

10 Mayıs 2017

BİM

Mağaza trafiğindeki baskı devam ediyor

Mehmet Mumcu

Analist

mmumcu@sekeryatirim.com

Bim, yılın ilk çeyreğinde bizim beklentimiz (179mn TL) ve piyasanın beklentisinin (186mn TL) üzerinde 198mn TL net kâr açıkladı (1Ç16: 162mn TL). 1Ç17'de net satışlarını mağaza trafiklerindeki önemli seviyedeki baskıya rağmen yükselen gıda enflasyonuna bağlı olarak artan sepet hacimlerinin etkisiyle yıllık bazda 18.6% artıran Bim, 17.3% brüt kâr marjı ile (2010 yılından bu yana açıkladığı en yüksek brüt kâr marjı) operasyonel kârlılıkta yine başarılı bir çeyrek geçirdi. Operasyonel giderlerin satışlara oranı, artan personel sayısı ve ücretlere bağlı olarak yıllık bazda 0.5 yp artış göstererek FAVÖK marjına olumlu katkı veremese de, bu çeyreği 5.3% FAVÖK marjı sonuçlandıran Bim, 2012 yılı ilk çeyreğinden bu yana en yüksek FAVÖK marjına ulaşmış oldu. Bu sonuçların ardından Bim, 1Ç17'de operasyonel taraftaki enflasyon bazlı iyileşmeye bağlı olarak, 3.5% net kâr marjı ile beklentilerin üzerine çıktı.

2017 Beklentileri: Yurtdışında faaliyet gösterdiği pazarlarda da yaşanan makroekonomik çalkalanmalara paralel olarak mağaza sayısında hedeflediği seviyelere 2016'da ulaşamayan Bim, 2017'de de muhafazakar bir büyüme planı ile, nette 635 (yurtiçi+yurtdışı) yeni mağaza açmayı ve toplamda 500mn TL dolaylarında yatırım harcaması yapmayı hedeflemektedir (2016: Kapananlar hariç 794 mağaza, 562 mn TL yatırım harcaması). Tunus ve Mısır operasyonlarında henüz başabaş noktasına erişemeyen Bim, bu bölgelerdeki büyümesine devam etmesinin yanı sıra, İran pazarında doğabilecek fırsatlar için de araştırma çalışmalarına devam ediyor. Finansal tarafta ise; gelirlerinde 15-18% aralığında bir büyüme bekleyen şirket, beklentilerin üstünde gelen gıda enflasyonunun etkilerinin, şirketin brüt kârlılığı üzerinde özellikle 2017 yılında major bir etkisi olmayacağını düşünüyor. Buna paralel olarak da +-50 bp risk aralığı dahilinde 5.0% FAVÖK kârlılığı bekleniyor. Şirketin ve piyasa beklentilerinin üstünde gelen 1Ç17 sonuçlarının ardından, 2017T sonuçlarında major bir değişiklik öngörmüyoruz.

Bim için 60.80 TL hedef fiyatı ile "TUT" tavsiyemizi koruyoruz. FAVÖK büyümesindeki devamlılık, başa baş noktasına yaklaşan yurtdışı operasyonları, büyüme iştahının hem yurtiçinde hem yurtdışında kesilmemesi ve beğendiğimiz iş modeline paralel olarak 2016 yıl sonu sonuçlarının ardından belirlediğimiz hedef fiyatımızda, piyasa beklentilerinin minör üstünde gelen 1Ç17 sonuçlarının ardından mağaza trafiği, yeni yurtdışı pazarları gelişmeleri ve gıda enflasyonunu takip etmek koşuluyla henüz güncellemeye gitmemesine karşın şirket operasyonlarına olumlu bakışımızı sürdürüyoruz. Rapor tarihi itibarıyla 22.5x F/K oranı ve 15.1x FD/FAVÖK oranıyla işlem gören Bim'in yurtiçi ve yurtdışı benzer şirketleri 19.7x F/K oranı ve 10.0x FD/FAVÖK rasyoları ile işlem görmektedir.

| | 2015 | 2016 | 1Ç16 | 1Ç17 | 2017T |
|-----------------------|--------|--------|-------|-------|--------|
| F/K | 31,24 | 27,15 | 29,30 | 25,78 | 22,50 |
| PD/DD | 10,91 | 9,58 | 10,03 | 8,65 | 7,39 |
| FD/FAVÖK | 20,19 | 17,52 | 18,97 | 16,51 | 15,12 |
| FD/Satışlar | 1,00 | 0,87 | 0,96 | 0,83 | 0,74 |
| Net Satışlar (TL Mn) | 17.428 | 20.072 | 4.811 | 5.707 | 23.691 |
| Net Kar (TL Mn) | 583 | 671 | 162 | 198 | 810 |
| Hisse Başına Kar (TL) | 1,92 | 2,21 | 0,53 | 0,65 | 2,67 |

"TUT"
Hedef Fiyat: 60.80 TL

| | TL | US\$ | |
|-------------------------------|---------------------|-----------|------|
| Fiyat | 60,00 | 16,70 | |
| BİST 100 | 95.323 | 26.532 | |
| US\$ (MB Alış): | 3,60 | | |
| 52 Hafta Yüksek: | 60,00 | 20,14 | |
| 52 Hafta Düşük: | 46,94 | 12,77 | |
| Bloomberg/Reuters Kodu: | BIMAS.TI / BIMAS.IS | | |
| Hisse Senedi Sayısı (Mn): | 303,6 | | |
| | (TL Mn) | (US\$ Mn) | |
| Piyasa Değeri (TL Mn): | 18.216 | 5.070 | |
| Halka Açık PD (TL Mn): | 10.930 | 3.042 | |
| | S1A | S1Y | YB |
| TL Getiri (%): | 7,0 | 2,5 | 22,4 |
| US\$ Getiri (%): | 11,8 | -15,6 | 21,9 |
| BİST 100 Göreceli Getiri (%): | -0,7 | -15,0 | 0,4 |
| Ort. İşlem Hacmi (TL Mn): | 39,64 | | |
| Ort. İşlem Hacmi (US\$ Mn): | 12,31 | | |
| Beta | 0,62 | | |
| Yıllık Volatilité (Hisse) | 0,23 | | |
| Yıllık Volatilité (BİST 100) | 0,19 | | |
| Ortaklık Yapısı | % | | |
| M.Latif Topbaş | 15,1 | | |
| A.Afif Topbaş | 9,4 | | |
| Abdulrahman A. El Khereiji | 3,5 | | |
| Diğer | 2,6 | | |
| Halka Açık | 69,4 | | |
| Toplam | 100,0 | | |



Yurtiçi ve yurtdışı mağaza ağı büyümesi satışlardaki sağlıklı artışı devam ettiriyor.

- ✓ Aynı mağazalar sepet hacminde gıda enflasyonuna paralel olarak yıllara sari yükseliş gösteren şirket, 1Ç17'de 15.84 TL (1Ç16: 14.66 TL) sepet hacmiyle mağaza başına günlük 11,283 TL (1Ç16: 10,333 TL) hacim yaratmayı başarmıştır. Yükselen gıda enflasyonu paralel olarak yıllık bazda 8.0% artış gösteren "Aynı Mağazalar Sepet Hacmi" ve bu sayfanın son notunda (olumsuz) bahsedeceğimiz müşteri trafiğindeki minör artışa paralel olarak 9.2% artış gösteren "Mağaza Başına Günlük" satış hacmi 2017 senesinde de gıda enflasyonundaki mevsimsellikten ötürü dalgalanmalar gösterecektir.
 - ✓ Fas ve Mısır operasyonlarında henüz başabaş noktasına ulaşmayan şirket; 2018 yılına kadar Fas'ta, 2-4 sene içinde ise Mısır'da bu noktaya gelmeyi planlıyor. Fas'ın Mısır ve Türkiye'ye kıyasla düşük olan nüfusundan ötürü beklentiler daha çok Mısır operasyonlarında olsa da, Fas operasyonlarının başabaş noktasına ulaşması ile 1Ç17'de FAVÖK'e olan negatif etkisi -1% seviyelerine kadar ilerlemiştir. Mısır'daki tüketim eğilimleri ise Şirket beklentilerine paralel olarak geçtiğimiz yıldaki gibi düşük seyretmeye devam etmektedir. 1Ç17'de yurtdışı operasyonları, satışların 4.0%'lık dilimini oluşturmaktadır (12A16: 820mn TL ve satışların 4.1%'i). Bu ülkelerin dışında İran'da da mağaza açmak üzere araştırmalar yapan şirketin önümüzdeki dönemlerde yapacağı girişimler önem taşımaktadır.
 - ✓ File markası ile özellikle orta büyüklükte marketlere rakip olan Bim, 1Ç17'de gerçekleştirdiği 6 yeni mağaza açılışı ile 27 mağazaya ulaşmıştır. Şirket, 2017 yılında 25 yeni File mağazası açma planını revize ederek (Toplam File Mağaza hedefi 46'dan 50'ye yükseltilmiştir) agresif bir büyüme planı ile hareket edeceğinin sinyallerini vermeye devam etmiştir. Ürün gamı daha geniş olan, özel markalı ürün satış oranı MY16'da Bim'in aksine henüz 33% seviyelerinde seyreden (Bim: 68%), m² olarak da ortalama Bim mağazalarından yaklaşık 3 kat büyük olan File mağazaları unlu mamuller, et-şarküteri ve kişisel bakım gibi özel hizmet bölümleri ile de Bim konseptinden ayrılarak mağaza farklılığı yaratmıştır. File mağazalarında da Bim mağazalarında olduğu gibi kiralama ağırlıklı giden şirketin, Depo tarafındaki satın alma eğilimine File depolarında da devam edeceğini düşünüyoruz.
 - ✓ Yüksek indirim market pazarındaki rekabetin önümüzdeki senelerde daha da artacağını varsayarsak, konsolide olmuş bir pazar Bim'e uzun vadede olumlu etki yapacaktır. Çok sayıda küçük oyuncunun da bulunduğu bu pazarda, Bim her ne kadar geçtiğimiz senelerde mağaza açılışlarında hız kesme de gelecek yıllarda, müşteri trafiğinde iyice artacak baskının yeni mağaza açma iştahındaki olumsuz etkisini küçük oyuncuların rekabet gücünü kaybederek pazardan çekilmesi veya birleşerek konsolide olması veya Bim'in olası şirket satın alma aktiviteleri gibi gelişmelerle pazardaki rekabet gücünü rahatlıkla koruyabileceğine inanıyoruz.
 - × Aynı mağazalar müşteri trafiğinde 2013 yılında zirveyi gören Bim'in mağaza başına düşen ortalama günlük müşteri sayısı baskı altında kalmaya devam ediyor (1Ç17: 712 - 1Ç16: 705 kişi). Yüksek indirim market pazarında artan rekabete paralel olarak, makroekonomik konjunktürün müşteri davranışlarında oluşturduğu azalan harcama eğilimi, yakın mesafelerde açılan şubelerde müşterilerin şubeler arasında paylaşılması gibi sebeplerle 2013 yılındaki seviyeleriyle kıyaslandığında yaklaşık 10%'luk gerileme gördüğümüz müşteri trafiğinde, 2017 yılında minör iyileşme beklenmekteydi. 1Ç17'de yıllık bazda 1.1% iyileşme gösteren trafiğin baskı altında kalmaya devam ettiğini görüyoruz.
- ✓ Olumlu gelişme
 - Nötr veya belirsiz gelişme
 - × Olumsuz gelişme

Operasyonel anlamdaki başarının finansallara yansımaları da agresif büyüme getirirken yurtdışı operasyonların da başabaş noktasına yaklaşmasından ötürü marjların uzun vadede korunma ve büyüme ihtimalini yüksek görüyoruz.

- ✓ 1Ç17 verilerine baktığımızda, yıllık bazda 18.6% büyüme göstererek 5.7mr TL net satış rakamına (1Ç16: 4.8mr TL) ulaşan şirketin brüt kâr marjı 17.3%, FAVÖK marjı 5.3% ve net kâr marjı 3.5% seviyesinde gerçekleşmiştir. 1Ç16'da bu marjlar sırasıyla; 16.6%, 5.0% ve 3.4% idi.
- Şirketin brüt kârlılığındaki artışa karşın, operasyonel giderlerin satışlara oranı ise 1Ç16'daki 12.5% seviyesinden 13.0% seviyesine yükselmiştir. Bu artışta personel sayısındaki hızlı artıştan ziyade ortalama personel maaşlarındaki artış oranının etkili faktör olduğunu görüyoruz. Buna bağlı olarak, ortalama personel sayıları üzerinden baktığımızda, şirketin mağaza başına yaklaşık 5 mağaza personeli çalıştırma politikasında ise bir değişiklik bulunmuyor. 2015-2016 verilerinin kıyaslanmasında da operasyonel giderlerdeki oransal artış benzer eğilimdeydi.

Bim için hedef fiyatımızı 60.80 TL olarak koruyoruz. Şirketin Türkiye operasyonlarında artan rekabete rağmen henüz doyum noktasına yaklaşmamış olması, Fas ve Mısır operasyonlarında başa baş noktasına yaklaşması ve mağaza açılışlarında hız kesmemesi, olası İran aktiviteleri ve beğendiğimiz iş modeline rağmen; rekabetin oldukça fazlaştığı, mağaza trafiklerindeki baskının sürdüğü pazarda; yüksek gıda enflasyonunun ve diğer makroekonomik şartların müşteri davranışlarında yaratabileceği talep daralması olasılıklarından dolayı modelimizde muhafazakar tutum sergileyerek, görüşümüzü 1.3% getiri potansiyeli ile "TUT" olarak koruyoruz. Şirketin 1Ç17'deki 1.1%'lik minör artış yaşadığı mağaza trafiğinin gelecek çeyreklerdeki eğilimini, İran pazarında somut girişim yapıp yapmayacağını, hali hazırda devam eden yurtdışı operasyonlarındaki gelişmeleri ve artan gıda enflasyonunun etkilerinin finansallarına yansımaları takip ederek, muhafazakar yaklaşımımızı sürdürerek "TUT" görüşü vermemize karşın şirket operasyonlarına ve gelecek performansına olumlu yaklaşımımızı sürdürüyoruz. Rapor tarihi itibarıyla 2017T'de 22.5x F/K oranı ve 15.1x FD/FAVÖK oranıyla işlem gören Bim'in yurtiçi ve yurtdışı benzer şirketleri 19.7x F/K oranı ve 10.0x FD/FAVÖK rasyoları ile işlem görmektedir.

Tablo 1: Özet Gelir Tablosu

| Milyon TL | 1Ç16 | 1Ç17 | Yıllık | 4Ç16 | Çeyreklik |
|------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Satış Gelirleri | 4.811 | 5.707 | %18,6 | 5.234 | 9,0% |
| Brüt Kar | 797 | 986 | %23,7 | 881 | 11,9% |
| <i>Brüt Kar Marjı</i> | <i>%16,6</i> | <i>%17,3</i> | | <i>%16,8</i> | |
| Operasyonel Kar | 194 | 244 | %26,0 | 201 | 21,2% |
| <i>Operasyonel Kar Marjı</i> | <i>%4,0</i> | <i>%4,3</i> | | <i>%3,8</i> | |
| FAVÖK | 243 | 304 | %25,1 | 260 | 17,0% |
| <i>FAVÖK Marjı</i> | <i>%5,0</i> | <i>%5,3</i> | | <i>%5,0</i> | |
| Net Kar | 162 | 198 | %22,1 | 193 | 2,4% |
| <i>Net Kar Marjı</i> | <i>%3,4</i> | <i>%3,5</i> | | <i>%3,7</i> | |

Kaynak: Şeker Yatırım - Araştırma, Finnet, Denetim Raporları

Tablo 2: Temel Finansal Tablolar

| BİLANÇO (TL Mn) | 2014/12 | 2015/12 | 2016/12 | 2016/03 | 2017/03 | Değ |
|---------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|------------|
| Maddi Duran Varlıklar | 1.243 | 1.785 | 2.091 | 1.853 | 2.155 | %16 |
| Maddi Olmayan Duran Varlıklar | 5 | 5 | 7 | 7 | 8 | %10 |
| Diğer Uzun Vadeli Kıymetler | 178 | 217 | 236 | 225 | 233 | %4 |
| Ticari Alacaklar | 445 | 526 | 646 | 554 | 688 | %24 |
| Hazır Değerler | 325 | 349 | 578 | 473 | 756 | %60 |
| Diğer Kısa Vadeli Varlıklar | 1.042 | 1.286 | 1.431 | 1.273 | 1.530 | %20 |
| Toplam Aktifler | 3.238 | 4.168 | 4.989 | 4.385 | 5.370 | %22 |
| Uzun Vadeli Borçlar | - | - | - | - | - | A.D. |
| Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler | 67 | 102 | 120 | 106 | 119 | %13 |
| Kısa Vadeli Borçlar | 17 | 20 | - | 22 | 10 | -%54 |
| Kısa Vadeli Ticari Borçlar | 1.806 | 2.109 | 2.625 | 2.274 | 2.860 | %26 |
| Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler | 199 | 266 | 343 | 169 | 275 | %63 |
| Toplam Yükümlülükler | 2.089 | 2.497 | 3.088 | 2.569 | 3.265 | %27 |
| Toplam Özsermaye | 1.150 | 1.670 | 1.901 | 1.815 | 2.105 | %16 |
| Toplam Pasifler | 3.238 | 4.168 | 4.989 | 4.385 | 5.370 | %22 |

| GELİR TABLOSU (TL Mn) | 2014/12 | 2015/12 | 2016/12 | 2016/03 | 2017/03 | Değ |
|---|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| Net Satışlar | 14.463 | 17.428 | 20.072 | 4.811 | 5.707 | %19 |
| SMM | 12.237 | 14.612 | 16.709 | 4.014 | 4.721 | %18 |
| Brüt Kâr | 2.226 | 2.816 | 3.363 | 797 | 986 | %24 |
| Faaliyet Giderleri | 1.744 | 2.120 | 2.580 | 603 | 742 | %23 |
| Net Esas Faaliyet Kârı/(Zararı) | 482 | 697 | 783 | 194 | 244 | %26 |
| Net Diğer Gelir/(Gider) | 13 | 21 | 14 | 1 | 3 | %158 |
| Yatırım Faaliyetlerinden Gelir/(Gider) | 4 | 1 | 12 | 5 | (1) | A.D. |
| Finansman Gelir/(Gider) | 13 | 30 | 40 | 6 | 7 | %12 |
| Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımlar | - | - | - | - | - | A.D. |
| Vergi Öncesi Kâr | 512 | 749 | 849 | 206 | 253 | %23 |
| Vergi | 117 | 166 | 178 | 44 | 55 | %25 |
| Net Kâr/(Zarar) | 395 | 583 | 671 | 162 | 198 | %22 |
| Azınlık Payları | - | - | - | - | - | A.D. |
| Ana Ortaklık Payları | 395 | 583 | 671 | 162 | 198 | %22 |

Kaynak: Şeker Yatırım - Araştırma, Finnet, Denetim Raporları

Tablo 3: Temel Finansal Rasyolar

| FİNANSAL ORANLAR | 2014/12 | 2015/12 | 2016/12 | 2016/03 | 2017/03 |
|---------------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| Özsermaye Kârlılığı | %34,4 | %34,9 | %35,3 | %34,2 | %33,6 |
| Aktif Kârlılığı | %12,2 | %14,0 | %13,4 | %14,2 | %13,2 |
| Brüt Kâr Marjı | %15,4 | %16,2 | %16,8 | %16,6 | %17,3 |
| Net Kâr Marjı | %2,7 | %3,3 | %3,3 | %3,4 | %3,5 |
| FAVÖK Marjı | %4,3 | %5,0 | %5,0 | %5,0 | %5,3 |
| U.V. Borç/Özsermaye | %0,0 | %0,0 | %0,0 | %0,0 | %0,0 |

Kaynak: Şeker Yatırım - Araştırma, Finnet, Denetim Raporları

Şeker Yatırım

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 rapordaki veri, grafik ve tablolar güvenilirliğine inandığımız sağlam kaynaklardan derlenmiş olup, burada yer alan yorum ve tavsiyeler, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Bu bilgiler ışığında yapılan ve yapılacak olan ileriye dönük yatırımların sonuçlarından ŞEKER YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş. hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. Ayrıca, Şeker Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin yazılı izni olmadıkça bu raporların içeriği kısmen ya da tamamen üçüncü kişilerce hiç bir şekil ve ortamda yayınlanamaz, iktisap edilemez, alıntı yapılamaz, kullanılamaz.

Şeker Yatırım Menkul Değerler A.Ş.- Büyükdere Cad. No:171 Metrocity A Blok Kat 4-5

ŞİŞLİ /İSTANBUL Tel: 0212 334 33 33, Pbx Fax: 0212 334 33 34,

arastirma@sekeryatirim.com