

BİM

Azalan mağaza trafiğine rağmen güçlü büyüme

Mehmet Mumcu

Analist

mmumcu@sekeryatirim.com

Bim, yılın dördüncü çeyreğinde bizim beklentimiz ve piyasanın beklentisi olan 166mn TL'nin 16.6% üzerinde 193mn TL net kâr açıkladı (4Ç15: 141mn TL). 4Ç16 karının beklentilerden yüksek gelme sebebinde kambiyo kârlarının etkili olduğunu görüyoruz. Bu kalede beklenti üstüne çıkılmasının ana sebepleri, şirketin hedeflediğinden az yatırım yapmasına paralel olarak nakit pozisyonunun yıl içinde yüksek seviyelerde seyretmesi ve özellikle Mısır operasyonlarından doğan kambiyo kârları olmuştur. 4Ç16'da net satışlarını yıllık bazda 15.4% artıran Bim, brüt kârlılıkta ise 16.8% marj ile yıllık bazda 0.5 yp iyileşme göstermiştir. Operasyonel giderlerin satışlara oranında ise; artan personel sayısı ve ücretlere bağlı olarak yıllık bazda 0.8 yp artış göstermiştir. Bu sonuçların ardından Bim, 4Ç16'da 3.7% net kâr marjı ile beklentilerin üzerine çıkarken, 2016 yılını 3.3% net kâr marjı ile noktalamıştır.

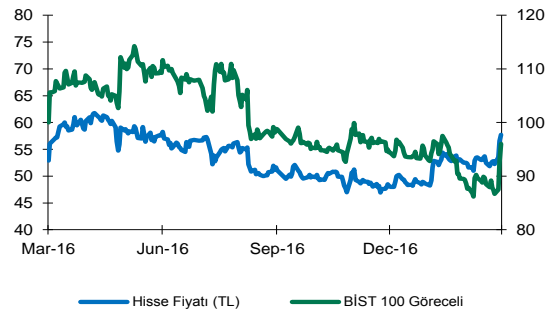
2017 Beklentileri: Türkiye dışında faaliyet gösterdiği pazarlarda da yaşanan makroekonomik çalkalanmalara paralel olarak mağaza sayısında hedeflediği seviyelere 2016 yılında ulaşamayan Bim, 2017 yılında da muhafazakar bir büyüme planı ile, nette 635 (yurtiçi+yurtdışı) yeni mağaza açmayı ve toplamda 500mn 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.

Bim için 51.71 TL hedef fiyatı ile "TUT" tavsiyemizi korurken hedef fiyatımızı 60.80 TL olarak güncelliyoruz. Bu güncellememizde başlıca sebepler; satışlar, marjlar ve FAVÖK büyümesindeki devamlılık, başa baş noktasına yaklaşan yurtdışı operasyonları, büyüme iştahının hem yurtiçinde hem yurtdışında kesilmemesi ve beğendiğimiz iş modeli olarak sıralabilir. Rapor tarihi itibarıyla 21.6x F/K oranı ve 14.7x 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.

	2014	2015	2016	2017E	2018E
F/K	44,32	30,04	26,11	21,64	17,33
PD/DD	15,24	10,49	9,21	7,11	5,77
FD/FAVÖK	27,39	19,58	16,99	14,66	11,33
FD/Satışlar	1,17	0,97	0,84	0,72	0,59
Net Satışlar (TL Mn)	14.463	17.428	20.072	23.691	28.758
Net Kar (TL Mn)	395	583	671	810	1.011
Hisse Başına Kar (TL)	1,30	1,92	2,21	2,67	3,33

"TUT"
Hedef Fiyat: 60.80 TL

	TL	US\$	
Fiyat	57,70	15,58	
BİST 100	89.485	24.166	
US\$ (MB Alış):	3,71		
52 Hafta Yüksek:	61,80	21,67	
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):	17.518	4.731	
Halka Açık PD (TL Mn):	10.511	2.838	
	S1A	S1Y	YB
TL Getiri (%):	9,9	11,2	17,8
US\$ Getiri (%):	10,7	-11,9	12,9
BİST 100 Göreceli Getiri (%):	8,4	-3,5	2,8
Ort. İşlem Hacmi (TL Mn):	43,20		
Ort. İşlem Hacmi (US\$ Mn):	13,97		
Beta	0,65		
Yıllık Volatilité (Hisse)	0,25		
Yıllık Volatilité (BİST 100)	0,20		
Ortaklık Yapısı	%		
M.Latif Topbaş	15,1		
A.Afif Topbaş	9,4		
Abdulrahman A. El Kherei	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 enflasyona paralel olarak yıllara sari yükseliş gösteren şirket, 4Ç16'da 14.89 TL (4Ç15: 14.07 TL) sepet hacmiyle mağaza başına günlük 10,427 TL (4Ç15: 9,941 TL) hacim yaratmayı başarmıştır. Yıllık bazda 7.1% yükseliş göstererek 14.75 TL (12A15: 13.77 TL) sepet hacmi yakalayan şirket, mağaza başına günlük kazancını ise 5.5% artırarak 10,458 TL'ye çıkarmıştır (12A15: 9,911 TL).
- ✓ 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 12A16'da FAVÖK'e olan 16mn TL'lik negatif etkisi ise önümüzdeki yıllarda pozitifeye dönecektir. Aynı dönemde Mısır operasyonlarının FAVÖK'e olan negatif etkisi ise 25mn TL olmuştur. 12A16'da 820mn TL operasyonel gelir yaratan yurtdışı operasyonları, satışların 4.1%'lik dilimini oluşturmaktadır (12A15: 658mn TL ve satışların 3.8%'si). 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, 2016 yılında gerçekleştirdiği 12 yeni mağaza açılışı ile 21 mağazaya ulaşmıştır. Şirket, 2017 yılında 25 yeni File mağazası açmayı planlamaktayken agresif bir büyüme planı ile hareket edeceğinin sinyallerini vermiştir. 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 kesmese 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 4Ç16'da 700 kişiye geriledi (4Ç15: 707 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%'lik gerileme gördüğümüz müşteri trafiğinde, 2017 yılında minör iyileşme beklenmektedir.

- ✓ 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.

- ✓ 12A16 yıl sonu verilerine baktığımızda, yıllık bazda 15.2% büyüme göstererek 20mr TL net satış rakamına (12A15: 17.4mr TL) ulaşan şirketin brüt kâr marjı 16.8%, FAVÖK marjı 5.0% ve net kâr marjı 3:3% seviyesinde gerçekleşmiştir. 12A15'te bu marjlar sırasıyla; 16.2%, 5.0% ve 3.4% idi.
- Şirketin brüt kârlılığındaki artışa karşın operasyonel giderlerin satışlara oranı ise 12A15'teki 12.2% seviyesinden 12.9% 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.

Bim için hedef fiyatımızı 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, görüşümüzü 5.4% getiri potansiyeli ile "TUT" olarak koruyoruz. Şirketin 2017 yılındaki mağaza trafiğini, İran pazarında somut girişim yapıp yapmayacağını, hali hazırda devam eden yurtdışı operasyonlarındaki gelişmeleri ve artan gıda enflasyonunun etkilerinin finansallarına yansımaları takip ederek, "TUT" görüşü vermemize karşın şirket operasyonlarına ve gelecek performansına olumlu yaklaşımımızı sürdürüyoruz. Rapor tarihi itibarıyla 21.6x F/K oranı ve 14.7x 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	2015	2016	Yıllık	4Ç15	4Ç16	Yıllık	3Ç16	Çeyreklik
Satış Gelirleri	17.428	20.072	%15,2	4.536	5.234	%15,4	3.753	%39,5
Brüt Kar	2.816	3.363	%19,4	740	881	%18,9	589	%49,4
<i>Brüt Kar Marjı</i>	<i>%16,2</i>	<i>%16,8</i>		<i>%16,3</i>	<i>%16,8</i>		<i>%15,7</i>	
Operasyonel Kar	697	783	%12,4	185	201	%8,8	141	%42,4
<i>Operasyonel Kar Marjı</i>	<i>%4,0</i>	<i>%3,9</i>		<i>%4,1</i>	<i>%3,8</i>		<i>%3,8</i>	
FAVÖK	865	997	%15,2	229	260	%13,1	177	%47,0
<i>FAVÖK Marjı</i>	<i>%5,0</i>	<i>%5,0</i>		<i>%5,1</i>	<i>%5,0</i>		<i>%4,7</i>	
Net Kar	583	671	%15,0	141	193	%36,9	115	%67,4
<i>Net Kar Marjı</i>	<i>%3,3</i>	<i>%3,3</i>		<i>%3,1</i>	<i>%3,7</i>		<i>%3,1</i>	

Kaynak: Şeker Yatırım - Araştırma, Finnet, Denetim Raporları

Tablo 2: Temel Finansal Tablolar

BİLANÇO (TL Mn)	2012/12	2013/12	2014/12	2015/12	2016/12	%Değ
Maddi Duran Varlıklar	851	981	1.243	1.785	2.091	%17
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	3	4	5	5	7	%38
Diğer Uzun Vadeli Kıymetler	21	137	178	217	236	%9
Ticari Alacaklar	314	345	445	526	646	%23
Hazır Değerler	388	405	325	349	578	%66
Diğer Kısa Vadeli Varlıklar	555	826	1.042	1.286	1.431	%11
Toplam Aktifler	2.133	2.697	3.238	4.168	4.989	%20
Uzun Vadeli Borçlar	-	-	-	-	-	a.d
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	31	52	67	102	120	%18
Kısa Vadeli Borçlar	10	13	17	20	-	-%100
Kısa Vadeli Ticari Borçlar	1.198	1.458	1.806	2.109	2.625	%24
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	80	175	199	266	343	%29
Toplam Yükümlülükler	1.320	1.698	2.089	2.497	3.088	%24
Toplam Özsermaye	813	999	1.150	1.670	1.901	%14
Toplam Pasifler	2.133	2.697	3.238	4.168	4.989	%20
GELİR TABLOSU (TL Mn)	2012/12	2013/12	2014/12	2015/12	2016/12	%Değ
Net Satışlar	9.906	11.849	14.463	17.428	20.072	%15
SMM	8.347	9.992	12.237	14.612	16.709	%14
Brüt Kâr	1.559	1.857	2.226	2.816	3.363	%19
Faaliyet Giderleri	1.162	1.372	1.744	2.120	2.580	%22
Net Esas Faaliyet Kârı/(Zararı)	398	485	482	697	783	%12
Net Diğer Gelir/(Gider)	10	11	13	21	14	-%32
Yatırım Faaliyetlerinden Gelir/(Gider)	-	3	4	1	12	%775
Finansman Gelir/(Gider)	12	28	13	30	40	%33
Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımlar	-	-	-	-	-	a.d
Vergi Öncesi Kâr	419	526	512	749	849	%13
Vergi	88	113	117	166	178	%8
Net Kâr/(Zarar)	331	413	395	583	671	%15
Azınlık Payları	-	-	-	-	-	a.d
Ana Ortaklık Payları	331	413	395	583	671	%15

Kaynak: Şeker Yatırım - Araştırma, Finnet, Denetim Raporları

Tablo 3: Temel Finansal Rasyolar

FİNANSAL ORANLAR	2012/12	2013/12	2014/12	2015/12	2016/12
Özsermaye Kârlılığı	%40,8	%41,3	%34,4	%34,9	%35,3
Aktif Kârlılığı	%15,6	%15,3	%12,2	%14,0	%13,4
Brüt Kâr Marjı	%15,7	%15,7	%15,4	%16,2	%16,8
Net Kâr Marjı	%3,3	%3,5	%2,7	%3,3	%3,3
FAVÖK Marjı	%5,0	%5,0	%4,3	%5,0	%5,0
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