03 Ocak 2019 | Hisse Araştırma
Perakende

Bim

Güncelleme

Riskler ve destek unsurları altında, sınırlı yükseliş potansiyeli

Türkiye'de yüksek indirimli gıda perakendeciliği kanalında, satış ve pazar payı bakımından lider konumda bulunan Bim, hem mağaza genişlemesi hem de enflasyonun yüksek seyrine bağlı olarak, 2018 yılında güçlü performans kaydetti. i) Şirket yönetiminin ürün çeşitlendirmesini artıran aksiyonlar alması ii) olumlu talep koşulları iii) yeni mağaza açılışları iv) L-f-L satış büyümesi v) yüksek enflasyon ve fiyat artışları sonrası gerçekleşen marj iyileşmesi karlılıktaki büyümeyi destekleyen ana unsurlar olarak ön plana çıktı. Şirketi net işletme sermayesi tarafındaki güçlü pozisyonu ve finansal tarafta borç pozisyonunun olmaması nedeniyle kur ve faiz riskine maruz kalmayışı nedenleriyle beğeniyoruz. Bunların yanı sıra, yeni mağaza açılışlarına devam etme hedefi, mağaza trafiğindeki olumlu seyrin devam edeceği yönündeki beklentimiz ve "FİLE" mağaza formatında genişleme stratejisi beğenimizin arkasındaki diğer nedenler arasında sıralanabilir. Ancak, olumlu beklentilerin hissede büyük ölçüde fiyatlandığını düşünüyor ve değerlemeler itibariyle mevcut seviyelerin cazip yükseliş potansiyeli sunmadığı sonucuna ulaşıyoruz. Şirket hisselerine yönelik tahminlerimizde yaptığımız revizyonlar sonrası 92,00 TL seviyesindeki 12 aylık hedef fiyatımızı 96,90 TL'ye yükseltirken, 'AL' olan tavsiyemizi ise 'TUT'a çekiyoruz.

- ✓ **Pozitifler büyük ölçüde fiyatlandı.** Mevcut durumda Bim hissesi tahminlerimize dayalı 12-aylık ileriye dönük FD/FAVÖK ve F/K çarpanları itibariyle 5-yıllık tarihsel ortalamasına göre sırasıyla %28,4 ve %20,7 oranlarında primli işlem görüyor. 2018'de sergilediği güçlü performansın etkisiyle BIST100 endeksine göre %35,3 oranında pozitif ayrışmasını da göz önünde bulundurarak, kısa vadeli olumlu beklentilerin büyük ölçüde fiyatlandığını düşünüyoruz. Bunun yanı sıra, asgari ücret artışının etkisi ve 2019 gıda enflasyonunda beklediğimiz aşağı yönlü eğilim nedeniyle, ciro büyümesinde yavaşlama ve operasyonel kar marjlarında normalleşme bekliyoruz.

- ✓ **Asgari ücret artışı öne çıkan risk unsurları arasında yer alıyor.** Hükümetin %26,05'lik asgari ücret artışı, personel sayısının yüksek olduğu gıda perakendecileri açısından operasyonel marjları baskılayacak unsurlar arasında yer alıyor. Bim'in personel giderlerinin operasyonel giderler içerisindeki payı 9A18 yılı iyibariyle %49,4 olup, net satışlar içerisindeki payı da %6,5 seviyesindedir. Personel giderlerinin önemli ağırlıkta olması nedeniyle ücretlerde yapılan artışın (%26,05) operasyonel kar marjları üzerinde baskı yaratabileceğini düşünüyoruz. Ancak, öngördüğümüz potansiyel baskının, gerek hükümetin tekrar başlatacağı asgari ücret teşvikinin desteği, gerekse de maliyet tarafında alınacak önlemler ve ürün fiyatlarında yapılacak ayarlamalarla ulaşılabilecek daha yüksek brüt kar marjı ile sınırlandırılabileceği görüşündeyiz.

TUT

Hisse Fiyatı: 84,55 TL
Hedef Fiyat : 96,90 TL

Getiri Potansiyeli: %15

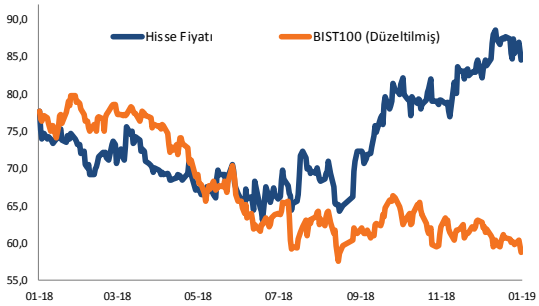
Özet Veriler

Hisse Kodu	BIMAS
Cari Fiyat (TL)	84,55
52H En Yüksek (TL)	90,05
52H En Düşük (TL)	61,92
Piyasa Değeri (mn TL)	26.413
Piyasa Değeri (mn USD)	4.995
Halka Açıklık Oranı (%)	73,94
Konsensus HF (TL)	86,62
Konsensus Tavsiye	%47 A / %40 T / %13 S
3A Hacim (mn USD)	16,0
HLY HBK (2018T)	3,8
Konsensus HBK (2018T)	3,9

Tahminler ve Rasyolar	2018T	2019T	2020T	2021T
Satış Gelirleri (mn TL)	31.937	38.193	45.395	52.651
FAVÖK (mn TL)	1.784	1.978	2.369	2.672
Net Kar (mn TL)	1.156	1.274	1.530	1.712
F/K (x)	22,21	20,15	16,78	14,99
FD/Net Satış (x)	0,77	0,64	0,54	0,47
FD/FAVÖK (x)	13,76	12,41	10,36	9,19

Kaynak: HLY Araştırma Tahmin

Hisse Performansı



Analist: İlknur TURHAN
iturhan@halkyatirim.com.tr
İstanbul: +902123148185

Finansallar & Tahminler

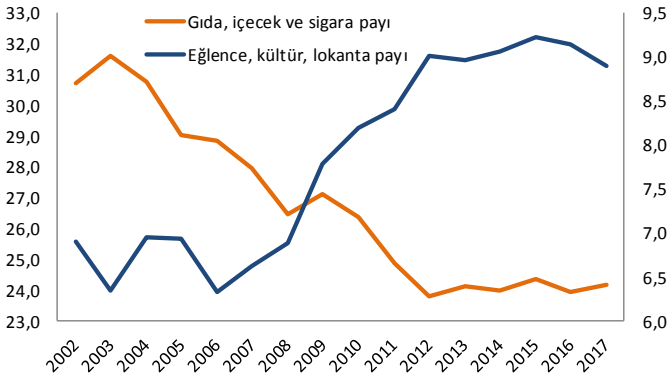
Asgari ücret artışının olası etkileri;

i) Asgari ücret artışının kar marjlarında yaratacağı potansiyel negatif etki. Hükümetin %26,05'lik asgari ücret artışının, personel sayısının yüksek olduğu emek yoğun sektör olan gıda perakendecileri açısından önemli bir risk unsuru olduğunu düşünüyoruz. Söz konusu artış nedeniyle operasyonel giderlerde yaşanacak artışların kar marjları üzerinde baskı yaratmasını bekliyoruz. Ancak, hükümetin tekrar başlatacağı asgari ücret teşviki maliyetler üzerindeki baskıyı bir miktar hafifletecektir. Bim özelinde, personel giderlerindeki artışın ağırlıklı etkisiyle 2019'da operasyonel giderlerin net satışlara oranında yıllık bazda 35 baz puanlık artış beklerken, FAVÖK marjında yıllık bazda 40 baz puanlık sınırlı oranda kötüleşme olacağını düşünüyoruz.

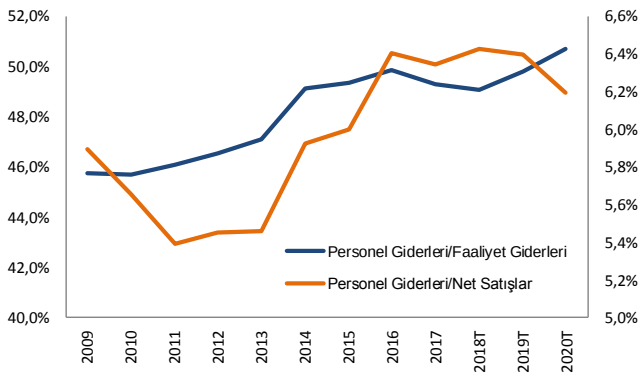
ii) Asgari ücret artışının tüketimi destekleyici etkisi. Diğer yandan, asgari ücret artışının harcanabilir gelir düzeyinde yarattığı artışın tüketimi destekleyici etkide bulunacağını da düşünüyoruz. Her ne kadar son yıllarda hanehalkı tüketim harcamaları içinde gıda, içecek ve sigaraya ayrılan pay hafif düşüş eğiliminde olsa da (2009-2018 döneminde gıda, içecek ve sigaranın payı %27'den %24 seviyelerine geriliyor), hala önemli bir seviyede ve ücret artışının bu grup harcama kalemlerinde artış yaratması beklenen bir gelişme.

Şirket dinamikleri açısından kritik nokta olarak, Enflasyonla Topyekün Mücadele Programı kapsamında atılan adımlar ile gıda enflasyonunun sadece işlenmemiş değil işlenmiş taraftaki gelişimiyle de risklerin dizginlenmesi açısından destekleyici olduğunu söyleyebiliriz. 2019'a ilişkin olarak, gıda enflasyonundaki yavaşlamanın şirketin gelir büyümesi üzerinde baskı oluşturabileceğini düşünüyoruz. Gıda enflasyonundaki düşüşte hükümetin aldığı önlemlerin de etkili olduğunu düşünürken, söz konusu önlemlerin devam edip etmeyeceği, gıda enflasyonundaki düşüşün sürdürülebilirliği konusunda belirleyici unsurlardan en önemlisi olacaktır diye düşünüyoruz. Bu doğrultuda, gerek gıda enflasyonunda beklediğimiz aşağı yönlü eğilim, gerekse de asgari ücret artışının operasyonel giderler üzerinde yaratacağı baskı şirket finansalları üzerinde baskı yaratabilecek risk unsurları olarak belirirken; Bim'in bu dönemde riskin görece az olduğu özel markalı (private label) ürün portföyünün ağırlıklı olması nedeniyle korunaklı tarafta kalabileceğini düşünüyoruz. Gerek maliyet tarafında alınacak önlemler gerekse de ürün fiyatlarında yapılacak ayarlamalarla operasyonel marjlar üzerinde beklenen negatif etkinin sınırlandırılabileceği görüşündeyiz.

Grafik 1: Gıda, içecek ve sigaranın payı geriliyor



Grafik 2: Personel Giderlerinin Gelişimi



Kaynak: TÜİK, HLY Araştırma

Finansallar & Tahminler

	2018T			2019T			2020T		
BIMAS	Yeni	Eski	Değişim (%)	Yeni	Eski	Değişim (%)	Yeni	Eski	Değişim (%)
Net Satış Geliri (mn TL)	31.937	31.138	3%	38.193	35.935	6%	45.395	42.587	7%
FAVÖK (mn TL)	1.784	1.692	5%	1.978	1.930	2%	2.369	2.273	4%
FAVÖK Marjı	5,6%	5,4%	0,2%	5,2%	5,4%	-0,2%	5,2%	5,3%	-0,1%
Net Kar (mn TL)	1.156	1.032	12,0%	1.274	1.177	8%	1.530	1.399	9%

Kaynak: HLY Araştırma

Modelimizde yaptığımız güncelleme sonucu 12 aylık hedef fiyatımızı 92,00 TL'den 96,90 TL'ye yükseltirken, tavsiyemizi AL'dan TUT'a çekiyoruz.

Enflasyonun sepet büyüklüğüne katkısı doğrultusunda, L-f-L satış büyümesi ve makro tahminlerimizde yaptığımız güncellemeler sebebiyle, Bim'in 2018- 2020 dönemi için ciro tahminimizi sırasıyla %3, %6 ve %7 oranlarında artırırken, FAVÖK beklentilerimizi sırasıyla %5, %2 ve %4; net kar tahminlerimizi ise %12, %8 ve %9 oranlarında artırıyoruz.

3Ç18'de %6,6 FAVÖK marjı açıklayan şirketin, Enflasyonla Topyekün Mücadele Programı kapsamında gerçekleşen fiyat indirimlerinin de etkisiyle, FAVÖK marjının son çeyrekte çeyreksel bazda 1,9 baz puan gerilemesini bekliyoruz. Bu doğrultuda 2018'i %5,6 FAVÖK marjı ile tamamlamasını beklediğimiz Bim'in, 2019 yılında ise, asgari ücret artışı ve yüksek enflasyonun kira maliyetlerine yansıyacak olması ile, FAVÖK marjının %5,2 ile normalleşeceğini öngörüyoruz.

Değerleme & Metodoloji

Bim için, 12 aylık hedef piyasa değerine ulaşırken, İndirgenmiş Nakit Akımı Analizi yöntemini kullanıyoruz.

İndirgenmiş nakit akımları yöntemine göre yaptığımız değerleme çalışmasında risksiz faiz oranını %17,5, risk primini %5,5 ve Beta 0,35 temel alınarak %19,4 ağırlıklı ortalama sermaye maliyetine ulaşıyoruz. Sektörün büyüme dinamiklerini ve yurt içi enflasyon beklentilerimizi de göz önünde bulundurarak uç değer büyüme oranını %8,0 olarak uyguladık.

Değerlememiz sonucunda Bim için 12-aylık hedef piyasa değerimiz 29,4 milyar TL, hisse başına hedef fiyatımızı ise 96,90 TL seviyesinde belirliyoruz. Hedef fiyatımız mevcut hisse fiyatına göre %15 oranında yükseliş potansiyeli sunuyor. Bu doğrultuda, Bim hisseleri için 92,00 TL seviyesindeki hedef fiyatımızı 96,90 TL'ye yükseltiyor, 'AL' olan tavsiyemizi 'TUT' olarak revize ediyoruz.

Hisse 12,41x 19T FD/FAVÖK ve 20,15x 19T F/K ile yurt dışı benzerlerine kıyasla primli işlem görüyor

Hisse 12,41x 19T FD/FAVÖK ve 10,36x 20T FD/FAVÖK rakamlarıyla global benzerlerine kıyasla sırasıyla %80,1 ve %59,9, 20,15x 19T F/K ve 16,78x 20T F/K değeri ile global benzerlerine kıyasla sırasıyla %40,7 ve %19,8 primli işlem görüyor.

Enflasyonun tahminlerimizin altında gerçekleşmesi, "FİLE" ve yurt dışı operasyonlarda iyileşmenin gecikmesi ve sektördeki rekabetin daha da artması tahminlerimize yönelik risklerin başında gelirken; müşteri trafiğinde sürdürülebilir iyileşme, enflasyonun tahminlerimizin üzerinde gerçekleşmesi, L-f-L satış büyümesi ve mağaza genişlemesinde beklentimizin üzerinde artış, yurt içinde olası satın almalar tahminlerimize yönelik yukarı yönlü riskler arasında yer alıyor.

Tablo 1 : Değerleme Özeti

Değerleme Özeti - BIMAS			
	12-aylık hedef değeri	Ağırlık	Ağırlıklı Değer
İNA	29.419	100%	29.419
12-aylık Hedef Piyasa Değeri			**29.419**
Ödenmiş Sermaye			**304**
12-aylık Hedef Fiyat			**96,90**
Cari Hisse Fiyatı			**84,55**
Prim potansiyeli			**14,6%**

İNA Değerleme

İNA Değerleme - BIMAS	2018T	2019T	2020T	2021T	2022T	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T
Net Satış (mn TL)	31.937	38.193	45.395	52.651	60.589	69.842	79.739	90.362	101.982	114.602
Büyüme (y/y)	28,9	19,6	18,9	16,0	15,1	15,3	14,2	13,3	12,9	12,4
Brüt Kar (mn TL)	5.624	6.700	7.931	9.124	10.412	12.102	13.643	15.327	17.147	19.098
Brüt Kar Marjı (%)	17,6	17,5	17,5	17,3	17,2	17,3	17,1	17,0	16,8	16,7
Faaliyet Gideleri (mn TL)	4.182	5.126	6.040	7.010	7.965	9.243	10.390	11.690	13.121	14.605
Faaliyet gid./Net Satış (%)	13,1	13,4	13,3	13,3	13,1	13,2	13,0	12,9	12,9	12,7
FVÖK (mn TL)	1.442	1.574	1.891	2.114	2.447	2.858	3.252	3.638	4.026	4.494
FVÖK Marjı (%)	4,5	4,1	4,2	4,0	4,0	4,1	4,1	4,0	3,9	3,9
Amortisman (mn TL)	341	404	478	558	640	738	843	955	1.078	1.211
FAVÖK (mn TL)	1.784	1.978	2.369	2.672	3.087	3.596	4.095	4.593	5.104	5.705
FAVÖK Marjı (%)	5,6	5,2	5,2	5,1	5,1	5,1	5,1	5,1	5,0	5,0
(-) Vergi (mn TL)	288	315	378	423	489	572	650	728	805	899
(-) İşletme Sermayesi Değ. (mn TL)	-156	-273	-323	-342	-386	-441	-508	-556	-623	-693
(-) Yatırım Harcamaları (mn TL)	750	761	833	869	927	984	988	1.021	1.065	1.100
Yatırım Harcamaları / Net Satış (%)	2,3	2,0	1,8	1,7	1,5	1,4	1,2	1,1	1,0	1,0
Serbest Nakit Akımları (mn TL)	901	1.175	1.481	1.723	2.057	2.482	2.965	3.400	3.856	4.399
AOSM (%)	19,4	19,4	18,9	18,4	17,9	17,4	16,9	16,9	16,9	15,9

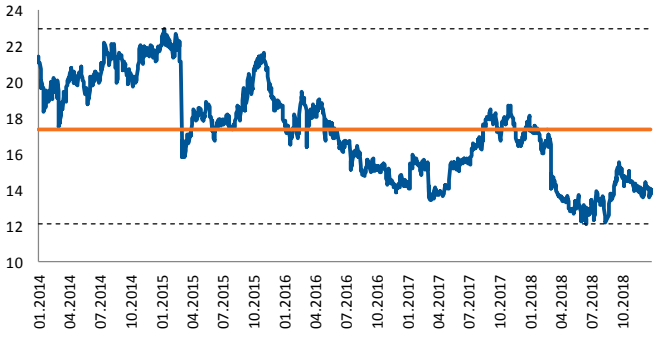
Uç değer büyüme oranı (%)	8,0
FD (mn TL)	22.132
(-) Net Borç (mn TL)	-1.123
(-) Azınlık Payları (mn TL)	0
(+) Diğer (mn TL)	310
Sermaye Maliyeti (TL mn)	19,4
12-aylık Hedef Piyasa Değeri (TL)	29.419
12-aylık Hedef Fiyat (TL)	**96,90**
Hisse Kapanış Fiyatı (TL)	84,55
Yükseliş Potansiyeli (%)	**14,6**

Kaynak: HLY Araştırma Tahmin

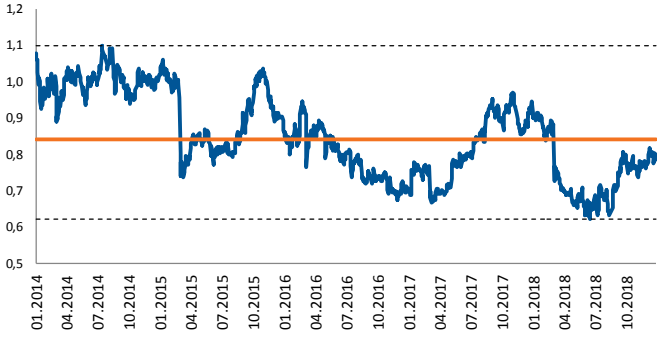
Tablo 3 : Duyarlılık Analizi (12-aylık Hedef Fiyat)

Sonsuz Büyüme Oranı	Risksiz Faiz Oranı				
	16,5%	17,0%	**17,5%**	18,0%	18,5%
7,0%	90,80	90,56	90,33	90,10	89,87
7,5%	93,92	93,67	93,42	93,18	92,94
8,0%	97,43	97,16	**96,90**	96,64	96,39
8,5%	101,41	101,13	100,85	100,58	100,30
9,0%	105,97	105,67	105,37	105,08	104,79

Bim: 1 yıl ileri tarihli FD/FAVÖK rasyosu



Bim: 1 yıl ileri tarihli FD/Satış rasyosu



Kaynak: HLY Araştırma Tahmin

Benzer Şirket Karşılaştırması

Tablo 4 : Küresel Ölçekte Benzer Şirketler

Global Benzer Şirketler		FD/FAVÖK (x)			F/K (x)			FD/Satış (x)		
Şirket	Piyasa Değeri (mn $)	2018T	2019T	2020T	2018T	2019T	2020T	2018T	2019T	2020T
Carrefour SA	13.496	7,38	6,84	6,32	15,60	13,25	11,55	0,33	0,32	0,31
Metro AG	5.556	4,68	4,52	4,41	13,38	12,33	11,46	0,20	0,20	0,19
X5 Retail - Gdr	6.729	6,28	5,51	5,00	13,74	10,94	9,60	0,44	0,38	0,34
Jeronimo Martins	7.463	7,24	6,78	6,32	15,82	14,50	13,26	0,41	0,39	0,36
Axfood AB	3.552	11,31	11,12	10,91	20,34	20,21	19,94	0,66	0,64	0,62
Distribuidora In	329	4,10	3,86	3,65	4,56	4,37	3,41	0,19	0,19	0,18
Tesco PLC	23.750	7,69	6,58	5,93	16,05	13,60	11,36	0,39	0,35	0,34
WM Morrison Sup	6.442	6,99	6,65	6,32	16,26	16,29	14,98	0,35	0,34	0,33
Almacenes Exito	1.710	6,93	6,22	5,69	16,58	11,09	8,83	0,41	0,37	0,34
Casino Guichard	4.573	8,49	8,03	7,48	13,47	11,52	10,16	0,43	0,41	0,40
Koninklijke Ahold	29.969	6,89	6,65	6,54	14,70	13,54	12,98	0,47	0,46	0,45
Cencosud SA	5.190	9,22	8,90	8,73	16,96	13,33	14,33	0,66	0,65	0,65
Walmart Inc	270.625	9,80	10,00	10,05	20,96	19,26	19,76	0,65	0,63	0,62
Colruyt NV	10.247	12,44	11,62	11,41	25,95	23,33	23,06	0,96	0,94	0,91
ICA Gruppen AB	7.109	10,26	9,85	9,68	17,37	17,22	16,90	0,56	0,55	0,54
Lenta Ltd	1.503	5,49	5,14	4,84	7,43	6,65	5,92	0,50	0,46	0,43
Magnit PAO	5.129	4,94	4,44	3,91	9,99	9,05	8,18	0,37	0,34	0,30
Pick N Pay Store	2.331	11,12	10,21	9,10	19,59	21,05	18,19	0,41	0,39	0,37
Sainsbury PLC	7.443	4,07	3,99	3,87	12,41	12,89	12,55	0,20	0,20	0,19
Wal Mart de Mex	44.426	14,01	12,84	11,84	24,58	22,69	20,77	1,38	1,27	1,18
Shoprite	7.837	10,48	10,38	9,33	16,13	17,35	15,74	0,76	0,74	0,68
Eurocash SA	652	7,90	6,51	6,11	21,55	15,32	12,96	0,13	0,12	0,12
Sonae SA	1.858	12,67	10,98	10,24	7,58	7,57	7,17	0,76	0,72	0,68
Migros*	510	5,47	4,72	4,19	a.d.	a.d.	22,65	0,31	0,26	0,24
Bizim Toptan	77	2,36	2,30	2,02	21,07	16,24	13,61	0,07	0,06	0,06
Sok Marketler	1.244	10,08	7,59	5,97	41,29	40,09	17,63	0,54	0,40	0,32
Global Medyan		**7,54**	**6,72**	**6,32**	**16,13**	**13,60**	**13,12**	**0,42**	**0,39**	**0,35**
Global Ortalama		**8,01**	**7,39**	**6,92**	**16,93**	**15,35**	**13,73**	**0,48**	**0,45**	**0,43**
Türkiye Medyan		**5,47**	**4,72**	**4,19**	**31,18**	**28,16**	**17,63**	**0,31**	**0,26**	**0,24**
Türkiye Ortalama		**5,97**	**4,87**	**4,06**	**31,18**	**28,16**	**17,96**	**0,31**	**0,24**	**0,20**
Bim*	4.995	**13,76**	**12,41**	**10,36**	**22,21**	**20,15**	**16,78**	**0,77**	**0,64**	**0,54**
Global Prim / İskonto		*86,4%*	*80,1%*	*59,9%*	*37,5%*	*40,7%*	*19,8%*	*89,7%*	*64,1%*	*49,8%*
Türkiye Prim / İskonto		*156,8%*	*156,4%*	*141,2%*	*-28,8%*	*-32,1%*	*-10,8%*	*157,5%*	*145,6%*	*121,2%*

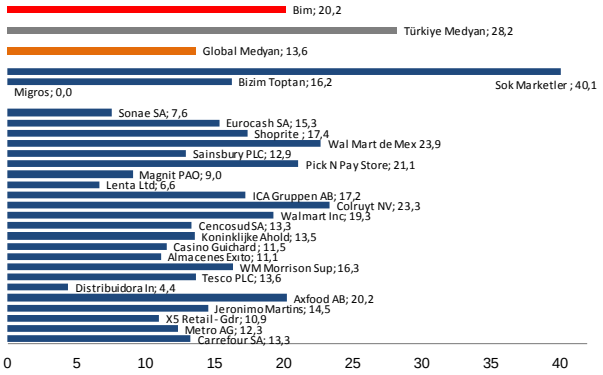
*Kaynak: Reuters, * Halk yatırım Araştırma Tahmini*
**02.01.2019 itibariyle*

Bim'i küresel ölçekte gıda perakendeci şirketleri ile karşılaştırdığımızda, tahminlerimize göre şirket 12,41x olan 2019T FD/FAVÖK çarpanına göre %80,1, 10,36x olan 2020T FD/FAVÖK çarpanına göre ise %59,9 primli işlem görmektedir.

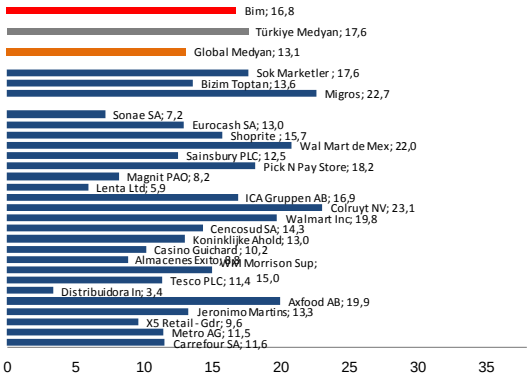
Şirket 20,15x olan 2019T F/K çarpanına göre %40,7, 16,78x olan 2020T F/K çarpanına göre %19,8; 0,64x olan 2019T FD/Satış çarpanına göre %64,1, 0,54x olan 2020T FD/Satış çarpanına göre %49,8 primli işlem görmektedir.

Benzer Şirket Karşılaştırması

Grafik 1: F/K 19T

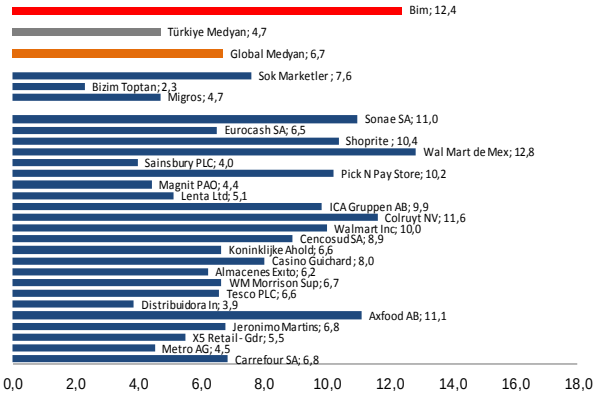


Grafik 2: F/K 20T

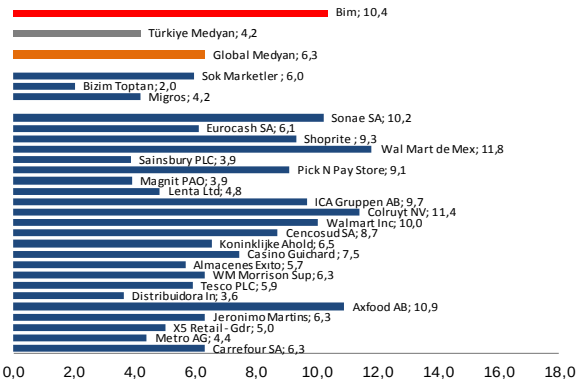


Kaynak: Reuters, HLY Araştırma

Grafik 3: FD/FAVÖK 19T

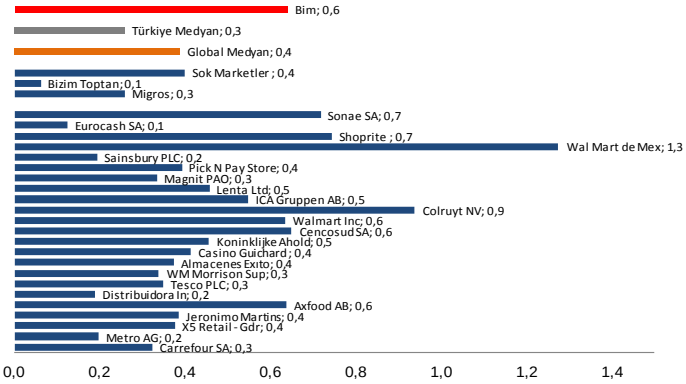


Grafik 4: FD/FAVÖK 20T

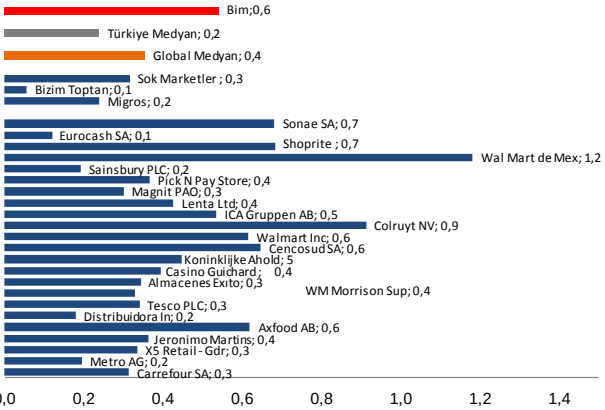


Kaynak: Reuters, HLY Araştırma

Grafik 5: FD/Satışlar 19T



Grafik 6: FD/Satışlar 20T



Kaynak: Reuters, HLY Araştırma

Finansallar & Tahminler

Gelir Tablosu (mn TL) - BIMAS	2014	2015	2016	2017	2018T	2019T	2020T	2021T
Net Satış	14.463	17.428	20.072	24.779	31.937	38.193	45.395	52.651
Satışların Maliyeti	-12.237	-14.612	-16.709	-20.554	-26.313	-31.493	-37.464	-43.527
Brüt Kar	2.226	2.816	3.363	4.225	5.624	6.700	7.931	9.124
Faaliyet Giderleri	-1.744	-2.120	-2.580	-3.186	-4.182	-5.126	-6.040	-7.010
FAVÖK	619	865	997	1.296	1.784	1.978	2.369	2.672
Amortisman	137	168	214	257	341	404	478	558
FVÖK	482	697	783	1.039	1.442	1.574	1.891	2.114
Finansal gelir/gider (net)	13	30	40	35	38	24	28	33
Diğer gelir/gider (net)	13	21	14	21	12	11	14	16
Vergi Öncesi Kar	512	749	849	1.096	1.494	1.613	1.937	2.167
Vergi	117	166	178	233	339	339	407	455
Vergi Sonrası Kar	395	583	671	863	1.156	1.274	1.530	1.712
Azınlık Payları	0	0	0	0	0	0	0	0
Net Kar (Ana Ortaklık Payları)	395	583	671	863	1.156	1.274	1.530	1.712

Büyüme (%)	2014	2015	2016	2017	2018T	2019T	2020T	2021T
Net Satış	22,1	20,5	15,2	23,5	28,9	19,6	18,9	16,0
Brüt Kar	19,9	26,5	19,4	25,6	33,1	19,1	18,4	15,0
FAVÖK	3,8	39,9	15,2	29,9	37,7	10,9	19,8	12,8
FVÖK	-0,7	44,6	12,4	32,6	38,8	9,1	20,2	11,8
Net kar (Ana Ortaklık Payları)	-4,3	47,5	15,0	28,6	33,9	10,2	20,1	11,9

Marjlar (%)	2014	2015	2016	2017	2018T	2019T	2020T	2021T
Bürt Kar Marjı	15,4	16,2	16,8	17,1	17,6	17,5	17,5	17,3
FVÖK Marjı	3,3	4,0	3,9	4,2	4,5	4,1	4,2	4,0
FAVÖK Marjı	4,3	5,0	5,0	5,2	5,6	5,2	5,2	5,1
Net Kar Marjı (Ana Ortaklık Payları)	2,7	3,3	3,3	3,5	3,6	3,3	3,4	3,3

Kaynak: HLY Araştırma Tahmin

Finansallar & Tahminler

Bilanço (mn TL)	2014	2015	2016	2017	2018T	2019T	2020T	2021T
Dönen Varlıklar	1.812	2.161	2.655	3.602	4.166	5.063	6.304	7.340
Hazır Değerler	325	349	578	980	1.148	1.479	1.944	2.386
Ticari Alacaklar	445	526	646	877	986	1.168	1.388	1.657
Stoklar	807	975	1.119	1.456	1.657	1.963	2.427	2.659
Diğer Dönen Varlıklar	234	311	312	288	376	454	544	638
Duran Varlıklar	1.426	2.007	2.335	3.423	4.197	4.565	4.932	5.256
Finansal Varlıklar	157	182	193	310	310	310	310	310
Maddi Duran Varlıklar	1.243	1.785	2.091	3.058	3.819	4.176	4.529	4.839
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	5	5	7	13	13	14	15	17
Toplam Varlıklar	3.238	4.168	4.989	7.026	8.363	9.629	11.236	12.595
Kısa Vadeli Yükümlülükler	2.021	2.399	2.968	3.831	4.603	5.297	6.223	6.831
Kısa Vadeli Finansal Borçlar	17	20	0	0	32	33	35	36
Ticari Borçlar	1.806	2.109	2.625	3.377	3.957	4.603	5.481	6.055
Uzun Vadeli Yükümlülükler	67	98	120	237	305	329	352	367
Uzun Vadeli Finansal Borçlar	0	0	0	0	0	0	0	0
Azınlık Payları	0	0	0	0	0	0	0	0
Toplam Özsermaye	1.150	1.670	1.901	2.958	3.455	4.003	4.661	5.397
Toplam Yükümlülükler ve Özkaynaklar	3.238	4.168	4.989	7.026	8.363	9.629	11.236	12.595
Net Borç	-308	-329	-578	-980	-1.117	-1.446	-1.909	-2.350

Kaldıraç	2014	2015	2016	2017	2018T	2019T	2020T	2021T
Borç / Özsermaye (x)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Net Borç / Özsermaye (x)	-0,3	-0,2	-0,3	-0,3	-0,3	-0,4	-0,4	-0,4
Net Borç / Toplam Varlıklar (x)	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,2	-0,2	-0,2
Net Borç / FAVÖK (x)	-0,5	-0,4	-0,6	-0,8	-0,6	-0,7	-0,8	-0,9
Cari Oran (x)	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	1,0	1,0	1,1

Karlılık Göstergeleri (%)	2014	2015	2016	2017	2018T	2019T	2020T	2021T
Aktif Karlılığı	13,3	15,7	14,7	14,4	15,0	14,2	14,7	14,4
Özsermaye Karlılığı	36,8	41,4	37,6	35,5	36,0	34,2	35,3	34,0

Kaynak: HLY Araştırma Tahmin

Finansallar & Tahminler

Oranlar ve Çarpanlar	2014	2015	2016	2017	2018T	2019T	2020T	2021T
Hisse Başı Kar (TL)	1,30	1,92	2,21	2,84	3,81	4,20	5,04	5,64
Hisse Başı Defter Değeri (TL)	3,79	5,50	6,26	9,74	11,38	13,18	15,35	17,78
Hisse Başı Temettü (TL)	0,80	0,90	1,10	1,50	2,17	2,39	2,87	3,21
Temettü Verimi (%)	0,95	1,06	1,30	1,77	2,57	2,83	3,40	3,80
Yatırım Harcamaları / Net Satış (%)	2,8	2,9	2,8	2,5	2,3	2,0	1,8	1,7
İşletme Sermayesi / Net Satış (%)	-3,82	-3,49	-4,29	-4,21	-3,75	-3,85	-3,95	-4,06
F/K (x)	64,94	44,02	38,26	29,74	22,21	20,15	16,78	14,99
FD/Net Satış (x)	1,70	1,41	1,22	0,99	0,77	0,64	0,54	0,47
FD/FAVÖK (x)	39,69	28,37	24,62	18,95	13,76	12,41	10,36	9,19

İşletme Sermayesi	2014	2015	2016	2017	2018T	2019T	2020T	2021T
Alacak Tahsil Süresi	10	10	11	11	11	11	11	11
Stok Devir Süresi	22	22	23	23	23	23	23	22
Borç Ödeme Süresi	49	49	52	53	53	53	53	53
Nakit Döngüsü	-17	-16	-18	-19	-19	-19	-20	-20
Faaliyet Döngüsü	32	32	34	34	34	34	34	33

Kaynak: HLY Araştırma Tahmin

Halk Yatırım Araştırma – Öneri Listesi Tanımları

(Aksi belirtilmedikçe önümüzdeki 12 ay için beklenen performans)

AL	: %20 ve üzeri artış	**TUT**	: %0 ile %20 aralığında artış	**SAT**	: %0'ın altında azalış

KÜNYE

Banu KIVCI TOKALI
Araştırma Direktörü
BTokali@halkyatirim.com.tr
+90 212 314 81 88

Araştırma

İlknur HAYIR TURHAN
Yönetmen
ITurhan@halkyatirim.com.tr
+90 212 314 81 85

Abdullah DEMİRER
Uzman
ADemirer@halkyatirim.com.tr
+90 212 314 87 24

Ayşegül BAYRAM
Uzman
ABayram@halkyatirim.com.tr
+90 212 314 87 30

Uğur BOZKURT
Uzman Yardımcısı
UBozkurt@halkyatirim.com.tr
+90 212 314 87 26

ÇEKİNCE

Bu rapor ve yorumlardaki yazılar, bilgiler ve grafikler yalnızca bilgi edinilmesi amacıyla derlenmiştir. 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, imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde 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.

Halk Yatırım, bu bilgilerin doğru, eksiksiz ve değişmez olduğunu garanti etmez, bilgi eksikliği ve yanlışlığından hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. Raporda yer alan ifadeler, hiçbir şekilde alış veya satış teklifi olarak değerlendirilemez. Halk Yatırım'ın rapordaki bilgiler dolayısıyla ortaya çıkabilecek doğrudan ve dolaylı kazanç ve zararlarla ilgili herhangi bir sorumluluğu yoktur.

Bu ileti 05 Kasım 2014 tarih ve 29166 sayılı Resmi Gazetede yayınlanan ve 01 Mayıs 2015 tarihinde yürürlüğü giren "Elektronik Ticaretin Düzenlenmesi Hakkında" çıkan kanunun 2.Maddesi c bendinde belirtilen Ticari Elektronik ileti kapsamında değildir.

DOĞRU KARAR
Bugünün doğru kararı geleceğin kazancı