

MIGROS

Kipa konsolidasyonunun ilk etkileri

Mehmet Mumcu

Analist

mmumcu@sekeryatirim.com

Migros, Kipa konsolidasyonunu (1,070mn TL özsermaye etkisi) finansallarına yansıttığı 1Ç17'de, piyasa beklentisi (-150mn TL) ve bizim beklentimizin (-131mn TL) oldukça üstünde, 907mn TL net kâr açıkladı. (1Ç16: -28mn TL). 31 Mart 2017 tarihinde KAP'a açıklanan bilgiye göre, maliyet bazlı değerlendirme metodundan çıkarak, yeniden varlık değerlemeye giden Kipa, 872mn TL yeniden değerlendirme farkı yazdı. Bu tutar ve geçmiş yıllardan gelen özsermaye tutarının toplamından, Kipa satın alım tutarı ve Azınlık Paylarını çıkardığımızda kalan Negatif Şerefiye'yi 1Ç17'de "Yatırım Faaliyetlerinden Gelir" olarak yazan Migros, dipte kâr rakamına ulaşmış oldu. Öte yandan; Euro bazlı kredileri toplam kredilerinin 75%'ini oluşturan Şirket, 185mn TL net finansman gideri yazdı.

Net satışlarda yıllık bazda 29.1% artış gösteren Migros, brüt kârlılıkla 26.2% ile 1Ç16'daki 27.2% seviyesinin altında kaldı. (Süpermarket kampanyalarının da etkisiyle) Operasyonel giderlerde sıkı duruşunu devam ettiren Migros, iyi performansına devam ederek 1Ç17'de %23.8 operasyonel giderler/net satışlar oranı ile (1Ç16: 24.2%) brüt kârlılıktaki düşüşü bir nebze kompanse edebildi ve 1Ç17'de 4.3% FAVÖK marjı açıkladı (1Ç16: 5.0%).

2017 Beklentileri: Türkiye genelinde toplamda 168 mağaza ile yaklaşık 320bin m²'de operasyonlarına devam eden Kipa'nın satın alınmasıyla pazardaki pozisyonunu sağlamlaştıran şirket, Migros tarafında ise 120-150 aralığında yeni mağaza açılışı hedeflemektedir. 1 Mart itibarıyla konsolidasyonu gerçekleşen Kipa operasyonlarının etkisiyle 30-35% arasında konsolide satış büyümesi öngörüsünü değiştirmeyen şirket, 2017 yılında %5.0-5.5 aralığında FAVÖK marjı ile yılı tamamlayacağını tahmin ediyor. Zayıf performans gösteren Kipa operasyonlarının Migros rakamlarına yapacağı baskıdan ötürü FAVÖK marjında öngörülen (1Ç17'de de gördüğümüz şekilde) düşüşü kısa vadede olumsuz yorumlamıyoruz. Kipa operasyonlarını bir süre gözlemleyeceğimizi, ardından orta-uzun vadeli bir strateji geliştireceğini belirten şirket, özel markalı ürün odağını artırması ve özellikle Mjet açılışlarından hız kesmeyecek stratejisinden ötürü beğenimizi kazanmaya devam ediyor.

Migros için 27.74 TL hedef fiyatımızı ve "AL" tavsiyemizi koruyoruz. İstikrarlı organik büyümesini sürdüren şirketin inorganik büyüme tarafında Kipa satın alınmasıyla orta-uzun vadede yaratacağı satış hacimleri, Mjet odaklı büyüme stratejisi, operasyonel giderlerin üzerindeki sürdürülebilir olduğuna inandığımız kontrol mekanizması şirketi beğenmemizdeki başlıca sebeplerdir. Rapor tarihi itibarıyla 9.6x FD/FAVÖK oranıyla işlem gören Migros'un yurtiçi ve yurtdışı benzer şirketleri 8.2x FD/FAVÖK rasyoları ile işlem görmektedir. Kipa konsolidasyonunun tek seferlik etkisiyle F/K ve Hisse Başına Kâr göstergeleri pozitif görünmektedir.

	2015	2016	1Ç16	1Ç17	2017T	2018T
F/K	A.D	A.D	A.D	7,14	4,25	28,97
PD/DD	8,85	18,94	9,39	3,92	3,53	3,04
FD/FAVÖK	12,60	11,04	12,45	10,87	9,67	8,18
FD/Satışlar	0,75	0,63	0,72	0,60	0,48	0,41
Net Satışlar (TL Mn)	9.390	11.059	2.411	3.114	14.721	17.052
Net Kar (TL Mn)	-370	-293	-28	907	1.076	158
Hisse Başına Kar (TL)	A.D	A.D	A.D	5,09	6,04	0,89

"AL"
Hedef Fiyat: 27.74 TL

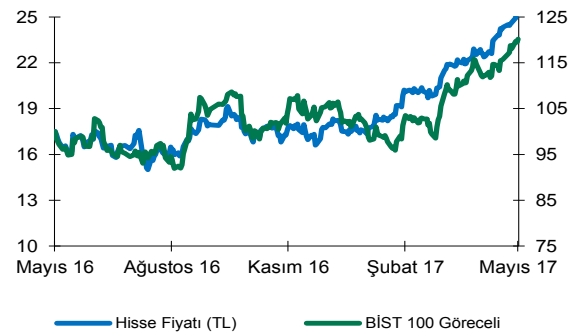
	TL	US\$
Fiyat	25,66	7,13
BİST 100	96.194	26.733
US\$ (MB Alış):	3,5958	
52 Hafta Yüksek:	25,66	7,13
52 Hafta Düşük:	15,00	4,50
Bloomberg/Reuters Kodu:	MGROS.TI / MGROS.IS	

Hisse Senedi Sayısı (Mn):	178,0	(TL Mn)	(US\$ Mn)
Piyasa Değeri (TL Mn):	4.568		1.270
Halka Açık PD (TL Mn):	868		241

	1A	1Y	YB
TL Getiri (%):	12,2	46,6	46,0
US\$ Getiri (%):	16,2	19,3	43,5
BİST 100 Göreceli Getiri (%):	6,5	20,1	18,6
Ort. İşlem Hacmi (TL Mn):	7,99		
Ort. İşlem Hacmi (US\$ Mn):	2,41		

Beta	0,85
Yıllık Volatilité (Hisse)	0,27
Yıllık Volatilité (BİST 100)	0,19

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 1Ç17’de sürdürerek 29.1% büyüme ile 3.1 milyar TL net satış rakamına ulaştı. (1Ç16: 2.4 milyar TL) Kipa etkisini ilk çeyrekte 1 ay gören şirket, Kipa dahil olmayan figürlerde ise 21.4% büyüme ile yine başarılı bir sonuç elde etti.
- ✓ **Migros 30 Nisan 2017 tarihi itibariyle 39’u yurtdışında olmak üzere 1644 mağaza ile operasyonlarına devam ediyor. Bunun üstüne eklediği 168 adet Kipa mağazası (Toplam 1,812 mağaza) ve yeni mağaza açılışları ile 2017 yılında yaklaşık 1.5mn m2 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. Analist toplantısında da belirtildiği üzere, 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 analist toplantısında belirtildiği üzere, olası arsa satışları takip edilmelidir.
- × **Euro bazlı krediler şirketin finansallarında baskıya sebep olmaktadır.** Mar17 bilançolarına göre 3.6mr TL seviyelerinde olan finansal borcun 75%’i EUR kredilerden oluşan Migros, 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.** Analist toplantısında da belirttiği üzere, Kipa operasyonlarına muhafazakar yaklaşılarak, 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.
- × **%4.5’i halka açık olan Kipa tarafında SPK görüşü beklenen “Zorunlu Çağrıda Bulunma Yükümlülüğü” kararı çıkması durumunda, belirlenen Çağrı Fiyatı üzerinden nakit çıkışı gerçekleştirilebilir.** Ortaklık paylarının satışına ilişkin anlaşma yapıldığının kamuya duyurulduğu tarihten önceki 6 aylık dönem içinde oluşan günlük ağırlıklı ortalama Borsa Fiyatı baz alınarak gerçekleştirilecek olan “Çağrıda Bulunma Yükümlülüğü” en az* 135mn TL nakit çıkışı yaratabilir (Hesaplamamızda, 09.12.2015 - 09.06.2016 tarihleri arasındaki ağırlıklı ortalama fiyat olan 2,25 TL baz alınmıştır).

*SPK’nın belirlediği çağrı fiyatı hesaplamalarından birisi olan, “Değerleme Raporu Sonucunda Oluşacak Fiyat”ın baz alınması durumunda bu tutar değişkenlik gösterebilir. (Bu tutarlar içinde en yüksek olan fiyat “Çağrı Fiyatı” olarak geçerlilik kazanıyor)

Yurtiçi mağaza açılışlarında, Kipa alımından doğan yapılanma sürecinin ardından yeniden 180-200 bandına gelmesi, yurtdışı operasyonlarında özellikle Kazakistan tarafındaki küçülmenin tersine döndürülmesi, Makedonyadaki istikrarlı büyümeye devam edilmesi ve Kipa entegrasyonunun olumlu sonuçlanacağı beklentisi ile marjların 2017-2018 yıllarında baskı altında kalmasına karşın uzun vadede büyümeye 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 düşünüyoruz. Öte yandan genel uzun vade trend olarak şirketin büyüme modelinde ve marjlarında iyileşmenin devam edeceğini düşünüyoruz.
- Şirketin brüt kârlılığındaki olumlu seyir 2017 yılıyla birlikte bir miktar bozulmaya uğrama potansiyeli barındırırken (1Ç17'deki marj baskılarının devam etmesi), Kipa operasyonlarında da benzer fiyatlama politikalarının oturtulabileceğini ve 2-3 senelik marj düşüşlerinin ardından brüt marjda yeniden %26.6-27.0 bandına geleceğini düşünüyoruz. Ayrıca, FAVÖK marjında da kısa vadede kesin gözüyle bakılan bozulmanın 2-3 senelik bir yapılanmanın ardından yeniden %5.5-6.0 seviyelerine taşınabileceğini öngörüyoruz. 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.

Migros için hedef fiyatımızı 27.74 TL olarak sürdürüyoruz. 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 27.74 TL, görüşümüzü ise 8.1% getiri potansiyeli ile "AL" olarak koruyoruz. Rapor tarihi itibarıyla 9.6x 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	1Ç16	1Ç17	Yıllık	4Ç16	Çeyreklik
Satış Gelirleri	2.411	3.114	%29,1	2.901	7,3%
Brüt Kar	660	817	%23,9	757	8,0%
Brüt Kar Marjı	%27,4	%26,2		%26,1	
Operasyonel Kar	76	75	-%0,4	107	-29,6%
Operasyonel Kar Marjı	%3,1	%2,4		%3,7	
FAVÖK	124	134	%7,6	160	-16,2%
FAVÖK Marjı	%5,2	%4,3		%5,5	
Net Kar	-26	907	-%3621,3	-236	-484,3%
Net Kar Marjı	-%1,1	%29,1		-%8,1	

Kaynak: Şeker Yatırım - Araştırma, Finnet, Denetim Raporları

- ✓ Olumlu gelişme veya potansiyel
- Nötr veya belirsiz gelişme/potansiyel/risk
- × Olumsuz gelişme veya risk

Tablo 2: Temel Finansal Tablolar

BİLANÇO (TL Mn)	2014/12	2015/12	2016/12	2016/03	2017/03	%Değ
Maddi Duran Varlıklar	1.287	1.308	1.268	1.318	3.071	%133
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	2.501	2.336	2.360	2.338	2.406	%3
Diğer Uzun Vadeli Kıymetler	69	81	177	82	198	%140
Ticari Alacaklar	48	50	58	68	71	%4
Hazır Değerler	689	839	1.156	835	1.199	%44
Diğer Kısa Vadeli Varlıklar	986	1.146	1.318	1.165	1.617	%39
Toplam Aktifler	5.581	5.761	6.337	5.807	8.561	%47
Uzun Vadeli Borçlar	1.719	2.380	2.623	2.437	2.791	%15
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	173	139	152	147	227	%55
Kısa Vadeli Borçlar	634	213	341	-	607	A.D
Kısa Vadeli Ticari Borçlar	1.896	2.228	2.664	2.223	3.032	%36
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	250	285	317	514	738	%44
Toplam Yükümlülükler	4.672	5.245	6.096	5.321	7.395	%39
Toplam Özsermaye	909	516	241	486	1.166	%140
Toplam Pasifler	5.581	5.761	6.337	5.807	8.561	%47
GELİR TABLOSU (TL Mn)	2014/12	2015/12	2016/12	2016/03	2017/03	%Değ
Net Satışlar	8.123	9.390	11.059	2.411	3.114	%29
SMM	5.959	6.864	8.098	1.754	2.296	%31
Brüt Kâr	2.163	2.526	2.962	657	817	%24
Faaliyet Giderleri	1.838	2.154	2.525	584	742	%27
Net Esas Faaliyet Kârı/(Zararı)	325	371	437	73	75	%3
Net Diğer Gelir/(Gider)	(93)	(108)	(96)	(30)	(44)	%46
Yatırım Faaliyetlerinden Gelir/(Gider)	(2)	(210)	(43)	(1)	1.068	A.D
Finansman Gelir/(Gider)	(50)	(399)	(524)	(65)	(185)	%187
Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımlar	-	-	-	-	-	A.D
Vergi Öncesi Kâr	181	(346)	(227)	(23)	914	A.D
Vergi	85	24	66	5	8	%56
Net Kâr/(Zarar)	96	(370)	(293)	(28)	906	A.D
Azinlık Payları	(0)	0	0	0	(1)	A.D
Ana Ortaklık Payları	96	(370)	(293)	(28)	907	A.D

Kaynak: Şeker Yatırım - Araştırma, Finnet, Denetim Raporları

Tablo 3: Temel Finansal Rasyolar

FİNANSAL ORANLAR	2014/12	2015/12	2016/12	2016/03	2017/03
Özsermaye Kârlılığı	%10,6	-%71,8	-%121,5	-%82,6	%54,9
Aktif Kârlılığı	%1,7	-%6,4	-%4,6	-%6,9	%7,5
Brüt Kâr Marjı	%26,6	%26,9	%26,8	%27,2	%26,2
Net Kâr Marjı	%1,2	-%3,9	-%2,6	-%1,2	%29,1
FAVÖK Marjı	%6,0	%5,9	%5,8	%5,2	%4,3
U.V. Borç/Özsermaye	%189,1	%461,3	%1087,7	%501,0	%239,4

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