Gıda Perakendeciliği

BİM BİRLEŞİK MAĞAZALAR

Güçlü Bilanço ve Artan Nakit Akımıyla Büyüme

BIMAS'ı 610,4 TL hedef fiyat ve %58,3 yükseliş potansiyeliyle "AL" önerisiyle araştırma kapsamımıza alıyoruz. Yatırım görüşümüz dört unsura dayanıyor; güçlü net nakit pozisyonu, düşük finansal kaldıraç, mağaza ağı büyümesi ve benzer mağaza satışlarıyla desteklenen reel büyüme kapasitesi ile yatırım yoğunluğundaki normalleşmeye bağlı olarak güçlenmesini beklediğimiz serbest nakit akımı. Değerlememiz, 2026'nın ikinci yarısında operasyonel marjların toparlanması, orta vadede FAVÖK marjının kademeli yükselmesi ve reel iskonto oranında kalıcı bir artış yaşanmaması varsayımlarına dayanıyor. Bu nedenle olumlu görüşümüz yalnızca satış büyümesine değil, büyümenin sürdürülebilir biçimde nakde dönüşmesine dayalıdır.

Bilanço yapısı, değerlememizin başlıca unsurlarından biri. 30 Haziran 2026 itibarıyla banka kredileri 0,7 milyar TL ile sınırlıyken modelde kira yükümlülükleri hariç net nakit 29,5 milyar TL, toplam özkaynaklar ise 203,1 milyar TL seviyesinde bulunuyor. Kira hariç net nakit, 30 Haziran 2026 satın alma gücüne taşınmış 2025 yılı FAVÖK'ünün 0,58 katına karşılık geliyor (net borç/FAVÖK: –0,58x). Uzun vadeli finansal yatırımların 6,3 milyar TL tutarındaki kayıtlı değerini net nakde dahil etmiyor, özkaynak değerine ayrıca ekliyoruz. Modelde TFRS 16 kapsamındaki 61,9 milyar TL kira yükümlülüğünü değerleme köprüsünde net borca dahil etmiyor, kira ödemelerini serbest nakit akımından düşüyoruz. Net işletme sermayesinin satış ölçeğine kıyasla 1,9 milyar TL ile sınırlı kalması, hızlı stok devrinin ve tedarikçi vadelerinin sağladığı finansman avantajını yansıtıyor. 2025 yılında işletme faaliyetlerinden elde edilen 48,2 milyar TL nakit de operasyonel nakit üretimini teyit ediyor.

Hedef fiyatımızın gerçekleşmesi açısından en kritik operasyonel varsayım, 2026'nın ikinci yarısında beklenen marj toparlanması. Şirket, 30 Haziran 2026 satın alma gücüyle yılın ilk yarısında 449,7 milyar TL net satış ve 24,4 milyar TL FAVÖK açıkladı; %5,42'lik FAVÖK marjı, 2025 yılındaki %6,03 seviyesinin altında kaldı. Modelimiz aynı satın alma gücüyle 2026 yılı için 922,6 milyar TL net satış, yaklaşık 60,0 milyar TL FAVÖK ve %6,5 marj öngörüyor. Bu tahmin, ikinci yarıda 472,9 milyar TL satış ve %7,52 FAVÖK marjına ulaşılmasını gerektiriyor. İkinci çeyrekte marjın %6,12'ye yükselmesi toparlanmanın başladığına işaret etse de tam yıl tahminimiz, ikinci yarıda ilk yarıya kıyasla belirgin bir operasyonel iyileşme gerektiriyor.

Orta vadeli nakit üretimini net satış alanındaki %6 büyüme, %2 reel benzer mağaza satış artışı ve yurt dışı operasyonlar, kanal ve ürün karmasından beklenen %0,5 katkı destekliyor. Bu varsayımlar yıllık yaklaşık %8,66 reel satış büyümesine karşılık gelirken reel satışların 2027'de 1,00 trilyon TL'yi aşmasını, 2030'da yaklaşık 1,29 trilyon TL'ye ulaşmasını bekliyoruz. FAVÖK marjının 2030'da %7,3'e yükselmesini, yatırım harcamalarının satışlara oranının ise %3,25'ten %2,50'ye gerilemesini öngörüyoruz. Bu görünüm altında serbest nakit akımının 2026'nın ikinci yarısında 9,5 milyar TL, 2027'de 23,1 milyar TL ve 2030'da 35,2 milyar TL olmasını beklemekteyiz.

Göreceli değerlemede mevcut fiyatlamayı operasyonel beklentilerimizle birlikte değerlendiriyoruz. 2025 gerçekleşen 5,50x FD/FAVÖK çarpanı tarihsel ortalamaların altında bulunuyor. İleri dönem karşılaştırmalarının anlamlı olması ise fiyat tarihi, firma değeri ve FAVÖK tanımlarının uyumuna bağlı. Promosyon rekabetinin uzaması, faaliyet giderlerinin satışlardan hızlı artması, yeni mağazaların geri dönüş süresinin uzaması veya reel iskonto oranının yükselmesi yatırım görüşümüzün başlıca aşağı yönlü risklerini oluşturuyor.

Değerlememizi, şirketin sürdürülebilir nakit üretimini esas alan reel indirgenmiş nakit akımı yöntemiyle oluşturuyoruz. Modelde %7,77 reel AOSM ve %2,5 uzun vadeli reel büyüme varsayımı kullanıyoruz. Operasyonel marjlardaki toparlanma, yatırım harcamalarının satışlara oranındaki normalleşme ve güçlü bilanço yapısı, hedef fiyatımızı destekleyen temel unsurları oluşturuyor. Enflasyon varsayımlarını parasal pozisyonun değerlendirilmesinde ve hesaplanan değerin model tarihine taşınmasında dikkate alıyoruz. Bu çerçevede hisse başına 610,4 TL hedef fiyat hesaplıyoruz. Terminal değerin firma değerindeki %83,6 payı, sonucun iskonto oranına ve uzun vadeli nakit akımı varsayımlarına duyarlılığını artırıyor. Bu nedenle hedef fiyatın gerçekleşmesi açısından satış büyümesinin yanı sıra öngörülen kârlılık seviyelerine ulaşılması ve büyümenin serbest nakit akımına dönüşmesi belirleyici olacaktır.

21.10.2026

Yönetici: Sevgül Yırtar
sevgulyirtar@integralyatirim.com.tr

Analist: Harun Raşit Demircan
harundemircan@integralyatirim.com.tr

Öneri	12 aylık hedef fiyat	Yükseliş Potansiyeli
AL	**610,4 TL**	**58,3%**

Hisse kodu	BIMAS
Kapanış fiyatı (20.10.2026)	385,5 TL
Hedef Fiyat (TL)	610,4 TL
Hedef Getiri	58,3%
52 hafta düşük / yüksek TL	250,9 TL / 443,3 TL
52 haftalık ort. kapanış (TL)	348,1 TL
3 aylık ort. günlük hacim (mn TL)	3.919
Fiili dolaşım oranı	67,52%
Net pay adedi (mn)	1.183,28

Bilanço ve Değerleme
30.06.2026 satın alma gücüyle mn TL

Piyasa Değeri	428.322
Firma değeri (TFRS 16)	460.045
Net nakit*	29.466
Özkaynaklar (mn TL)	203.137

* Kira ve uzun vadeli finansal yatırımlar hariç.

Özet Finansallar (E)	2025G	2026T	2027T
Net satışlar	849.089	922.625	1.002.530
Brüt kâr	164.206	179.912	196.997
FAVÖK	51.205	59.971	68.172
Net kâr	21.940	32.442	33.674

Özet Rasyolar (%)	2025G	2026T	2027T
Brüt kâr marjı	%19,3	%19,5	%19,7
FAVÖK marjı	%6,0	%6,5	%6,8
Yatırım harc./satışlar	%3,0	%3,3	%3,1
Net kâr marjı	%2,6	%3,5	%3,4

Çarpanlar	2025G	2026T	2027T
FD/Satışlar	0,33x	0,50x	0,46x
FD/FAVÖK	5,50x	7,67x	6,75x

Operasyonel Profil	
Toplam mağaza sayısı	14.851
2Ç26 net yeni mağaza	275
Faaliyet gösterilen ülkeler	Türkiye, Fas, Mısır
Türkiye formatları	BİM ve FİLE

BIMAS ve BIST 100
31.12.2025 = 100 | 20.10.2026 kapanışı

Fiyat performansı; temettü hariç, bölünme düzeltmeli.
Kaynak: Yahoo Finance, Borsa İstanbul.

İçindekiler

Yatırım Özeti ve Öneri **1**

Tahminler ve Operasyonel Görünüm **3**

Büyüme ve Değerleme Varsayımları **4**

Tarihsel Finansallar **5**

Yatırım Riskleri **6**

Sektörel Görünüm **8**

Şirket ve İş Modeli **11**

Fiyatlama ve Benzer Mağaza Satışları 12

Mağaza Ağı ve Verimliliği **13**

Kârlılık ve Operasyonel Verimlilik **15**

Rekabet Görünümü ve Şirket Karşılaştırması **17**

Uzun Vadeli Büyüme Opsiyonları **18**

FİLE ile Fas ve Mısır Operasyonları 18

Dijital Kanal ve Mağaza Teknolojileri **19**

Bilanço Yapısı ve Finansal Esneklik **20**

İşletme Sermayesi ve Nakit Dönüşümü 21

Serbest Nakit Akımı ve Sermaye Tahsisi 22

Değerleme Özeti **23**

Yurt Dışı Çarpan Analizi **24**

Öneri Tanımları ve Yasal Açıklamalar **25**

İntegral Yatırım Araştırma ve İletişim **26**

Tahminler ve Operasyonel Görünüm

Tam yıl tahminlerimiz ve orta vadeli operasyonel görünüm aşağıdaki tabloda yer alıyor. Şirket 2026'nın ilk yarısında, 30 Haziran 2026 satın alma gücüyle 85,8 milyar TL brüt kâr ve %19,1 brüt kâr marjı elde etti. Modelimiz, ikinci yarıda brüt kâr marjının %19,9'a yükselmesini ve nakit faaliyet giderlerinin satışlara oranının ilk yarıdaki %13,66 seviyesinden %12,37'ye gerilemesini öngörüyor. Bu iki varsayım birlikte ikinci yarı FAVÖK marjını %7,52'ye taşıyor. Marj toparlanmasının çeyreklik seyri de aynı yönü gösteriyor: FAVÖK marjı 2026'nın birinci çeyreğindeki %4,75 seviyesinden ikinci çeyrekte %6,12'ye yükseldi. Bununla birlikte ikinci yarı için öngördüğümüz %7,52'lik marj, ikinci çeyrek seviyesinin de 1,4 puan üzerinde. Bu nedenle ikinci yarı görünümünü tek bir marj rakamı üzerinden değil, dört gösterge üzerinden izliyoruz: brüt kâr marjının kategori karmasına bağlı seyri, nakit faaliyet giderlerinin satışlara oranı, benzer mağaza satışlarındaki reel büyüme ve müşteri trafiği. Fiyatlama, ürün karması, tedarik koşullarından beklenen katkı ve faaliyet giderlerindeki normalleşme gerçekleşmezse 2026 ve 2027 serbest nakit akımı tahminlerimiz aşağı yönlü revize edilebilir.

Kalem	2025G	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T
Satış büyümesi (reel)	6,0%	8,7%	8,7%	8,7%	8,7%	8,7%
Net satışlar	**849.089**	**922.625**	**1.002.530**	**1.089.355**	**1.183.700**	**1.286.215**
Satışların maliyeti	(684.883)	(742.713)	(805.533)	(873.663)	(947.552)	(1.028.329)
Brüt kâr	164.206	179.912	196.997	215.692	236.148	257.886
Brüt kâr marjı	19,34%	19,50%	19,65%	19,80%	19,95%	20,05%
Faaliyet giderleri (amortisman dahil, kira hariç)	(144.367)	(153.617)	(164.916)	(178.110)	(192.351)	(208.367)
Nakit faaliyet gideri / Satışlar	13,31%	13,00%	12,85%	12,80%	12,75%	12,75%
FAVÖK (TFRS 16 sonrası)	**51.205**	**59.971**	**68.172**	**76.255**	**85.226**	**93.894**
FAVÖK marjı	6,03%	6,50%	6,80%	7,00%	7,20%	7,30%
Vergi oranı	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%
NOPAT	17.465	19.592	22.201	25.995	30.279	34.146
ROU dışı yatırım harcamaları	(25.061)	(29.985)	(30.771)	(31.402)	(31.959)	(32.171)
Net işletme sermayesi (dönem sonu)	3.205	2.122	2.306	2.506	2.723	2.958
İşletme sermayesi değişimi	2.800	(1.083)	184	200	217	236
FCFF (2025: parasal kazanç HARİÇ)	**4.189**	**20.355**	**23.054**	**26.571**	**30.280**	**35.199**

Kaynak: BİM Konsolide Finansal Tabloları ve Yatırımcı Sunumları, KAP, İntegral Yatırım Araştırma

Mağaza adedi 2025'te 14.473 iken 2026'da 15.362'ye ve 2030'da ise 18.549'a yükselmektedir. Fiziksel mağaza büyümesi 2026'daki %6,1 seviyesinden 2030'da %4,0'a gerilemekte ve 2025 – 2030 döneminde yaklaşık %5,1 bileşik büyüme oranına karşılık gelmektedir. Satış tahmininde kullandığımız %6 büyüme varsayımı net satış alanına ilişkindir; mağaza adedinin her yıl aynı oranda artacağı anlamına gelmemektedir. Mağaza adedine ilişkin projeksiyonlarımızı satış alanı büyümesi varsayımından ayrı değerlendiriyoruz. Kârlılık tarafında brüt kâr marjının 2026'daki %19,5 seviyesinden 2030'da %20,1'e yükselmesini, nakit faaliyet giderlerinin satışlara oranının %13,0'dan %12,75'e gerilemesini bekliyoruz.

Büyüme ve Değerleme Varsayımları

Mağaza büyümesinin değer yaratması yeni mağaza açılışlarının sayısından ziyade mevcut ve yeni mağazaların verimliliğine bağlıdır. Yeni mağazaların uygun sürede olgunlaşması ve dağıtım ağının kapasite kullanımını artırması operasyonel kaldıracı destekleyebilir. Buna karşılık yeni mağazaların mevcut şubelerden satış çekmesi veya lojistik kapasitenin gereğinden hızlı genişletilmesi yatırım geri dönüşünü zayıflatabilir. Bu nedenle mağaza sayısındaki artışı; benzer mağaza satışları, müşteri trafiği, mağaza başına satış ve yatırım harcamalarının satışlara oranıyla birlikte izliyoruz.

Sürücü / Model	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T
Net satış alanı büyümesi	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%
Reel benzer mağaza satış büyümesi	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
Yurt dışı, kanal ve ürün karması katkısı	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%
Toplam reel satış büyümesi (bileşik)	**8,7%**	**8,7%**	**8,7%**	**8,7%**	**8,7%**

Kaynak: BİM Yatırımcı Sunumları, İntegral Yatırım Araştırma

Yatırım harcamalarının satışlara oranının 2026'daki %3,25 seviyesinden 2027'de %3,07'ye, 2028'de %2,88'e, 2029'da %2,70'e ve 2030'da yaklaşık %2,50'ye gerilemesini bekliyoruz. Bu normalleşmenin operasyonel kârlılıktaki iyileşme ile birlikte serbest nakit akımı yaratımını desteklemesini öngörüyoruz. Buna karşılık yatırım harcamalarındaki gerilemeyi tek başına olumlu bir gösterge olarak değerlendirmiyoruz. Mağaza, lojistik ve dijital altyapı yatırımlarının ertelenmesi sonraki dönemlerde daha yüksek nakit ihtiyacı yaratabileceği için serbest nakit akımındaki artışın bakım ve büyüme yatırımları korunarak sağlanması gerekmektedir.

İskonto oranını reel piyasa girdileri üzerinden hesaplıyoruz. Baz değerlemede ihtiyat payı içeren analist varsayımı olarak 0,60 kaldıraçlı beta kullanıyoruz. Emsal kaldıraçsız beta medyanı 0,50 seviyesindedir. Yeniden kaldıraçlandırma hesabı, banka kredileri esas alındığında yaklaşık 0,50, kira yükümlülükleri dahil edildiğinde ise yaklaşık 0,55 beta üretmektedir. Aktif AOSM hesabındaki borç ağırlığında banka kredilerini esas alıyoruz. Baz senaryoda şirket özel risk primi uygulanmamaktadır. Operasyonel riskler satış, marj, yatırım harcaması ve serbest nakit akımı tahminlerine, sistematik ülke riski ise ülke risk primine yansıtılmaktadır. Ayrı bir şirket risk primi eklenmesinin bu riskleri mükerrer fiyatlayabileceğini değerlendiriyoruz. Belirsizliği AOSM ve terminal büyüme hassasiyetleri üzerinden izliyoruz.

Modelimizde yıllık enflasyon varsayımları 2026 için %29,4, 2027 için %24, 2028 için %19, 2029 için %14 ve 2030 için %12 seviyesindedir. Uzun vadede %12 enflasyon ve %2,5 reel büyüme esas alınmaktadır. Enflasyon varsayımları net kâr tahminindeki parasal pozisyon sonucuna yansırken muhasebesel parasal kazanç tek başına nakit girişi anlamına gelmiyor. FCFF hesabında kullandığımız vergi sonrası reel ticari finansman etkisi, TMS 29 net parasal pozisyon kazancının tamamını temsil etmiyor. Bu nedenle enflasyonun işletme sermayesi ve vergi üzerinden yarattığı ekonomik etkileri muhasebe düzeltmelerinden ayrı değerlendiriyoruz.

Göreceli değerleme, BİM'in ucuzluğuna ilişkin tek başına yeterli bir gösterge sunmuyor. Şirketin 2025 gerçekleşen FD/FAVÖK çarpanı 5,50x ile üç yıllık ortalama 6,03x'in ve beş yıllık ortalama 6,60x'in altında bulunuyor. Bununla birlikte tarihsel ve ileri dönem çarpanları farklı fiyat ve kâr dönemlerini yansıtıyor. Beklenen marj toparlanmasının fiyatlamadaki karşılığını değerlendirirken firma değeri tanımı ve tahmin dönemi tutarlılığını esas alıyoruz.

Terminal değerin firma değeri içindeki payı %83,6 seviyesindedir. Bu yüksek ağırlık, hedef fiyatın uzun vadeli marj, yatırım ihtiyacı ve nakit akımı varsayımlarına duyarlılığını artırıyor. Modelin ima ettiği 8,59x TFRS 16 bazlı 2030 çıkış FD/FAVÖK çarpanının tarihsel ortalamalarla karşılaştırılması, dönem, kira ve firma değeri tanımlarının uyumunu gerektiriyor. Terminal dönemde öngördüğümüz kârlılığın sürdürülebilirliği, yatırım tezimizin temel koşulları arasında yer alıyor.

Tarihsel Finansallar

Gelir Tablosu (reel mn TL)	2021G	2022G	2023G	2024G	2025G	1Y26G
Net satışlar	519.597	621.435	730.897	800.821	849.089	449.695
Satışların maliyeti	(420.770)	(527.813)	(615.885)	(660.843)	(684.883)	(363.886)
Brüt kâr	98.826	93.622	115.012	139.979	164.206	85.809
Faaliyet giderleri (amortisman dahil, kira hariç)	(64.361)	(81.359)	(107.537)	(131.740)	(144.367)	(76.487)
FAVÖK (TFRS 16 sonrası)	47.746	30.337	30.601	34.769	51.205	24.393
Amortisman ve itfa	13.281	18.074	23.127	26.530	31.366	15.070
Nakit kira gideri	(11.321)	(8.062)	(10.172)	(11.828)	(13.333)	(7.605)
FVÖK (nakit kira ve ROU dışı amortisman sonrası)	30.756	14.284	8.799	8.170	23.287	9.456
Vergi sonrası net faaliyet kârı	**23.067**	**10.999**	**6.599**	**6.127**	**17.465**	**7.092**

Bilanço ve Likidite (reel mn TL)	2021G	2022G	2023G	2024G	2025G	1Y26G
Nakit ve nakit benzerleri	9.017	8.000	8.026	4.339	4.075	4.326
Kısa vadeli finansal yatırımlar	8.984	7.379	7.525	8.361	12.590	25.880
Uzun vadeli finansal yatırımlar	5.888	7.673	9.822	8.394	5.246	6.253
Toplam nakit ve finansal yatırımlar	23.890	23.052	25.373	21.094	21.911	36.458
Ticari alacaklar	22.741	25.940	35.884	36.578	40.987	42.525
Stoklar	40.314	54.300	60.814	57.161	64.115	70.885
Ticari borçlar	74.051	90.735	100.462	93.424	101.897	111.496
Banka kredileri	609	-	-	-	1.025	740
Toplam kira yükümlülüğü (TFRS 16)	48.433	43.674	49.710	56.992	61.063	61.853
Net işletme sermayesi	(10.996)	(10.495)	(3.765)	315	3.205	1.914
Toplam özkaynaklar	47.037	129.754	155.200	182.707	196.763	203.137
Net finansal varlıklar	**23.281**	**23.052**	**25.373**	**21.094**	**20.886**	**35.718**

Nakit Akım Göstergeleri (reel mn TL)	2021G	2022G	2023G	2024G	2025G	1Y26G
İşletme faaliyetlerinden nakit akışı	42.952	37.212	46.601	48.096	48.165	37.907
Nakit kira gideri	(11.321)	(8.062)	(10.172)	(11.828)	(13.333)	(7.605)
Maddi ve maddi olmayan alım nakit çıkışı	(16.368)	(18.565)	(23.399)	(28.441)	(25.061)	(11.724)
İşletme sermayesi değişimi model nakit etkisi	(3.622)	(4.379)	(4.291)	300	(2.800)	1.291
NOPAT	23.067	10.999	6.599	6.127	17.465	7.092
Serbest nakit akışı (FCFF)	**8.745**	**(3.955)**	**(9.461)**	**(7.242)**	**4.189**	**10.878**
Dönem sonu nakit	**9.017**	**8.000**	**8.026**	**4.339**	**4.075**	**4.326**

Büyüme	2021G	2022G	2023G	2024G	2025G	1Y26G
Reel satış büyümesi	6,3%	19,6%	17,6%	9,6%	6,0%	9,9%
Brüt kâr büyümesi	10,8%	(5,3%)	22,8%	21,7%	17,3%	10,3%
FAVÖK büyümesi	6,9%	(36,5%)	0,9%	13,6%	47,3%	22,9%

Kârlılık ve Yatırım Rasyoları	2021G	2022G	2023G	2024G	2025G	1Y26G
Brüt kâr marjı	**19,0%**	**15,1%**	**15,7%**	**17,5%**	**19,3%**	**19,1%**
Nakit faaliyet gideri / satışlar	9,8%	10,2%	11,5%	13,1%	13,3%	13,7%
Nakit kira gideri / satışlar	2,2%	1,3%	1,4%	1,5%	1,6%	1,7%
FAVÖK marjı	**9,2%**	**4,9%**	**4,2%**	**4,3%**	**6,0%**	**5,4%**
FVÖK marjı	5,9%	2,3%	1,2%	1,0%	2,7%	2,1%
ROU dışı nakit yatırım / satışlar	3,2%	3,0%	3,2%	3,6%	3,0%	2,6%
FCFF marjı	**1,7%**	**(0,6%)**	**(1,3%)**	**(0,9%)**	**0,5%**	**2,4%**
Net işletme sermayesi / satışlar	(2,1%)	(1,7%)	(0,5%)	0,0%	0,4%	0,2%

Tarihsel Piyasa Çarpanı	2021G	2022G	2023G	2024G	2025G	1Y26G
FD/FAVÖK (yıl sonu, TFRS 16 bazı)	8,1x	6,8x	6,4x	6,2x	5,5x	-

Kaynak: BİM Konsolide Finansal Tabloları ve Yatırımcı Sunumları, İntegral Yatırım Araştırma

Yatırım Riskleri

Yatırım risklerini kârlılık marjları, reel büyüme, yatırım harcamaları ve serbest nakit akımı üzerindeki olası etkileri çerçevesinde değerlendiriyoruz. Tek değişkenli duyarlılık analizleri, diğer varsayımlar sabit tutulduğunda ilgili değişkendeki farklılaşmanın değerleme üzerindeki etkisini ortaya koyarken, risklerin eş zamanlı gerçekleşmesi durumunda oluşabilecek toplam etkiyi yansıtmamaktadır. Bu nedenle duyarlılık sonuçlarının yorumlanmasında değişimin yönü ve etkilediği tahmin dönemi önem taşımaktadır.

Operasyonel riskler

Risk	Neden önemli
İkinci yarı marj toparlanmasının gerçekleşmemesi	1Y26 FAVÖK marjı %5,42; tam yıl %6,5 hedefi ikinci yarıda %7,52 marj gerektiriyor
Müşteri trafiğinde erozyonun sürmesi	Aynı mağaza günlük trafik 2018'de 691 kişiden 2025'te 529 kişiye gerilemiştir; 1Y26 trafik değişimi -%0,1
Yeni mağaza verimliliğinin düşmesi	Mağaza yoğunluğu arttıkça yeni mağazaların mevcut şubelerden satış çekme riski yükseliyor
Yatırım harcamasının beklenenden yüksek kalması	Model yatırım/satış oranının 2026'daki %3,25'ten 2030'da %2,50'ye gerilemesini varsayıyor

Ürün bulunabilirliğindeki aksamalar, fiyat avantajının müşteri trafiğine dönüşmesini sınırlayabilir. Kritik ürün veya üreticilerde yaşanabilecek kesintiler alternatif tedarik maliyetini artırırken özel markalı ürünlerde kalite sorunu veya geri çağırma ihtiyacı doğrudan maliyetin yanında müşteri güvenini de etkileyebilir. Bu nedenle tedarik sürekliliği ve ürün kalitesi, satış performansının korunması açısından başlıca izleme alanlarımız arasında yer alıyor.

Trafik kaybına karşı fiyat indirimlerinin artırılması brüt marjı baskılarken düşük satış hacmi sabit giderlerin satışlara oranını yükseltebilir. Bu risklerin eş zamanlı gerçekleşmesi, marj ve nakit akımı üzerindeki baskıyı artırabilir. Böyle bir durumda tek değişkenli duyarlılıkların toplamı yeterli olmayacağından eş zamanlı etkileri birlikte değerlendiriyoruz.

Rekabet ve sektör riskleri

A101'in CarrefourSA'yı devralmasına ilişkin koşullu izin, sektörün rekabet yapısı açısından önem taşıyor. İşlemin tamamlanması ve izin koşullarının uygulanması halinde oluşabilecek ölçek etkileri fiyat rekabetini değiştirebilir. Bununla birlikte mağaza devri ve ayrı organizasyon koşulları nedeniyle satın alma ve promosyon kapasitesine olası katkı konusunda temkinli yaklaşımımızı koruyoruz. Temel gıda kategorilerinde fiyat açığının korunması müşteri trafiğini desteklerken rekabetin yoğunlaşması brüt kâr marjını baskılayabilir. Organize kanalın olgunlaşması da büyümede mağaza verimliliğinin önemini artırıyor.

Maliyet riskleri

2025 yılında kıdem tazminatı giderleri dahil personel giderlerinin satışlara oranının %10,4 seviyesinde olması, ücret ve verimlilik gelişmelerini marj görünümü açısından önemli hale getiriyor. Ücret giderlerinin satışlardan daha hızlı artması faaliyet gideri oranını yükseltebilir; etkinin büyüklüğü satış artışına, çalışan sayısına ve personel verimliliğine bağlıdır. Dolayısıyla ücret artışındaki fark, doğrudan sabit bir marj veya hedef fiyat kaybına karşılık gelmiyor. Ocak 2027 asgari ücret düzenlemesi ile kira, enerji ve lojistik maliyetlerinin seyri bu çerçevede yakından izlediğimiz başlıklar arasında yer alıyor.

Yatırım Riskleri - Devam

Düzenleyici riskler

Gıda fiyatlarına yönelik denetimler ve haksız fiyat incelemeleri fiyatlama esnekliğini sınırlayabilir. Tedarikçi ödeme vadelerini sınırlayabilecek olası düzenlemeler, şirketin tedarikçi finansmanı avantajını ve işletme sermayesi ihtiyacını etkileyebilir. 30 Haziran 2026 itibarıyla net işletme sermayesi 1,9 milyar TL ile pozitif olmakla birlikte satış ölçeğine kıyasla sınırlı düzeydedir. Ticari borçların stokların yaklaşık 1,6 katı olduğu bir yapıda ödeme vadelerinin kısalması, işletme sermayesi ihtiyacını artırarak net nakit pozisyonunu ve enflasyon muhasebesi kapsamında oluşabilecek parasal kazancı azaltabilir.

Finansal ve muhasebe riskleri

TMS 29 uygulaması net kârda dönemsel oynaklık yaratabiliyor. 2026'nın ilk yarısında %40,7 seviyesinde gerçekleşen efektif vergi oranı, yasal %25 oranının üzerindedir. Bu fark, cari ve ertelenmiş vergi giderleri ile muhasebe kârı ve vergi matrahı arasındaki ayrışmanın birlikte ele alınmasını gerektiriyor; vergi oranındaki yükseliş tek başına parasal kazançla açıklanamıyor. Dezenflasyonun net kâra etkisi parasal pozisyonun bileşimine bağlı olduğundan faaliyet performansını FAVÖK ve nakit akımıyla birlikte değerlendiriyoruz.

Parasal kazanç tek başına tahsil edilmiş nakit anlamına gelmiyor. Enflasyon muhasebesinin işletme sermayesi, vergi giderleri ve parasal pozisyon üzerindeki etkilerinin doğru ayrıştırılmaması, nakit yaratma kapasitesinin olduğundan yüksek veya düşük değerlendirilmesine yol açabilir. Finansal yatırımlardaki değer değişimleri ve bu yatırımların nakde dönüştürülebilirliği de bilanço esnekliği açısından ayrı risk unsurları oluşturuyor.

Yurt dışı ve yeni iş kolu riskleri

Fas ve Mısır operasyonlarında yerel enflasyon, kur oynaklığı, sermaye kontrolleri ve nakdin Türkiye'ye aktarılabilirliği değer yaratımını belirliyor. Katılım bankacılığı faaliyeti ise sermaye tahsisi, kredi riski, düzenleyici yükümlülük ve başlangıç dönemi giderleri açısından farklı bir risk profili taşıyor. Bankaya aktarılan sermayenin etkisini net nakit ve finansal varlıkların kapsamıyla birlikte ele alıyoruz. Bu faaliyete ayrı bir değer atfedilmemesi, sermaye tahsisinin grup nakdi üzerindeki etkisini ortadan kaldırmıyor.

Bankacılık faaliyetinde sermaye yeterliliği, kredi kalitesi ve likidite yönetimi ön plana çıkıyor. Başlangıç yatırımları ve ek sermaye ihtiyacı, grubun temettü ve diğer yatırımlar için kullanabileceği kaynakları sınırlayabilir. Bu nedenle sermaye tahsisinin katkısını yatırımın büyüklüğünden çok sürdürülebilir getiri üretme kapasitesi üzerinden değerlendiriyoruz.

Değerleme ve hisse riskleri

Terminal değerin firma değeri içindeki payı %83,6 düzeyindedir; bu nedenle iskonto oranı ve uzun vadeli büyüme varsayımları hedef fiyatın temel hassasiyetini oluşturuyor. Diğer koşullar sabitken reel iskonto oranındaki artış hesaplanan değeri aşağı çekiyor. Küresel risk iştahı ve piyasa likiditesindeki değişimler de hisse fiyatını etkileyebilir. Bununla birlikte yatırımcı dağılımı, tek başına hissenin emsallerden daha yüksek oynaklık göstereceğini ortaya koymuyor.

Hisse fiyatının hesapladığımız değere yaklaşma süresi piyasa koşullarına bağlıdır. Hedef fiyat kısa vadede gerçekleşmesi kesin bir sonucu ifade etmiyor. Önerimizin geçerliliğini marj gerçekleşmeleri, nakit dönüşümü ve sermaye tahsisi kararları üzerinden değerlendiriyoruz.

Sektörel Görünüm - Talep Dinamikleri

Nominal büyüme ile reel talebin ayrıştırılması önemini koruyor

Türkiye gıda perakendesi zorunlu tüketim yapısı sayesinde ekonomik yavaşlamaya karşı görece korunaklı kalıyor. Yüksek gıda enflasyonu ve düzenli fiyat güncellemeleri nominal satışları desteklerken, sıkı para politikası, yüksek finansman maliyetleri ve ücret artışlarının enflasyonu kalıcı biçimde telafi edememesi hanehalkının reel harcama kapasitesini sınırlıyor. Tüketiciler bu ortamda toplam gıda harcamasını kesmekten çok sepet içeriğini değiştiriyor; premium ürünlerden standart ürünlere, ulusal markalardan özel markalara ve daha düşük fiyat sunan kanallara yöneliyor. Bu davranış toplam gıda talebini korurken indirim marketleri ile küçük formatlı yakın mağazaların müşteri kazanmasını kolaylaştırıyor. Dezenflasyon döneminde ise nominal ciro büyümesinin yavaşlaması nedeniyle sektör performansını reel satış büyümesi, müşteri trafiği, sepet büyüklüğü ve faaliyet giderlerinin satışlara oranıyla birlikte değerlendirmek gerekiyor.

Resmî göstergeler, perakende satışlarındaki hacim değişimi ile fiyat artışı arasındaki ayrımı öne çıkarıyor. Ağustos 2026'da toplam perakende satış hacmi yıllık %10,1 artarken eylül ayında yıllık tüketici enflasyonu %29,73, gıda ve alkolsüz içecekler enflasyonu ise %27,62 seviyesinde gerçekleşti. Toplam perakende hacim endeksi yalnızca gıda perakendesini kapsamadığından bu artış BİM'in faaliyet pazarının birebir büyümesini yansıtmıyor. Şirket performansına ilişkin değerlendirmemizde müşteri trafiği, reel benzer mağaza satışları ve ürün karması belirleyici oluyor.

Aynı mağaza satış büyümesinin şirket içi ürün enflasyonunun üzerinde kalması, BİM açısından temel performans göstergelerinden biridir. Bununla birlikte benzer mağaza trafiğindeki değişim tek başına pazar payı kazanımını veya kaybını göstermiyor; yeni mağaza katkısı, sepet büyümesi ve karşılaştırılabilir pazar toplamı da sonucu etkiliyor. Bu nedenle resmî perakende hacim endeksini doğrudan satış tahminine taşımıyor, şirketin LFL satış, BİMflasyon ve trafik verileri için genel bir tutarlılık göstergesi olarak kullanıyoruz.

Tüketici temkinli, perakendeci beklentileri görece güçlü

Eylül 2026'da tüketici güven endeksi 91,9 ile 100 eşik değerinin altında kalırken perakende ticaret güven endeksi 111,3 seviyesinde gerçekleşti. Hanehalkı ile sektör beklentileri arasındaki bu fark, tüketicinin bütçe görünümünde temkinli kalmasına rağmen perakendecilerin satış görünümünü daha olumlu değerlendirdiğini gösteriyor. Bu ayrışmanın BİM'e etkisini iki yönlü okuyoruz: bütçe hassasiyeti indirim formatına ve özel markalı ürünlere yönelimi destekleyebilir; buna karşılık düşük tüketici güveni sepet içeriğinin daha temel kategorilere kaymasına ve adet bazlı büyümenin sınırlı kalmasına neden olabilir.

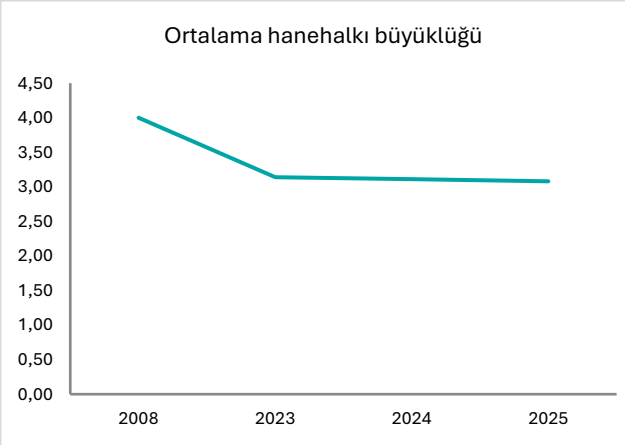
Dolayısıyla güven göstergelerindeki iyileşmeyi tek başına talep ivmesi olarak değerlendirmiyoruz. BİM'in müşteri trafiği, ortalama sepet, spot ürün payı ve reel LFL büyümesi bu makroekonomik görünümün şirketin satış performansına ne ölçüde yansıdığını ortaya koyacak temel göstergelerdir.

Sektörel Görünüm - Organize Perakende ve Tüketici Eğilimleri

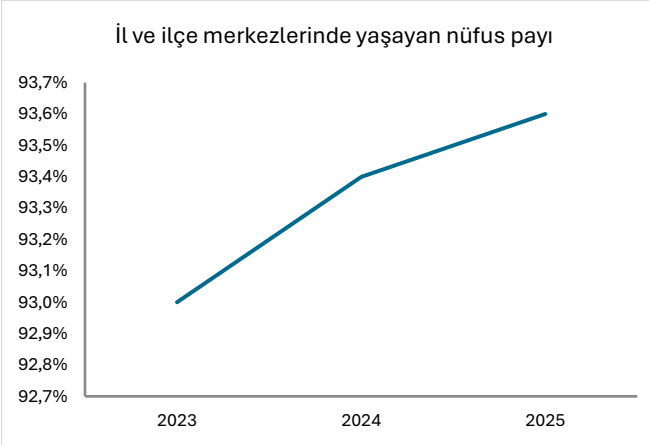
Organize perakendeye yönelim, BİM'in müşteri trafiğini ve reel satış büyümesini destekleyebilecek yapısal eğilimler arasında yer alıyor. Küçük mağaza yapısı, sınırlı ürün çeşidi, merkezi tedarik ve hızlı stok devri şirketin maliyetlerini kontrol etmesine katkı sağlıyor. Özel markalı ürünler fiyat algısı ile brüt kâr marjı arasındaki dengeyi desteklese de kalite, gıda güvenliği ve tedarik sürekliliği risklerinin etkin biçimde yönetilmesi gerekiyor.

Küçülen hanehalkı yakın mağaza formatını destekliyor

Türkiye'de ortalama hanehalkı büyüklüğü 2008'de 4,0 kişiden 2025'te 3,08 kişiye gerilerken il ve ilçe merkezlerinde yaşayan nüfusun payı %93,6 seviyesine ulaştı. İdari sınıflamayı yansıtan bu oran, doğrudan ekonomik kentleşmenin ölçüsü değildir. Küçülen hanehalkı yapısı daha sık ve küçük sepetli alışverişi destekleyebilir. Bu eğilim, konuta yakınlık ve erişim kolaylığıyla birleştiğinde küçük mağaza formatının sektördeki önemini korumasına katkı sağlayabilir.



Kaynak: TÜİK, İntegral Yatırım Araştırma



Kaynak: TÜİK, İntegral Yatırım Araştırma

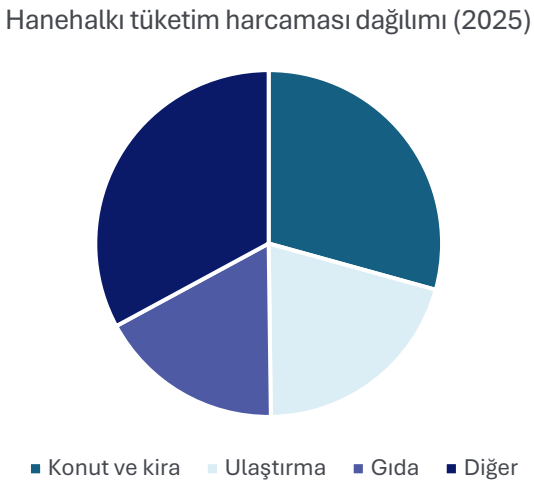
Yeni mağaza talebinde demografik eğilimlerin yanında bölgesel nüfus, satın alma gücü ve mevcut mağaza yoğunluğu belirleyici oluyor. Bu göstergeler birlikte, bölgesel büyüme potansiyeline daha kapsamlı bir çerçeve sunuyor.

Fiyatlama gücü maliyet artışlarının tamamını tüketiciye aktarmaktan çok trafik ve marj arasındaki dengeyi yönetebilme kapasitesine dayanıyor. Temel gıda kategorilerindeki yoğun rekabet, bazı ürünlerin müşteri trafiğini korumak amacıyla düşük marjla satılmasına veya promosyon bütçelerinin artırılmasına neden olabiliyor. Büyük ölçekli organize perakendeciler merkezi satın alma, hızlı stok devri, erken ödeme iskontosu ve özel markalı ürünler sayesinde bu baskıyı daha iyi yönetebiliyor. Başarılı fiyatlama stratejisi tüm ürünlerde aynı artışın uygulanmasından ziyade kategori bazlı yönetimi gerektiriyor. Temel ürünlerde fiyat liderliğinin korunması müşteri trafiğini desteklerken, özel markalar ve seçili kategoriler toplam sepet kârlılığını dengeliyor. Dolayısıyla yüksek gıda enflasyonu ciro açısından destekleyici olsa da brüt kâr marjının korunması veya artırılması için tek başına yeterli bir gösterge oluşturmuyor.

Sektörel Görünüm - Hanehalkı Bütçesi ve Fiyat Duyarlılığı

Gıda harcamasının bütçedeki yeri fiyat duyarlılığını kalıcı kılıyor

Gıda ve alkolsüz içecekler 2025'te hanehalkı tüketim harcamalarının %17,3'ünü oluşturdu ve konut ile ulaştırmanın ardından en büyük üçüncü harcama grubu oldu. Gıdanın bütçe içindeki yüksek ve zorunlu payı, tüketicinin toplam harcamayı tamamen kısmaktan çok ürün, marka ve kanal tercihlerini değiştirmesine neden oluyor. Bu yapı indirim marketleri açısından müşteri kazanımı yaratırken, fiyat algısının bozulması durumunda müşteri trafiğinin olumsuz etkilenebilmesi, fiyat rekabetçiliğinin sürdürülebilir biçimde korunmasını önemli hale getiriyor.



Kaynak: TÜİK, Hanehalkı Tüketim Harcaması 2025, İntegral Yatırım Araştırma

Gelir grupları arasındaki harcama dağılımı, fiyat duyarlılığındaki farklılıkları ortaya koyuyor. En düşük gelirli yüzde 20'lik grupta gıda ve alkolsüz içeceklerin harcama payı %29,2'ye, konut ve kira payı ise %38,7'ye ulaşıyor. Bu iki kalemin toplam bütçenin yaklaşık üçte ikisini oluşturması, isteğe bağlı harcamalar için kalan alanı daraltıyor. Bu nedenle erişilebilir fiyat sunan indirim marketlerinin düşük gelirli haneler açısından önemini korumasını bekliyoruz.

Hanehalkı harcama payları, doğrudan gıda perakende pazarının büyüklüğünü veya şirketlerin pazar payını göstermiyor. Bütçe dağılımı fiyat, miktar ve diğer harcama gruplarındaki değişimden birlikte etkileniyor. Gıdanın bütçe payındaki düşüş de tek başına tüketim hacminin gerilediği anlamına gelmiyor. Bu nedenle sektör değerlendirmemizde harcama kompozisyonunu hacim göstergeleriyle birlikte ele alıyoruz.

Bütçe baskısı tüketiciyi daha küçük ambalajlara, alternatif markalara veya daha sık ve düşük tutarlı alışverişe yönlendirebilir. Bu davranışlar, mağaza ziyaretlerini artırabilse de işlem başına satış tutarını ve kârlılığı sınırlayabilir. Dolayısıyla talebin korunmasında fiyat erişilebilirliği kadar raf bulunabilirliği ve alışveriş kolaylığı da önem taşıyor.

BİM'in sınırlı ürün çeşidi ve yüksek özel marka payı bu fiyat duyarlılığına uygun bir teklif sunuyor. Buna karşılık tüketicilerin tasarruf amacıyla sepet miktarını azaltması veya daha düşük marjlı temel ürünlere yönelmesi, müşteri trafiğindeki artışın kârlılığa aynı ölçüde yansımamasına neden olabilir.

Şirket ve İş Modeli

BİM'in iş modeli sınırlı ürün çeşidi, yüksek ürün başına satın alma hacmi ve hızlı stok devrine dayanıyor. Bu yapı tedarik görüşmelerinde ölçek avantajı yaratırken ürün yerleştirme, sipariş, sayım ve personel süreçlerini sadeleştiriyor. Küçük mağaza formatı müşteriye yakınlığı artırırken satış alanı başına kira, enerji ve personel kullanımının kontrol altında tutulmasına katkı sağlıyor. Bu nedenle fiyat liderliği yalnızca düşük brüt marj kabulünden değil, düşük faaliyet maliyeti ve hızlı sermaye devrinden kaynaklanıyor.

2026 yılının ikinci çeyreği sonunda grup 14.851 mağazayla faaliyet göstermektedir. Bu mağazaların 13.032'si Türkiye'de BİM, 364'ü FİLE, 999'u Fas ve 456'sı Mısır operasyonlarına aittir. Şirketin TMS 29 hariç sunum verilerine göre 2Ç26 konsolide satışlarının %84'ü BİM Türkiye, %11'i FİLE, %4'ü Fas ve %1'i Mısır'dan gelmektedir. BİM Türkiye satışlarının %55'i kendi markalı ürünlerden oluşmakta, FİLE'de bu oran %34 seviyesinde bulunmaktadır.

FİLE, 2015 yılında süpermarket formatında kurulmuş olup 2Ç26 sonunda 35 şehirde 364 mağaza ve dört lojistik merkeziyle hizmet vermektedir; online satışların FİLE gelirleri içindeki payı %5,2'ye ulaşmıştır. Yurt dışında Fas 2Ç26'da 9,7 milyar TL satış ve 817 milyon TL FAVÖK, Mısır ise 1,3 milyar TL satış ve 22 milyon TL FAVÖK üretmiştir.

Operasyon	Mağaza	Satış payı	Özel marka payı	Online pay
BİM Türkiye	13.032	84,0%	55,0%	-
FİLE	364	11,0%	34,0%	5,2%
Fas	999	4,0%	-	-
Mısır	456	1,0%	-	-
Toplam	**14.851**	**100,0%**	**-**	**-**

Kaynak: BİM Yatırımcı Sunumları, İntegral Yatırım Araştırma

Ana BİM formatı yatırım tezinin temelini oluşturmaya devam ediyor. Şirketin TMS 29 hariç 2Ç26 sunum verilerine göre konsolide satışların %84'ü BİM Türkiye, %11'i FİLE, %4'ü Fas ve %1'i Mısır operasyonlarından oluştu. BİM Türkiye satışlarının %55'ini kendi markalı, %35'ini markalı, %9'unu spot ve %1'ini seçkin ürünler oluşturdu. FİLE ve yurt dışı operasyonların katkısı artarken değerleme açısından temel belirleyici, ana formatın fiyat rekabetçiliğini koruyarak brüt kâr marjı ve faaliyet giderleri üzerindeki disiplinini sürdürebilmesidir.

Ürün ve tedarik yapısı

Sınırlı ürün çeşidi, iş modelinin belirleyici unsurlarından biridir. 2025 karşılaştırma verilerinde BİM yaklaşık 1.000 ürün koduyla çalışırken Migros 40.000, ŞOK 2.000 ve A101 1.500 ürün kodu taşıyor. BİM Türkiye'de özel markalı ürünlerin satış payı 4Ç25'te TMS 29 hariç %57 seviyesindedir. Karşılaştırma veri setinde Migros için %7, ŞOK için %30 ve A101 için %35 özel marka payı yer almaktadır. Şirketler arasındaki dönem ve format farklılıkları nedeniyle bu oranları karşılaştırırken temkinli olmak gerekiyor. Taze gıdanın sınırlı payı belirli stok ve fire risklerini etkileyebilse de gıda güvenliği, etiketleme ve fiyat denetimlerine ilişkin yükümlülükleri ortadan kaldırmıyor.

Ürün gamının disiplinli yönetimi, raf alanının verimli kullanımını destekliyor. Yeni ürünlerin mevcut ürün satışlarını ikame etme etkisi ve stokta kalma süresi, çeşit artışının ekonomik katkısını belirliyor. Bu nedenle ürün gamının verimliliğini ürün sayısından ziyade raf başına satış ve stok devir hızı üzerinden değerlendiriyoruz.

Fiyatlama ve Benzer Mağaza Satışları

İndirim perakendeciliğinde fiyatlama gücü, kategori bazında sepet kârlılığını fiyat algısını bozmadan yönetebilme kapasitesini ifade ediyor. Süt, yağ, un, şeker ve temel temizlik ürünleri gibi sık karşılaştırılan kategorilerde fiyat açığının korunması mağaza trafiği açısından önemini koruyor. Özel markalı ürünler ve fiyat karşılaştırmasının daha sınırlı olduğu kategoriler ise toplam sepet marjını dengeleyebiliyor. Bu nedenle şirket içi ürün enflasyonu ile manşet gıda enflasyonu arasındaki farkı trafik ve sepet hacmiyle birlikte değerlendiriyoruz.

Benzer mağaza satışları enflasyonun üzerinde büyürken trafik görünümü sınırlı bir iyileşmeye işaret ediyor. BİM Türkiye'de TMS 29 hariç 2Ç26 nominal aynı mağaza satış büyümesi %37,3 ile %31,1 seviyesindeki BİMflasyonun üzerinde gerçekleşti. Aynı dönemde sepet tutarı %36,7, günlük trafik %0,4 arttı. İlk altı ayda LFL satış artışı %36,0, sepet artışı %36,2 ve trafik değişimi −%0,1 oldu. Çeyreklik trafik toparlanmasını olumlu bulmakla birlikte güçlü bir hacim artışı için erken olduğunu düşünüyoruz. Modeldeki %2 reel benzer mağaza satış büyümesinin teyidi için nominal LFL büyümenin BİMflasyonun üzerinde kalması ve trafik artışının kalıcı biçimde pozitife dönmesi gerekiyor.

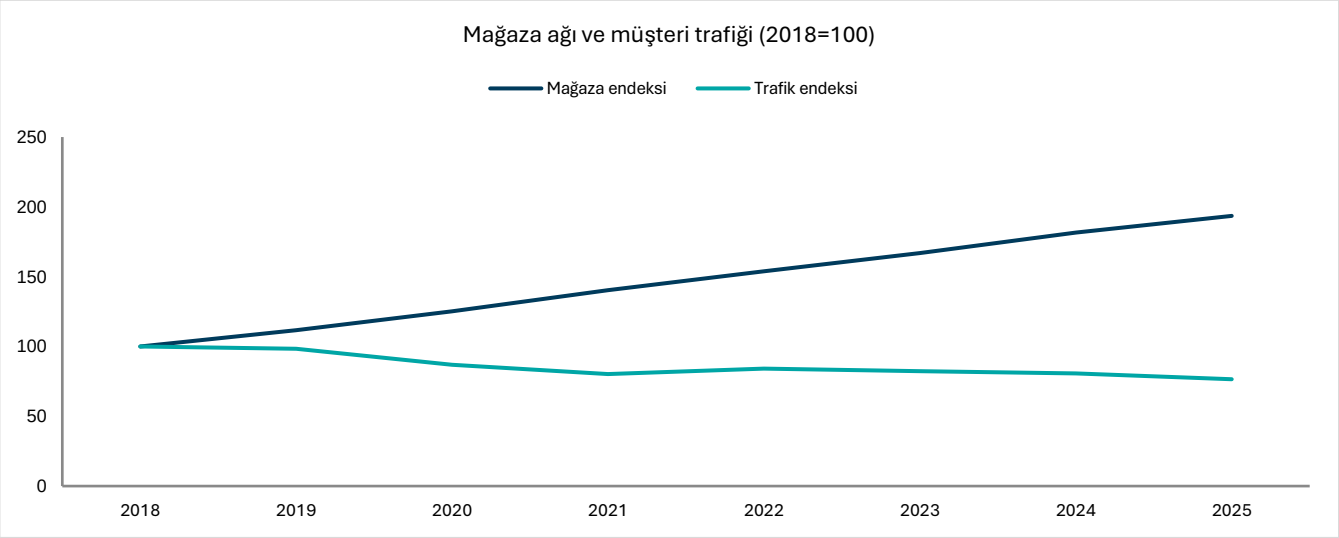
LFL Büyüme Köprüsü	Nominal LFL	BİMflasyon	Reel LFL	Sepet	Trafik
1Ç26	34,5%	27,9%	5,2%	35,6%	-0,8%
2Ç26	37,3%	31,1%	4,7%	36,7%	0,4%
1Y26	36,0%			36,2%	-0,1%

Kaynak: BİM Yatırımcı Sunumları, İntegral Yatırım Araştırma

Reel benzer mağaza büyümesi, nominal satış artışının şirket içi fiyat artışından arındırılmasıyla hesaplanıyor; iki oranın doğrudan çıkarılması aynı sonucu vermiyor. Gösterge, sepet içindeki ürün, ambalaj ve kategori değişimlerinden de etkilendiği için saf adet büyümesini yansıtmıyor. Trafik ile ortalama sepeti birlikte değerlendirirken ürün adedi veya sabit sepet verisi bulunmadığında hacim artışına ilişkin yorumlarımızı sınırlı tutuyoruz. Yarıyıl karşılaştırmalarında da çeyreklik büyüme oranlarının basit ortalaması yerine karşılaştırılabilir dönem satışları esas alınıyor.

Mağaza Ağı ve Müşteri Trafiği

Mağaza ağı genişlerken benzer mağaza trafiği büyümenin kalitesi açısından önemini koruyor. Model veri tabanında konsolide mağaza sayısı 2018'de 7.478'den 2025'te 14.473'e yükselirken BİM Türkiye aynı mağaza günlük trafiği 691 kişiden 529 kişiye geriledi. Farklı faaliyet kapsamlarını temsil eden bu seriler arasındaki ayrışma, satış büyümesinin yeni mağaza ve sepet artışı arasındaki dağılımını doğrudan ölçmüyor. Bu nedenle mağaza ağı genişlemesinin büyümeye katkısını, mevcut mağazaların trafik performansıyla birlikte değerlendiriyoruz.



Ağ ve trafik verisi

Dönem	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Mağaza endeksi	100,0	111,6	125,2	140,3	153,9	166,9	181,6	193,5
Trafik endeksi	100,0	98,5	86,9	80,3	84,1	82,3	80,6	76,5
Dönem	Gerç.	Gerç.	Gerç.	Gerç.	Gerç.	Gerç.	Gerç.	Gerç.

Kaynak: BİM Yatırımcı Sunumları ve Faaliyet Raporları, İntegral Yatırım Araştırma

Mağaza Verimliliği ve Yatırım Geri Dönüşü

Modelimiz 2026–2030 döneminde net satış alanı büyümesinden yıllık %6, reel benzer mağaza satışlarından %2 katkı varsayıyor. Bu iki büyümenin birlikte gerçekleşmesi için yeni mağazaların mevcut şubelerden anlamlı satış çekmemesi ve olgun mağazalarda trafiğin istikrar kazanması gerekiyor. 2Ç26'da trafiğin %0,4 artıya dönmesini olumlu bir ilk sinyal olarak görmekle birlikte, varsayımın teyidi için birkaç çeyrek boyunca pozitif trafik ve BİMflasyonun üzerinde LFL gerçekleşmesi gerektiğini düşünüyoruz.

Modelde kullandığımız %6 net satış alanı büyümesi, 2026-2030 satış tahmininin en görünür operasyonel sürücüsüdür. Bununla birlikte mağaza sayısı tek başına değer yaratımını göstermiyor. Yeni mağazaların ilk yıl satış seviyesi, olgun mağaza performansına ulaşma süresi, açılış başına yatırım tutarı, mağaza başına çalışan sayısı, satış/m² ve nakit geri ödeme süresi birlikte değerlendirilmelidir. Yeni mağaza kohortlarının hedeflenen sürede olgunlaşması ve mevcut mağazalardan anlamlı satış çekmemesi halinde mağaza büyümesinin yatırılan sermayenin getirisine olumlu katkı sağlamasını bekliyoruz.

Mağaza Ağı (Dönem)	BİM Türkiye mağaza	Yıllık net artış	Yıllık büyüme
2023	11.203	-	-
2024	12.089	886	7,9%
2025	12.751	662	5,5%
2Ç26	13.032	570	4,6%
2026T	13.351	600	4,7%

Kaynak: BİM Yatırımcı Sunumları ve Faaliyet Raporları, İntegral Yatırım Araştırma

Mağaza ağı 2Ç26 sonunda 14.851 birime ulaşırken yıllık büyüme %6 seviyesinde gerçekleşti. Dönem sonunda BİM Türkiye 13.032, FİLE 364, Fas 999 ve Mısır 456 mağazayla faaliyet gösterdi. Modeldeki konsolide mağaza adedine ilişkin gösterge serisi 2026 sonunda 15.362'ye, 2030 sonunda 18.549'a işaret ediyor; bu seri, satış tahmininde kullanılan yıllık %6 net satış alanı büyümesi varsayımından ayrıdır. Bu patikayı yeni, olgun ve kapanan veya taşınan mağaza kohortlarıyla birlikte izlemek, büyüme varsayımının kalitesini değerlendirmeyi kolaylaştıracaktır.

Mağaza başına yatırım ve kohort marjı açıklanmadığı için yeni mağazaların geri dönüşünü doğrudan hesaplanmış bir model çıktısı olarak sunmuyoruz. Konsolide yatırım harcamaları yeni mağaza, yenileme, depo ve dijital altyapı yatırımlarını birlikte içeriyor. Bu nedenle toplam yatırım harcamalarının net mağaza artışına bölünmesi, yeni mağaza açılışlarının birim maliyetini doğrudan göstermiyor. Geri ödeme süresinin hesaplanması, yeni mağazalara ait yatırım tutarının ayrıştırılmasını ve olgunlaşma dönemindeki satış ile nakit marjının belirlenmesini gerektiriyor. Mevcut veri kapsamıyla yatırım verimliliğini yatırım harcamalarının satışlara oranı, mağaza başına satış ve operasyonel marjın seyri üzerinden değerlendiriyoruz.

Özel markalı ürünler fiyat liderliği ile kârlılık arasındaki temel dengeyi destekliyor. Daha düşük reklam, dağıtım ve kanal maliyeti, aynı kategoride uygun raf fiyatı ile kabul edilebilir brüt kâr marjının birlikte sağlanmasına imkân veriyor. BİM'in ürün özellikleri, ambalaj, paket büyüklüğü ve fiyat noktası üzerindeki kontrolü sürekli düşük fiyat algısını destekliyor. Ürünlerin yalnızca BİM mağazalarında bulunması doğrudan fiyat karşılaştırmasını da sınırlandırıyor.

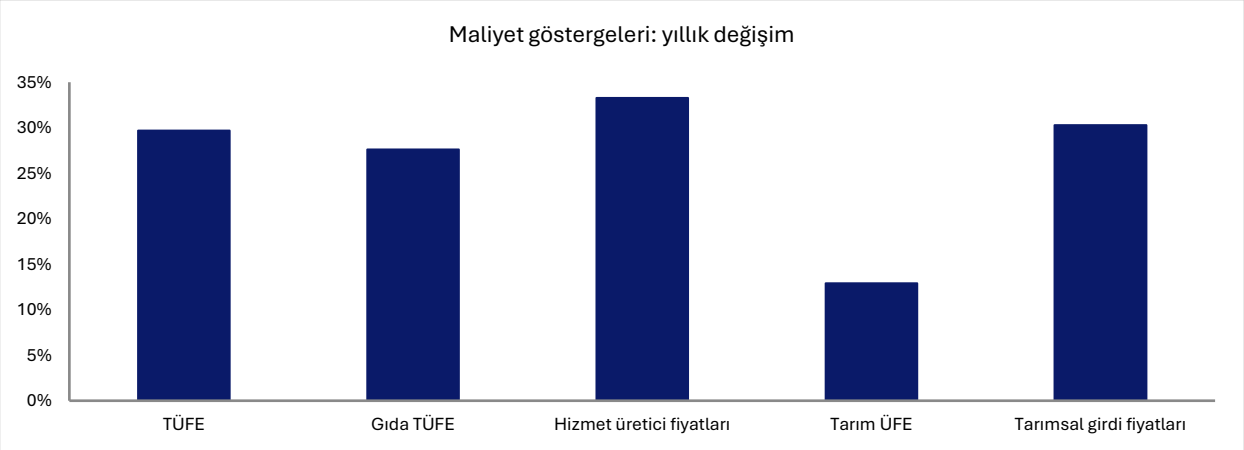
Yüksek özel marka payı tek başına daha yüksek kârlılık anlamına gelmiyor. Temel gıda ağırlığı, emtia maliyetleri, döviz duyarlılığı, erken ödeme iskontosu, üretici kapasitesi ve kampanya dönemleri kategori marjlarında dalgalanma yaratabiliyor. Ürün kalitesi, gıda güvenliği ve tedarikçi bağımlılığı ise itibar riskini doğrudan BİM'e taşıyor. 2Ç26 itibarıyla kendi markalı ürünlerin satış payı BİM Türkiye'de %55, FİLE'de %34 seviyesinde bulunuyor. Brüt kâr marjı görünümünde özel marka payının yanında özel marka ile markalı ürünler arasındaki fiyat farkını ve kategori bazlı satış karmasını da izliyoruz.

Kârlılık ve Maliyet Yapısı

Dönem	Brüt kâr marjı	Nakit faaliyet gideri / satış	Nakit kira / satış	FAVÖK marjı
2024G	17,5%	13,1%	1,5%	4,3%
2025G	19,3%	13,3%	1,6%	6,0%
1Y26G	19,1%	13,7%	1,7%	5,4%
3Ç-4Ç26T	19,9%	12,4%	1,7%	7,5%
2026T	19,5%	13,0%	1,7%	6,5%
2027T	19,7%	12,9%	1,8%	6,8%
2028T	19,8%	12,8%	1,8%	7,0%
2029T	20,0%	12,8%	1,8%	7,2%
2030T	20,1%	12,8%	1,8%	7,3%

Kaynak: BİM Konsolide Finansal Tabloları, İntegral Yatırım Araştırma

Maliyet göstergeleri, farklı yayımlanma dönemleri dikkate alındığında ürün ve hizmet fiyatlarındaki ayrışmaya işaret ediyor. TÜİK verilerine göre Eylül 2026'da yıllık TÜFE %29,73, gıda ve alkolsüz içecekler enflasyonu %27,62 seviyesinde gerçekleşti. Hizmet üretici fiyatları Ağustos 2026'da yıllık %33,29, tarım ürünleri üretici fiyatları Eylül 2026'da %12,93 ve tarımsal girdi fiyatları Ağustos 2026'da %30,28 arttı. Tarım ürünleri üretici enflasyonunun daha sınırlı seyri tedarik maliyetlerinde normalleşme alanı yaratabilir. Bununla birlikte bu endeksler BİM'in gerçekleşen tedarik, ücret ve kira maliyetlerini doğrudan ölçmüyor. Bu nedenle marj etkisini ürün karması, gerçekleşen tedarik maliyetleri ve faaliyet giderlerinin seyriyle birlikte değerlendiriyoruz.



Maliyet Verisi

Gösterge	Yıllık değişim	Veri dönemi
TÜFE	29,7%	Eyl-26
Gıda TÜFE	27,6%	Eyl-26
Hizmet üretici fiyatları	33,3%	Ağu-26
Tarım ÜFE	12,9%	Eyl-26
Tarımsal girdi fiyatları	30,3%	Ağu-26

Kaynak: TÜİK, İntegral Yatırım Araştırma

BİM'in marj toparlanmasında satış fiyatları ile tedarik ve faaliyet maliyetlerinin göreli seyri belirleyici olacaktır. Tedarik maliyetlerindeki normalleşme brüt kâr marjını destekleyebilirken gıda enflasyonundaki düşüşün nominal satış artışını yavaşlatması, ücret ve kira giderleri aynı hızda gerilemediğinde faaliyet gideri baskısını artırabilir. Bu nedenle %7,52'lik ikinci yarı FAVÖK marjı varsayımını brüt marjın yanı sıra nakit faaliyet giderlerinin satışlara oranındaki beklenen gerileme üzerinden değerlendiriyoruz.

Operasyonel Verimlilik ve Marj Dinamikleri

Satın alma hacmi ile lojistik yoğunluğunun birlikte artması düşük maliyetli iş modelini güçlendiriyor. Sınırlı SKU sayısı ürün başına sipariş hacmini yükseltirken merkezi satın alma fiyat, kalite ve teslimat koşullarında pazarlık gücü sağlıyor. Mağazaların dağıtım merkezleri çevresinde kümelenmesi araç doluluk oranını, teslimat sıklığını ve ürün bulunabilirliğini destekliyor. Yeni bölgelerde depo kapasitesinin mağaza yoğunluğundan önce kurulması ise kısa vadede kapasite kullanımını ve maliyetleri olumsuz etkileyebilir.

Tedarikçi vadeleri işletme sermayesi ihtiyacını sınırlayan önemli bir finansman kaynağıdır. Bununla birlikte vadelerdeki uzamayı tek başına nakit akımı iyileşmesi olarak değerlendirmiyoruz. Stok devir hızı, erken ödeme iskontosu, tedarikçi çeşitliliği ve ürün bulunabilirliği nakit avantajının kalitesini belirliyor. Yüksek alıcı gücünün tedarikçi ilişkileri ve düzenleyici çerçeve üzerindeki etkisi de ayrıca izlenmelidir.

Enerji maliyetinde birim fiyat kadar tüketim yoğunluğu da belirleyici oluyor. Soğutma, aydınlatma ve depo operasyonlarındaki verimlilik artışı, mağaza büyümesinin toplam enerji giderine etkisini sınırlayabilir. Yenilenebilir enerji yatırımlarının ekonomik katkısı ise kurulu kapasitenin yanında öz tüketim oranı, bakım giderleri ve yatırımın geri dönüş süresine bağlıdır. Bu projeleri faaliyet maliyetlerinde sağlayabilecekleri kalıcı iyileşme üzerinden değerlendiriyoruz.

Stok kaybı ve fire yönetimi, brüt marjın korunmasında önemli rol oynuyor. Talep tahminindeki sapmalar, son kullanma tarihi yaklaşan ürünler ve mağazalar arasındaki stok dengesizliği indirim ihtiyacını artırabilir. Buna karşılık stokların aşırı sıkı tutulması raf boşluğu ve satış kaybı yaratabilir. Bu nedenle fire oranındaki iyileşmenin katkısı, ürün bulunabilirliğiyle birlikte anlam kazanıyor.

Satın alma koşullarındaki iyileşmenin kalıcılığı, marj görünümünü belirleyen unsurlar arasında yer alıyor. Dönemsel tedarikçi katkıları veya stok hareketlerinden kaynaklanan fayda, sürekli birim maliyet avantajıyla aynı nitelikte değildir. Karşılaştırılabilir mağaza giderleri, satış başına personel saati ve lojistik kapasite kullanımı operasyonel toparlanmanın kalıcılığına ilişkin göstergeler sunuyor. Bununla birlikte doğrulanmış tasarruf verisi bulunmadığında bu alanlara ayrıca bir değerleme katkısı yansıtmıyoruz.

Rekabet Görünümü ve Şirket Karşılaştırması

Gıda Perakendesi Rekabet Matrisi	Mağaza	Satış alanı (bin m²)	Satış / m² (TL)	Özel marka	Online pay	FAVÖK marjı	Bilanço
BİM	14.473	4.478	161.036	-	-	6,0%	Net nakit
Migros	3.792	2.089	197.585	7,0%	21,0%	6,6%	Net nakit
ŞOK	11.074	2.658	104.905	30,0%	3,0%	2,8%	Net nakit
A101	13.600	3.808	87.344	35,0%	-	-	-

BİM Türkiye'nin 4Ç25 özel marka satış payı %57, FİLE'nin 4Ç25 online satışlarının kendi gelirleri içindeki payı %5,7'dir. Bu oranlar tam yıl konsolide grup paylarını göstermemektedir. Bilanço sınıflaması kira yükümlülükleri hariç net nakit/borç tanımına dayanmaktadır. *Kaynak: BİM Konsolide Finansal Tabloları ve Yatırımcı Sunumları , İntegral Yatırım Araştırma*

Hızlı tüketim malları perakendesinde organize kanalın ve indirim marketlerinin uzun dönemli büyümesi sektörün rekabet yapısını kalıcı biçimde değiştirdi. İndirim formatının yaygınlaşması, organize kanalın mağaza erişimini ve fiyat odaklı tüketici gruplarına ulaşma kapasitesini artırdı. Bu tarihsel eğilim, satın alma hacmi, lojistik yoğunluğu ve özel marka geliştirme kapasitesini büyük oyuncular lehine güçlendirdi.

Ölçek büyüdükçe fiyat rekabetini taşıma kapasitesi artarken tedarikçi koşulları, özel markalı ürünler, raf erişimi ve alıcı gücü daha görünür hale geliyor. BİM açısından bu yapı maliyet ve tedarik avantajı sunmakla birlikte düzenleyici inceleme riskini ve yeni mağazalarda kanibalizasyon olasılığını artırıyor. Bu nedenle pazar liderliğini tek başına olumlu bir gösterge olarak değil; fiyat açığı, tedarik sürekliliği, mağaza verimliliği ve tedarikçi ilişkileriyle birlikte değerlendiriyoruz.

BİM'in doğrudan rekabet seti farklı mağaza formatları ve müşteri tekliflerinden oluşuyor. Küçük formatlı indirim marketleri trafik, mağaza erişimi ve spot ürünlerde en yakın rekabeti oluştururken geniş ürün yelpazesine, sadakat programlarına ve online kanala sahip zincirler farklı müşteri segmentlerinde rekabet ediyor. FİLE açısından taze ürün, geniş SKU ve online teslimat altyapısına sahip süpermarket formatları daha anlamlı bir karşılaştırma sunuyor.

Gıda Perakende Sektörü Özeti / 2025	BİM	Migros	ŞOK	A101
Format	İndirim market	Süpermarket	İndirim market	İndirim market
Satış alanı (bin m²)	4.478	2.089	2.658	3.808
Mağaza sayısı	14.473	3.792	11.074	13.600
Türkiye	13.095	3.792	11.074	13.600
Yurt dışı	1.378	0	0	0
Net mağaza artışı	890	171	93	0
Net satış / m² (TL)	161.036	197.585	104.905	87.344
Net satış (mn TL)	721.063	412.756	278.812	332.606
Reel büyüme	6,0%	7,3%	5,4%	-
Personel gideri / satış	10,4%	10,6%	12,0%	-
Kira gideri / satış	1,6%	4,7%	3,1%	-
VÖK marjı	4,4%	2,3%	0,0%	-
E-ticaret payı	-	21,0%	3,0%	-
E-ticaret mağaza katkısı	-	55,0%	12,0%	-
Özel marka payı	57,00%	7,0%	30,0%	35,0%
Taze gıda payı	5,0%	15,0%	5,0%	5,0%
Spot payı	8,0%	-	5,0%	20,0%
Yurt dışı satış payı	5,0%	0,0%	0,0%	0,0%
SKU sayısı	1.000	40.000	2.000	1.500

BİM'in 721.063 milyon TL tutarındaki raporlanan 2025 net satışı, DCF modelinde 30 Haziran 2026 satın alma gücüne taşınarak 849.089 milyon TL olarak gösterilmektedir.

Rekabet analizinde mağaza sayısından çok birim ekonomi göstergelerine odaklanıyoruz. Mağaza büyümesi, LFL trafik, özel marka payı, satış/m², personel ve kira giderlerinin satışlara oranı, online kanal payı ve net borç göstergeleri formatlar arasındaki farkı daha iyi açıklıyor. Sektördeki yeniden yapılanma ve kontrol değişiklikleri satın alma, lojistik, veri ve finansman tarafında yeni ölçek avantajları yaratabilir. Bu gelişmelerin fiyat rekabetine etkisini baz senaryoya doğrudan eklemek yerine rekabet riski olarak izliyoruz.

Uzun Vadeli Büyüme Opsiyonları

FİLE, grubun satın alma gücünü daha geniş ürün yelpazesi, taze ürün ağırlığı ve daha yüksek sepet büyüklüğüne sahip bir formata taşıyor. 2Ç26 sonunda FİLE 35 şehirde 364 mağaza ve dört lojistik merkeziyle faaliyet gösterdi. Satışların %34'ü özel markalı ürünlerden oluşurken dijital kanal üçü gölge mağaza olmak üzere 95 mağazadan hizmet verdi. Online satışların FİLE gelirlerindeki payı %5,2'ye ulaştı. Mevcut ölçek FİLE'yi ayrı izlenmesi gereken bir büyüme alanına dönüştürüyor.

FİLE'nin birim ekonomisi ana BİM formatından farklı bir maliyet ve marj yapısına sahiptir. Daha geniş satış alanı, yüksek SKU sayısı, taze ürün kaybı ve artan kira ve personel ihtiyacı brüt kâr avantajının bir bölümünü tüketebilir. Online sipariş hazırlama ve son kilometre maliyetlerinin de sepet büyüklüğü ve teslimat gelirleriyle dengelenmesi gerekiyor. Bu nedenle FİLE'nin katkısını mağaza sayısı ve gelir payının yanında LFL büyüme, satış/m², özel marka payı, online sipariş ekonomisi, mağaza FAVÖK marjı ve yatırım geri dönüşüyle değerlendiriyoruz.

Fas ve Mısır Operasyonları

Fas ve Mısır uzun vadeli büyüme potansiyeli sunarken iki operasyon farklı olgunluk ve risk düzeylerine sahiptir. Genç nüfus, fiyat duyarlılığı ve organize perakende penetrasyonundaki artış düşük maliyetli mağaza modeli için büyüme alanı yaratıyor. 2Ç26 sonunda Fas'ta 999 mağaza ve dört lojistik merkezi, Mısır'da 456 mağaza ve iki lojistik merkezi bulunuyor. Aynı çeyrekte Fas 9,7 milyar TL satış ve 817 milyon TL FAVÖK üretirken Mısır 1,3 milyar TL satış ve 22 milyon TL FAVÖK kaydetti. Bu sonuçlar Fas'ın ölçek ve kârlılık açısından daha olgun, Mısır'ın ise daha erken aşamada olduğunu gösteriyor.

Yurt dışı operasyonlarda mağaza sayısından çok yerel para bazında reel büyüme ve nakit dönüşümünü izliyoruz. Yerel tedarik oranı, döviz bazlı kira ve ithalat ihtiyacı, mağaza başına satış, yerel enflasyon, kur hareketleri, sermaye kontrolleri ve nakdin Türkiye'ye aktarılabilirliği değer yaratımını belirliyor. Özellikle yüksek enflasyon ve kur oynaklığı raporlanan TL büyümesini artırabileceği için operasyonel performansı yerel para bazında reel satış, FAVÖK ve nakit üretimi üzerinden değerlendiriyoruz.

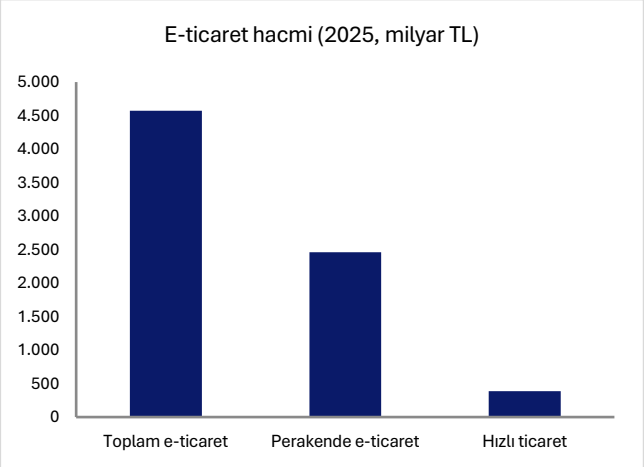
2Ç26 itibarıyla Fas ve Mısır toplam mağaza ağının yaklaşık %10'unu oluşturmasına rağmen şirketin TMS 29 hariç 2Ç26 satış kırılımında konsolide satışların yaklaşık %5'ini üretmektedir. Fas aynı çeyrekte 9,7 milyar TL satış ve 817 milyon TL FAVÖK ile yaklaşık %8,4 marja ulaşırken Mısır 1,3 milyar TL satış ve 22 milyon TL FAVÖK ile yaklaşık %1,7 marj üretmiştir. Bu ayrışma, yurt dışı büyümenin mağaza sayısından çok operasyonun olgunluk düzeyi ve yerel tedarik zinciriyle değerlendirilmesi gerektiğini gösteriyor.

Fas'ın daha yüksek ölçek ve marjı uzun vadeli değer katkısı için olumlu bir referans oluştururken, Mısır'da öncelik mağaza sayısını artırmaktan önce birim ekonominin ve nakit aktarılabilirliğinin iyileşmesidir. Baz senaryoda yurt dışı, kanal ve ürün karmasının reel satış büyümesine birleşik katkısını %0,5 olarak varsayıyoruz. Bu oran, yurt dışı operasyonların kendi satış büyümesini veya ülke bazında ayrı bir tahmini temsil etmiyor.

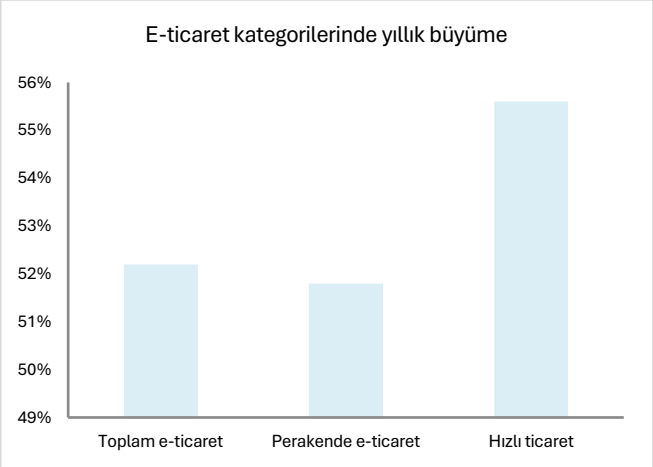
Dijital Kanal ve Mağaza Teknolojileri

Online gıda satışları toplam pazar içinde düşük bir paya sahip olmakla birlikte büyüme eğilimini koruyor. Ana BİM formatında online kanalın sınırlı kalmasını düşük maliyet odağıyla uyumlu buluyoruz. Online büyümenin daha yüksek sepet ve geniş ürün yelpazesi sunan FİLE üzerinden geliştirilmesi birim ekonomi açısından daha uygun görünmektedir.

Türkiye'de e-ticaret hacmi 2025'te yıllık %52,2 artarak 4,57 trilyon TL'yi, perakende e-ticaret hacmi ise %51,8 büyümeyle 2,46 trilyon TL'yi aştı. Hızlı ticaret hacmi aynı dönemde %55,6 artarak 388,7 milyar TL'ye ulaştı. Bu büyüme online kanalın tüketici alışkanlıklarında kalıcı bir yer edindiğini gösterse de toplam pazar verilerinin gıda perakendesine ve BİM'in ana formatına doğrudan taşınmaması gerekiyor.



Kaynak: T.C. Ticaret Bakanlığı, Türkiye'de E-Ticaretin Görünümü 2025, İntegral Yatırım Araştırma



Kaynak: T.C. Ticaret Bakanlığı, Türkiye'de E-Ticaretin Görünümü 2025, İntegral Yatırım Araştırma

2025'te hızlı ticaret hacminin %69,5'ini yemek sektörü oluşturuyor. Hazır yemek siparişleri ile market alışverişlerinin talep ve maliyet yapılarındaki farklılıklar nedeniyle bu veri, online market pazarını doğrudan ölçmüyor. Söz konusu kapsam ayrımı, dijital kanalın büyüme potansiyeline ilişkin değerlendirmemizin sınırlarını belirliyor.

Ana BİM formatında düşük sepet büyüklüğü, sipariş hazırlama ve son kilometre maliyetlerinin birim ekonomiyi zorlaması nedeniyle dijitalleşmenin ilk katkısını online satıştan çok mağaza içi verimlilikte bekliyoruz. FİLE ise daha geniş ürün çeşidi, daha yüksek sepet ve mevcut online operasyonuyla grubun dijital büyüme seçeneğini temsil ediyor. Bu kanalın değere katkısı satış büyümesinden çok sipariş başına katkı marjı, teslimat maliyeti, tekrar sipariş oranı ve online müşterinin mağaza satışını ikame edip etmediği üzerinden izlenmelidir.

Dijitalleşmenin değeri online satış payından çok mağaza içi verimliliğe sağladığı katkıyla ölçülmelidir. Elektronik raf etiketi, talep tahmini, otomatik sipariş, stok kaybı analitiği, enerji yönetimi ve ödeme teknolojileri personel verimliliğini, fiyat güncelleme hızını ve ürün bulunabilirliğini destekleyebilir. Bu yatırımların katkısını teknoloji harcamasının büyüklüğü yerine personel saati, fire oranı, fiyat hatası ve stok bulunabilirliğinde sağlanan ölçülebilir iyileşmeyle değerlendiriyoruz.

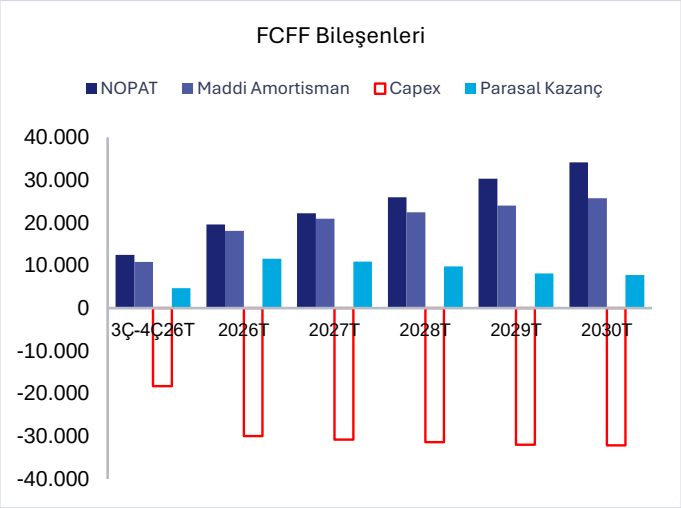
Bilanço Yapısı ve Finansal Esneklik

Bilanço yapısı, şirketin yatırım ve sermaye tahsisi kararlarındaki esnekliğini belirlemektedir. 30 Haziran 2026 itibarıyla 4,3 milyar TL nakit ve nakit benzeri, 25,9 milyar TL kısa vadeli ve 6,3 milyar TL uzun vadeli finansal yatırım bulunmaktadır. Banka kredilerinin 0,7 milyar TL ile sınırlı kalması, finansal borcun piyasa değerine kıyasla düşük olduğunu ve borçlanma maliyetinin değerleme üzerindeki etkisinin sınırlı kaldığını göstermektedir. Aynı tarihte toplam özkaynaklar 203,1 milyar TL, kira yükümlülükleri ve uzun vadeli finansal yatırımlar hariç net nakit 29,5 milyar TL seviyesindedir.

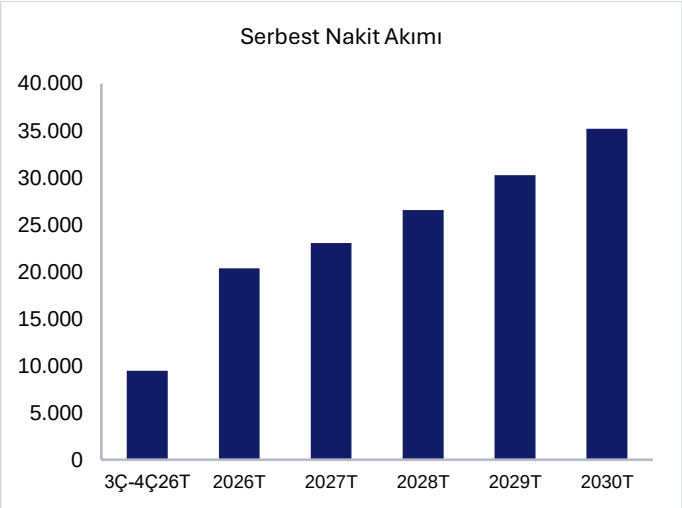
TFRS 16 kapsamında kaydedilen 61,9 milyar TL kira yükümlülüğü bilanço açısından önemli bir büyüklük oluşturmaktadır. Modelimizde kira ödemeleri faaliyetin devamı için gerekli bir nakit gideri olarak serbest nakit akımından düşülmekte, kira yükümlülüğü ise net borç hesabına ve AOSM'de kullanılan borç ağırlığına ayrıca dahil edilmemektedir. Böylece aynı yükümlülüğün hem nakit akımında hem de firma değerinden özkaynak değerine geçişte ikinci kez dikkate alınması önlenmektedir.

İşletme sermayesi ve nakit dönüşümü

30 Haziran 2026 itibarıyla 42,5 milyar TL ticari alacak ve 70,9 milyar TL stok, 111,5 milyar TL ticari borçla büyük ölçüde finanse edilmektedir. Aynı satın alma gücü bazında net işletme sermayesinin 2025 sonundaki 3,2 milyar TL seviyesinden 1,9 milyar TL'ye gerilemesi, modelde yılın ilk yarısı serbest nakit akımına yaklaşık 1,3 milyar TL pozitif katkı oluşturmaktadır. Bu tutar, dar net işletme sermayesi tanımıyla hesaplanan bilanço farkını göstermekte olup nakit akım tablosundaki gerçekleşen işletme sermayesi değişimiyle aynı kapsamda değildir. İşletme sermayesi satış ölçeğine göre düşük olmakla birlikte pozitif kalmaktadır. Finansman avantajı, satış ölçeğine kıyasla sınırlı sermaye ihtiyacı ve tedarikçi vadelerinden kaynaklanmaktadır. Şirketin 2025 yılında, 30 Haziran 2026 satın alma gücüyle işletme faaliyetlerinden 48,2 milyar TL nakit yaratması da operasyonel nakit üretimini desteklemektedir.



Kaynak: İntegral Yatırım Araştırma

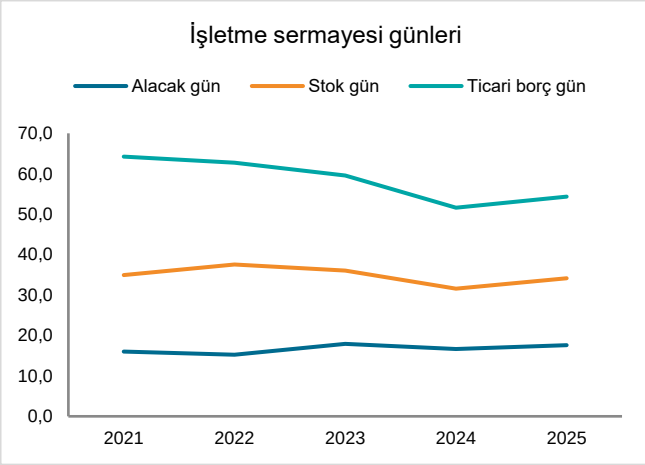


Kaynak: İntegral Yatırım Araştırma

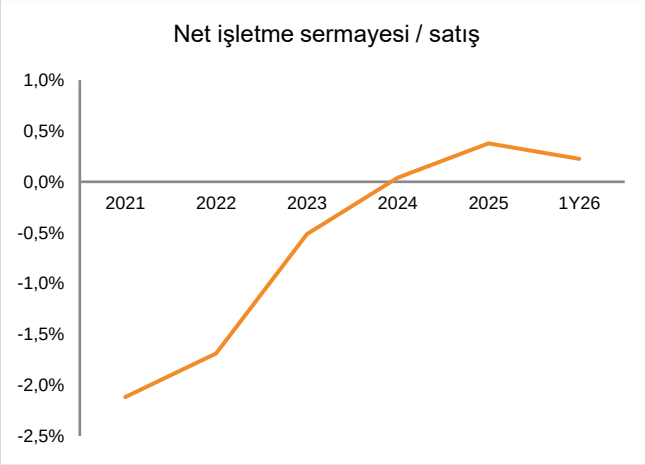
İşletme Sermayesi ve Nakit Dönüşüm Döngüsü

İşletme sermayesi avantajının kaynağı nakit üretiminin sürdürülebilirliğini belirliyor. Net işletme sermayesindeki iyileşme stokların daha hızlı dönmesinden, tedarikçi vadelerinin uzamasından veya ticari alacakların azalmasından kaynaklanabilir. Bu kalemler aynı dönemde benzer nakit etkisi yaratsa da kaliteleri farklıdır. Stok günlerindeki kalıcı düşüş operasyonel verimliliğe, ticari borç günlerindeki aşırı artış ise tedarikçi finansmanına daha yüksek bağımlılığa işaret edebilir.

Net işletme sermayesinin satışlara oranı 2021'de eksi %2,1'den 2025'te %0,4'e yükselmiş, 1Y26'da %0,2'ye gerilemiştir. 1Y26 oranında karşılaştırma paydası olarak 2025 tam yıl reel satışları kullanılmıştır. Tutarın satış ölçeğine göre düşük kalması nakit ihtiyacını sınırlarken tarihsel olarak negatif bakiyeden pozitif seviyeye geçiş, işletme sermayesi avantajının önceki yıllara göre zayıfladığını gösteriyor. 1Y26'da dar net işletme sermayesinde görülen iyileşmenin sürdürülebilir kabul edilebilmesi için stok günlerinin düşmesi veya alacak tahsilatının hızlanması gerekir; yalnızca ticari borç vadelerinin uzaması aynı kalitede bir iyileşme değildir.



Kaynak: BİM Konsolide Finansal Tabloları, İntegral Yatırım Araştırma



Kaynak: BİM Konsolide Finansal Tabloları, İntegral Yatırım Araştırma

İşletme Sermayesi Göstergeleri

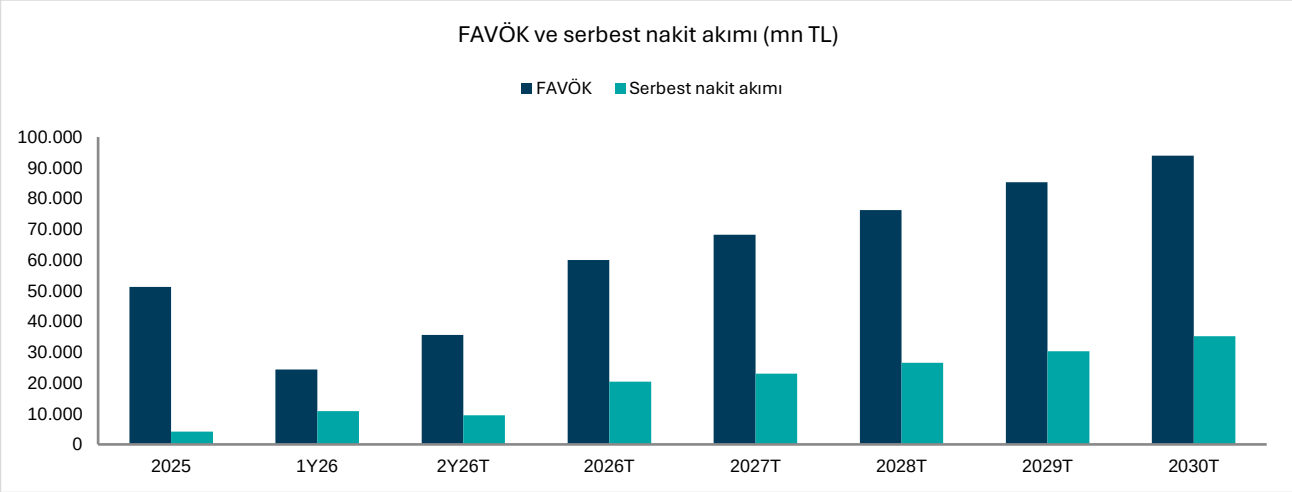
Gösterge	2021	2022	2023	2024	2025	1Y26
Alacak gün	16,0	15,2	17,9	16,7	17,6	
Stok gün	35,0	37,6	36,0	31,6	34,2	
Ticari borç gün	64,2	62,7	59,5	51,6	54,3	
Net işletme sermayesi / satış	-2,1%	-1,7%	-0,5%	0,0%	0,4%	0,2%

Kaynak: BİM Konsolide Finansal Tabloları, İntegral Yatırım Araştırma

Ara dönem bilanço bakiyelerindeki mevsimselliği işletme sermayesi karşılaştırmalarında dikkate alıyoruz. 30 Haziran 2026 stok ve ticari borç bakiyelerinin yıl sonu verileriyle doğrudan karşılaştırılması yanıltıcı olabilir. Tablodaki gün göstergeleri, dönem sonu ticari alacakların yıllık satışlara, stok ve ticari borçların ise yıllık satış maliyetine bölünüp 365 ile çarpılmasıyla hesaplanmıştır. 1Y26 için gün göstergelerine yer verilmemiştir. Likit finansal varlık hareketlerini operasyonel yatırım harcamalarından ayrı izliyoruz. Gerçekleşen nakit üretimini, faaliyet nakit akımından maddi ve maddi olmayan duran varlık alımları ile kira ödemeleri düşüldükten sonra kalan tutar üzerinden değerlendiriyoruz. Bu gösterge, değerlemede kullanılan NOPAT temelli model FCFF'siyle aynı hesap kapsamına sahip değildir. İşletme sermayesi hareketleri faaliyet nakit akımına zaten dahil olduğundan bu hesapta ayrıca düşülmemektedir.

Serbest Nakit Akımı ve Sermaye Tahsisi

Modelde FAVÖK 2026'da 60,0 milyar TL'den 2030'da 93,9 milyar TL'ye yükselirken serbest nakit akımı 20,4 milyar TL'den 35,2 milyar TL'ye çıkıyor. Buna göre FCFF/FAVÖK dönüşüm oranı 2026'da yaklaşık %33,9 seviyesinde başlayıp 2030'da yaklaşık %37,5'e yükseliyor. İyileşmenin temel kaynağı FAVÖK marjındaki artış ile yatırım harcamalarının satışlara oranının %3,25'ten %2,50'ye gerilemesidir.



2025 FCFF'si reel ticari finansman etkisi hariç, 2026 ve sonraki dönemler bu etki dahil gösterilmiştir. Dönemler arası karşılaştırmalarda bu kapsam farkı dikkate alınmalıdır.

Kârlılık ve nakit verisi

Gösterge	2025	1Y26	2Y26T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T
FAVÖK	51.205	24.393	35.578	59.971	68.172	76.255	85.226	93.894
Serbest nakit akımı	4.189	10.878	9.477	20.355	23.054	26.571	30.280	35.199
Nakit dönüşüm oranı	8,2%	44,6%	26,6%	33,9%	33,8%	34,8%	35,5%	37,5%

Kaynak: BİM Konsolide Finansal Tabloları, İntegral Yatırım Araştırma

Nakit dönüşümündeki artışı tek başına düşük yatırım harcamasına bağlamıyoruz. Mağaza, lojistik ve dijital altyapı yatırımları ertelenmeden sağlanan bir iyileşme değer yaratırken, bakım harcamalarının ötelenmesi kısa vadeli FCFF'yi yükseltip sonraki dönem nakit ihtiyacını artırabilir. Bu nedenle FCFF/FAVÖK dönüşümünü yatırım yoğunluğu ve mağaza olgunlaşmasıyla birlikte izliyoruz.

Net nakit pozisyonunun değerlemeye katkısı, nakdin kullanım alanlarının getirisine ve riskine bağlıdır. Yeni mağaza ve lojistik yatırımları, bakım harcamaları, FİLE ve yurt dışı büyümesi, katılım bankacılığı yatırımı, temettü ve pay geri alımı sermaye tahsisinin temel bileşenlerini oluşturmaktadır. Bu alanlarda yatırımın getirisi ve nakit geri dönüş süresi hedef fiyat açısından belirleyici olacaktır.

Değerleme köprüsü 30 Haziran 2026 bilançosundan başlatılmış; temmuz geri alımı ve eylül temettüsünün etkileri işlem tarihleri dikkate alınarak 20 Ekim 2026 model tarihine yansıtılmıştır. Temmuz ayında 2,5 milyon pay, toplam 950,4 milyon TL bedelle geri alınmış; şirketin elindeki paylar 16,72 milyona, değerlemede kullanılan net pay adedi ise 1.183,28 milyona gelmiştir. Eylül ayındaki pay başına brüt 2,50 TL temettü için 2.958,2 milyon TL nakit çıkışı hesaplanmıştır. Bu işlemlerin toplam nominal nakit çıkışı 3.908,6 milyon TL, model tarihine taşınmış değer etkisi ise 4.051,7 milyon TL'dir. Haziran temettüsü açılış nakdinde bulunduğundan tekrar düşülmemiş; aralık taksiti henüz hak kullanımına girmediğinden bu olay köprüsüne alınmamıştır. Bankacılık faaliyetine aktarılan sermayenin katkısını ise finansal varlıkların kapsamı, nakde dönüşebilirlik ve sürdürülebilir getiri üretme kapasitesi üzerinden ele alıyoruz.

Değerleme Özeti

İndirgenmiş nakit akımı (İNA) yöntemine dayalı değerlememiz hisse başına 610,4 TL hedef fiyata ve 385,5 TL referans fiyata göre %58,3 yükseliş potansiyeline işaret etmektedir. Hedef fiyatın bileşenleri aşağıdaki değerleme köprüsü tablosunda gösterilmiştir. Tahmin dönemi nakit akımlarının bugünkü değeri 103.865 milyon TL, terminal değerin bugünkü değeri 528.766 milyon TL olarak hesaplanmıştır. Net nakit, ayrıca değerlenen uzun vadeli finansal yatırımlar ve kontrol gücü olmayan paylar sonrası özkaynak değeri, 30 Haziran 2026 satın alma gücüyle 666.565 milyon TL seviyesindedir. Hedef fiyatın gerçekleşmesi satış büyümesinden çok FAVÖK marjının öngörülen seviyelere ulaşmasına, yatırım harcamalarının satışlara oranının gerilemesine ve operasyonel büyümenin serbest nakit akımına dönüşmesine bağlıdır.

İNA	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T
Satış büyümesi (reel)	8,7%	8,7%	8,7%	8,7%	8,7%
Net satışlar	922.625	1.002.530	1.089.355	1.183.700	1.286.215
Satışların maliyeti	(742.713)	(805.533)	(873.663)	(947.552)	(1.028.329)
Brüt kâr	179.912	196.997	215.692	236.148	257.886
Brüt kâr marjı	19,50%	19,65%	19,80%	19,95%	20,05%
Faaliyet giderleri (amortisman dahil, kira hariç)	(153.617)	(164.916)	(178.110)	(192.351)	(208.367)
Nakit faaliyet gideri / Satışlar	13,00%	12,85%	12,80%	12,75%	12,75%
FAVÖK (TFRS 16 sonrası)	59.971	68.172	76.255	85.226	93.894
FAVÖK marjı	6,50%	6,80%	7,00%	7,20%	7,30%
Vergi oranı	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%
ROU dışı yatırım harcamaları	(29.985)	(30.771)	(31.402)	(31.959)	(32.171)
Net işletme sermayesi (dönem sonu)	2.122	2.306	2.506	2.723	2.958
İşletme sermayesi değişimi	(1.083)	184	200	217	236
Serbest nakit akımı (FCFF)	**20.355**	**23.054**	**26.571**	**30.280**	**35.199**
İskonto faktörü		0,9279	0,8611	0,7990	0,7414
FCFF bugünkü değeri (30.06.2026)		**21.392**	**22.879**	**24.194**	**26.098**

Terminal Değer	
Terminal FCFF (2031, reel)	37.558
Düzeltilmiş terminal değer	740.350
Terminal iskonto faktörü	0,7142
Terminal değerin bugünkü değeri	528.766

Firma Değeri – Özkaynak Değeri Köprüsü	
Tahmin dönemi (3Ç26–2030) FCFF bugünkü değeri	103.865
Firma değeri – 30.06.2026 (reel)	**632.630**
Artı: Net nakit / (Eksi: net borç)	29.466
Eksi: Kontrol gücü olmayan paylar	-1.784
Özkaynak değeri – 30.06.2026 (reel)	666.565
Özkaynak değeri – model tarihi (nominal)	722.308
Net pay adedi (mn)	1.183,28
Referans fiyat (TL)	385,5
Yükseliş / (düşüş) potansiyeli	58,3%
12 AYLIK HEDEF FİYAT (TL)	**610,4**

**Geri alım ve temettünün toplam nominal nakit çıkışı 3.908,6 milyon TL'dir. İşlem tarihlerinden model tarihine taşınmış değer etkisi 4.051,7 milyon TL olarak özkaynak değerinden düşülmüştür.*

Yurt Dışı Çarpan Analizi – Gıda Perakendeciliği

Şirket	Ülke	Emsal grubu	Piyasa değeri (mlr USD)	FD/Satışlar 2026T	FD/Satışlar 2027T	FD/FAVÖK 2026T	FD/FAVÖK 2027T	F/K 2026T	F/K 2027T	FAVÖK marjı 2026T	FAVÖK marjı 2027T	Net borç/FAVÖK 2026T
Jerónimo Martins	Portekiz / Polonya	Çekirdek	13,0	0,40x	0,38x	5,80x	5,39x	17,30x	15,10x	6,9%	7,0%	1,39x
Dino Polska	Polonya	Çekirdek	9,8	0,99x	0,85x	13,70x	11,50x	23,10x	19,60x	7,3%	7,4%	-0,08x
Axfood	İsveç	Çekirdek	5,9	0,81x	0,77x	9,26x	8,66x	23,60x	21,10x	8,7%	8,9%	1,86x
Walmart de México	Meksika / Orta Amerika	Çekirdek	46,5	0,87x	0,81x	8,75x	8,19x	16,60x	15,80x	10,0%	9,9%	0,52x
Shoprite	Güney Afrika	Çekirdek	11,0	—	0,76x	—	8,16x	—	19,10x	—	9,3%	—
Çekirdek emsal medyanı (n=4)			**11,4**	**0,84x**	**0,79x**	**9,01x**	**8,43x**	**20,20x**	**17,70x**	**8,0%**	**8,1%**	**0,96x**
Tesco	Birleşik Krallık	Gelişmiş pazar	45,0	—	0,60x	—	8,61x	—	17,20x	—	6,9%	—
Ahold Delhaize	Hollanda / ABD	Gelişmiş pazar	32,3	0,47x	0,46x	5,95x	5,84x	12,30x	11,50x	7,9%	7,9%	2,06x
Carrefour	Fransa / Küresel	Gelişmiş pazar	13,0	0,24x	0,23x	4,41x	4,10x	11,20x	9,53x	5,5%	5,6%	1,86x
J Sainsbury	Birleşik Krallık	Gelişmiş pazar	10,5	—	0,40x	—	5,59x	—	16,20x	—	7,2%	—
Kroger	ABD	Gelişmiş pazar	37,2	—	0,35x	—	6,46x	—	12,60x	—	5,4%	—
Gelişmiş pazar medyanı (n=2)			**22,6**	**0,36x**	**0,35x**	**5,18x**	**4,97x**	**11,75x**	**10,52x**	**6,7%**	**6,7%**	**1,96x**
Organización Soriana	Meksika	GOÜ bölgesel	3,2	0,43x	0,39x	6,36x	5,98x	14,70x	16,00x	6,7%	6,6%	1,31x
Abdullah Al Othaim	Suudi Arabistan	GOÜ bölgesel	1,0	0,59x	0,57x	11,90x	9,10x	49,50x	15,10x	4,9%	6,2%	5,25x
GOÜ bölgesel medyanı (n=2)			**2,1**	**0,51x**	**0,48x**	**9,13x**	**7,54x**	**32,10x**	**15,55x**	**5,8%**	**6,4%**	**3,28x**
BİM	**Türkiye**	**Referans şirket**	**—**	**0,50x**	**0,46x**	**7,67x**	**6,75x**	**13,20x**	**12,72x**	**6,5%**	**6,8%**	**0,54x***

Kaynak: MarketScreener, İntegral Yatırım Araştırma

*BİM için 30.06.2026 tarihli net borç / 2026T FAVÖK; kira yükümlülükleri dahil

Modelimizden hesaplanan çarpanlara göre BİM, 2026T FD/Satışlar ve FD/FAVÖK bazında çekirdek emsallerine kıyasla iskontolu işlem görmektedir. Şirketin 0,50x FD/Satışlar çarpanı 0,84x çekirdek medyanın %40,6 altında; 7,67x FD/FAVÖK çarpanı ise 9,01x medyana göre %14,9 iskontoludur. BİM'in %6,5 seviyesindeki FAVÖK marjının %8,0 olan emsal medyanının altında kalması, satış çarpanındaki iskontonun FAVÖK bazında daha sınırlı olmasını açıklamaktadır.

2027T'de BİM'in FD/FAVÖK çarpanı 6,75x'e gerileyerek 8,43x çekirdek medyana göre %19,9 iskontoya işaret etmektedir. Bu görünümün beklenen FAVÖK artışıyla desteklenmesi önem taşımaktadır. Şirketin 12,72x F/K çarpanı da 17,70x emsal medyanının %28,1 altındadır. Bununla birlikte, TMS 29'un net kâr üzerindeki etkileri yabancı emsallerle karşılaştırılabilirliği sınırladığından F/K'yı ikincil gösterge olarak değerlendiriyoruz.

Tabloda BİM için 20 Ekim 2026 tarihli iç modelimiz, yabancı emsaller için MarketScreener verileri kullanılmıştır. Modelimiz 2026–2027 için sırasıyla %6,5 ve %6,8 FAVÖK marjı öngörmektedir. Karşılaştırmayı; referans fiyatlar, mali yıl dönemleri, finansal tahminler, kira yükümlülüklerinin kapsamı ve finansalların satın alma gücü bazı arasındaki farklılıkları dikkate alarak yorumluyoruz.

Ana karşılaştırmada, 2026–2027 tahminleri birlikte doğrulanan Jerónimo Martins, Dino Polska, Axfood ve Walmart de México'nun medyanını kullanıyoruz. Shoprite'ın ve diğer mali yıl kapanışına sahip emsallerin doğrulanan 2027 tahminleri tamamlayıcı karşılaştırma sunmaktadır. Ürün karması, mağaza formatı, büyüme profili ve kira yoğunluğundaki farklılıklar nedeniyle medyan çarpanları tek başına değerleme ölçütü olarak görmüyoruz. Yurt dışı emsal analizini hedef değerimizi destekleyen tamamlayıcı bir kontrol olarak değerlendiriyor; görünen iskontoyu marj gerçekleşmeleri ve tahmin revizyonlarıyla birlikte izliyoruz.

Hedef Fiyatın Geçerlilik Süresi ve Öneri tanımı

Hedef fiyatımız, raporun yayımlandığı 21 Ekim 2026 tarihinden itibaren 12 aylık yatırım ufkunu yansıtmaktadır. Değerleme baz tarihi 30 Haziran 2026, referans alınan kapanış fiyatı ise 20 Ekim 2026 itibarıyla 385,5 TL'dir. İndirgenmiş nakit akımı yöntemiyle hesaplanan değer, 20 Ekim 2026 model tarihine taşınmıştır. Hedef fiyat ve öneri, bu yatırım ufku içinde bir sonraki güncellemeye kadar geçerlidir. Çeyreklik finansal sonuçlar, şirket beklentilerindeki değişiklikler, sermaye işlemleri ve değerleme varsayımlarını etkileyen makroekonomik gelişmeler doğrultusunda model ve hedef fiyat gözden geçirilir. Hisse fiyatının hedef fiyata ulaşması veya beklenen getiri potansiyelinin öneri bandının dışına çıkması hâlinde öneri yeniden değerlendirilir.

Öneri	Tanım (12 aylık beklenen getiri)	Uygulama notu
AL	%20 ve üzeri	[BIMAS: %58,3 potansiyel]
EKLE	%10 ve üzeri, %20'nin altı	Mevcut pozisyonların kademeli olarak artırılması değerlendirilebilir.
TUT	-%20 ve üzeri, %10'un altı	Bant içinde öneri korunur
SAT	-%20'nin altı	Değerleme veya operasyonel görünüm bozulduğunda

Yasal Uyarı Notu: 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.

Bu bilgiler ve görüşler önceden haber vermeksizin değiştirilebilir. İntegral Yatırım Menkul Değerler A.Ş. bilgilerin ve ifade edilen görüşlerin doğru, eksiksiz ve güncelleştirilmiş olduğuna dair (açıkça ifade edilmiş veya ima edilmiş) hiçbir beyan ve taahhütte bulunmaz. İçerik kesinlikle mali, hukuki, vergi veya diğer konularda bir tavsiye niteliği taşımadığı gibi, tamamen içeriğe dayalı olarak yatırım yapılmamalı veya karar alınmamalıdır. Herhangi bir yatırım konulu karar almadan önce bir uzmandan görüş alınmalıdır. Sorumluluğun Sınırlandırılması: İntegral Yatırım Menkul Değerler A.Ş. herhangi bir sınırlandırma olmaksızın, dolaylı, direkt veya bir fiilin sonucu olarak ortaya çıkan zararlar da dâhil olmak üzere her türlü kayıp ve hasarla ilgili sorumluluk kabul etmez.

Çekince: Bu rapor tarafımızca doğruluğu ve güvenilirliği kabul edilmiş kaynaklar kullanılarak hazırlanmış olup yatırımcılara kendi oluşturacakları yatırım kararlarında yardımcı olmayı hedeflemekte ve herhangi bir yatırım aracını alma veya satma yönünde yatırımcıların kararlarını etkilemeyi amaçlamamaktadır. Yatırımcıların verecekleri yatırım kararları ile bu raporda bulunan görüş, bilgi ve veriler arasında bir bağlantı kurulamayacağı gibi, söz konusu kararların neticesinde oluşabilecek yanlışlık veya zararlardan kurum çalışanları ile Ulukartal Holding A.Ş. ve İntegral Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin herhangi bir sorumluluğu bulunmamaktadır.

Bu rapordaki her türlü iç ve dış piyasa tablo ve grafikler, bu konularda resmi hizmet veren yetkili üçüncü kişi kurumlardan elde edilmiş olup, İntegral Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından herhangi bir maddi menfaat beklentisi olmaksızın genel anlamda bilgilendirmek amacıyla hazırlanmıştır. Bu raporda bulunan bilgiler belli bir gelirin sağlanmasına yönelik olarak verilmemektedir.

İntegral Yatırım Araştırma

Sevgül YIRTAR

Araştırma Müdürü

sevgulyirtar@integralyatirim.com.tr

+90 212 329 3289

SORUMLU OLDUĞU SEKTÖRLER

Bankacılık, Holding, Savunma

Harun Raşit DEMİRCAN

Araştırma Uzmanı

harundemircan@integralyatirim.com.tr

+90 212 329 3288

SORUMLU OLDUĞU SEKTÖRLER

Enerji-Üretim, Perakende, GYO, İnşaat, Sigorta

Sena ÇOBAN

Araştırma Uzman Yardımcısı

senacoban@integralyatirim.com.tr

0212 329 3286

SORUMLU OLDUĞU SEKTÖRLER

Enerji - Dağıtım, İlaç - Sağlık, Teknoloji, Gıda

Ertuğrul AKSOY

Araştırma Uzman Yardımcısı

ertugrulaksoy@integralyatirim.com.tr

+90 212 329 3285

DESTEK VERDİĞİ SEKTÖRLER

Demir-Çelik, Çimento

Ahmet Server DEDE

Araştırma Uzman Yardımcısı

ahmetserverdede@integralyatirim.com.tr

+90 212 329 3287

DESTEK VERDİĞİ SEKTÖRLER

Otomotiv, Petrokimya, Telekom, Havacılık

www.integralyatirim.com.tr