

# MIGROS

## Marjlar baskı altındayken gelen güçlü büyüme

Mehmet Mumcu

Analist

mmumcu@sekeryatirim.com

Migros 2Ç17'de bizim beklentimizin (TL 151mn net zarar) üstünde, piyasa beklentisinin (TL 90mn net zarar) gerisinde bir performans göstererek TL 118mn net zarar açıkladı. 1 Mart 2017'de Kipa konsolidasyonunu gerçekleştiren şirket ilk kez bu çeyrekte Kipa'nın 3 aylık etkisini finansallarına yansıtabildi.

Net satışlarında yıllık bazda 47% artış gösteren Migros, (24%'ü Migros büyümesi, kalanı Kipa konsolidasyonu) 1. Çeyrekteki güçlü büyümesini sürdürdü. Brüt kârlılıkta ise 25.9% (2Ç16: 27.1%) yıllık bazda 1.2 puan düşüş gösterdi (Kipa Konsolidasyonu ve Ramazan indirimleri etkisi). Operasyonel giderlerde süren minör bozulma ise inorganik büyümenin getirdiği, uzun vadede düzeltilmesi planan verimsizliklerden kaynaklanıyor, piyasanın olumsuz algılamadığı bir durum ve açıklanan FAVÖK marjı (4.0%) da bu sebeple piyasanın beklentilerine paralel (4.2%). Satışlardaki devamlı güçlü büyüme (Kipa'sız), marjlardaki baskının Migros operasyonlarından ziyade Kipa satın alımının etkisiyle olması ve uzun vadede iyileşme gösterme beklentisi ile açıklanan 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 168 mağaza ile yaklaşık 320bin m2'de operasyonlarına devam eden Kipa'nın satın alınmasıyla pazardaki pozisyonunu sağlamlaştıran şirket, Migros tarafında ise 180+ (Eski: 120-150) aralığında yeni mağaza açılışı hedeflemektedir (Şirket, Temmuz sonu itibariyle mağaza sayısını devralınan Kipa mağazaları hariç 81 adet artırmıştır, Haziran sonu itibariyle 99 yeni mağaza açılışı yapılmıştır). Güçlü Migros mağaza performansları ve Kipa etkisi ile 30-35% arasında konsolide satış büyümesi öngörüsünü +35% olarak güncelleyen şirket, %5.0-5.5 (Güncelleme yok) aralığında FAVÖK marjı ile yılı tamamlayacağını tahmin ediyor. Zayıf performans gösteren Kipa operasyonlarının Migros rakamlarına yapacağı baskıdan ötürü FAVÖK marjında öngörülen düşüşü kısa vadede olumsuz yorumlamıyoruz. Kipa operasyonlarını bir süre gözlemleyeceğini, 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 32.17 TL hedef fiyatımızı ve "AL" tavsiyemizi koruyoruz.** Aylık strateji raporumuzda yukarı yönlü güncellediğimiz hedef fiyatımızın (Eski: 27.74) önemli seviyede artışının sebepleri Kipa konsolidasyonu (İstikrarlı organik büyümesini sürdüren şirketin inorganik büyüme tarafında Kipa satın almasıyla orta-uzun vadede yaratacağı satış hacimlerinde revizeye gitmemiz), Mjet odaklı büyüme stratejisi, operasyonel giderlerin üzerindeki sürdürülebilir olduğuna inandığımız kontrol mekanizması olmakla birlikte şirketi beğenmemizdeki başlıca sebeplerdir. Rapor tarihi itibariyle 2017T 10.8x FD/FAVÖK oranıyla işlem gören Migros'un yurtiçi ve yurtdışı benzer şirketleri 8.2x FD/FAVÖK rasyoları ile işlem görmektedir.

	2015	2016	1Y16	1Y17	2017T	2018T
F/K	A.D	A.D	A.D	9,28	8,81	n.a
PD/DD	10,05	21,50	11,19	4,94	6,43	13,23
FD/FAVÖK	13,45	11,78	12,99	11,19	10,80	8,88
FD/Satışlar	0,80	0,68	0,74	0,58	0,51	0,43
Net Satışlar (TL Mn)	9.390	11.059	5.079	7.037	14.797	17.545
Net Kar (TL Mn)	-370	-293	-53	789	588	-443
Hisse Başına Kar (TL)	A.D	A.D	A.D	4,43	3,30	-2,49

"AL"  
Hedef Fiyat: 32.17 TL

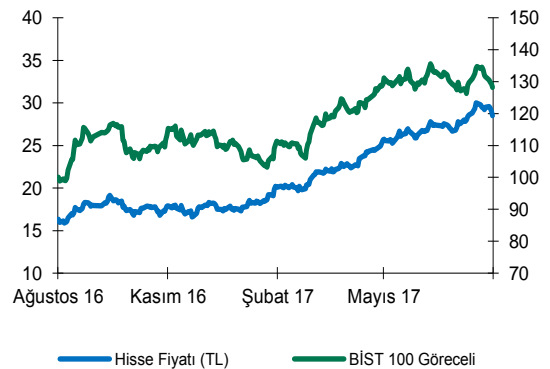
	TL	US\$
Fiyat	29,12	8,22
BİST 100	106.963	30.186
US\$ (MB Alış):	3,5410	
52 Hafta Yüksek:	30,02	8,51
52 Hafta Düşük:	15,90	4,50
Bloomberg/Reuters Kodu:	MGROS.TI / MGROS.IS	

	(TL Mn)	(US\$ Mn)
Hisse Senedi Sayısı (Mn):	178,0	
Piyasa Değeri (TL Mn):	5.184	1.463
Halka Açık PD (TL Mn):	985	278

	1A	1Y	YB
TL Getiri (%):	7,3	78,5	65,6
US\$ Getiri (%):	9,4	49,3	65,5
BİST 100 Göreceli Getiri (%):	3,5	31,9	21,0
Ort. İşlem Hacmi (TL Mn):	9,07		
Ort. İşlem Hacmi (US\$ Mn):	2,62		

Beta	0,69
Yıllık Volatilité (Hisse)	0,22
Yıllık Volatilité (BİST 100)	0,15

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



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 2Ç17'de sürdürerek 47% büyüme ile 3.9 milyar TL net satış rakamına ulaştı. (2Ç16: 2.7 milyar TL) Kipa etkisini ilk çeyrekte 1 ay gören ve satışlarını yıllık bazda 29% artıran şirket, Kipa dahil olmayan figürlerde ise 24% (1Ç17: 21%) büyüme ile yine başarılı bir sonuç elde etti.
- ✓ **Migros 31 Temmuz 2017 tarihi itibariyle 39'u yurtdışında olmak üzere 1686 mağaza ile operasyonlarına devam ediyor. Bunun üstüne eklediği 168 adet Kipa mağazası (Toplam 1,854 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 analist toplantısında belirtildiği üzere, olası arsa satışları takip edilmelidir.
- × **Euro bazlı krediler şirketin finansallarında baskıya sebep olmaktadır.** Haz17 bilançolarına göre 3.6mr TL seviyelerinde olan finansal borcun 77%'si 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 gelinememesi 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.

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 düşünüyorduk ve 2Ç17 sonuçları da marjlar bakımında analist beklentilerine paralel geldi. 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 düşünüyoruz.
- FAVÖK marjında da 6M17'de gördüğümüz 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 TL 32.17 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 32.17 TL, görüşümüzü ise 10.5% getiri potansiyeli ile "AL" olarak koruyoruz.** 2017T 10.6x 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	2Ç16	2Ç17	Yıllık	1Ç17	Çeyreklik
Satış Gelirleri	2.668	3.923	%47,1	3.114	26,0%
Brüt Kar	709	1.015	%43,0	817	24,1%
Brüt Kar Marjı	%26,6	%25,9		%26,2	
Operasyonel Kar	86	89	%3,8	75	18,9%
Operasyonel Kar Marjı	%3,2	%2,3		%2,4	
FAVÖK	133	158	%18,1	134	17,7%
FAVÖK Marjı	%5,0	%4,0		%4,3	
Net Kar	-36	-118	-%223,7	907	n.a
Net Kar Marjı	-%1,4	-%3,0		%29,1	

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	2016/06	2017/06	%Değ
Maddi Duran Varlıklar	1.287	1.308	1.268	1.228	3.068	%150
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	2.501	2.336	2.360	2.346	2.406	%3
Diğer Uzun Vadeli Kıymetler	69	81	177	163	212	%30
Ticari Alacaklar	48	50	58	79	89	%13
Hazır Değerler	689	839	1.156	831	1.274	%53
Diğer Kısa Vadeli Varlıklar	986	1.146	1.318	1.375	1.856	%35
<b>Toplam Aktifler</b>	<b>5.581</b>	<b>5.761</b>	<b>6.337</b>	<b>6.021</b>	<b>8.904</b>	<b>%48</b>
Uzun Vadeli Borçlar	1.719	2.380	2.623	2.348	2.697	%15
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	173	139	152	142	236	%67
Kısa Vadeli Borçlar	634	213	341	-	531	A.D
Kısa Vadeli Ticari Borçlar	1.896	2.228	2.664	2.549	3.463	%36
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	250	285	317	519	928	%79
Toplam Yükümlülükler	4.672	5.245	6.096	5.558	7.856	%41
Toplam Özsermaye	909	516	241	463	1.049	%126
<b>Toplam Pasifler</b>	<b>5.581</b>	<b>5.761</b>	<b>6.337</b>	<b>6.021</b>	<b>8.904</b>	<b>%48</b>

GELİR TABLOSU (TL Mn)	2014/12	2015/12	2016/12	2016/06	2017/06	%Değ
Net Satışlar	8.123	9.390	11.059	5.079	7.037	%39
SMM	5.959	6.864	8.098	3.699	5.205	%41
Brüt Kâr	2.163	2.526	2.962	1.380	1.832	%33
Faaliyet Giderleri	1.838	2.154	2.525	1.207	1.667	%38
Net Esas Faaliyet Kârı/(Zararı)	325	371	437	173	165	-%5
Net Diğer Gelir/(Gider)	(93)	(108)	(96)	(70)	(112)	%60
Yatırım Faaliyetlerinden Gelir/(Gider)	(2)	(210)	(43)	(36)	1.065	A.D
Finansman Gelir/(Gider)	(50)	(399)	(524)	(112)	(320)	%186
Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımlar	-	-	-	-	-	A.D
<b>Vergi Öncesi Kâr</b>	<b>181</b>	<b>(346)</b>	<b>(227)</b>	<b>(45)</b>	<b>798</b>	<b>A.D</b>
Vergi	85	24	66	8	11	%39
<b>Net Kâr/(Zarar)</b>	<b>96</b>	<b>(370)</b>	<b>(293)</b>	<b>(53)</b>	<b>787</b>	<b>A.D</b>
Azinlık Payları	(0)	0	0	0	(3)	A.D
Ana Ortaklık Payları	96	(370)	(293)	(53)	789	A.D

Kaynak: Şeker Yatırım - Araştırma, Finnet, Denetim Raporları

Tablo 3: Temel Finansal Rasyolar

FİNANSAL ORANLAR	2014/12	2015/12	2016/12	2016/06	2017/06
Özsermaye Kârlılığı	%10,6	-%71,8	-%121,5	-%68,8	%53,3
Aktif Kârlılığı	%1,7	-%6,4	-%4,6	-%5,3	%6,3
Brüt Kâr Marjı	%26,6	%26,9	%26,8	%27,2	%26,0
Net Kâr Marjı	%1,2	-%3,9	-%2,6	-%1,0	%11,2
FAVÖK Marjı	%6,0	%5,9	%5,8	%5,1	%4,1
U.V. Borç/Özsermaye	%189,1	%461,3	%1087,7	%506,8	%257,2

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](mailto:arastirma@sekeryatirim.com)