

Sektörde rekabet kızışıyor...

06 Nisan 2006

Perakende sektörü son dönemlerde, satın almalar ve halka arzlarla hareketli bir dönem yaşamaktadır. 2005 yılının ikinci yarısında CarrefourSA'nın, Gima ve Endi'nin çoğunluk hissesini 132 milyon dolara, Migros'un da, Tansaş'ın % 78.1'ini toplam 427 milyon dolar karşılığı satın alması sonrası gözler bu şirketlerin birleşme çalışmalarına çevrilmiştir. Bunun yanısıra discount supermarket formatında faaliyet gösteren BİM'in de %43.1'nin 504 milyon dolar karşılığında halka arzının gerçekleşmesi sektörde diğer önemli bir gelişme olmuştur.

Son yıllarda enflasyon ve faizlerin düşmesiyle birlikte yüksek faiz dönemindeki faaliyet dışı karları elde edemeyen perakende şirketleri, artan rekabet ile birlikte operasyonel karlılığa önem vermişlerdir. Bu bağlamda verimsiz mağazalarını kapatarak daha verimli mağazalar açan şirketler, yeniden düzenledikleri mağaza formatları ile pazar paylarını artırmayı ve şirket birleşmelerine önem vermeyi amaçlamışlardır.

Türkiye'de perakende sektörünün büyüklüğü 2005 yılı sonu itibariyle 129.2 milyar dolar seviyesine ulaşmıştır. Makro ekonomide yaşanan büyüme ile birlikte tüketici harcamalarında görülen artış sektörün satışlarını yıl boyunca olumlu etkilerken, bu olumlu performans 2006 yılının ilk çeyreğinde de devam etmiştir. Hızlı tüketim ürünlerini içeren gıda, temizlik ve kişisel bakım ürünlerinin sektör içindeki payı 69 milyar dolar seviyesine ulaşmıştır. Ancak 2005 yılı içinde tüketicilerin alım gücü, harcanabilir gelirdeki artıştan ziyade bankaların sağlamış olduğu kredi imkanları ile büyüme göstermiştir. 2005 yılında bankalar tüketicilere toplam 34.1 milyar dolar seviyesinde kredi sağlarken, bunun 28.4 milyar doları tüketici, kalanı ise kredi kartı alacakları olmuştur. Dolayısıyla sektörde kredi kartı kullanımında son dönemlerde artış görülmüştür.

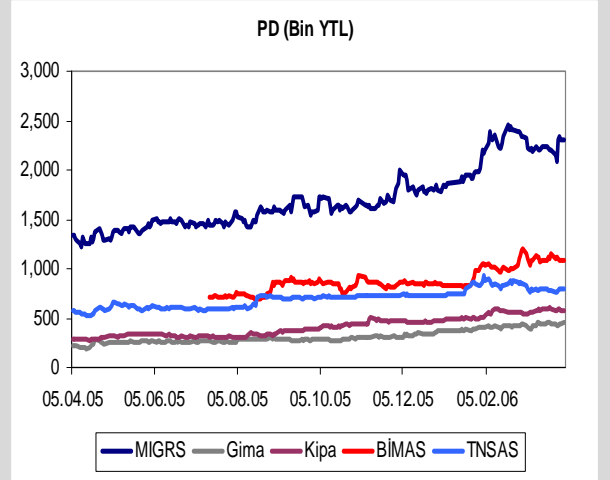
2005 yılında perakende sektöründe organize perakendecilerin payı %35.3 seviyesine ulaşmıştır. Perakende sektörünün büyüme göstermesi ile birlikte pazardan pay almak isteyen şirketler yoğun bir rekabet içine girmişlerdir. Özellikle 2001 yılı başlarında ekonomik kriz nedeniyle ertelenen büyük alışveriş mağaza yatırımlarının son yıllarda hız kazanması sektöre olumlu yansımıştır. 2006 yılı içinde açılması beklenen alışveriş merkezlerinin sektör gelirlerine olumlu yansımaları beklenmektedir.

Kapsam Altındaki Şirketler

Şirket	Reuters Kodu	Öneri
MİGROS	MIGRS.IS	AL
GİMA-CARREFOURSA	GİMA.IS	AL
KİPA	KİPA.IS	TUT
BİM	BİMAS.IS	TUT
TANSAŞ	TNSAS.IS	-

Hisse Performans

Şirket	1 Ay	3 Ay	YGB	İMKB Rel.
MİGROS	-1.2%	27.3%	28.2%	16.7%
GİMA-CARREFOURSA	4.6%	21.4%	22.0%	18.7%
KİPA	6.5%	22.4%	22.4%	12.2%
BİM	-10.0%	30.5%	27.6%	21.9%
TANSAŞ	-5.7%	8.7%	8.7%	2.9%



UYARI NOTU: Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri, yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Bu görüşler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

Finansallar (Bin YTL)					Marjlar						
Şirket	İMKB Kodu	Satış Gelirleri			Net Kar			FAVÖK Marjı		Net Kar Marjı	
		2005	2006T	Değ.	2005	2006T	Değ.	2005	2006T	2005	2006T
*MİGROS	MIGRS	2,686,100	4,780,542	78%	73,705	95,616	30%	6.9%	7.4%	2.7%	2.0%
**GİMA-CARREFOURSA	GİMA	504,820	2,060,480	-	-32,992	-	-	1.5%	-	-6.5%	-
KİPA	KİPA	453,892	572,218	26%	10,558	14,682	39%	2.4%	2.9%	2.3%	2.6%
BİM	BİMAS	1,673,077	1,925,213	15%	30,197	38,542	28%	4.3%	4.7%	1.8%	2.0%
TANSAŞ	TNSAS	1,270,860	-	-	14,217	-	-	6.7%	-	1.1%	-

*Migros-Tansaş
**2005/09 Mali tablo verilerine göre

Genel Beklentiler:

Sektördeki rekabetin artarak sürmesi ve birleşmelerin daha çok bölgesel ve orta ölçekli mağaza zincirlerinde gerçekleşmesini bekliyoruz. Şirketlerin operasyonel karlılıklarındaki olumlu performansın ise 2006 yılında da artarak süreceğini öngörüyoruz.

Diğer yandan; Hükümetin tekrar gündeme getirerek Meclis'e sunduğu Hipermarket Yasa Taslağı ile ilgili gelişmelerin sektörün en önemli gündem maddesi olacağını düşünüyoruz.

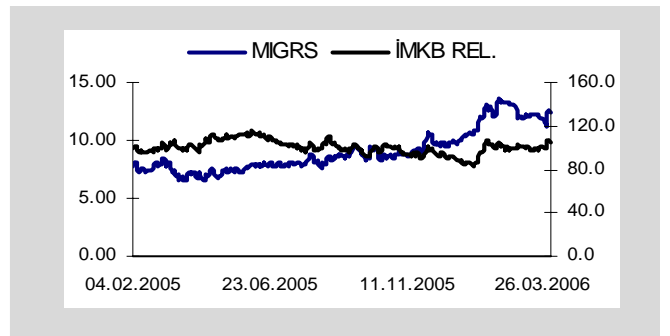
Taslak halinde hazırlanan yasaya göre;

- Büyükşehir, il, ilçe ve belde belediyeleri sınırları içinde kalan, toplam 400 m² üzerinde satış alanına sahip mağazaların kuruluşu izne bağlanacaktır.
- Bu mağazaların haftanın bir günü kapalı olması öngörülmektedir.
- Satış alanı 3 bin m²'yi geçmeyen büyük mağazaların kuruluş izinlerinin, belediye görüşü de alınarak valilik tarafından verilmesi planlanmaktadır.
- 3 bin m²'den büyük 15 bin m²'den küçük olan mağazaların kuruluş izinleri, Belediye, Esnaf Sanatkarlar Odalar Birliği, oda ve dernek görüşü alınarak valilik tarafından verilecektir.
- Marketlerin kendi markaları altında sattıkları ürünlerin toplam ciro içindeki payı %20'yi aşamayacaktır.
- Büyük mağazalar, tedarikçi veya üreticiden, hizmet, raf, katılım, anons bedeli ve benzeri uygulamalarla ilgili olarak herhangi bir ücret talep edemeyeceklerdir.
- Ayrıca, büyük mağazaların, üretici ve tedarikçiyi mağdur eden uygulamaları, tüketiciyi yanıltıcı satış kampanyaları ve indirimli satışları yasaklanırken, indirimli satışlar için ticaret odalarından izin alınması zorunluluğu getirilmesi planlanmaktadır.

Bu bağlamda **yasa tasarısının bu haliyle çıkmasının organize perakende şirketlerinin satışlarını olumsuz yönde etkileyebileceğini, bunun yanı sıra yabancı perakende şirketlerinin Türkiye'ye ilgisinin de azaltılabileceğini düşünüyoruz.**

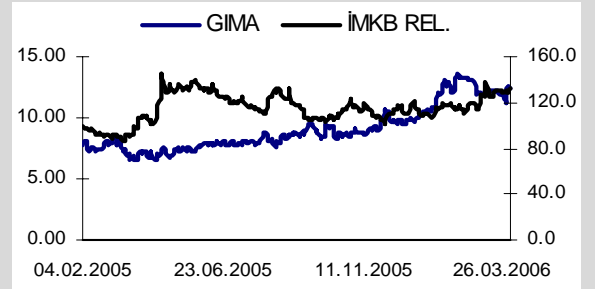
ŞİRKETLER İLE İLGİLİ GELİŞMELER

MİGROS: (AL) Migros, 2005 yılında Tansaş'ı satın alması sonrasında, Tansaş'ın toplam 134 bin m² net satış alanına sahip olduğu 217 mağazasını bünyesine katmıştır. Bunun yanı sıra, hem yurt dışı hem de yurt içinde açmış olduğu satış mağazaları ile YS04'te 507 olan satış mağazasını YS05'te 783'e çıkarırken, 423 bin m² olan net satış alanını da 2005 yılı sonunda %46 artırarak 616 bin m² seviyesine yükseltmiştir. Şirket konsolide net satış gelirlerini YS04'e göre dolar bazında %18 artırarak 2 milyar dolar seviyesine yükseltmiştir.



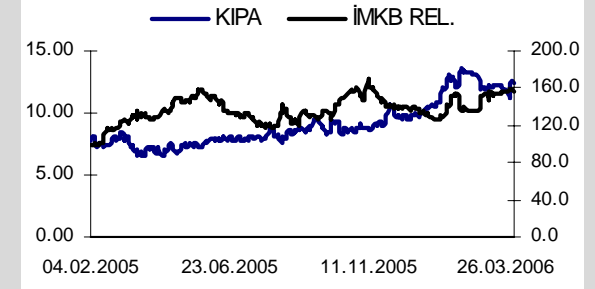
Yeni açmış olduğu mağazalar ile artan net satış alanı ve müşteri sayısındaki artış, net satış gelirlerinin artmasında etkili olmuştur. Tansaş ve Migros'un hukuki ve iş süreçlerinin entegrasyonunu 2006 yılının ilk yarısına kadar tamamlamayı planlayan şirket, Tansaş ve Macro Center'ın kimliklerini korumayı hedeflemektedir. Tansaş'ın alınmasından sonra yurtiçinde organize perakende pazarında %22 pazar payı ile lider olan Migros, bunun dışında yurtdışı faaliyetlerine de hız vermiştir. 2006 yılında yurtiçine 70 milyon dolar ve yurt dışına da toplam 100 milyon dolar seviyesinde yatırım yapmayı planlayan şirketin, yurt içi operasyonlarına ek olarak başta Rusya olmak üzere yurt dışı operasyonlarından elde edeceği satış gelirleri sayesinde **karlılığını artıracığını ve net satış gelirlerinin ise 2006 yılı sonunda 3.6 milyar dolar seviyesine çıkaracağını öngörüyoruz.**

GİMA: (AL) CarrefourSA ile birleşme öncesinde 125 bin m² net satış alanı ile 80 mağazada faaliyet gösteren Gima, CarrefourSA'nın Gima ve Endi'yi 2005 yılı içinde 132 milyon dolara satın almasından sonra, 12 hipermarket, 90 süpermarket ve 355 discount market ve 300 bin m² toplam net satış alanına ulaşarak **organize perakende sektöründe %15 pazar payı ile Migros'un ardından ikinci sıraya yükselmiştir.** Şirket, CarrefourSA ile birleşme çalışmalarını Temmuz ayına kadar tamamlamayı planlarken, şirketin Ağustos ayından itibaren ise İMKB'de Carrefour ismi altında kote olması hedeflenmektedir.



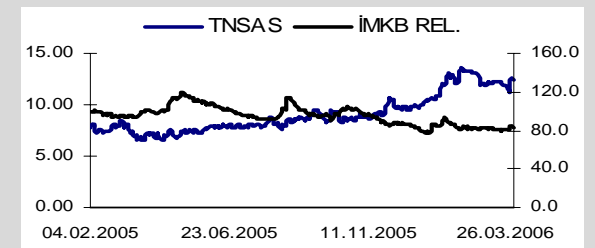
CarrefourSA, satın alma sonrasında Champion, Gima, Diasa ve Endi mağazalarının yeniden yapılandırılması çalışmalarını sürdürürken, önümüzdeki üç yıl içinde yeni mağaza yatırımları için toplam 500 milyon Euro yatırım yapmayı planlamakta ve perakende sektöründe pazar payını artırmayı hedeflemektedir. **Şirketin Carrefour ile birleşme çalışmalarının tamamlanmasından sonra yıllık yaklaşık olarak 1.5 milyar dolar net satış geliri ulaşacağını öngörüyor, bu durumun karlılığına olumlu yansıtacağını düşünüyoruz.**

KİPA: (TUT) 2003 yılında Kipa'nın Tesco tarafından satın alınmasından sonra uzun bir süre herhangi bir mağaza açmayarak daha çok birleşme sonrası yatırımlarını tamamlayan Kipa, 2005 yılından itibaren yeni büyüme stratejisine geçmiştir. Orta dönemli büyümesini daha çok organik büyüme üzerine kuran şirket son dönemde açtığı yeni mağazalar sonrası net satış alanını YS04'teki 38 bin m² seviyesinden YS05'te 43 bin m² seviyesine yükseltmiştir.



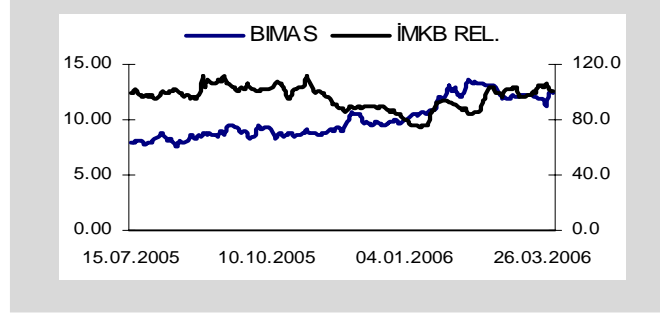
2006 yılına da yatırımlarla başlayarak ilk çeyrekte 10 bin m² net satış alanına sahip iki mağaza açan Kipa'nın, mağaza sayısı 8'e ulaşırken net satış alanı yaklaşık olarak 55 bin m² seviyesine yükselmiştir. Bu yıl sonuna kadar mağaza sayısını 12'ye çıkarmayı hedefleyen Kipa, 2006 yıl içinde mağaza yatırımları için toplam 100 milyon sterlin yatırım yapmayı amaçlamaktadır. Halen %4 seviyesinde bulunan organize perakende pazar payını artırmayı planlayan Kipa'nın açacağı mağazalarının net satış gelirlerine olumlu katkı sağlayacağını düşünüyoruz. **İNA analizine göre hedef değerini 420 milyon dolar seviyesinde hesapladığımız Kipa'nın, cari piyasa değerine göre %3 primli olması nedeniyle daha önce AL olan hisse önerimizi TUT olarak değiştiriyoruz.**

TANSAŞ: (-) Migros'un, Tansaş'ı satın alması sonrasında birleşme oranları açıklanmıştır. Buna göre birleşme yöntemi, 31.12.2005 tarihli bireysel mali tablolara göre hesaplanan özkaynak yöntemi olarak belirlenmiş ve birleşme oranı 0,898382115672267, hisse değiştirme oranı ise 0,156919914481120 olarak tespit edilmiştir. Açıklanan bu oranlar neticesinde, birleşmede 1 Tansaş hisse senedine 0,156919914481120 adet Migros hisse senedi verilecektir.



10 Kasım 2005 tarihi itibarıyla hisse devrini gerçekleştiren Migros, Tansaş'ın kontrolünün kendisine geçtiği tarihten itibaren şirketin faaliyetlerini açıklamış olduğu 2005 yıl sonu konsolide mali tablolarına dahil etmiştir. İMKB'de hisse birleşmesinin Haziran ayına kadar tamamlanması beklenmektedir.

BİM: (TUT) Perakende sektöründe hard-discount formatında faaliyet gösteren BİM, temel gıda ve tüketim malzemelerini düşük maliyetle satın alıp, mümkün olan en düşük fiyatla tüketiciye sunmaktadır. Şu anda 200 ile 600 m² arasında net satış alanına sahip 1200 satış mağazaya sahip olan şirketin, toplam net satış alanı yaklaşık 300 bin m² seviyesinde bulunmaktadır. Organize perakende sektöründe %10 pazar payına sahip BİM'in en büyük rakipleri ucuzluk mağazaları Şok, Endi ve DiaSA'dır.



Hem düşük fiyatlandırma politikası hem de düşük mağaza giderleri sayesinde rakip mağazalara göre maliyet avantajı sağlayan **BİM'in, İNA analizine göre hedef piyasa değerini 900 milyon dolar seviyesinde hesaplamaktayız. Cari piyasa değeri 800 milyon dolar seviyesinde bulunan BİM bulduğumuz hedef piyasa değerine göre %13 prim potansiyeli taşımaktadır.**

Değerleme Özeti (05/04/2006)

(YTL)					F/K		PD/Ciro				
Şirket	Fiyat	PD	PD/DD	FD/FAVÖK	2005	2006T	2005	2006T	Hedef Değer(YTL)	Prim Pot. %	Öneri
MIGRS	16.40	2,258,280	3.19	10.70	30.64	23.62	0.84	0.47	2,691,120	19.2%	AL
GIMA	4.64	464,000	-	105.94	-	-	0.92	0.23	-	-	AL
KIPA	49.50	584,628	3.25	53.50	55.37	39.82	1.29	1.02	565,101	-3.3%	TUT
BIMAS	42.50	1,075,250	11.60	15.25	35.61	27.90	0.64	0.56	1,210,950	12.6%	TUT
TNSAS	2.48	791,870	3.74	11.08	55.70	-	0.62	-	-	-	-

UYARI NOTU: Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri, yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Bu görüşler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.