

07 Ağustos 2019 Çarşamba

Kısa Vadeli Öneri	Endeksin Üzerinde Getiri	Hedef Fiyat (TL)	11,20	FD/FAVÖK (Cari):	1,2x							
Uzun Vadeli Öneri	AL	Kapanış Fiyatı (TL)	8,06	F/K (Cari):	18,3x							
UFRS Gelir Tablosu - Özet												
	Açıklanan			Beklenti								
(mn TL)	2Ç19	1Ç19	Çeyrek %	2Ç18	Yıllık %	6A19	6A18	Yıllık %	VKY	Kons.	VKY	Kons.
Net Satışlar	1.125	1.024	9,9%	947	18,7%	2.148	1.724	24,6%	1.117	1.130	1%	0%
Brüt Kar	134	118	13,6%	94	42,7%	252	175	44,0%	-	-	m.d.	m.d.
FAVÖK	70	58	19,8%	32	120,0%	128	56	129,5%	66	63	5%	12%
Net Dönem Karı	6,7	4	76,4%	5	41,3%	11	6	83,5%	6	6,9	11%	-2%
Brüt Kar Marjı	11,9%	11,5%	0,4 yp	9,9%	2 yp	12%	10%	1,6 yp	m.d.	m.d.	m.d.	m.d.
FAVÖK Marjı	6,2%	5,7%	0,5 yp	3,3%	2,9 yp	6,0%	3,2%	2,7 yp	5,9%	5,5%	0,3 yp	0,7 yp
Net Kar Marjı	0,6%	0,4%	0,2 yp	0,5%	0,1 yp	0%	0%	0,2 yp	0,5%	0,6%	0,1 yp	0 yp

Kaynak: Şirket, Research Turkey, VKY Araştırma ve Strateji

Kısaltmalar: yp: yüzde puan, m.d.: mümkün değil, a.d.: anlamlı değil, Ç: Çeyrek, A: Ay, Y:Yarıyıl, VKY: Vakıf Yatırım, Kons: Konsensüs

Operasyonel kârlılıkta iyileşme devam ediyor; AL tavsiyemizi koruyoruz (+)

Bizim Toptan, 2Ç19'da beklentimizin %11 üzerinde, piyasa beklentisine paralel yıllık bazda %41 artışla 6,7 mn TL net kâr açıkladı. Operasyonel kârlılık beklentimize paralel gerçekleşirken, esas faaliyet dışı giderlerin tahminimizin hafif altında kalması net kârdaki sapmanın ana unsuru oldu. Piyasa beklentisine paralel gelen net kâra rağmen, operasyonel kârlılığın beklentilerden daha iyi gerçekleşmesinin hisse fiyatına olumlu yansıtacağını, ancak Şirket hisselerinin BIST100 endeksinde göre son 1 ayda %17,6 pozitif ayrışması nedeniyle olumlu etkinin sınırlı kalacağını düşünüyoruz. Beklentilerimize paralel gelen operasyonel sonuçlar nedeniyle hedef fiyat ve önerimizde bir değişikliğe gitmiyor, 11,20 TL hedef fiyatımızı, kısa vadeli "Endeksin Üzerinde Getiri" ve uzun vadeli "AL" tavsiyemizi koruyoruz.

- **Müşteri satışındaki artış ile güçlü ciro büyümesi** - Bizim Toptan'ın 2Ç19'da net satış gelirleri beklentilere paralel yıllık bazda %18,7 artışla 1,1 mlr TL'ye yükseldi. Bu dönemde toplam müşteri sayısının yıllık bazda %26 ve B2B müşteri sayısının %7 artması, güçlü ciro büyümesinin itici gücü oldu. Şirketin satışlarını kârlı kanallar lehine geliştirme stratejisinin devamı ile toptancı kesimi hariç net satış gelirleri yıllık bazda %30 büyüdü. Ürün grubu bazında ise ana kategori ve sigara satışları yıllık bazda sırasıyla %22,7 ve %8,2 artış kaydetti. Şirketin iş ortaklığı mal tedarik sistemi "SEÇ Market" ise 2Ç19'da 107 mn TL satış geliri kaydederek, Şirket finansallarına olumlu katkısını sürdürdü.
- **Operasyonel kâr marjlarında iyileşme sürüyor** - Şirketin satışları kârlı kanallar ve ürünler lehine geliştirme stratejisinin devamıyla operasyonel kâr marjlarındaki iyileşme bu çeyrekte de devam etti. Buna göre, FAVÖK'ü beklentimize paralel, piyasa beklentisinin %12 üzerinde, yıllık bazda %120 artışla 70 mn TL'ye yükselirken, FAVÖK marjı yıllık 2,9 puan artışla %6,2 oldu. TFRS-16 etkisinden arındırılmış FAVÖK marjı %4,9 ile beklentimizin (%4,5) üzerinde bir seyir izledi.
- **Artan net nakit pozisyonu ile defansif bilanço yapısı korundu** - Bizim Toptan'ın ilişkili taraflardan ticari olmayan alacaklar altında Yıldız Holding hesabında adatlandığı tutar dahil 1Ç19 sonu itibarıyla 202 mn TL seviyesinde olan net nakit pozisyonu 2Ç19 sonu itibarıyla 230 mn TL'ye yükseldi.
- **Değerleme ve öneri** - 2017 yılı başında satış stratejisinde gerçekleştirdiği değişimin meyvelerini toplamaya devam ettiğini gördüğümüz Bizim Toptan'ı beğenmeye devam ediyor, operasyonel kâr marjlarındaki iyileşmenin önümüzdeki dönemde de sürmesini bekliyoruz. Sonuçların ardından tahminlerimizde herhangi bir değişikliğe gitmiyor, 11,20 TL hedef fiyatımızı, kısa vadeli "Endeksin Üzerinde Getiri" ve uzun vadeli "AL" tavsiyemizi koruyoruz. Ayrıca Şirketi Model Portföyümüzde %11 ağırlıkla tutmaya devam ediyoruz (17.07.2019; [Fırsatlara Odaklanma Zamanı](#)).

07 Ağustos 2019 Çarşamba

Gelir Tablosu (mn TL)	Açıklanan								Beklenti		Sapma %	
	2Ç19	1Ç19	Çeyrekse %	2Ç18	Yıllık %	6A19	6A18	Yıllık %	VKY	Kons.	VKY	Kons.
Net Satışlar	1.125	1.024	10%	947	19%	2.148	1.724	25%	1.117	1.130	1%	0%
SMM	-990	-906	9%	-853	16%	-1.896	-1.549	22%	-	-	m.d.	m.d.
Brüt Kar	134	118	14%	94	43%	252	175	44%	-	-	m.d.	m.d.
Operasyonel Gider	-81	-76	7%	-69	17%	-156	-132	18%	-	-	m.d.	m.d.
FVÖK	54	43	26%	25	113%	96	43	125%	-	-	m.d.	m.d.
FAVÖK	70	58	20%	32	120%	128	56	130%	66	63	5%	12%
Op. Olmayan Gelir/Gider	-46	-37	25%	-20	131%	-82	-35	132%	-	-	m.d.	m.d.
VÖK	8	6	34%	5	47%	14	7	93%	-	-	m.d.	m.d.
Net Dönem Karı	7	4	76%	5	41%	11	6	84%	6	7	11%	-2%
Brüt Kar Marjı	12%	12%	0,4 yp	10%	2 yp	12%	10%	1,6 yp	m.d.	m.d.	m.d.	m.d.
FAVÖK Marjı	6%	6%	0,5 yp	3%	2,9 yp	6%	3%	2,7 yp	5,9%	5,5%	0,3 yp	0,7 yp
Net Kar Marjı	1%	0%	0,2 yp	1%	0,1 yp	0%	0%	0,2 yp	0,5%	0,6%	0,1 yp	0 yp
Bilanço (mn TL)	6A19	3A19		6A18		6A19	6A18					
Dönen Varlıklar	807	748	8%	606	33%	807	606	33%				
Hazır Değerler	401	159	153%	62	547%	401	62	547%				
Menkul Kıymetler	0	0	a.d.	0	a.d.	0	0	a.d.				
KV Ticari Alacaklar	59	55	7%	55	7%	59	55	7%				
Stoklar	342	314	9%	263	30%	342	263	30%				
Diğer Dönen Varlıklar	6	219	-97%	226	-98%	6	226	-98%				
Duran Varlıklar	338	335	1%	179	89%	338	179	89%				
Aktif Toplamı	1.145	1.083	6%	785	46%	1.145	785	46%				
KV Borçlar	887	834	6%	648	37%	887	648	37%				
KV Finansal Borçlar	55	56	-2%	7	686%	55	7	686%				
KV Ticari Borçlar	755	714	6%	608	24%	755	608	24%				
Diğer KV Borçlar	76	64	19%	33	129%	76	33	129%				
UV Borçlar	137	133	2%	28	389%	137	28	389%				
UV Finansal Borçlar	116	113	2%	13	803%	116	13	803%				
UV Ticari Borçlar	0	0	a.d.	0	a.d.	0	0	a.d.				
Diğer UV Borçlar	21	20	5%	15	39%	21	15	39%				
Öz Sermaye	122	116	5%	109	11%	122	109	11%				
Pasif Toplamı	1.145	1.083	6%	785	46%	1.145	785	46%				
Net Borç	-230	11	a.d.	-42	445%	-230	-42	445%				
Alacak Tahsilat Süresi	5	4		6		5	6					
Stok İşleme Süresi - Yıllık	30	29		31		30	31					
Ticari Borç Ödeme Süresi - Yıllık	67	66		66		67	66					
Nakit Döndürme Süresi	-25	-25		-22		-25	-22					

Kaynak: Şirket, Research Turkey, VKY Araştırma ve Strateji

Kısaltmalar: yp: yüzde puan, m.d.: mümkün değil, a.d.: anlamlı değil, Ç: Çeyrek, A: Ay, Y: Yarıyıl, VKY: Vakıf Yatırım, Kons: Konsensüs



VakıfBank Grubu İştirakidir.

www.vakifyatirim.com.tr | www.vkyanaliz.com

Vakıf Yatırım Araştırma ve Strateji

Sezai ŞAKLAROĞLU, ACIFE

Genel Müdür Yardımcısı - Hisse Senedi Strateji, SGMK

Selahattin AYDIN	Müdür	Teknik Strateji, Çimento, Cam, Demir Çelik, Taahhüt, Küçük ve Orta Ölçekli Şirketler
Mehtap İLBİ	Müdür Yardımcısı	Savunma, Havacılık, Perakende, Gıda-İçecek, Beyaz Eşya, Otomotiv, Enerji, Telekomünikasyon
Tuğba SAYGIN	Müdür Yardımcısı	Bankacılık, Sigortacılık, GYO, Holdingler
Nazlıcan ŞAHAN	Analist	Makro Ekonomi, Strateji, SGMK
Umut Deniz PAK	Analist	Kantitatif Analiz
Ekin Cem EKE	Analist	Veri Tabanı

Akat Mah. Ebulula Mardin Cad. No:18 Park Maya Sitesi F-2/A Blok
Beşiktaş 34335 İSTANBUL
+90 212 352 35 77

Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, yatırım ve kalkınma bankaları ile müşteri arasında imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde ve yetkili kuruluşlar tarafından kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler ise genel niteliktedir. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler, mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Gerek bu yayındaki, gerekse bu yayında kullanılan kaynaklardaki hata ve eksikliklerden ve bu yayındaki bilgilerin kullanılması sonucunda yatırımcıların ve/veya ilgili kişilerin uğrayabilecekleri doğrudan ve/veya dolaylı zararlardan, kâr yoksunluğundan, manevi zararlardan ve her ne şekilde ve surette olursa olsun üçüncü kişilerin uğrayabileceği her türlü zararlardan dolayı Vakıf Yatırım Menkul Değerler A.Ş. sorumlu tutulamaz.