

## Perakende Sektörü

# BİM Birleşik Mağazalar

## Sağlam Bilanço, İskontolu Değer

**Dalgali piyasada güvenli liman.** Türkiye perakende sektörünün lider şirketi BİM hissesini 93 TL hedef fiyat (%35 Beklenen Getiri) ve AL tavsiyesiyle takibe alıyoruz. BİM'in istikrarlı ve kanıtlanmış iş modelinin ve muhafazakâr bilançosunun mevcut dalgalı piyasa koşullarında bir avantaj oluşturduğunu düşünüyoruz. Her ne kadar hisse senetleri kısa vadeli katalizörlerden yoksun olsa da yüksek iskonto oranına rağmen bulduğumuz potansiyel getiri bizce BİM'i uzun vadede cazip bir yatırım haline getiriyor.

**Türkiye büyümesi üzerinde büyüme.** Pandemi koşullarına rağmen oldukça iyi bir yıl geçiren BİM, 2020'de reel GSYİH'nin %18 üstünde büyüme gerçekleştirdi. Orta vadede, günlük tüketimin iş yeri ve restoranlardan eve kaymasından kaynaklanan bu büyük artışın normalleşeceğini düşünüyoruz. Ancak, alışılmış koşullarda bile lider perakendeci son on yılda medyan olarak GSYİH'nin 1,06 kat üzerinde büyümüştür. Büyüme temel olarak BİM'in kurulduğu günden bu yana sürdürdüğü hızlı mağaza açılış stratejisinden kaynaklanmıştır. Sadece 2020 yılında 1,000'den fazla yeni mağaza açan BİM, mağaza sayısını %12 büyütüştür.

**BİM daha ne kadar çok mağaza açabilir?** Yatırımcıların uzun zamandan beri sorduğu bu sorunun yanıtını vermek çok kolay olmayabilir. Farklı demografik yapılar, yasalar veya tüketim alışkanlıkları gibi nedenlerden dolayı ülkeler arası karşılaştırma yapmanın zor olduğunu düşünüyoruz. Bu konuda BİM'in son yıllarda yeni ülke ve format gibi alanlara yatırım yapmasını bir gösterge olarak görüyoruz. Her ne kadar şirket yönetimi Türkiye'nin mağaza sayısı açısından doygunluğa ulaşmadığını düşünse de biz, değerlememizi yavaşlama üstünde kurduk. Modelimizde BİM'in satış büyüme oranının reel GSYİH'nin altına düşeceğini varsayıyoruz. Bu yaklaşımla İnternet'ten gelebilecek riskleri de hesaba katıyoruz.

**Yakın gelecekte olumlu ticari ortam devam edecek.** BİM'in mevcut ortamda ideal olarak konumlandığını düşünüyoruz. Zayıf ekonomik büyüme, işsizliğin artması ve küresel olarak yükselen gıda fiyatları hane halkının bütçesi üzerinde baskı oluşturuyor. Böyle dönemlerde tüketiciler uygun fiyatlarıyla indirim marketlerini tercih edebiliyor. Ayrıca son yıllarda gıdanın hane halkı tüketimi içindeki payının arttığını gözlemliyoruz. Son olarak %22'lik asgari ücret zammının kısa dönem maliyet baskısından sonra indirim marketlerin satışlarını olumlu etkileyeceğini düşünüyoruz.

**Doğru iş modeli, doğru zamanlama.** Yüksek kalite ve düşük risk profiliyle BİM'in dalgalı piyasalarda cazip bir yatırım olduğunu düşünüyoruz. Hesaplamalarımızda kullandığımız %7 hisse piyasası primi ve uzun vadede büyüme yavaşlaması gibi muhafazakâr varsayımlarla bile BİM için yaklaşık %35 potansiyel artış öngörülüyor. Hisse şu anda 2021 net kâr tahminimize göre 15.5 F/K oranında ve 3 yıllık ortalamasına göre %15 iskonto ile işlem görüyor.

2020 performansına göreceli olarak 2021 yılı ilk yarının zayıf görünmesi, asgari ücret artışı kaynaklı maliyet artışı, yasal düzenlemeler ve kısa vadede hisseye ilgiyi artıracak haberlerin yoksunluğu 12 ay vadeli hedef fiyatımızın riskleri olarak görülebilir. Öte yandan, pandemi koşullarının devam etmesi ve marj baskılarının geçici olması bu riskleri dengeliyor. BİM'in sağlam bilançosu, kendini ispatlamış iş modeli ve istikrarlı gelir yaratımıyla dalgalı piyasalarda pozitif ayrışmasını bekleyebiliriz.

BIMAS	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
Net Kar (TL mn)	1,250	1,225	2,607	2,700	3,516	4,507
Konsensus Tahmin (TL mn)	1,250	1,225	2,607	2,657	3,157	3,977
Net Satışlar (TL mn)	32,323	40,212	55,495	69,150	90,295	112,535
VAFÖK (TL mn)	1,879	3,149	5,067	5,595	6,962	8,688
Net Borç/VAFÖK (x)	-0.76	-0.51	0.83	0.46	0.87	0.81

Kaynak: Şirket verileri, INFO Araştırma tahminleri

## AL

Fiyat: TL68.95

Hedef Fiyat: TL93.00

### Şirket Bilgileri

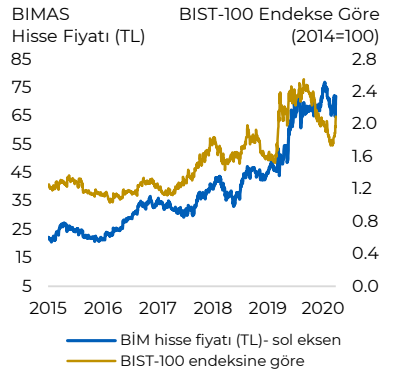
Hisse Kodu	BIMAS
Hisse Öneri	AL
Hedef Fiyat (TL)	93.00
Hedef Getiri	35%
Hisse Fiyatı (TL)	68.95
52 hafta fiyat aralığı	48.7 -69.0
Hisse Adedi (mn)	607
HAO	72%
Piyasa Değeri (TL mn)	41,866
Piyasa Değeri (USD mn)	5,144
Firma Değeri (TL mn)	48,160
Firma Değeri (USD mn)	6,491
Net Borç (USD mn)	312
3A OIH (USD mn)	36
3A OIH/HA Piyasa Değ. (%)	1.0%
2020 Temettü Verimi (%)	2.6%

### Değerleme Çarpanları

	2020	21E	22E	23E
F/K (x)	16.1	15.5	11.9	9.3
FD/VAFÖK (x)	9.5	8.6	6.9	5.5
FD/Net Satışlar (x)	0.9	0.7	0.5	0.4
Temettü Verimi (%)	3.8	3.3	4.4	5.6

Kaynak: INFO Araştırma tahminleri

### Fiyat Performansı



### INFO Araştırma Ekibi

Araştırma: +90 (212) 700-3769  
research@infoyatirim.com.tr

Kurumsal Satış: +90 (212) 700-3770  
cenkerdal@infoyatirim.com.tr

Lütfen raporun sonunda yer alan uyarı notunu okuyunuz.

**Finansal Özet**

<b>Gelir Tablosu</b>					<b>Finansal Analiz</b>				
(TL mn)	2020	2021E	2022E	2023E		2020	2021E	2022E	2023E
Net Satışlar	55,495	69,150	90,295	112,535	<b>Büyüme (%)</b>				
Satışların Maliyeti	-45,374	-56,986	-74,764	-93,179	Net Satışlar	38.0	24.6	30.6	24.6
Brüt Kar/Zarar	10,121	12,164	15,531	19,356	Esas Faaliyet Kar/Zararı	78.9	12.9	25.3	25.5
Faaliyet Giderleri	-6,424	-7,991	-10,302	-12,794	VAFÖK	60.9	10.4	24.4	24.8
Esas Faaliyet Kar/Zarar	3,697	4,173	5,228	6,562	Net Kar/Zarar	112.8	3.6	30.2	28.2
Diğer Faaliyetlerden Gelir/Giderler	89	111	145	181	<b>Marjlar (%)</b>				
Faaliyet Kar/Zararı	3,786	4,285	5,374	6,743	Brüt Kar Marjı	18.2	17.6	17.2	17.2
Finansman Giderleri	-568	-929	-957	-1,088	VAFÖK Marjı	9.1	8.1	7.7	7.7
Faiz Giderleri	0	0	0	0	Esas Faaliyet Kar Marjı	6.7	6.0	5.8	5.8
Diğer Finansman Giderleri	-708	-942	-965	-1,098	Net Kar Marjı	4.7	3.9	3.9	4.0
Diğer Gelirler	134	244	149	198	<b>Verimlilik</b>				
Vergi Öncesi Kar/Zarar	3,352	3,600	4,566	5,853	Alacak Devir Hızı (gün)	13	13	13	12
Dönem Vergi Gideri	-745	-900	-1,050	-1,346	Stok Devir Hızı (gün)	27	26	25	25
Sürdürülen Faaliyetlerden Kar/Zarar	2,607	2,700	3,516	4,507	Ticari Borç Devir Hızı (gün)	60	59	59	59
Net Kar/Zarar	2,607	2,700	3,516	4,507	Faaliyet Giderleri/Net Satışlar (%)	11.6	11.6	11.4	11.4
VAFÖK	5,067	5,595	6,962	8,688	<b>Karlılık</b>				
<b>Bilanço</b>					Aktif Karlılığı (%)	11.1	10.9	11.1	11.4
(TL mn)	2020	2021E	2022E	2023E	Özkaynak Karlılığı (%)	36.3	41.3	43.1	44.2
Dönen Varlıklar	11,136	9,906	13,193	16,536	Yatırılan Sermaye Getirisi (%)	30.3	27.4	29.2	29.8
Nakit ve Finansal Yatırımlar	3,776	2,853	4,163	5,436	<b>Kaldıraç</b>				
Ticari Alacaklar	2,629	2,368	3,092	3,700	Varlıklar/Özsermaye (x)	3.27	3.79	3.89	3.87
Stoklar	4,228	4,059	5,121	6,382	Net Borç/Özsermaye (x)	0.32	0.75	0.69	0.66
Diğer Dönen Varlıklar	502	626	817	1,018	Net Borç/VAFÖK (x)	0.46	0.87	0.81	0.77
Duran Varlıklar	12,294	14,853	18,521	22,964	<b>Seçilmiş Operasyonel Göstergeler</b>				
Maddi Duran Varlıklar	11,630	14,024	17,438	21,610		2020	2021E	2022E	2023E
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	43	55	73	94	Aynı Mağaza Satış (mağaza başı günlük TL)	18,902	22,773	26,231	29,720
Ticari Alacaklar	10	12	16	20	yıllık değişim	28%	20%	15%	13%
Diğer Duran Varlıklar	612	762	995	1,240	Aynı Mağaza Sepet Hacmi (TL)	31.5	35.5	39.7	44.9
Toplam Varlıklar	23,430	24,759	31,714	39,500	yıllık değişim	4.2%	13%	12%	13%
Kısa Vadeli Yükümlülükler	11,021	11,547	15,026	18,676	Aynı Mağaza Trafik (mağaza başı günlük)	601	642	661	661
Finansal Yükümlülükler	1,378	1,706	2,120	2,590	yıllık değişim	-9%	7%	3%	0%
Ticari Borçlar	9,138	9,211	12,085	15,062	Mağaza Sayısı*	8,530	9,535	10,489	11,433
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	505	629	821	1,024	yıllık değişim	13%	13%	12%	11%
Uzun Vadeli Yükümlülükler	5,234	6,676	8,527	10,617	<i>* File dahil</i>				
Finansal Yükümlülükler	4,716	6,031	7,684	9,566	<b>Makroekonomik Tahminler</b>				
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	518	646	843	1,051		2020	2021E	2022E	2023E
Özkaynaklar	7,176	6,536	8,162	10,208	GSYİH reel büyüme oranı (yıllık)	1.8%	4.0%	3.0%	3.0%
Ödenmiş Sermaye	607	607	607	607	TÜFE (yıl sonu)	14.6%	13.5%	11.0%	10.0%
Geri Alınmış Paylar	-375	-375	-375	-375	Ortalama USDTL	7.75	8.53	9.38	9.85
Geçmiş Yıl Kar/zararları	4,008	3,369	4,995	7,040	Dönem Sonu USDTL	8.16	8.98	9.88	10.37
Yedek Akçeler	2,935	2,935	2,935	2,935					
Toplam Yükümlülükler	23,430	24,759	31,714	39,500					
<b>Nakit Akış Tablosu</b>									
(TL mn)	2020	2021E	2022E	2023E					
Düzeltilme Öncesi Kar	2,607	2,700	3,516	4,507					
Amortisman ve İtfa Payları	1,370	1,422	1,733	2,126					
Diğer Düzeltmeler	444	1,067	1,158	1,302					
İşletme Sermayesindeki Değişiklikler	323	503	1,089	1,109					
Esas Faaliyet İlgili Oluşan Nakit	4,744	5,692	7,496	9,043					
Yatırım Faaliyetlerinden Kaynaklanan Nakit	-2,974	-1,893	-2,490	-3,058					
İşletme Yatırımları	-1,281	-1,742	-2,257	-2,813					
Diğer İşletme Yatırımları	-1,693	-150	-233	-245					
Finansman Faaliyetlerinden Kaynaklanan Nakit	-1,822	-4,723	-3,696	-4,712					
Mali Borçlardaki Değişim	84	0	0	0					
Sermaye Artırımı	0	0	0	0					
Temettü Ödemeleri	-304	-3,340	-1,890	-2,461					
Diğer Finansman Faaliyetlerinden Nakit	-1,603	-1,383	-1,806	-2,251					

## BİM İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) Değerlemesi

TL mn	2020A	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
Net Satışlar	55,495	69,150	90,295	112,535	135,125	159,186	185,427	213,975	244,589	276,920	310,511
yıllık değişim	38%	25%	31%	25%	20%	18%	16%	15%	14%	13%	12%
VAFÖK	5,067	5,595	6,962	8,688	10,445	12,321	14,741	18,102	21,940	24,867	28,225
<i>VAFÖK Marjı</i>	9.1%	8.1%	7.7%	7.7%	7.7%	7.7%	7.9%	8.5%	9.0%	9.0%	9.1%
Net Kar	2,607	2,700	3,516	4,507	5,613	6,465	7,825	9,835	11,920	13,189	14,710
<i>Net Kar Marjı</i>	4.7%	3.9%	3.9%	4.0%	4.2%	4.1%	4.2%	4.6%	4.9%	4.8%	4.7%
Amortisman Giderleri	1,370	1,422	1,733	2,126	2,638	3,263	3,706	4,228	5,086	6,059	7,096
Yatırım Giderleri	-1,281	-1,742	-2,257	-2,813	-3,378	-3,820	-3,709	-4,066	-3,913	-3,323	-3,416
<i>Yatırım Giderleri/Net Satışlar</i>	2.3%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%	2.4%	2.0%	1.9%	1.6%	1.2%	1.1%
İşletme Sermayesindeki Değişim	323	503	1,089	1,109	1,001	1,066	1,128	1,160	1,222	1,396	1,422
Finansal Lease Düzeltmesi	-894	-441	-841	-1,153	-1,620	-1,850	-2,048	-2,195	-2,268	-2,229	-2,042
Serbest Nakit Akımı	2,209	2,441	3,239	3,775	4,254	5,123	6,902	8,961	12,047	15,092	17,770
İskonto Faktörü		0.87	0.72	0.59	0.49	0.40	0.33	0.28	0.23	0.19	0.15
İNA (tahmin aralığı için)	23,932	2,125	2,327	2,239	2,082	2,070	2,302	2,467	2,737	2,831	2,751
İNA (uç değer)	32,533										
Hedef Piyasa Değeri (TL mn)	56,465										
<b>Hedef Hisse Fiyatı (TL)</b>	<b>93.0</b>										
Hedef Getiri	35%										

### Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM)

Risksiz Getiri Oranı	18.0%
Beta	0.45
Risk Primi	7.0%
Özkaynak Maliyeti	21.2%
Borçlanma Maliyeti	14.6%
Sermayelendirme Oranı	20.0%
<b>Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti</b>	<b>19.8%</b>
Uç Büyüme Oranı	11.7%
Piyasa Değeri	41,866
+Net Borç	2,317
+Azınlık Payları	0
-İştirakler	523
<b>Firma Değeri (FD)</b>	<b>43,572</b>

Kaynak: Şirket verileri, INFO Araştırma tahminleri

## BİM Karşılaştırmalı Değerleme

Company Name	Country	PD (USD mn)	F/K		FD/VAFÖK		FD/Net Satışlar			Temettü Verimi	
			2021E	2022E	2021E	2022E	2021E	2022E	2021E	2022E	
Walmart Mexico	Meksika	55,373	26.0	23.1	14.0	12.9	1.5	1.4	0	2.5%	1.4%
Jeronimo Martins	Polonya	10,694	21.3	19.1	7.3	6.8	0.5	0.5	0	2.4%	0.5%
Pick n Pay	G. Afrika	1,848	21.6	17.3	6.8	6.2	0.4	0.4	0	5.3%	0.4%
Magnit	Rusya	6,805	14.3	12.8	5.1	4.7	0.6	0.6	0	10.5%	0.6%
X5 Retail	Rusya	8,390	12.8	11.3	3.8	3.5	0.5	0.4	0	8.6%	0.4%
Migros	Türkiye	838	28.5	12.8	3.9	3.5	0.3	0.3	0	0.0%	0.3%
Sok Marketler	Türkiye	978	24.1	16.5	3.8	3.2	0.4	0.3	0	1.9%	0.3%
<b>Median</b>			<b>21.6</b>	<b>16.5</b>	<b>5.1</b>	<b>4.7</b>	<b>0.5</b>	<b>0.4</b>	<b>0</b>	<b>2.5%</b>	<b>0.4%</b>
BİM	Türkiye	5,144	15.5	11.9	7.8	6.3	0.5	0.4	0	4.5%	5.9%
<b>BİM Prim/İskonto</b>											
Türkiye Perakendeciler			-41%	-19%	102%	87%	45%	39%		3.7x	20.1x
GOU Perakendeciler			-27%	-31%	14%	1%	-11%	-24%		-15%	10.5x

Kaynak: EquityRT, INFO Araştırma Tahminleri

## Hisse Senedi Fiyat Performansı

	Yerel Para Cinsinden Getiri (%)				Ana Endekse Göre Getiri (%)*			
	YBB	1A	3A	12A	YBB	1A	3A	12A
Walmart Mexico	14.2	-1.0	5.0	17.0	22.1	-4.3	15.5	-4.1
Jeronimo Martins	3.4	6.2	-3.3	-4.3	0.2	7.2	-5.5	-1.0
Pick n Pay	8.7	7.4	9.0	-5.6	-0.8	6.8	4.0	-13.1
Magnit	-5.3	1.1	-6.1	68.6	-11.8	-0.3	-12.5	-2.6
X5 Retail	-14.5	-9.4	-17.9	9.3	-20.2	-10.7	-23.5	-36.9
Migros	-12.0	-6.5	-14.8	56.9	-6.7	4.4	-6.0	8.6
Sok Marketler	3.1	3.2	-8.4	43.6	9.3	15.3	1.0	-0.6
BİM	-6.2	-2.0	-9.5	38.4	-0.6	9.5	-0.2	-4.2

Source: EquityRT, INFO RESEARCH estimates

\*İşlem gördükleri borsa endekslerine göre

## Uyarı Notu

Bu raporda yer alan her türlü bilgi, değerlendirme, yorum, istatistiki şekil ve bilgiler hazırlandığı tarih itibari ile mevcut piyasa koşulları ve güvenilirliğine inanılan kaynaklardan elde edilerek derlenmiştir ve Info Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından genel bilgilendirme amacı ile hazırlanmıştır. Sunulan bilgilerin doğruluğu ve bunların yatırım kararlarına uygunluğu tarafımızca garanti edilmemektedir. Bu bilgiler belli bir getirinin sağlanmasına yönelik olarak verilmemekte olup alım satım kararını destekleyebilecek yeterli bilgiler burada bulunmayabilir. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Herhangi bir yatırım aracının alım-satım önerisi ya da getiri vaadi olarak yorumlanmamalıdır. Bu görüşler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Bu nedenle bu sayfalarda yer alan bilgilerdeki hatalardan, eksikliklerden ya da bu bilgilere dayanılarak yapılan işlemlerden, yorum ve bilgilerin kullanılmasından doğacak her türlü maddi/manevi zararlardan ve her ne şekilde olursa olsun üçüncü kişilerin uğrayabileceği her türlü doğrudan ve/veya dolaylı zararlardan dolayı Info Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ile bağlı kuruluşları, çalışanları, yöneticileri ve ortakları sorumlu tutulamaz. Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir.

### INFO Yatırım Araştırma Ekibi

Oytun Altaşlı Widmer– Araştırma Direktörü

Ercan Uysal– YK Danışmanı

Bartu Çolak– Yardımcı Uzman Analist

Kutay Ağırbaş– Yardımcı Uzman Analist