

Bizim Toptan

Endeksin Üzerinde Getiri

Hisse Fiyatı: 13.65TL
12 Aylık Hedef: 20TL

Mustafa Küçükmeral, CFA
Mustafa.kucukmeral@akyatirim.com.tr

Beklentileri aşan sonuçlar, güçlü 2022 öngörülleri

Net kar, güçlü operasyonel sonuçlar ve ertelenmiş vergi geliri sayesinde beklentileri aştı: Bizim Toptan, 4Ç21 finansallarında beklentilerin oldukça üzerinde 61 milyon TL net kar açıkladı (Ak Yatırım: 28 milyon TL, Piyasa: 26 milyon TL). Finansal giderlerin beklentilerimizi aşmasına rağmen, net kardaki pozitif sürpriz büyümenin ve operasyonel kar marjlarının beklentilerimizin üzerinde olmasından ve 36 milyon TL tutarında ertelenmiş vergi gelirinden kaynaklandı. Gerçekleşen sonuçlar, piyasanın satış, FAVÖK ve net kar beklentisinden sırasıyla %11, %30 ve %136 daha güçlü olması ve Şirketin 2022 öngörülerinin tahminlerin çok üzerinde olması nedenleriyle piyasanın sonuçlara olumlu tepki vereceğini düşünüyoruz. Ancak, hisselerin son bir haftada endeksin %9 üzerinde getiri sağlaması nedeniyle pozitif tepkinin sınırlı kalabileceğini öngörüyoruz.

Benzerleri arasında en yüksek satış büyümesine ulaştı: 4Ç21'de satışlar yıllık bazda oldukça güçlü %52 büyüyerek beklentilerin üzerinde 2,2 milyar TL olarak gerçekleşti (Ak Yatırım: 1.9 milyar TL, Piyasa: 2 milyar TL). Ana kategori büyümesi (şeker ve sigara hariç) daha yüksek %55 gerçekleşti. Pandemi şartlarının normalleşmesi ile ev dışı tüketimin güçlenmesi ve yüksek enflasyon beklentisi ile öne çekilen talep büyümede önemli rol oynadı. Toplam satışlar içerisinde %20 paya ulaşan Franchise operasyonları satışları yıllık bazda %77 büyüme göstererek 425 milyon TL'ye ulaşırken, konsolide büyümedeki önemli faktörlerden biri olmaya devam etti.

Tarihsel yüksek operasyonel karlılık: FAVÖK beklentilerin üzerinde yıllık bazda %87 gibi oldukça güçlü bir artışla 152 milyon TL'ye ulaştı (Ak Yatırım: 107 milyon TL, Piyasa: 117 milyon TL). FAVÖK marjı geçen sene aynı dönemki %5,5'den %6,8'e yükseldi ve piyasa tahminininin 100 baz puan üzerinde gerçekleşti. Brüt marjlardaki 240 baz puanlık artış marj iyileşmesinin arkasında yatan temel unsur olarak öne çıktı. IFRS 15 gereği ticari borçlara ve alacaklara uygulanan faiz oranlarındaki artış ve düşük marjlı sigara ve şekerin payının azalması brüt kar marjını destekledi. Diğer taraftan artan maliyet baskılarıyla operasyonel gider marjının 90 baz puan artması brüt marjdaki iyileşmenin FAVÖK marjına yansımalarını sınırladı. FAVÖK marjını UFRS 16 ve UFRS 15 etkisinden arındırdığımızda 120 baz puan yükselişi ile %3.6'ya yükseldiğini hesaplıyoruz. Bizim Toptan yılın son çeyreğinde en azından son 3 yılın (UFRS 16 etkisi dikkate alınmadığında en az son 10 yılın) en yüksek çeyreklik brüt marjına ve FAVÖK marjına ulaştı.

Güçlü 2022 öngörülleri: Şirket, 2022 beklentilerini paylaştı. Buna göre %50 (+-%5) ciro büyümesi, %5-6 FAVÖK marjı öngörüyor. Bizim Toptan mağaza sayısının 7 artarak 180'e (+3) ulaşmasını, Franchise operasyonlarının mağaza sayısının ise 1726'dan 2350'ye çıkmasını hedefliyor.

Bloomberg Kodu

BİZİM T1

Tavsiye

Endeksin Üzerinde Getiri

Hedef fiyat, TL/hisse

TRY20.00 (önceki TRY19.00)

Son kapanış, TL/hisse

13.65

Yukarı potansiyel

%47

Halka açıklık oranı

%46

Piyasa değeri, TL mn

819

Firma değeri, TL mn

472

Finansal veriler

2020 2021 2022T 2023T

Özet UFRS Finansallar, TLmn

Ciro 5,362 7,173 10,721 13,827

FAVÖK 252 401 583 700

Net kar 38 82 86 123

Net borç -293 -364 -521 -706

Net borç/FAVÖK -1.16 -0.91 -0.89 -1.01

FAVÖK marjı %5 %6 %5 %5

Net marj %1 %1 %1 %1

Ciro, y/y %19 %34 %49 %29

FAVÖK, y/y -%3 %59 %45 %20

Net kar, y/y %15 %115 %5 %42

F/K 22.3 9.9 9.5 6.7

FD/FAVÖK 2.2 1.1 0.5 0.2

FD/Ciro 0.1 0.1 0.0 0.0

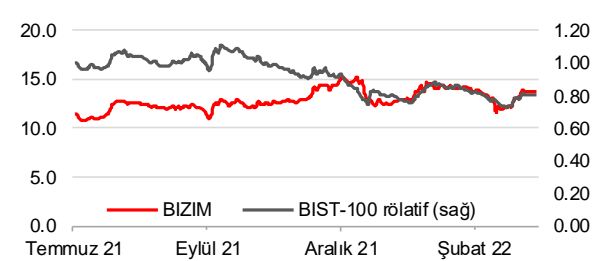
Hisse verisi

1a 3a 6a ytd

Nominal değişim -%3 -%6 %8 %10

BIST 100 rölatif -%5 -%7 -%24 %0

AOİH, TRYmn 9 14 18 13



Ortaklık yapısı

Yıldız Holding %55

Diğer %45

Rapor fiyatları 11 Mart, 2022

Kaynak: AK Yatırım Araştırma

Franchise operasyonlarda satışların %66 artışla 2.3 milyar TL seviyesine çıkmasını öngörüyor. Şirket'in güçlü 2022 ciro büyümesi hedefi halka açık gıda perakende oyuncularını arasındaki en güçlü benzer mağaza büyümesine işaret ediyor. Şirket'in 2022 ciro ve FAVÖK öngörüsünün orta bandı, Bloomberg piyasa tahminlerinin sırasıyla %22 ve %30 üzerinde yer alıyor olması nedeniyle piyasa tahminlerinde yukarı yönlü revizyonlara neden olacağını düşünüyoruz.

AL tavsiyemizi koruyoruz: Beklentilerimizi aşan 4Ç21 sonuçları ve güçlü 2022 öngörülerini sonrası hedef değerimizi hafif yükselterek 20TL'ye çıkarıyoruz (önceki: 19TL). Güncel hedef değerimize %47 getiri potansiyeli sunan hisse için AL tavsiyemizi koruyoruz. 2022 ciro ve FAVÖK tahminlerimizi sırasıyla %4 ve %9 oranında yükseltiyoruz.

Bizim Toptan, güncel 2022 tahminlerimize 9.5x F/K ile yurt içi benzerlerine %10 iskontolu, 2x FD/FAVÖK (UFRS 16 öncesi ve UFRS 15 nedeniyle ayrılan ticari borçlara uygulanan faiz gideri düşülerek hesaplanmıştır) ile yurtiçi benzerlerine %45 iskontolu işlem görüyor. Hisse kendi 3 yıllık ortalama çarpanlarına göre de ortalama yaklaşık %40 iskonto ile işlem görüyor.

Bizim Toptan UFRS Finansallar

Gelir Tablosu (milyon TL)					Nakit Akım Tablosu (milyon TL)				
	2020	2021	2022	2023		2020	2021	2022	2023
Satış Gelirleri	5,362	7,173	10,721	13,827	İşletme Faaliyetlerinden Nakit	259	365	590	740
Brüt Kar	582	883	1,323	1,685	Düzeltilme Öncesi Kar	38	82	86	123
Operasyonel Giderler	406	577	851	1,127	Amortisman ve İtfa Payları	76	95	111	142
Faaliyet Karı	176	306	472	558	İşletme Sermayesindeki Değişim	84	56	200	244
FAVÖK	252	401	583	700	Diğer İşletme Faaliyetlerinden Nakit	61	132	193	231
FAVÖK (UFRS-16 öncesi)	181	314	461	549	Yatırım Faaliyetlerinden Nakit	-19	-96	-135	-170
Operasyonel Olmayan Gelir / (Gider)	-82	-157	-272	-297	Sabit Sermaye Yatırımları	-63	-155	-202	-242
Özkaynak Yöntemiyle Değ. Yatırım Karı	0	0	0	0	Diğer Yatırım Faaliyetlerinden Nakit	44	59	67	72
Yatırım Faalaliyetlerinden Gelir / (Gider)	45	49	67	72	Serbest Nakit Akımı	240	269	455	570
Finansal Gelir / (Gider)	-91	-124	-159	-179	Finansman Faaliyetlerden Nakit	-142	-184	-266	-311
Vergi Öncesi Kar	49	74	108	154	Nakit ve Benzerlerindeki Değişim	98	85	189	259
Vergi Geliri / (Gideri)	-10	8	-22	-31					
Azınlık Payları	0	0	0	0	Büyüme	2020	2021	2022	2023
Net Kar	38	82	86	123	Satış Gelirleri	18.6%	33.8%	49.5%	29.0%
Hisse Başı Net Kar	0.6	1.4	1.4	2.1	Brüt Kar	12.8%	51.8%	49.9%	27.3%
Hisse Başı Temettü	0.3	0.5	0.7	1.0	Operasyonel Giderler	25.5%	42.3%	47.5%	32.5%
Temettü Dağıtım Oranı	50%	40%	50%	50%	Faaliyet Karı	-8.4%	73.7%	54.5%	18.0%
					FAVÖK	-2.7%	59.1%	45.5%	19.9%
					FAVÖK (UFRS-16 Öncesi)	-8.3%	73.0%	47.2%	19.0%
					Net Kar	15.5%	115.4%	5.1%	42.3%
Bilanço (milyon TL)	2020	2021	2022	2023	Karlılık	2020	2021	2022	2023
Dönen Varlıklar	1,053	1,541	2,202	2,877	Brüt Kar Marjı	10.8%	12.3%	12.3%	12.2%
Nakit ve Nakit Benzerleri	501	585	774	1,033	Operasyonel Gider Marjı	7.6%	8.0%	7.9%	8.2%
Finansal Yatırımlar	0	0	0	0	Faaliyet Kar Marjı	3.3%	4.3%	4.4%	4.0%
Ticari Alacaklar	96	174	259	335	FAVÖK Marjı	4.7%	5.6%	5.4%	5.1%
Stoklar	437	734	1,096	1,416	FAVÖK Marjı (UFRS-16 Öncesi)	3.4%	4.4%	4.3%	4.0%
Diğer Dönen Varlıklar	19	48	72	93	Net Kar Marjı	0.7%	1.1%	0.8%	0.9%
Duran Varlıklar	467	598	749	936	Özkaynak Karlılığı (ROE)	26.0%	44.6%	35.6%	39.7%
Maddi Duran Varlıklar	241	299	390	489	Yatırım Sermayesi Getirisi (ROIC)	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	35	59	59	60	Operasyonel Nakit Akımı Marjı	4.8%	5.1%	5.5%	5.4%
Kullanım Hakkı Varlıkları	184	197	237	305	Serbest Nakit Akımı Marjı	4.5%	3.8%	4.2%	4.1%
Diğer Duran Varlıklar	7	42	63	81	Operasyonel Nakit Akımı / FAVÖK	102.7%	91.1%	101.1%	105.8%
Toplam Varlıklar	1,520	2,138	2,951	3,813					
Kısa Vadeli Yükümlülükler	1,199	1,730	2,445	3,158	Rasyo Analizi	2020	2021	2022	2023
Finansal Borçlar	10	1	1	2	F / K	22.3	9.9	9.5	6.7
Diğer Finansal Yükümlülükler	61	77	88	113	FD / FAVÖK	2.2	1.1	0.5	0.2
Ticari Borçlar	1,056	1,540	2,188	2,828	FD / FAVÖK (UFRS-16 Öncesi)	2.0	0.7	0.1	-0.4
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	72	112	167	216	FD / Satış	0.1	0.1	0.0	0.0
Uzun Vadeli Yükümlülükler	169	192	236	305	Temettü Verimi	1.0%	2.4%	4.0%	5.3%
Finansal Borçlar	5	1	2	2					
Diğer Finansal Yükümlülükler	132	143	163	210	Borçluluk	2020	2021	2022	2023
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	32	48	72	93	Net Borç (Nakit)	-293	-364	-521	-706
Özkaynaklar	153	216	270	349	Net Borç (Nakit) (UFRS-16 Öncesi)	-486	-583	-771	-1,030
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	153	216	270	349	Net Borç / FAVÖK	-1.2	-0.9	-0.9	-1.0
Ödenmiş Sermaye	60	60	60	60	Net Borç / FAVÖK (UFRS-16 Öncesi)	-2.7	-1.9	-1.7	-1.9
Rezerv ve Diğer Kalemler	-23	-21	-21	-21	Faaliyet Karı / Net Faiz Gideri (Geliri)	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.
Geçmiş Yıllar Karları / (Zararları)	77	95	144	187					
Dönem Net Karı / (Zararı)	38	82	86	123					
Toplam Kaynaklar	1,520	2,138	2,951	3,813					

Kaynak: Şirket, AK Yatırım Araştırma

Gelir Tablosu (milyon TL)	4Ç20	1Ç21	2Ç21	3Ç21	4Ç21	2020	2021
Satış Gelirleri	1,475	1,447	1,629	1,861	2,236	5,362	7,173
Satışların Maliyeti	1,304	1,273	1,446	1,648	1,923	4,780	6,290
Brüt Kar	171	174	183	213	313	582	883
Operasyonel Giderler	110	123	129	136	189	406	577
Faaliyet Karı	61	51	53	78	124	176	306
Amortisman ve İtfa Payları	20	21	22	24	28	76	95
FAVÖK	81	72	75	102	152	252	401
Operasyonel Olmayan Gelir / (Gider)	-37	-51	-47	-56	-77	-128	-232
Diğer Faaliyet Gelir / (Gider)	-26	-36	-31	-40	-50	-82	-157
Özkaynak Yöntemiyle Değ. Yatırım Karı	0	0	0	0	0	0	0
Yatırım Faalaliyetlerinden Gelir / (Gider)	11	12	12	15	10	45	49
Finansal Gelir / (Gider)	-23	-27	-28	-31	-37	-91	-124
Vergi Öncesi Kar	24	0	6	22	46	49	74
Vergi Geliri / (Gideri)	-5	0	0	-7	15	-10	8
Dönem Vergi Geliri / (Gideri)	-7	0	0	-5	-21	-13	-26
Ertelenmiş Vergi Geliri / (Gideri)	2	0	0	-2	36	2	34
Vergi Sonrası Net Kar	19	0	6	15	61	38	82
Durdurulan Faaliyetler Kar / (Zarar)	0	0	0	0	0	0	0
Azınlık Payları	0	0	0	0	0	0	0
Net Kar	19	0	6	15	61	38	82
Büyüme (Yıllık)	4Ç20	1Ç21	2Ç21	3Ç21	4Ç21	2020	2021
Satış Gelirleri	27.5%	22.8%	22.6%	34.8%	51.6%	18.6%	33.8%
Operasyonel Giderler	32.2%	25.0%	31.6%	36.6%	72.4%	25.5%	42.3%
Faaliyet Karı	38.0%	55.1%	41.3%	76.6%	101.6%	-8.4%	73.7%
FAVÖK	31.6%	40.2%	35.1%	60%	86.9%	-2.7%	59.1%
Net Kar	66.3%	-88.4%	-21.1%	83.3%	225.0%	15.5%	115.4%
Karlılık / Rasyo Analizi	4Ç20	1Ç21	2Ç21	3Ç21	4Ç21	2020	2021
Brüt Kar Marjı	11.6%	12.0%	11.2%	11.5%	14.0%	10.8%	12.3%
Operasyonel Gider Marjı	7.43%	8.5%	7.9%	7.3%	8.45%	7.6%	8.0%
Faaliyet Kar Marjı	4.2%	3.5%	3.3%	4.2%	5.5%	3.3%	4.3%
FAVÖK Marjı	5.5%	5.0%	4.6%	5.5%	6.8%	4.7%	5.59%
Efektif Vergi Oranı	21.9%	4.5%	0.1%	30.1%	-31.8%	21.4%	-11.0%
Net Kar Marjı	1.3%	0.0%	0.4%	0.8%	2.7%	0.7%	1.1%
Operasyonel Nakit Akımı Marjı	7.4%	-2.6%	4.5%	9.6%	6.7%	4.8%	5.1%
Serbest Nakit Akımı Marjı	6.4%	-2.5%	2.6%	9.3%	4.0%	4.5%	3.8%
Operasyonel Nakit Akımı / FAVÖK	135%	-52%	98%	176%	99%	103%	91%
Yatırım Harcaması / Satış Gelirleri	1.8%	0.7%	2.6%	1.1%	3.6%	1.2%	2.2%
İşletme Sermayesinde Değişim (Nakit Akım) / Satış Gelirleri	2.9%	-5.1%	1.8%	5.9%	-0.4%	1.6%	0.8%
Nakit Akım Tablosu (milyon TL)	4Ç20	1Ç21	2Ç21	3Ç21	4Ç21	2020	2021
İşletme Faaliyetlerinden Nakit	110	-38	73	179	150	259	365
Düzeltilme Öncesi Kar	19	0	6	15	61	38	82
Amortisman ve İtfa Payları	20	21	22	24	28	76	95
İşletme Sermayesindeki Değişim	43	-74	30	110	-10	84	56
Diğer İşletme Faaliyetlerinden Nakit	28	15	16	30	72	61	132
Yatırım Faaliyetlerinden Nakit	-16	1	-30	-6	-61	-19	-96
Sabit Sermaye Yatırımları	-27	-11	-43	-21	-80	-63	-155
Diğer Yatırım Faaliyetlerinden Nakit	11	12	13	15	19	44	59
Serbest Nakit Akımı	94	-37	43	173	89	240	269
Finansman Faaliyetlerinden Nakit	-59	-37	-37	-46	-65	-142	-184
Finansal Borçlardaki Değişim	-18	-2	-1	-4	1	-20	-6
Temettü	-8	0	0	0	-19	-8	-19
Diğer Finansman Faaliyetlerinden Nakit	-32	-35	-36	-42	-46	-114	-159
Nakit ve Benzerlerindeki Değişim	36	-73	6	127	25	98	85

Kaynak: Şirket, AK Yatırım Araştırma

Bilanço (milyon TL)	4Ç20	1Ç21	2Ç21	3Ç21	4Ç21
Dönen Varlıklar	1,053	1,155	1,147	1,293	1,541
Nakit ve Nakit Benzerleri	501	427	433	561	585
Finansal Yatırımlar	0	0	0	0	0
Ticari Alacaklar	96	129	157	153	174
Stoklar	437	578	535	543	734
Diğer Dönen Varlıklar	19	20	22	36	48
Duran Varlıklar	467	466	475	486	598
Finansal Yatırımlar	0	0	0	0	0
Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımlar	0	0	0	0	0
Maddi Duran Varlıklar	241	235	241	250	299
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	35	35	38	39	59
Kullanım Hakkı Varlıkları (UFRS 16)	184	189	188	190	197
Diğer Duran Varlıklar	7	8	8	7	42
Toplam Varlıklar	1,520	1,621	1,622	1,779	2,138
Kısa Vadeli Yükümlülükler	1,199	1,295	1,311	1,453	1,730
Finansal Borçlar	71	74	74	76	78
Ticari Borçlar	1,056	1,149	1,150	1,273	1,540
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	72	73	87	105	112
Uzun Vadeli Yükümlülükler	169	173	173	174	192
Finansal Borçlar	137	140	139	139	144
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	32	33	34	35	48
Özkaynaklar	153	153	139	152	216
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	153	153	139	152	216
Ödenmiş Sermaye	60	60	60	60	60
Rezerv ve Diğer Kalemler	-23	-23	-24	-26	-21
Geçmiş Yıllar Karları / (Zararları)	77	115	96	96	95
Dönem Net Karı / (Zararı)	38	0	6	21	82
Azınlık Payları	0	0	0	0	0
Toplam Kaynaklar	1,520	1,621	1,622	1,779	2,138
Yatırım Sermayesi (İC)	-108	-28	-48	-159	-99
İşletme Sermayesi	-522	-441	-458	-576	-633
İşletme Sermayesi (Diğer Dönen Varlıklar ve Yükümlülükler D:	-575	-494	-523	-645	-697
Toplam Borç	208	214	213	214	222
Net Borç / (Nakit)	-293	-214	-221	-347	-364
Net Borç / G12A FAVÖK	-1.2	-0.8	-0.8	-1.0	-0.9
Net Borç / Özkaynaklar	-1.9	-1.4	-1.6	-2.3	-1.7
Fx Pozisyonu (Türev Korunma Dahil)	-5	0	-4	2	-15

Kaynak: Şirket, AK Yatırım Araştırma

AKYatırım

Bu rapor, Ak Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından, güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan elde edilen bilgi ve veriler kullanılarak hazırlanmıştır. Raporunda yer alan ifadeler, hiçbir şekilde veya suretle alış veya satış teklifi olarak değerlendirilmemelidir. Ak Yatırım, bu bilgilerin doğru, eksiksiz ve değişmez olduğunu garanti etmemektedir. Bu sebeple, okuyucuların, bu raporlardan elde edilen bilgilere dayanarak hareket etmeden önce, bilgilerin doğruluğunu teyit ettirmeleri önerilir ve bu bilgilere dayanarak aldıkları kararlarda sorumluluk kendilerine aittir. Bilgilerin eksikliği ve yanlışlığından Ak Yatırım hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. Ayrıca, Ak Yatırım'ın ve Akbank'ın tüm çalışanları ve danışmanlarının, herhangi bir şekilde bilgiler dolayısıyla ortaya çıkabilecek, doğrudan veya dolaylı zararlarla ilgili herhangi bir sorumluluğu yoktur. Burada yer alan bilgiler, bir yatırım tavsiyesi, yatırım aracının alım-satım önerisi ya da getiri vaadi değildir ve Yatırım Danışmanlığı kapsamında yer almamaktadır. Yatırım Danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak Yatırım Danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde sunulmaktadır. Bunlara ilaveten, Ak Yatırım, raporların Internet üzerinden e-mail yoluyla alınması durumunda virüs, hatalı gönderim veya diğer herhangi bir teknik sebepten dolayı alıcının donanımına veya yazılımına gelebilecek herhangi bir zarardan dolayı sorumlu tutulamaz.

© Ak Yatırım Menkul Değerler A.Ş. 2019