

MIGROS

Kipa entegrasyonu beklenenden hızlı ilerliyor

Mehmet Mumcu

Analist

mmumcu@sekeryatirim.com

Migros 3Ç17'de piyasa beklentisinin (TL 95mn net zarar) ve bizim beklentimizin (TL 87mn net zarar) üstünde bir performans göstererek TL 70mn net zarar açıkladı. 1 Mart 2017'de Kipa konsolidasyonunu gerçekleştiren şirket, satışlardaki güçlü büyümesini (yıllık bazda 20% Migros satışları büyümesi + TL 0.6mr Kipa etkisi) sürdürürken, operasyonel marjlarındaki önemli seviyede ilerleme göstererek, operasyonel başarısını net kâr seviyesine doğrudan yansıtabildi.

Net satışlarında yıllık bazda 39% artış gösteren Migros ilk iki çeyrekteki güçlü büyümesini sürdürdü. Brüt kârlılıkta 27.3%'a (3Ç16: 26.8%) ulaşan Şirket'in operasyonel giderlerinde yıllık bazda süren bozulma ise inorganik büyümenin getirdiği, orta-uzun vadede düzeltilmesi planlanan verimsizliklerden kaynaklanıyor. Buna karşın, piyasa beklentilerinden daha iyi bir faaliyet giderleri yönetimi (mevsimsellik etkisi de var) gerçekleştiren şirketin FAVÖK marjı (6.8%) piyasa beklentilerinin (5.3%) çok üstünde geldi. Satışlardaki güçlü büyüme, marjlardaki baskının (ilk 2 çeyrekte) Migros operasyonlarından ziyade Kipa satın alımının etkisiyle olması ve uzun vadede iyileşme gösterme beklentisiyle; sonuçları şirket için olumlu bulmaya devam ediyor, döviz kredilerinin hem bilanço ağırlığından dolayı hem de gelir tablosuna olumsuz etkisinden dolayı hisse performansında baskıya sebep olduğunu düşünüyoruz.

2017 Beklentileri: Türkiye genelinde toplamda 162 (Eski: 168) mağaza ile yaklaşık 310bin m²'de operasyonlarına devam eden Kipa'nın satın alınmasıyla pazardaki pozisyonunu sağlamlaştıran şirket, Migros tarafında ise 180+ (Eski: 180+ , Sene başı: 120-150) aralığında yeni mağaza açılışı hedeflemektedir (Şirket, Eylül sonu itibarıyla mağaza sayısını devralınan Kipa mağazaları hariç 96 adet artırmıştır, Eylül sonu itibarıyla 151 yeni mağaza açılışı yapılmıştır). 2017 beklentilerinde güncellemeye giden şirket; Migros'un güçlü mağaza performansları ve Kipa etkisi ile 38% (Eski: +35%, Sene başı: 30-35%) arasında konsolide satış büyümesi ve 5.5% (Eski: %5.0-5.5) bandında bir FAVÖK marjı ile yılı tamamlayacağını tahmin ediyor. Zayıf performans gösteren Kipa operasyonlarının Migros rakamlarına yapacağı baskıdan ötürü FAVÖK marjında geçtiğimiz senelere göre öngörülen düşüşü orta vadede olumsuz yorumlamıyoruz. Kipa operasyonlarında entegrasyonu beklenenden hızlı gerçekleştiren Migros, özel markalı ürün odağını artırması ve özellikle Mjet açılışlarında hız kesmeyen stratejisinden ötürü beğenimizi kazanmaya devam ediyor.

Migros için hedef fiyatımızı 35.90 TL (Eski: 32.17 TL) olarak güncelliyor ve "AL" tavsiyemizi koruyoruz. Hedef fiyatımızdaki artışın sebepleri bu sene ve gelecek yıllar için özellikle brüt kârlılıkta; minör olarak ise operasyonel giderler tarafında güncellemeye gitmemizdir. Öte yandan Mjet odaklı büyüme stratejisi, sürdürülebilir olduğunu düşündüğümüz organik büyümenin yanında oluşabilecek inorganik büyüme iştahı ise şirketi beğenmemizin başlıca sebepleridir. Rapor tarihi itibarıyla 2017T 8.9x FD/FAVÖK oranıyla işlem gören Migros'un yurtiçi ve yurtdışı benzer şirketleri 8.2x FD/FAVÖK rasyosu ile işlem görmektedir. F/K oranı ise tek seferlik Kipa Konsolidasyonunun kâra ve dolayısıyla sermayeye yansıtılmasından dolayı gerçek operasyonu yansıtmamaktadır.

Para birimi: TL m	2015	2016	9A16	9A17	2017T	2018T
F/K	A.D	A.D	A.D	8,89	7,37	n.a
PD/DD	9,63	20,60	10,72	4,74	5,57	8,65
FD/FAVÖK	12,92	11,32	12,48	10,75	8,92	7,48
FD/Satışlar	0,77	0,65	0,71	0,55	0,47	0,40
Net Satışlar (SBB)	9.390	11.059	5.079	7.037	15.234	17.905
Net Kar (SBB)	-370	-293	-53	789	674	-350
Hisse Başına Kar (S12A)	A.D	A.D	A.D	4,43	3,79	-1,97

"AL"
Hedef Fiyat: 35.90 TL

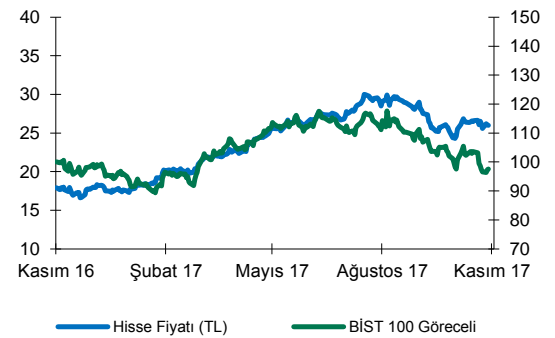
	TL	US\$
Fiyat	27,90	7,24
BİST 100	110.246	28.609
US\$ (MB Alış):	3,8508	
52 Hafta Yüksek:	30,02	8,54
52 Hafta Düşük:	16,61	4,50
Bloomberg/Reuters Kodu:	MGROS.TI / MGROS.IS	

Hisse Senedi Sayısı (Mn):	178,0	(TL Mn)	(US\$ Mn)
Piyasa Değeri (TL Mn):	4.967		1.289
Halka Açık PD (TL Mn):	944		245

	1A	1Y	YB
TL Getiri (%):	14,3	58,8	58,7
US\$ Getiri (%):	6,2	29,8	44,4
BİST 100 Göreceli Getiri (%):	5,1	9,8	12,5
Ort. İşlem Hacmi (TL Mn):	9,26		
Ort. İşlem Hacmi (US\$ Mn):	2,57		

Beta	0,52
Yıllık Volatilité (Hisse)	0,23
Yıllık Volatilité (BİST 100)	0,15

Ortaklık Yapısı	%
MH Perakendecilik	50,0
Moonlight Capital	15,4
Kenan Investment	15,1
Diğer	19,5
Toplam	100,0



Organik büyümenin yanında, 2016 yılı Haziran ayında şirket satın alma faaliyeti kamuya duyurulan ve 1 Mart 2017 itibariyle konsolide edilen Kipa ile sağlanan inorganik büyüme sayesinde mağaza ağı büyümesi devam ediyor.

- ✓ **Migros, son yıllarda özellikle indirim marketleri pazarında artan rekabetten dolayı, sadece markalı ürünlere değil özel markalı ürünlerine verdiği önem ve fiyatlama politikalarındaki başarısı sayesinde satış hacminde büyümeye devam etmektedir.** Mağaza trafiklerinde süren baskıya karşın 2016 yılında izlediği özel markalı ürün ve fiyatlama stratejisini devam ettiren şirket, güçlü büyümesini 3Ç17'de sürdürerek 39% büyüme ile 4.3 milyar TL net satış rakamına ulaştı (3Ç16: 3.1 milyar TL). Kipa etkisini son iki çeyrekte tam yansıtabilen şirket (ilk çeyrekte bir ay yansıtılabildi), satışlarını Kipa dahil olmayan figürlerde ise 20.1% (2Ç17: 24.4% - 1Ç17: 21.4%) artırarak yine başarılı bir sonuç elde etti.
- ✓ **Migros 30 Eylül 2017 tarihi itibariyle 38'i yurtdışında olmak üzere 1701 mağaza ile operasyonlarına devam ediyor. Bunun üstüne eklediği 162 adet Kipa mağazası (Toplam 1,863 mağaza) ve yeni mağaza açılışları ile 2017 yılında yaklaşık 1.5mn m2 (320k m2 Kipa hariç) satış alanına ulaşmasını bekliyoruz. (Aralık 2016: 1.1mn m2)** Organik büyümesini M-Jet konseptinde hız kesmeyen mağaza açılışları ile devam ettiren şirket, bu büyümeyi Kipa satın alımıyla inorganik olarak da destekledi. Geçtiğimiz yıllarda operasyonel anlamda zorluklar yaşayan Kipa'nın faaliyetlerini gözlemlemekte olan şirket, orta-uzun vadede belirleyeceği strateji ile Migros'un halihazırda gerçekleştirdiği marjlara yakın seviyelere çekmeyi başarabilirse sadece satış hacminde değil nakit akımlarında da büyük sıçrayış gerçekleştirebilir. Zayıf mağazaların kapanışından ziyade m2'lerde küçülmeye gitme olasılıkları, yiyecek-içecek dışı kategorilerin bazılarının elimine edilmesi, personel - kira ve enerji giderlerinde verimliliği artıracak çalışmalar ise şirketin üzerinde durduğu konular olarak sıralanıyor.
- ✓ **Migros, sadece mağaza zinciri olarak değil AVM ve gayrimenkul varlığı açısından da çok önemli bir adım atarak yeni bir hikayeye yelken açtı.** Gayrimenkul ve arsa değeri olarak Migros bilançosuna yaklaşık 1.8 milyar TL net aktif girerken, muhasebesel pasif karşılığında ise yaklaşık 1.1 milyar TL'lik kâr sermayeye eklendi ve kalan kısım ise Kipa'nın finansal ve operasyonel borçlarını temsil etmektedir. Gelecek dönemlerde oluşabilecek yeniden değerlemeler veya 1Ç17 - 2Ç17 ve 3Ç17 analist toplantısında belirtildiği üzere, olası arsa satışları takip edilmelidir.
- × **Euro bazlı krediler şirketin finansallarında baskıya sebep olmaktadır.** Eyl17 bilançolarına göre; 3.8mr TL seviyelerinde olan finansal borcunun 77%'si EUR kredilerden (EUR 700m) oluşan Migros'un, TL'nin Euro karşısında değer kaybettiği veya şirket aleyhine gerçekleşen dalgalanmalarda yüksek miktarda kur farkı gideri yazma potansiyeli taşımaktadır.
- × **Kipa - Migros entegrasyonunda başarı gösterilememesi veya istenen seviyelere gelinebilmesi durumunda hisse fiyatları üzerinde baskı yaşanabilir.** Kipa operasyonlarına muhafazakar yaklaşarak, performansı bir süre takip edildikten sonra orta-uzun vadeli bir model oturtulması planlanan Kipa'nın (Migros dönüşümü gerçekleştiğinde dahi) marjlarında düzelme olmaması durumunda halihazırda güçlü seviyelerde nakit yaratan Migros operasyonlarına da olumsuz etki gösterme ihtimali risk taşımaktadır.
- ✓ Olumlu gelişme
- Nötr veya belirsiz gelişme (İzlenmeli)
- × Olumsuz gelişme

Yurtiçi mağaza açılışlarında, Kipa alımından doğan yapılanma sürecinin ardından yeniden 180-200 bandına gelmesi, yurtdışı operasyonlarında özellikle Kazakistan tarafındaki küçülmenin tersine döndürülmesi, Makedonyadaki istikrarlı büyüme devam edilmesi ve Kipa entegrasyonunun olumlu sonuçlanacağı beklentisi ile marjların 2017-2018 yıllarında baskı altında kalmasına karşın uzun vadede büyüme devam ederek FAVÖK tarafında %5.5-6.0 bandına yeniden taşınma ihtimalini yüksek görüyoruz.

- ✓ 4Ç16 raporumuzda da belirttiğimiz üzere 2017 marjlarında bozulmalar bekliyorduk. Henüz ilk çeyrekte, Kipa etkisi yalnızca 1 ay iken gelen minör bozulmanın (daha çok kampanyaların etkisiyle), Kipa etkisiyle yıl boyunca devam edeceğini düşünüyorduk ve 2Ç17 sonuçları da marjlar bakımında analist beklentilerine paralel geldi. Ancak, mevsimselliğin de etkisi ile marjlardaki bu baskı 3Ç17'de devam etmedi ve şirketin vermiş olduğu yılsonu öngörüsünde beklentilerden daha iyi bir FAVÖK marjı hedefi bulunmaktadır. Öte yandan genel uzun vade trend olarak şirketin büyüme modelinde iyileşmenin devam etmesini ve marjlardaki bozulmanın etkisinin 2-3 senenin ardından hızlıca toparlanacağını ve yeniden %26.6-27.0 bandına geleceğini düşünmeye devam ediyor, eski modelimizde 2020 ve sonrasında yansıttığımız bu marjları 2018 yılında başlayacak şekilde güncelliyoruz.
- FAVÖK marjında da 6M17'de gördüğümüz bozulmanın 2-3 senelik bir yapılanmanın ardından yeniden %5.5-6.0 seviyelerine taşınabileceğini öngörüyoruz. Şirket beklentilerinden daha muhafazakar olan modelimizde değişikliğe gitmiyor, bu marjları 2019 yılından itibaren gerçekleşecek şekilde modelliyoruz. Öte yandan personel sayısı açısından; Migros'taki mağaza başına personel sayılarına oranla daha yüksek seviyelerde seyreden Kipa mağaza başına personel sayıları da organizasyon yapısında orta uzun vadede değişikliğe gidilmemesi durumunda FAVÖK marjı üzerinde devamlı baskı oluşturabilir. Orta vadede güncellemeye gitmememizi sağlayan ana faktör budur.

Migros için hedef fiyatımızı TL 25.90 (Eski: TL 32.17) olarak güncelliyoruz. İstikrarlı organik büyümesini sürdüren şirketin Kipa satın almasıyla orta-uzun vadede yaratacağı satış büyümesi, Mjet odaklı büyüme stratejisi, fiyatlama stratejisi, operasyonel giderlerin üzerindeki sürdürülebilir olduğuna inandığımız kontrol mekanizması ve ürün gamının sadece gıda odaklı olmamasından dolayı baskı altında olan mağaza trafiğinden uzun vadede daha az etkileneceğini düşündüğümüz **Migros için hedef fiyatımızı TL 35.30 olarak güncelliyor, görüşümüzü ise 28.7% getiri potansiyeli ile "AL" olarak koruyoruz.** 2017T 8.9x FD/FAVÖK oranıyla işlem gören Migros'un yurtiçi ve yurtdışı benzer şirketleri 8.2x FD/FAVÖK rasyoları ile işlem görmektedir.

Tablo 1: Özet Gelir Tablosu

Milyon TL	3Ç16	3Ç17	Yıllık	2Ç17	Çeyreklik
Satış Gelirleri	3.079	4.285	%39,1	3.923	9,2%
Brüt Kar	828	1.170	%41,4	1.015	15,3%
<i>Brüt Kar Marjı</i>	<i>%26,9</i>	<i>%27,3</i>		<i>%25,9</i>	
Operasyonel Kar	160	221	%38,5	89	147,4%
<i>Operasyonel Kar Marjı</i>	<i>%5,2</i>	<i>%5,2</i>		<i>%2,3</i>	
FAVÖK	210	289	%37,6	158	83,6%
<i>FAVÖK Marjı</i>	<i>%6,8</i>	<i>%6,8</i>		<i>%4,0</i>	
Net Kar	-1	-70	-%4960,1	-118	n.a
<i>Net Kar Marjı</i>	<i>%0,0</i>	<i>-%1,6</i>		<i>-%3,0</i>	

Kaynak: Şeker Yatırım - Araştırma, Finnet, Denetim Raporları

- ✓ Olumlu gelişme
- Nötr veya belirsiz gelişme (İzlenmeli)
- × Olumsuz gelişme

Tablo 2: Temel Finansal Tablolar

BİLANÇO (TL Mn)	2014/12	2015/12	2016/12	2016/09	2017/09	%Değ
Maddi Duran Varlıklar	1.287	1.308	1.268	1.232	3.054	%148
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	2.501	2.336	2.360	2.344	2.409	%3
Diğer Uzun Vadeli Kıymetler	69	81	177	171	235	%38
Ticari Alacaklar	48	50	58	65	91	%39
Hazır Değerler	689	839	1.156	1.044	1.582	%52
Diğer Kısa Vadeli Varlıklar	986	1.146	1.318	1.308	1.842	%41
Toplam Aktifler	5.581	5.761	6.337	6.165	9.213	%49
Uzun Vadeli Borçlar	1.719	2.380	2.623	2.488	2.870	%15
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	173	139	152	143	247	%72
Kısa Vadeli Borçlar	634	213	341	-	569	A.D
Kısa Vadeli Ticari Borçlar	1.896	2.228	2.664	2.564	3.630	%42
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	250	285	317	506	933	%84
Toplam Yükümlülükler	4.672	5.245	6.096	5.701	8.248	%45
Toplam Özsermaye	909	516	241	464	966	%108
Toplam Pasifler	5.581	5.761	6.337	6.165	9.213	%49
GELİR TABLOSU (TL Mn)	2014/12	2015/12	2016/12	2016/09	2017/09	%Değ
Net Satışlar	8.123	9.390	11.059	8.159	11.322	%39
SMM	5.959	6.864	8.098	5.954	8.320	%40
Brüt Kâr	2.163	2.526	2.962	2.205	3.002	%36
Faaliyet Giderleri	1.838	2.154	2.525	1.875	2.616	%40
Net Esas Faaliyet Kârı/(Zararı)	325	371	437	330	386	%17
Net Diğer Gelir/(Gider)	(93)	(108)	(96)	(62)	(170)	%173
Yatırım Faaliyetlerinden Gelir/(Gider)	(2)	(210)	(43)	(37)	1.065	A.D
Finansman Gelir/(Gider)	(50)	(399)	(524)	(253)	(513)	%103
Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımlar	-	-	-	-	-	A.D
Vergi Öncesi Kâr	181	(346)	(227)	(22)	767	A.D
Vergi	85	24	66	35	52	%49
Net Kâr/(Zarar)	96	(370)	(293)	(57)	715	A.D
Azinlık Payları	(0)	0	0	0	(4)	A.D
Ana Ortaklık Payları	96	(370)	(293)	(57)	719	A.D

Kaynak: Şeker Yatırım - Araştırma, Finnet, Denetim Raporları

Tablo 3: Temel Finansal Rasyolar

FİNANSAL ORANLAR	2014/12	2015/12	2016/12	2016/09	2017/09
Özsermaye Kârlılığı	%10,6	-%71,8	-%121,5	%4,7	%50,7
Aktif Kârlılığı	%1,7	-%6,4	-%4,6	%0,4	%5,3
Brüt Kâr Marjı	%26,6	%26,9	%26,8	%27,0	%26,5
Net Kâr Marjı	%1,2	-%3,9	-%2,6	-%0,7	%6,4
FAVÖK Marjı	%6,0	%5,9	%5,8	%5,7	%5,1
U.V. Borç/Özsermaye	%189,1	%461,3	%1087,7	%535,9	%297,1

Kaynak: Şeker Yatırım - Araştırma, Finnet, Denetim Raporları

Şeker Yatırım

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.

Bu rapordaki veri, grafik ve tablolar güvenilirliğine inandığımız sağlam kaynaklardan derlenmiş olup, burada yer alan yorum ve tavsiyeler, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Bu bilgiler ışığında yapılan ve yapılacak olan ileriye dönük yatırımların sonuçlarından ŞEKER YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş. hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. Ayrıca, Şeker Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin yazılı izni olmadıkça bu raporların içeriği kısmen ya da tamamen üçüncü kişilerce hiç bir şekil ve ortamda yayınlanamaz, iktisap edilemez, alıntı yapılamaz, kullanılamaz.

Şeker Yatırım Menkul Değerler A.Ş.- Büyükdere Cad. No:171 Metrocity A Blok Kat 4-5

ŞİŞLİ /İSTANBUL Tel: 0212 334 33 33, Pbx Fax: 0212 334 33 34,

arastirma@sekeryatirim.com