,8%	25,1%	24,0%	21,5%	18,6%	15,6%	14,3%	12,7%	11,7%	10,1%	10,1%	10,1%
<b>FVÖK</b>	<b>50</b>	<b>332</b>	<b>530</b>	<b>652</b>	<b>801</b>	<b>955</b>	<b>1.051</b>	<b>1.132</b>	<b>1.262</b>	<b>1.397</b>	<b>1.499</b>	<b>1.616</b>	<b>1.821</b>
FVÖK marjı	0,3%	1,6%	2,1%	2,1%	2,1%	2,1%	2,0%	1,9%	1,9%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%
<b>(-) Vergi</b>	<b>10</b>	<b>66</b>	<b>106</b>	<b>130</b>	<b>160</b>	<b>191</b>	<b>210</b>	<b>226</b>	<b>252</b>	<b>279</b>	<b>300</b>	<b>323</b>	<b>364</b>
Vergi oranı	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%
<b>VSNFK</b>	<b>40</b>	<b>265</b>	<b>424</b>	<b>522</b>	<b>641</b>	<b>764</b>	<b>841</b>	<b>906</b>	<b>1.009</b>	<b>1.117</b>	<b>1.199</b>	<b>1.293</b>	<b>1.457</b>
(+) Amortisman ve itfa	225	307	314	381	462	558	668	793	933	1.088	1.258	1.444	1.591
(-) NIS artışı	-478	-176	-529	-680	-749	-762	-769	-795	-848	-860	-876	-940	-1.036
(-) Sermaye harcamaları	351	366	509	657	794	935	1.074	1.221	1.367	1.517	1.660	1.817	1.591
<b>Serbest nakit akışı</b>	<b>392</b>	<b>382</b>	<b>757</b>	<b>926</b>	<b>1.058</b>	<b>1.148</b>	<b>1.203</b>	<b>1.273</b>	<b>1.423</b>	<b>1.549</b>	<b>1.673</b>	<b>1.860</b>	<b>2.493</b>
<b>İndirgenmiş nakit akışları</b>		<b>318</b>	<b>525</b>	<b>536</b>	<b>510</b>	<b>461</b>	<b>403</b>	<b>355</b>	<b>331</b>	<b>300</b>	<b>270</b>	<b>250</b>	<b>280</b>
<b>TRYmın</b>													
<b>İndirgenmiş nakit akışı</b>		<b>4.261</b>											
Terminal değer		17.451											
<b>İndirgenmiş terminal değer</b>		<b>1.957</b>											
Toplamın %'si olarak terminal		31%											
Terminal büyüme oranı		5%											
<b>Net borç (2019 sonu)</b>		<b>-323</b>											
<b>İştirakler</b>		<b>0</b>											
<b>Şirket değeri</b>		<b>6.541</b>											
<b>12A hedef değer</b>		<b>8.598</b>											
Piyasa değeri		7.300											
<b>12A Hisse Başı Değer</b>		<b>14,0</b>											
Güncel Hisse Fiyatı		11,9											
<b>Artış Potansiyeli</b>		<b>18%</b>											

Kaynak: YKY Araştırma

## ÜLKER BİSKÜVİ

### Faaliyet dışı unsurlar endişe veriyor

Ülker ürün portföyü itibariyle Kovid-19'un talebe olan sınırlı etkisinden ötürü avantajlı durumda. Dolayısıyla şu aşamada tahminlerimizde bu yılki hacim büyümesini 1 puan aşağı çekmek dışında önemli bir değişikliğe gitmiyoruz. Öte yandan şirketin özellikle 1Ç20'de kısa vadeli finansal yatırımlarından yazmış olduğu 569 milyon TL zarardan ve yine bu portföyün önümüzdeki dönemdeki getirilerine dair belirsizlikten ötürü şirketin nakit değerlerine %30 iskonto uyguluyoruz. Böylece hisse için hedef fiyatımızı 28,3 TL'den 27,8 TL'ye indiriyoruz. Yeni hedef fiyatımız %16 getiri potansiyeline işaret ettiği için önerimizi TUT olarak devam ettiriyoruz.

- **Defansif faaliyet yapısı öne çıkıyor.** Ülker ürün portföyü itibariyle tüketim gruplarında daralma yaşandığı dönemlerde genelde bu daralmalardan çok az etkilenen bir şirket. Dolayısıyla inceleme kapsamımızdaki gıda ve içecek üreticileri arasında şirket defansif yapısıyla öne çıkıyor. Bu nedenle 2020 için konsolide hacim büyümesi tahminimizi 1 puan düşürerek %2'ye çektik ve uzun vadeli tahminlerimizi ise sabit tuttuk. Yeni kur tahminlerimizi de hesaba kattığımızda 2020 için daha düşük hacim beklentimizin satış ve VAFÖK rakamları üzerinde önemli bir etkiye yol açıyor.
- **Kısa vadeli yatırımların performansı endişe yaratıyor.** Şirket yönetimi 4Ç19'dan itibaren nakit kaleminin önemli bir kısmını kısa vadeli portföy yatırımları olarak değerlendirmeye karar verdi. 1Ç20'de ise bu portföyden global piyasalardaki çalkantılar nedeniyle 569 milyon TL zarar yazdı. Bu portföyün yapısı ve önümüzdeki dönemdeki getiri beklentileri hakkında sınırlı bilgiye sahip olmamız nedeniyle önümüzdeki dönemde bu portföyün finansal performans açısından belirsizlik yarattığını düşünüyoruz.
- **Riskler** -- i) Beklenenden düşük marjlar ii) jeopolitik riskler iii) para birimlerinde değer kayıpları iv) kısa vadeli yatırımların olumsuz performansı.

#### Konsolide Finansallar ve Çarpanlar

(TLmn)	2018	Δ	2019	Δ	2020T	Δ	2021T	Δ
Net satışlar	5,956	23%	7,803	31%	8,949	15%	10,129	13%
VAFÖK	939	37%	1,303	39%	1,511	16%	1,712	13%
Net Kar	701	96%	905	29%	925	2%	1,046	13%
F/K (x)	9.1		7.2		8.9		7.8	
FD/VAFÖK (x)	8.3		6.1		6.4		5.9	
FD/Satış (x)	1.3		1.0		1.1		1.0	
Hisse Başına Kar (TL)	2.05		2.65		2.70		3.06	
Temettü Verimi	0.0%		2.1%		4.5%		5.1%	
Serbest Nakit Akış Verimi	7.8%		8.9%		10.4%		11.4%	

Kaynak: Şirket Finansalları, YKY Araştırma

Öneri	TUT
Hedef Fiyat	TL27.8
Potansiyel Getiri	16%

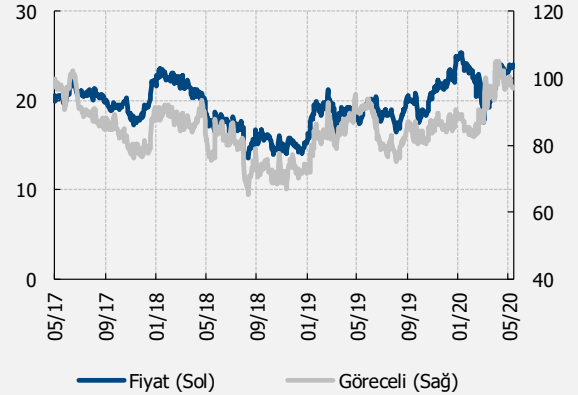
#### Fiyat Bilgileri

Kodu	ULKER.TI / ULKER.IS
Kapanış Fiyatı	TL23.98
Piyasa Değeri (TL/US\$ mn)	8,201 / 1,208
Hisse Sayısı (mn)	342
Saklama Oranı	39%
3 ay ort. işlem hacmi (TL/US\$ mn)	39.46 / 5.87

#### Fiyat Aralığı (Yüksek / Düşük) (TL)

1 Aylık	24.00 / 22.22
1 Yıllık	25.36 / 16.50
Sene başından itibaren	25.36 / 17.48

Performans (TL)	Nominal	Göreceli
1 Aylık	1%	-4%
3 Aylık	17%	17%
1 Yıllık	31%	7%
Sene başından itibaren	7%	15%



28 Mayıs 2020 tarihi ile güncellenmiştir.

Göreceli performanslar BIST-100 Getiri Endeksine göre hesaplanmıştır

**Behlül Katas, CFA**  
[behlul.katas@ykyatirim.com.tr](mailto:behlul.katas@ykyatirim.com.tr)  
**+90 212 319 83 66**

Finansal Özet (TLmn)	2017	2018	2019	2020T	2021T
<b>Gelir Tablosu</b>					
<b>Net satışlar</b>	<b>4,826</b>	<b>5,956</b>	<b>7,803</b>	<b>8,949</b>	<b>10,129</b>
<b>Brüt Kar</b>	<b>1,252</b>	<b>1,560</b>	<b>2,139</b>	<b>2,473</b>	<b>2,805</b>
Faaliyet giderleri	-681	-770	-1,007	-1,168	-1,326
<b>VAFÖK *</b>	<b>687</b>	<b>939</b>	<b>1,303</b>	<b>1,511</b>	<b>1,712</b>
Amortisman	116	149	171	206	233
<b>Faaliyet gelirleri</b>	<b>571</b>	<b>790</b>	<b>1,132</b>	<b>1,305</b>	<b>1,479</b>
Finansal gelir/gider	-671	-1,501	-911	-579	-700
Diğer gelir/gider	581	1685	1028	604	684
İştirak Karı / Zararı	0	0	0	0	0
<b>Vergi öncesi kar</b>	<b>481</b>	<b>974</b>	<b>1,249</b>	<b>1,330</b>	<b>1,463</b>
Vergi	-75	-186	-238	-293	-293
Azınlık hisseleri / diğer	-48	-87	-106	-113	-124
<b>Net Kar</b>	<b>358</b>	<b>701</b>	<b>905</b>	<b>925</b>	<b>1,046</b>
<b>Bilanço</b>					
Nakit ve nakit benzerleri	3,182	3,379	5,085	6,132	6,603
Stoklar	565	605	593	678	766
Ticari alacaklar	772	1,899	2,366	2,713	3,071
Diğer alacaklar	278	509	677	737	898
<b>Dönen Varlıklar</b>	<b>4,797</b>	<b>6,392</b>	<b>8,720</b>	<b>10,260</b>	<b>11,338</b>
Maddi duran varlıklar	2,029	2,276	2,383	2,512	2,721
Finansal yatırımlar	997	1,340	946	1,085	1,228
Diğer duran varlıklar	504	661	742	847	954
<b>Duran Varlıklar</b>	<b>3,530</b>	<b>4,278</b>	<b>4,072</b>	<b>4,443</b>	<b>4,904</b>
<b>Toplam Varlıklar</b>	<b>8,326</b>	<b>10,670</b>	<b>12,792</b>	<b>14,704</b>	<b>16,242</b>
Kısa vadeli finansal borçlar	884	455	5,239	3,943	4,464
Ticari borçlar	939	1,114	1,225	1,420	1,606
Diğer kısa vadeli yükümlülükler	176	276	336	386	337
<b>Kısa Vadeli Yükümlülükler</b>	<b>1,999</b>	<b>1,845</b>	<b>6,800</b>	<b>5,748</b>	<b>6,406</b>
Uzun vadeli finansal borçlar	3,408	4,791	701	3,050	3,200
Diğer uzun vadeli yükümlülükler	224	354	356	409	462
<b>Uzun Vadeli Yükümlülükler</b>	<b>3,631</b>	<b>5,145</b>	<b>1,058</b>	<b>3,459</b>	<b>3,662</b>
<b>Azınlık Payları</b>	<b>269</b>	<b>384</b>	<b>523</b>	<b>583</b>	<b>654</b>
<b>Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar</b>	<b>2,696</b>	<b>3,680</b>	<b>4,934</b>	<b>5,497</b>	<b>6,173</b>
<b>Toplam Kaynaklar</b>	<b>8,326</b>	<b>10,670</b>	<b>12,792</b>	<b>14,704</b>	<b>16,242</b>
<b>Nakit Akış Tablosu</b>					
İşletme faaliyetlerinden nakit akışları	539	-40	898	902	1,125
Yatırım faaliyet. kaynak. nakit akışları	-318	-192	-133	-134	-223
Finansman faaliyet. nakit akışları	1,653	1,084	697	1,105	725
Serbest Nakit Akışı	340	495	578	852	933
Net Borç	1,110	1,866	855	861	1,061
Temettü Ödemesi	-88	0	-135	-370	-419
<b>Ana Çarpanlar</b>					
Brüt kar marjı	25.9%	26.2%	27.4%	27.6%	27.7%
VAFÖK marjı	14.2%	15.8%	16.7%	16.9%	16.9%
Net Kar marjı	7.4%	11.8%	11.6%	10.3%	10.3%
Net Kar Karlılığı	17.3%	22.0%	21.0%	17.7%	17.9%
Satış Büyümesi	15%	23%	31%	15%	13%
VAFÖK Büyümesi	19%	37%	39%	16%	13%
Net Kar Büyümesi	31%	96%	29%	2%	13%
Net Borç / Özkaynaklar (x)	0.4	0.5	0.2	0.2	0.2
Net Borç / VAFÖK (x)	1.6	2.0	0.7	0.6	0.6

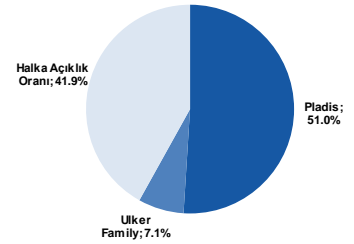
Kaynak: Şirket Finansalları, YKY Araştırma

\* VAFÖK= (Satışlar-SMMM-Faaliyet Gideri+Amortisman) UFRS sonuçları ile uyumlu şirket sonuçlarından farklılık gösterebilir.

## Sirket Tanımı

Türkiye toplam atıştırmalık piyasasında lider konumda olan Ülker aynı zamanda Suudi Arabistan, Mısır, Kazakistan ve BAE'de önemli operasyonlara sahip durumda. Şu anda faaliyet gösterdiği ülkelerde toplamda 10 (6 tane Türkiye'de, 2 tane Suudi Arabistan, 1'er tane de Mısır'da ve Kazakistan'da olmak üzere) adet üretim tesisine ve yıllık 1 milyon ton üretim kapasitesine sahip.

## Ortaklık Yapısı



## DEĞERLEME

TRYmın	2,019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
<b>Satışlar</b>	<b>7,803</b>	<b>8,949</b>	<b>10,129</b>	<b>11,404</b>	<b>12,723</b>	<b>14,066</b>	<b>15,491</b>	<b>17,063</b>	<b>18,796</b>	<b>20,709</b>	<b>22,818</b>	<b>24,941</b>
yılılık büyüme		14.7%	13.2%	12.6%	11.6%	10.6%	10.1%	10.1%	10.2%	10.2%	10.2%	9.3%
<b>VFÖK</b>	<b>1,132</b>	<b>1,305</b>	<b>1,479</b>	<b>1,669</b>	<b>1,866</b>	<b>2,068</b>	<b>2,280</b>	<b>2,515</b>	<b>2,774</b>	<b>3,061</b>	<b>3,377</b>	<b>3,696</b>
VFÖK marjı	14.5%	14.6%	14.6%	14.6%	14.7%	14.7%	14.7%	14.7%	14.8%	14.8%	14.8%	14.8%
yılılık büyüme		15.3%	13.3%	12.8%	11.8%	10.8%	10.3%	10.3%	10.3%	10.3%	10.3%	9.4%
(-) Vergiler	249	287	296	334	373	414	456	503	555	612	675	739
Vergi oranı		22.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%
		0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>VSNFK</b>	<b>883</b>	<b>1,018</b>	<b>1,183</b>	<b>1,335</b>	<b>1,493</b>	<b>1,654</b>	<b>1,824</b>	<b>2,012</b>	<b>2,220</b>	<b>2,449</b>	<b>2,702</b>	<b>2,957</b>
(+) Amortisman	171	206	233	251	267	295	325	358	395	435	479	524
(-) NIŞ değişimi	344	237	261	282	292	298	316	348	384	424	468	471
(-) Yatırım harcamaları	133	134	223	251	280	309	341	375	414	456	502	624
<b>Sebest nakit akımı</b>	<b>577</b>	<b>852</b>	<b>933</b>	<b>1,053</b>	<b>1,188</b>	<b>1,342</b>	<b>1,493</b>	<b>1,647</b>	<b>1,817</b>	<b>2,004</b>	<b>2,211</b>	<b>2,386</b>
İskonto oranı		16.1%	16.3%	16.5%	16.6%	16.8%	16.9%	17.1%	17.2%	17.4%	17.5%	16.7%
İskonto faktörü		1.0	1.1	1.3	1.5	1.8	2.1	2.4	2.9	3.4	3.9	4.6
<b>İndirgenmiş nakit akımları</b>		<b>852</b>	<b>832</b>	<b>806</b>	<b>780</b>	<b>754</b>	<b>718</b>	<b>676</b>	<b>636</b>	<b>598</b>	<b>562</b>	<b>519</b>
Milyon TL												
<b>Toplam İNA</b>		<b>7,732</b>										
<b>İndirgenmiş sonsuz değer</b>		<b>4,670</b>										
Sonsuz değerın toplam içinde payı		38%										
Sonsuz büyüme oranı		5.0%										
Azınlık payları		609										
Net borç		2,299										
<b>Toplam firma değeri</b>		<b>11,793</b>										
<b>Adil değer</b>		<b>9,494</b>										
Piyasa değeri		8,201										
<b>Hedef fiyat (TL)</b>		<b>27.8</b>										
<b>Getiri potansiyeli</b>		<b>16%</b>										

Kaynak: YKY Araştırma

## ÇEKİNCE:

Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri 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 dayanılarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Söz konusu rapor belli bir kişiye veya mali durumları, risk ve getiri tercihleri benzer nitelikteki bir gruba yönelik olarak hazırlanmamıştır. Belirli bir getirinin sağlanacağına dair herhangi bir vaat veya taahhütte bulunulmamaktadır. Tüm yorum ve tavsiyeler öngörü, tahmin ve fiyat hedeflerinden oluşmaktadır. Zaman içinde piyasa koşullarında meydana gelen değişiklikler nedeniyle söz konusu yorum ve tavsiyelerde değişikliğe gidilebilir. Size uygun olan yatırım araçlarının ve işlemlerin kapsam ve içeriği uygunluk testi neticesinde belirlenir. Uygunluk testi, yatırım kuruluşu tarafından pazarlanan ya da müşteri tarafından talep edilen ürün ya da hizmetin müşteriye uygun olup olmadığının değerlendirilmesi amacıyla, müşterilerin söz konusu ürün veya hizmetin taşıdığı riskleri anlayabilecek bilgi ve tecrübeye sahip olup olmadıklarının tespit edilmesidir. Bu raporda yer alan her türlü bilgi, yorum ve tavsiye uygunluk testi ile tespit edilecek risk grubunuz ve getiri beklentiniz ile uyumlu olmayabilir. Bu nedenle, uygunluk testi neticesinde risk grubunuz tespit edilmeden sadece burada yer alan bilgilere dayanılarak yatırım kararı verilmesi amaç, bilgi ve tecrübenize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Burada yer alan bilgi ve veriler, araştırma grubumuz tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan derlenmiş olup, doğrulukları ayrıca araştırılmamıştır. Bu nedenle, bu bilgilerin tam veya doğru olmaması nedeniyle doğabilecek zararlardan Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ve çalışanları sorumlu değildir. Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından farklı bölümlerde istihdam edilen kişilerin veya Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin ortaklarının ve iştiraklerinin bu raporda yer alan tavsiyelerle veya görüşlerle hemfikir olmaması mümkündür. Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ile piyasanın işleyişinden kaynaklanan makul nedenlerden dolayı, Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ortakları, çalışanları, yöneticileri ve bunlarla doğrudan ve dolaylı olarak ilişkileri bulunan istihdam ilişkisi doğuracak bir sözleşme çerçevesinde veya herhangi bir sözleşme olmaksızın çalışan ve tavsiyenin hazırlanmasına katılan tüm gerçek veya tüzel kişiler ile müşterileri arasında önlemeyen çıkar çatışması ve objektifliği etkilemesi muhtemel nitelikte ilişkiler doğabilir. Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş., ortakları veya iştirakleri, Sermaye Piyasası Kurulu tarafından yetkilendirildikleri yatırım hizmetleri ve faaliyetleri ile yan hizmetlerini, bu raporda bahsi geçen şirketlere, muhtelif zamanlarda, sunmayı teklif edebilir veya sunabilir. Muhtelif zamanlarda, Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin, ortaklarını, iştiraklerinin ve işbu kapsamdaki yöneticilerinin, yetkililerinin, çalışanlarının veya temsilcilerinin, doğrudan veya dolaylı olarak, raporda bahsi geçen işlemler, menkul kıymetler veya emtialar üzerinde pozisyonları bulunabilir veya farklı nedenlerle ilgi ve ilişkileri bulunabilir. Söz konusu çıkar çatışması durumlarında Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş., internet sitesinde yer alan Çıkar Çatışması Politikası uyarınca hareket eder. Bu rapor, sadece gönderildiği kişilerin kullanımı içindir. Bu raporun tümü veya bir kısmı Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin yazılı izni olmadan çoğaltılamaz, yayınlanamaz veya üçüncü kişilere gösterilemez, ticari amaçla kullanılamaz.