

15 Ağustos 2017

BİM

Beklentilerin üzerinde, güçlü büyüme

Mehmet Mumcu

Analist

mmumcu@sekeryatirim.com

Bim, yılın ilk çeyreğinde bizim beklentimiz (207mn TL) ve piyasanın beklentisinin (198mn TL) üzerinde 216mn TL net kâr açıkladı (2Ç16: 144mn 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, 2Ç17'de mağaza trafiğinde de ilerleme kaydederek yıllık bazda 25%'lik satış büyümesi gösterdi. 17.0% brüt kâr marjı ile (1Ç17'de 2010 yılından bu yana açıkladığı en yüksek brüt kâr marjı olan 7.3%'ın (1Ç17) hafif gerisinde) operasyonel kârlılıkta yine başarılı bir çeyrek geçirdi. Operasyonel giderlerin satışlara oranı, artan personel sayısı ve ücretlere rağmen güçlü satış büyümesi sayesinde yıllık bazda 0.1 yp düşüş göstererek FAVÖK marjına minör olumlu katkı vermiştir. Bu çeyreği 5.2% FAVÖK marjı sonuçlandıran Bim, ilk çeyrekteki başarılı performansını sadece marj olarak değil hacim olarak da sürdürdü. Bu sonuçların ardından Bim, 2Ç17'de operasyonel taraftaki enflasyon/sepet hacmi/mağaza trafiği bazlı iyileşmeye bağlı olarak, 3.5% net kâr marjı ile (Şeker Yatırım: 3.5% - Konsensus: 3.2%) 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; 2017T gelir beklentisinde revizyona giderek 20-23% (Eski: 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.

Bim için hedef fiyatımızı 69.30 TL (Eski: 60.80 TL) olarak güncelliyor, "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, mağaza trafiği, yeni yurtdışı pazarları gelişmeleri ve gıda enflasyonunu takip etmek koşuluyla güncellemeye gitmemesine karşın şirket operasyonlarına olumlu bakışımızı sürdürüyorduk. Beklentilerimizin üzerinde seyreden hacimler ve marjlardaki büyümeler (mağaza trafiğindeki baskı sürse de iyileşme gösteriyor) hedef fiyatımızda değişiklik yapmamızın ana sebepleridir. Rapor tarihi itibarıyla 2017T 23.4x F/K oranı ve 15.6x 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	1Y16	1Y17	2017T	2018E
F/K	35,27	30,66	33,39	26,40	23,35	18,94
PD/DD	12,31	10,82	12,57	11,03	8,11	6,54
FD/FAVÖK	23,11	20,06	21,43	17,35	15,59	12,57
FD/Satışlar	1,15	1,00	1,07	0,90	0,81	0,67
Net Satışlar (TL Mn)	17.428	20.072	9.782	11.920	24.768	30.001
Net Kar (TL Mn)	583	671	306	414	881	1.086
Hisse Başına Kar (TL)	1,92	2,21	2,03	2,57	2,90	3,58

"TUT"
Hedef Fiyat: 69.30 TL

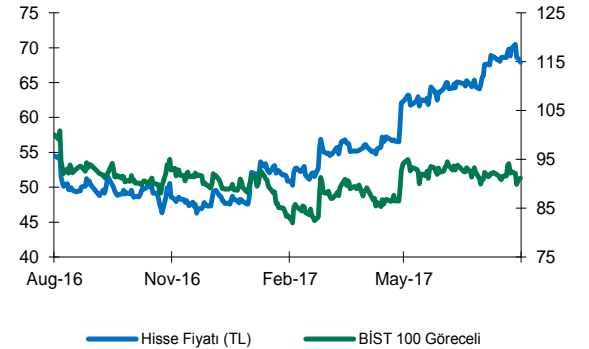
	TL	US\$
Fiyat	67,75	19,22
BİST 100	109.537	31.072
US\$ (MB Alış):	3,53	
52 Hafta Yüksek:	70,45	19,96
52 Hafta Düşük:	46,28	12,59
Bloomberg/Reuters Kodu:	BIMAS.TI / BIMAS.IS	

Hisse Senedi Sayısı (Mn):	303,6	(TL Mn)	(US\$ Mn)
Piyasa Değeri (TL Mn):	20.569	5.835	
Halka Açık PD (TL Mn):	12.341	3.501	

	S1A	S1Y	YB
TL Getiri (%):	0,2	24,3	40,2
US\$ Getiri (%):	0,8	3,9	39,8
BİST 100 Göreceli Getiri (%):	-3,8	-11,2	0,0
Ort. İşlem Hacmi (TL Mn):	37,65		
Ort. İşlem Hacmi (US\$ Mn):	11,13		

Beta	0,64
Yıllık Volatilité (Hisse)	0,22
Yıllık Volatilité (BİST 100)	0,15

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



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

- ✓ Aynı mağazalar sepet hacminde gıda enflasyonuna paralel olarak yıllara sari yükseliş gösteren şirket, 2Ç17'de 16.46 TL (2Ç16: 14.55 TL) sepet hacmiyle mağaza başına günlük 11,848 TL (1Ç16: 10,218 TL) hacim yaratmayı başarmıştır. Yükselen gıda enflasyonu paralel olarak yıllık bazda 13.1% artış gösteren "Aynı Mağazalar Sepet Hacmi" ve bu sayfanın son notunda (belirsiz gelişme) bahsedeceğimiz müşteri trafiğindeki artışa paralel olarak 16.0% artış gösteren "Mağaza Başına Günlük" satış hacmi önümüzdeki dönemlerde 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 1Y17'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. 1Y17'de yurtdışı operasyonları, satışların 4.1%'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, 2Ç17'de gerçekleştirdiği 6 yeni mağaza açılışı ile 33 mağazaya ulaşmıştır. Şirket, 2017 yılında 25 yeni File mağazası açma planını revize ederek (1Ç17'de yılsonu toplam File mağaza sayısı 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 (778 kişi/mağaza/günlük) Bim'in mağaza başına düşen ortalama günlük müşteri sayısı baskı altında kalmaya devam ediyor(2Ç17: 720 - 2Ç16: 702 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 8-10%'luk gerileme gördüğümüz müşteri trafiğinde, 2017 yılında minör iyileşme beklenmekteydi. 1Ç17'de yıllık bazda 1.1% iyileşme gösteren trafik, 2Ç17'de 2.5% iyileşme göstermiştir ancak baskı altında kalmaya devam ettiğini görüyoruz.
- ✓ Olumlu gelişme
- Nötr veya belirsiz gelişme (izlenmeli)
- × 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.

- ✓ 2Ç17 verilerine baktığımızda, yıllık bazda 25.0% büyüme göstererek 6.2mr TL net satış rakamına (2Ç16: 5.0mr TL) ulaşan şirketin brüt kâr marjı 17.0%, FAVÖK marjı 5.2% ve net kâr marjı 3.5% seviyesinde gerçekleşmiştir. 2Ç16'da bu marjlar sırasıyla; 16.5%, 4.6% ve 2.9% idi.
- Şirketin brüt kârlılığındaki artışla birlikte, operasyonel giderlerin satışlara oranı ise 2Ç16'daki 12.9% seviyesinden 12.8% seviyesine gelerek minör iyileşme göstermiştir. Önemli seviyede artan satış hacmine göre bakıldığında bu iyileşmenin oldukça minör kalmasının temel sebepleri personel sayısındaki artışa ek olarak ortalama personel maaşlarındaki önemli seviyedeki artıştır. Buna bağlı olarak, ortalama personel sayıları üzerinden baktığımızda, şirketin mağaza başına yaklaşık 5 mağaza personeli çalıştırma politikasında ise bir değişiklik bulunmuyor.

Bim için hedef fiyatımızı 69.30 TL (Eski: 60.80 TL) olarak güncelliyoruz. 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 güncellemeye gitmediğimiz hedef fiyatımızda, 1Y17 sonuçlarının ardından güncellemeye gidiyor, görüşümüzü 2.3% getiri potansiyeli ile "TUT" olarak koruyoruz. Şirketin 2Ç17'deki 2.5%'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 23.4x F/K oranı ve 15.6x 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	2Ç16	2Ç17	Yıllık	1Ç17	Çeyreklik
Satış Gelirleri	4.971	6.213	%25,0	5.707	8,9%
Brüt Kar	818	1.054	%28,8	986	6,9%
<i>Brüt Kar Marjı</i>	<i>%16,5</i>	<i>%17,0</i>		<i>%17,3</i>	
Operasyonel Kar	179	261	%46,1	244	7,0%
<i>Operasyonel Kar Marjı</i>	<i>%3,6</i>	<i>%4,2</i>		<i>%4,3</i>	
FAVÖK	230	325	%41,0	304	6,9%
<i>FAVÖK Marjı</i>	<i>%4,6</i>	<i>%5,2</i>		<i>%5,3</i>	
Net Kar	144	216	-%50,4	198	n.a
<i>Net Kar Marjı</i>	<i>%2,9</i>	<i>%3,5</i>		<i>%3,5</i>	

Kaynak: Şeker Yatırım - Araştırma, Finnet, Denetim Raporları

Tablo 2: Temel Finansal Tablolar

BİLANÇO (TL Mn)	2014/12	2015/12	2016/12	2016/06	2017/06	Değ
Maddi Duran Varlıklar	1.243	1.785	2.091	1.965	2.257	%15
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	5	5	7	7	9	%24
Diğer Uzun Vadeli Kıymetler	178	217	236	229	238	%4
Ticari Alacaklar	445	526	646	605	727	%20
Hazır Değerler	325	349	578	373	602	%62
Diğer Kısa Vadeli Varlıklar	1.042	1.286	1.431	1.570	1.752	%12
Toplam Aktifler	3.238	4.168	4.989	4.750	5.586	%18
Uzun Vadeli Borçlar	-	-	-	-	-	A.D.
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	67	102	120	96	120	%26
Kısa Vadeli Borçlar	17	20	-	22	28	%25
Kısa Vadeli Ticari Borçlar	1.806	2.109	2.625	2.556	2.962	%16
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	199	266	343	439	611	%39
Toplam Yükümlülükler	2.089	2.497	3.088	3.113	3.721	%20
Toplam Özsermaye	1.150	1.670	1.901	1.637	1.865	%14
Toplam Pasifler	3.238	4.168	4.989	4.750	5.586	%18

GELİR TABLOSU (TL Mn)	2014/12	2015/12	2016/12	2016/06	2017/06	Değ
Net Satışlar	14.463	17.428	20.072	9.782	11.920	%22
SMM	12.237	14.612	16.709	8.168	9.880	%21
Brüt Kâr	2.226	2.816	3.363	1.614	2.039	%26
Faaliyet Giderleri	1.744	2.120	2.580	1.242	1.534	%24
Net Esas Faaliyet Kârı/(Zararı)	482	697	783	372	505	%36
Net Diğer Gelir/(Gider)	13	21	14	8	6	-%23
Yatırım Faaliyetlerinden Gelir/(Gider)	4	1	12	7	2	-%67
Finansman Gelir/(Gider)	13	30	40	1	14	%1349
Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımlar	-	-	-	-	-	A.D.
Vergi Öncesi Kâr	512	749	849	388	528	%36
Vergi	117	166	178	82	113	%37
Net Kâr/(Zarar)	395	583	671	306	414	%35
Azınlık Payları	-	-	-	-	-	A.D.
Ana Ortaklık Payları	395	583	671	306	414	%35

Kaynak: Şeker Yatırım - Araştırma, Finnet, Denetim Raporları

Tablo 3: Temel Finansal Rasyolar

FİNANSAL ORANLAR	2014/12	2015/12	2016/12	2016/06	2017/06
Özsermaye Kârlılığı	%34,4	%34,9	%35,3	%37,6	%41,8
Aktif Kârlılığı	%12,2	%14,0	%13,4	%13,0	%14,0
Brüt Kâr Marjı	%15,4	%16,2	%16,8	%16,5	%17,1
Net Kâr Marjı	%2,7	%3,3	%3,3	%3,1	%3,5
FAVÖK Marjı	%4,3	%5,0	%5,0	%4,8	%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