

## Bizim Toptan Mağazaları

## 10,40 TL – Endeks Üzeri Getiri

### Yılın son çeyreğinde gözle görülür iyileşme yaşandı...

• 2016 yılının son çeyreğiyle beraber operasyonel olarak zayıf bir performans gösteren, özellikle kar oranlarında önemli düşüş yaşayan şirket 2017 2. çeyrek itibarıyla gösterdiği iyileşme ivmesini son çeyreğe de taşımış görünüyor. **Önceki iki çeyrekte kar marjlarını nispeten düzeltten şirket müşteri dağılımına yönelik strateji değişikliğinin de etkisiyle ciro büyümesi yaratmakta zorlanmıştı. Son çeyrek dönemde bir önceki yılın aynı dönemine göre %20,8 ciro büyümesi yakalayan şirket brüt karını %62,5 artırarak 79 Milyon TL'ye çıkarmıştır.**

• Son çeyrek dönemde 830 Milyon TL ciro elde eden şirket FAVÖK (Diğer gelir giderler hariç) rakamını 3 kattan fazla artırarak 22,3 Milyon TL'ye yükseltmiştir. Yılı sonu itibarıyla 176 mağaza sayısına ulaşan şirketin iş ortaklığı modeli SEÇ marketlerin sayısı 381'e ulaşmıştır. **SEÇ Marketlerden 181,5 Milyon TL satış desteği gören şirketin 2017 yılı cirosu 2.896 Milyon TL olmuştur (BMD beklentisi 2.812 Milyon TL). 4. çeyrekte yakalanan %20,8 büyüme 2017 ciro büyümesinin %3,7 olmasını sağlamıştır.**

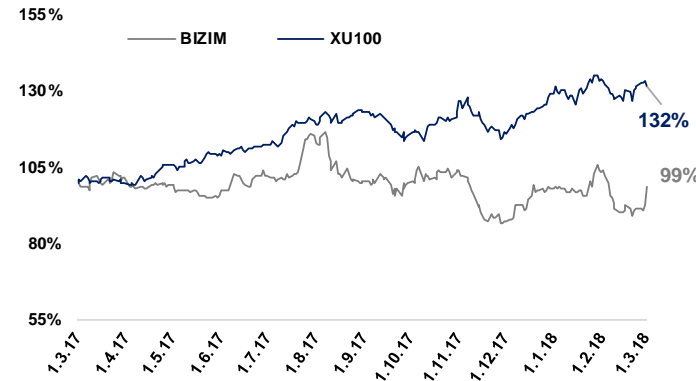
• Son çeyrekte yaşanan iyileşme yılın tamamı için yeterli olamamış, 2016 yılında elde edilen 67,6 Milyon TL FAVÖK rakamında %38,5 gerileme meydana gelmiş ve 2017 yılı sonu FAVÖK rakamı 41,6 Milyon TL'de kalmıştır (BMD beklentisi 33,5 Milyon TL). Şirket önceki 4 çeyrekte net dönem zararı açıklarken 2017 yılı son çeyreğinde 0,2 Milyon TL net dönem karı elde etmiştir. 2017'nin tamamında ise şirketin net dönem zararı 30,4 Milyon TL olmuştur (BMD beklentisi 29,9 Milyon TL).

• Son çeyrekte yaşanan ciro büyümesinin baz etkisine rağmen olumlu seviyelerde olduğunu düşünürken, kar marjlarında yaşanan iyileşme 2018 yılı için beklentilerimizi olumlu yönde değiştirmemizi sağladı. Şirketin toptancı kanalı hariç yakaladığı satış büyümesi, brüt kar marjının normale dönüşü, Bireysel ve HORECA gibi daha karlı müşteri segmentleri lehine iyileşen müşteri dağılımı gibi etkenler 2018 için olumlu görüşümüzü destekliyor. Tütün ürünleri satışlarının toplam içindeki payındaki artışını olumsuz bulurken, 2017'de işletme sermayesinde gerçekleşen iyileşmenin bir nebze ortalamalara döneceğini tahmin ediyoruz. **Bizim Toptan için 8,16 TL olan pay başı hedef fiyatımızı 10,40 TL'ye yükseltiyor ve endekse paralel getiri önerimizi endeks üzeri getiri önerisine revize ediyoruz.**

Özet Mali Veriler (m TL)	2016	2017	2018*	2019*
Net Satışlar	2.793	2.896	3.145	3.501
FAVÖK	67,60	41,59	73,00	83,01
FAVÖK Marjı	2,4%	1,4%	2,3%	2,4%
Net Kar	1,38	-30,36	3,04	6,16
Net Kar Marjı	0,05%	-1,05%	0,10%	0,18%

\*BMD beklentisi

Hisse Verileri (TL)	1.3.18		
Bloomberg/Reuters Kodu	BIZIM.TI / BIZIM.IS		
Mevcut Fiyat (Kapanış)	7,75		
Hedef Fiyat	10,40		
Getiri Potansiyeli	34,2%		
Eski Hedef Fiyat	8,16		
Son Güncelleme Tarihi	01.11.2017		
Halka Açıklık Oranı	35,5%		
Ort. Gün. İşlem Hacmi (mn)	2,46		
YBB TL Getiri	0,6%		
Piyasa Değeri (mn)	438,0		
Net Borç	-202,2		
Firma Değeri (mn)	235,8		
Hisse Performansı (%)	1 Ay	3 Ay	1 Yıl
BIZIM Performans	-7,0%	13,1%	-1,5%
Relatif Getiri	-3,9%	-1,1%	-25,2%
Piyasa Çarpanları	2017	2018T	2019T
FD/FAVÖK	5,67	3,23	2,84
F/K	-	144,04	71,11
FD/Satışlar	0,08	0,07	0,07

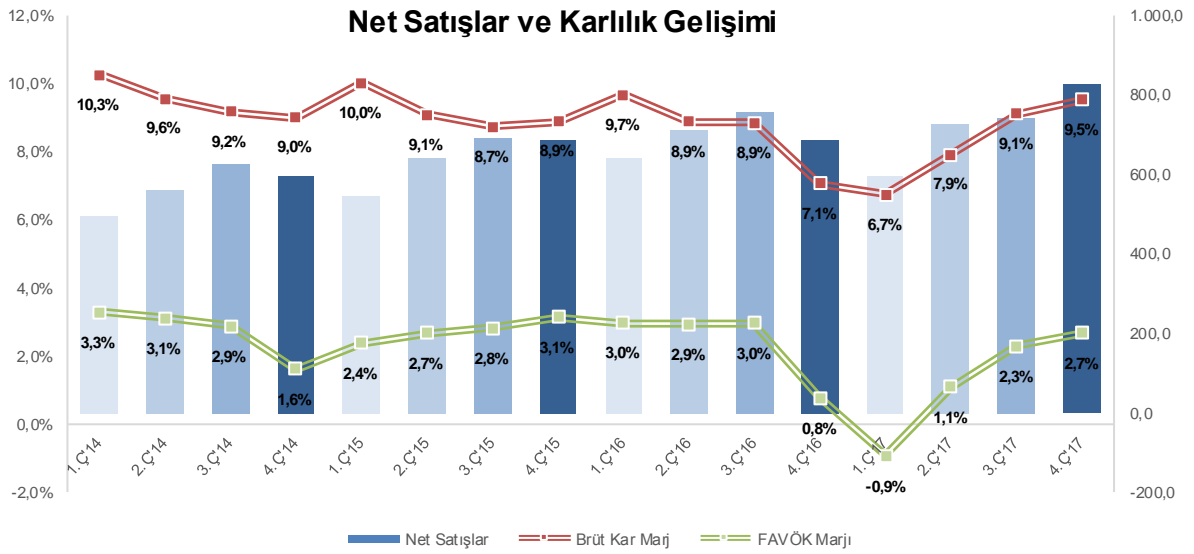


### Varsayımlarda Değişim

Milyon TL	2018		2019	
	Eski	Yeni	Eski	Yeni
Satış Gelirleri	3.206	3.145	3.633	3.501
FAVÖK	70,41	73,00	80,75	83,01
FAVÖK Marjı	2,20%	2,32%	2,22%	2,37%
Net Kar	1,61	3,04	3,83	6,16
Net Kar Marjı	0,05%	0,10%	0,11%	0,18%

## Özet Mali Veriler

(mTL)	1.Ç'16	2.Ç'16	3.Ç'16	4.Ç'16	1.Ç'17	2.Ç'17	3.Ç'17	4.Ç'17	YS'16	YS'17	Değ. (%) YS'16- YS'17	Değ. (%) 4.Ç'16- 4.Ç'17	Değ. (%) 3.Ç'17- 4.Ç'17
<b>Net Satışlar</b>	639,3	709,6	757,4	686,8	598,1	727,3	741,3	829,7	2.793,2	2.896,4	3,7%	20,8%	11,9%
Brüt Kar	61,9	63,0	67,1	48,6	40,3	57,7	67,5	79,0	240,5	244,5	1,7%	62,5%	17,0%
<b>FAVÖK</b>	19,1	20,7	22,5	5,3	-5,6	8,0	16,9	22,3	67,6	41,6	-38,5%	318,0%	31,5%
Net Kar	3,5	3,6	4,5	-10,2	-19,4	-9,7	-1,5	0,2	1,4	-30,4			
<b>Özkaynak</b>	149,8	149,4	153,8	137,7	116,4	107,6	105,4	105,8	137,7	105,8	-23,2%	-23,2%	0,4%
<b>Karlılık</b>													
Brüt Marj	9,7%	8,9%	8,9%	7,1%	6,7%	7,9%	9,1%	9,5%	8,6%	8,4%	-0,17	2,44	0,41
FAVÖK Marjı	3,0%	2,9%	3,0%	0,8%	-0,9%	1,1%	2,3%	2,7%	2,4%	1,4%	-0,98	1,91	0,40
Net Kar Marjı	0,6%	0,5%	0,6%	-1,5%	-3,2%	-1,3%	-0,2%	0,0%	0,0%	-1,0%	-1,10	1,51	0,22



## Değerleme Özeti

	Tekil Değer	Ağırlık	Nihai Değere Katkı
<b>Yurtdışı Benzer Şirket Çarpanları</b>			
FD/FAVÖK 2018	529	10,0%	53
<b>Geçmişe Dönük Şirket Çarpanları</b>			
FD/FAVÖK	571	10,0%	57
<b>İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi</b>			
İNA	643	80,0%	514
<b>Hedef Piyasa Değeri- Milyon TL</b>			624
<b>Hedef Pay Başına Değer-TL</b>			10,40
<b>Cari Pay Başına Değer-TL</b>			8,04
<b>Artış Potansiyeli Beklentisi</b>			29,35%
<b>İskonto</b>			-22,69%

BİLANÇO	2016/12	2017/09	2017/12
<b>DÖNEN VARLIKLAR</b>	<b>441.355.572</b>	<b>499.498.942</b>	<b>529.099.633</b>
Nakit ve Nakit Benzerleri	79.329.191	21.835.423	227.239.220
Ticari Alacaklar	102.049.433	53.293.001	40.186.249
Diğer Alacaklar	2.330.829	163.597.692	2.609.448
Stoklar	248.831.324	246.508.816	248.502.044
Peşin Ödenmiş Giderler	6.760.443	14.254.083	10.562.672
Cari Dönem Vergisiyle İlgili Varlıklar	2.054.352	9.927	0
<b>DURAN VARLIKLAR</b>	<b>137.852.956</b>	<b>146.918.959</b>	<b>180.205.139</b>
Ticari Alacaklar	934.009	868.829	916.986
Diğer Alacaklar	831.690	853.831	843.957
Maddi Duran Varlıklar	104.084.374	110.681.535	142.819.816
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	27.621.817	28.205.342	28.447.562
Ertelenmiş Vergi Varlığı	0	2.643.613	3.523.215
Peşin Ödenmiş Giderler	4.381.066	3.665.809	3.653.603
<b>TOPLAM AKTİFLER</b>	<b>579.208.528</b>	<b>646.417.901</b>	<b>709.304.772</b>
<b>KISA VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER</b>	<b>414.229.612</b>	<b>516.965.370</b>	<b>574.875.510</b>
Finansal Borçlar	7.063.012	10.612.390	9.115.640
Ticari Borçlar	392.161.182	485.275.385	540.280.892
Borç Karşılıkları	4.104.007	8.412.705	13.173.718
Çalışanlara Sağlanan Faydalara İlişkin Kısa Vadeli Karşılıklar	2.865.020	3.453.126	5.416.890
Diğer Borç ve Gider Karşılıkları	1.238.987	4.959.579	7.756.828
Ertelenmiş Gelirler	915.738	794.967	493.114
Çalışanlara Sağlanan Faydalara İlişkin Karşılıklar	6.003.969	9.615.662	8.864.937
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	3.981.704	2.254.261	2.947.209
<b>UZUN VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER</b>	<b>27.315.486</b>	<b>24.055.765</b>	<b>28.643.604</b>
Finansal Borçlar	11.706.151	10.748.399	15.918.484
Borç Karşılıkları	10.872.516	13.307.366	12.725.120
Çalışanlara Sağlanan Faydalara İlişkin Karşılıklar (veya Kıdem Tazminatı Karşılığı)	10.872.516	13.307.366	12.725.120
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	4.736.819	0	0
<b>ÖZ SERMAYE (AZINLIK PAYI DAHİL)</b>	<b>137.663.430</b>	<b>105.396.766</b>	<b>105.785.658</b>
<b>ÖZ SERMAYE (ANA ORTAKLIĞA AİT)</b>	<b>137.663.430</b>	<b>105.396.766</b>	<b>105.785.658</b>
Ödenmiş Sermaye	40.000.000	40.000.000	60.000.000
İşletmenin Geri Satın Alınan Kendi Hisseleri	0	-13.533.492	-13.533.492
Yeniden Değerleme Artışı	-6.555.077	-8.290.794	-8.111.518
Kardan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	10.037.476	10.037.476	10.037.476
Geçmiş Yıl Karları	92.804.889	94.181.031	74.181.031
Net Dönem Karı	1.376.142	0	0
Dönem Zararı (-)	0	30.567.955	30.358.339
<b>TOPLAM PASİFLER</b>	<b>579.208.528</b>	<b>646.417.901</b>	<b>709.304.772</b>

Likidite Rasyoları	2017/12	2016/12	2015/12	Referans
Cari Oran	0,92	1,07	1,06	1,0-1,5
Likidite Oranı	0,49	0,46	0,48	0,8-1,0
Alacak Gün Süresi (Gün)	5	13	22	Sektör
Stok Gün Süresi (Gün)	34	36	40	Sektör
Ticari Borç Gün Süresi (Gün)	74	56	66	Sektör
Etkinlik Süresi (Gün)	-35	-7	-4	Sektör
İşletme Sermayesi/Net Satışlar	-8,7%	-1,5%	-0,5%	Sektör

Borçluluk Oranları	2017/12	2016/12	2015/12	Referans
Toplam Borçlar/Toplam Aktifler	85,1%	76,2%	75,8%	Sektör
Kısa Vad. Fin. Borç/Özkaynak	8,6%	5,1%	2,8%	<100%
FAVÖK/Finansal Giderler	1,9	5,5	7,1	>3
Kısa Vad. Yab. Borç/Pasif	81,0%	71,5%	72,7%	Sektör
Uzun.Vad.Yab.Borç/Pasif	4,0%	4,7%	3,1%	Sektör
Özkaynak/Pasif	14,9%	23,8%	24,2%	Sektör
Toplam Borçlar/Özkaynaklar	570,5%	320,7%	313,4%	Sektör
Finansal Borçlar/Toplam Borçlar	4,1%	4,3%	2,7%	Sektör

Karlılık Oranları (Yıllıklandırılmış)	2017/12	2016/12	2015/12	Referans
Brüt Marj	8,4%	8,6%	9,1%	Sektör
Esas Faliyet Marjı	0,7%	1,8%	2,1%	Sektör
FAVÖK Marjı	1,4%	2,4%	2,8%	Sektör
Net Kar Marjı	-1,0%	0,0%	0,6%	Sektör
				>Tahvil
Özkaynak Karlılığı	-28,7%	1,0%	9,8%	Getirisi
Aktif Karlılık	-4,3%	0,2%	2,4%	Sektör
Faiz Gid./Net Satış	0,8%	0,4%	0,4%	<%3
Faaliyet Gideri	7,7%	6,8%	7,1%	Sektör

Karlılık Oranları (Çeyreklik)	2017/12	2016/12	2015/12	Referans
Brüt Marj	9,5%	7,1%	8,9%	Sektör
FAVÖK Marjı	2,7%	0,8%	3,1%	Sektör
Net Kar Marjı	0,0%	-1,5%	0,8%	Sektör
Satış Büyümesi	20,8%	-0,3%		Sektör
FAVÖK Büyümesi	318,0%	-75,3%		Sektör

Yatırım Rasyoları	2017/12	2016/12	2015/12	Referans
EVA-mTL	31.022.563	31.210.333	30.583.051	>0
ROIC (Yatırımın Getirisi)	-15,5%	62,7%	46,3%	>AOSM
CRR	-3,8%	2,2%	3,6%	Sektör

**Mustafa Keçeli**  
[mustafa.keceli@bmd.com.tr](mailto:mustafa.keceli@bmd.com.tr)

**Bizim Menkul Değerler A.Ş.**  
**Araştırma Bölümü**  
**Email : [arastirma@bizimmenkul.com.tr](mailto:arastirma@bizimmenkul.com.tr)**  
**Telefon : 0216-547-13-00**

### Yatırım Profili

Şirketin yatırım profili hesaplamasında getiri olarak yılbaşından buyana hisse getirisi kullanılmıştır. Büyüme değişkeni için son 1 yıldaki FAVÖK büyümesi dikkate alınmıştır. Çarpan olarak son bir yılda elde edilen FAVÖK rakamına göre oluşan FD/FAVÖK çarpanı kullanılmıştır. Risk ölçümü olarak hisse senedinin yılbaşından buyana getirilerinin standart sapması kullanılırken referans değer olarak BİST Tüm'de yer alan finans, holding ve yatırım ortaklığı dışı tüm şirketlerin verileri hesaplanmıştır. Tüm veriler %20'lik dilimlere bölünmüş ve ortalama ve şirket verisinin yüzdelik dilimi hesaplanmıştır.

### Önemli Uyarı

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.

Burada yer alan bilgiler Bizim Menkul Değerler A.Ş. (BMD) tarafından okuyucuyu bilgilendirme amacı ile BMD'nin güvenilir olduğunu düşündüğü yayımlanmış bilgilerden ve veri kaynaklarından derlenerek hazırlanmıştır. Kullanılan bilgilerin hatasızlığı ve/veya eksiksizliği konusunda BMD hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. BMD Araştırma raporları şirket içi ve dışı dağıtım kanalları aracılığıyla tüm BMD müşterilerine eşzamanlı olarak dağıtılmaktadır. Ayrıca, Burada yer alan tahmin, yorum ve tavsiyeler dokümanın yayınlandığı tarih itibarıyla geçerlidir. BMD Araştırma Bölümü daha önce hazırladığı ya da daha sonra hazırlayacağı raporlarda bu raporda sunulan görüş ve tavsiyelerden farklı ya da bu raporda sunulan görüş ve tavsiyelerle çelişen başka raporlar yayımlayabilir. Çelişen fikir ve tavsiyeler bu raporu hazırlayan kişilerden farklı zaman dilimlerine işaret ediyor, farklı analiz yöntemlerini içeriyor ya da farklı varsayımlarda bulunuyor olabilir. Böyle durumlarda, BMD'nin bu raporlardaki tavsiye ve görüşlerle çelişen diğer BMD Araştırma Bölümü raporlarını okuyucunun dikkatine sunma zorunluluğu yoktur. BMD ve ilişkili olduğu firmalar bu raporda adı geçen pay senetlerinde pozisyon sahibi olabilir ve/veya raporun yayınlanma tarihinden sonra işlem yapabilir. Ayrıca yatırımcılar bu raporda adı geçen şirketlerle BMD ve/veya diğer ilişkili firmalarının iş ilişkisi içerisinde olabileceğini kabul ederler.

Bu çalışma kesinlikle tekrar çıkarılmak, çoğaltılmak, kopyalanmak ve/veya okuyucudan başkasına dağıtılmak üzere hazırlanmamıştır ve BMD Araştırma Bölümü'nün izni olmadan kopyalanamaz ve çoğaltılıp dağıtılamaz. Okuyucuların bu raporun içeriğini oluşturan yatırım tavsiyeleri, tahmin ve hedef fiyat değerlemeleri de dahil olmak üzere tüm yorum ve çıkarımların, BMD Araştırma Bölümü'nün izni olmadan başkalarıyla paylaşmalarını gerekmektedir. BMD bu araştırma raporunu yayınlamaya, müşterilerine ve gerekli yatırım profesyonellerine dağıtmaya yetkilidir. BMD Araştırma Bölümü gerekli olduğunda düzenli olarak yatırım tavsiyelerini güncellemekte ve temel analize dayalı araştırma raporları hazırlamaktadır. Bununla birlikte, bu çalışma herhangi bir hisse senedinin veya finansal yatırım enstrümanlarının alımı ya da satımı için BMD ve/veya BMD tarafından direk veya dolaylı olarak kontrol edilen herhangi bir şirket tarafından gönderilmiş bir teklif ya da öneri oluşturmamaktadır. Herhangi bir alım-satım ya da herhangi bir enstrümanın halka arzına talepte bulunma kararı bu çalışmaya değil, arz edilen yatırım aracı ile ilgili kamuya duyurulmuş ve yayımlanmış izahname ve sirkülere dayanmalıdır. BMD ya da herhangi bir BMD çalışanı bu raporun içeriğindeki görüş ve tavsiyelere uyulması sebebiyle doğabilecek doğrudan ya da dolaylı herhangi bir zarar ya da kayıpla ilgili olarak sorumlu tutulamaz.