20 Aralık 2018 | Hisse Araştırma
Perakende

Migros

Şirket Analizi

Borçluluğu azaltma hedefi destekleyici olacak

Migros son yıllarda uygulamaya koyduğu stratejik adımların yanı sıra, yüksek enflasyon ve 2017 yılında başlayan Kipa konsolidasyonunun da desteğiyle 2015-2017 döneminde güçlü gelir büyümesi sergiledi. i) Müşteri trafiğinde ve sepet büyüklüğünde iyileşmeyi destekleyici farklı ürün kategorilerine yatırım yapması ii) ciro performansı ve operasyonel verimliliği artıran küçük m²'li mağaza odaklı genişlemesi iii) IT ve CRM altyapısında uyguladığı stratejiler büyümeyi destekleyiciler arasında yer alıyor. Devam eden Kipa mağazalarındaki optimizasyon çalışmaları sonucu verimlilik artışının desteği ile 2019 yılından itibaren Migros operasyonlarında daha fazla güçlenme ve marjlarda kademeli olarak iyileşme bekliyoruz. Euro cinsi finansal borcu nedeniyle hisse performansı baskı altında kalan hissenin yılbaşına göre BIST'e relatif %28 negatif performans sergilediğini düşündüğümüzde, hissenin aşırı cezalandırıldığı görüşündeyiz. Ayrıca, borçluluğun azaltılması konusunda atılacak adımların hisse performansında ana tetikleyiciler arasında olacağını düşünüyoruz. Değerlememiz sonucunda **Migros için 12-aylık hedef piyasa değerimiz 5.939 mn TL, hisse başına hedef fiyatımızı ise 32,80 TL seviyesinde belirliyor, Migros hisseleri için tavsiyemizi 'AL' olarak başlatıyoruz.**

- ✓ **Borçluluğun azaltılması konusunda atılacak adımların hisse performansında tetikleyici olacağını düşünüyoruz.** Şirket yönetiminin 1-2 yıl içerisinde, yaklaşık 300 mn TL değerinde varlık satışına giderek, borçluluğunu azaltma yönünde hedefi bulunuyor. Migros'un yüksek euro cinsi finansal borcunu önemli bir risk unsuru olarak görmekle birlikte, borçluluğun azaltılması konusunda atılacak adımların hisse performansında tetikleyici olacağını düşünüyoruz.

- ✓ **Benzerlerine göre iskontolu.** Migros, 2019 ve 2020 yıllarına yönelik tahminlerimize göre 4,72x ve 4,19x FD/FAVÖK ile uluslararası benzer şirketler ortalamasına göre sırasıyla %30,7 ve %34,6 oranlarında iskontolu işlem görüyor. Migros'un son yıllarda uyguladığı etkili stratejiler ile pazar payı kazanımını önümüzdeki dönemde de sürdürmesini bekliyoruz. Ayrıca, ciro performansını ve operasyonel verimliliği artırdığını düşündüğümüz küçük m²'li mağazalara odaklı genişleme stratejisinin Migros'un büyüme hikayesinin ana destekleyicilerinden olacağını düşünüyoruz.

- ✓ **Riskler.** L-f-L satış büyümesinin beklentimizin altında gerçekleşmesi, borç azaltma planlarında olası gecikmeler, TL'nin euro karşısında daha fazla değer kaybı yaşaması, yurt içi pazarda rekabetin yoğunlaşması ve makroekonomik görünümde olası kötüleşme tahminlerimiz ve hedef fiyatımız üzerinde öne çıkan aşağı yönlü risklerdir. Ayrıca, Migros hissedarlarından BC Partners'ın %22,8'lik payı için gündeme gelebilecek olası hisse satışı, hisse performansı açısından önemli bir risk unsuru olup, potansiyel hisse satışının piyasa değerinin altında bir fiyat seviyesinden gerçekleşmesi hisse performansını olumsuz yönde etkileyebilecek riskler arasında sıralanabilir.

AL

Hisse Fiyatı: 15,00 TL
Hedef Fiyat : 32,80 TL

Getiri Potansiyeli: % 119

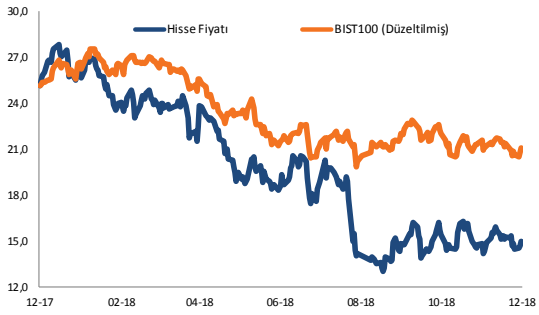
Özet Veriler

Hisse Kodu	MGROS
Cari Fiyat (TL)	15,00
52H En Yüksek (TL)	28,02
52H En Düşük (TL)	12,99
Piyasa Değeri (mn TL)	2.651
Piyasa Değeri (mn USD)	496
Halka Açıklık Oranı (%)	28,00
Konsensus HF (TL)	25,16
Konsensus Tavsiye	%71 A / %29 T / %0 S
3A Hacim (mn USD)	4,6
HLY HBK (2018T)	-4,6
Konsensus HBK (2018T)	-3,9

Tahminler ve Rasyolar	2017	2018	2019T	2020T
Satış Gelirleri (mn TL)	15.344	18.872	22.612	25.031
FAVÖK (mn TL)	798	1.085	1.257	1.416
Net Kar (mn TL)	513	-818	-18	115
Hisse başı kar (TL)	2,88	-4,59	-0,10	0,65
FD/Net Satış (x)	0,39	0,31	0,26	0,24
FD/FAVÖK (x)	7,44	5,47	4,72	4,19

Kaynak: HLY Araştırma Tahmin

Hisse Performansı



Analist: İlknur TURHAN
iturhan@halkyatirim.com.tr
İstanbul: +902123148185

İçindekiler

Yatırım Tezi	3
Değerleme & Metodoloji	6
Sektör Görünümü	10
Şirket Hakkında	13
Finansallar & Tahminler	14
Özet Tablolar	21

Yatırım Tezi

2017-2020 döneminde, toplam mağaza sayısının %7,9, m² bazında net satış alanının ise %4,4 yıllık bileşik büyüme oranı kaydedeceğini düşünüyoruz

Migros'un yeni mağaza açılışlarına devam edeceğini, 2017-2020 döneminde toplam mazağa sayısının %7,9 yıllık bileşik büyüme oranı (YBBO) ile 2.380'e, m² bazında net satış alanının ise, büyük mağazalarda satış alanı optimizasyonları sonucu söz konusu dönemde %4,4 yıllık bileşik büyüme oranı (YBBO) kaydedeceğini düşünüyoruz.

Özel markalı ürün çeşitliliğini artırması müşteri trafiğinde artışı getiriyor

Özel markalı ürün çeşitliliğinin artmaya devam etmesi, müşteri trafiğinde artışı ve çift haneli ciro büyümesinin sürdürülebilirliği konusunda destekleyici olacacağını öngörüyoruz.

Migros'un organize FMCG pazarındaki payını artırmasını bekliyoruz

Büyüme potansiyeli, tedarik zinciri ve CRM altyapısında gerçekleştirdiği yatırımlar ve sektördeki güçlü konumu ile Migros'un organize FMCG pazarındaki payını artırmasını bekliyoruz. Demografik özellikler nedeniyle Türkiye perakende sektörünün büyümesini sürdüreceğini, özellikle de organize FMCG pazarının (hızlı tüketim ürünleri) söz konusu büyümeden aldığı payın giderek artacağını düşünüyoruz.

Güçlü büyüme momentumunun sürmesini bekliyoruz

Enflasyonla Topyekün Mücadele Programı kapsamında atılan adımlar ile gıda enflasyonunun sadece işlenmemiş değil işlenmiş taraftaki gelişimiyle de enflasyon risklerinin dizginlenmesi açısından destekleyici olduğunu söyleyebiliriz. Yılın son çeyreğine ilişkin olarak, gıda enflasyonundaki yavaşlamanın gelir büyümesi üzerinde baskı oluşturabileceğini, ancak gıda dışı ürün portföyü ve farklı formattaki mağaza yapısıyla her segmentten tüketici kitlesine hitap eden Migros'un müşteri trafiğindeki ve sepet büyümesindeki artışın yanı sıra yeni mağazaların katkısıyla, yılın son çeyreğinde de olumlu ciro performansını sürdürmeyi başarabileceğini düşünüyoruz. Migros'un 2018 yılının tamamında, yıllık bazda %23 artışla 18.872 mn TL net satış geliri kaydedeceğini öngörüyoruz. Enflasyonda beklediğimiz yavaşlamanın da etkisiyle, 2019 yılında ise ciro büyümesinin yıllık %19,8 seviyesine gerileyerek 22.612 mn TL seviyesinde gerçekleşeceğini düşünüyoruz. 2018-2020 döneminde ise, Migros'un yıllık ortalama %17,8 oranında büyüme sergileyeceğini tahmin ediyoruz.

Döviz bazlı kira sözleşmelerinde TL'ye geçişin faaliyet giderlerine olumlu yansımasını bekliyoruz

Yüksek enflasyonun personel ve kira maliyetlerine yansıması nedeniyle göreceğimiz olumsuz etkinin, döviz bazlı kira sözleşmelerinde TL'ye geçiş ve Kipa kaynaklı verimlilik artışı sayesinde telafi edilebileceğini düşünüyoruz.

Optimizasyon çalışmalarının desteğiyle operasyonel marjlarda iyileşmenin devamını bekliyoruz

Migros'un büyük mağazaların küçültülmesi yönünde Kipa mağazalarında başlattığı optimizasyon çalışmalarının desteğiyle operasyonel kar marjlarında iyileşme görüldü. FAVÖK marjı 3Ç18'de %7,1 seviyesinde gerçekleşirken; Enflasyonla Topyekün Mücadele Programı kapsamında gerçekleştirilen fiyat indirimlerinin etkisiyle yılı %5,7 seviyesinde tamamlayacağını düşünüyoruz. Ayrıca, kira sözleşmelerinde TL'ye geçiş düzenlemesinin Migros'un operasyonel kar marjlarında destekleyici olacağını düşünüyoruz. Yüksek enflasyonun personel ve kira maliyetlerine yansıyacak olması nedeniyle oluşacak olumsuz etkinin, Kipa mağazalarındaki optimizasyon çalışmaları sonucu verimlilik artışı ve döviz bazlı kira sözleşmelerinde TL'ye geçişin etkisiyle telafi edilebileceğini ve Migros'un 2019 yılını %5,6 FAVÖK marjı ile tamamlayabileceğini tahmin ediyoruz.

Borçluluğun azaltılması konusunda atılacak adımların hisse performansında tetikleyici olacağını düşünüyoruz

Şirket yönetiminin 2-3 yıl içerisinde, yaklaşık 500 mn TL değerinde varlık satışına giderek borçluluğunu azaltma yönünde hedefi bulunuyor. Plan dahilinde, önümüzdeki 1-2 yıllık süreçte yaklaşık 300 mn TL gayrimenkul satışının gerçekleşmesi hedefleniyor. Migros'un yüksek euro cinsi finansal borcunu önemli bir risk unsuru olarak görmekle birlikte, borçluluğun azaltılması konusunda atılacak adımların hisse performansında tetikleyici olacağını düşünüyoruz.

Riskler

Migros'un euro açık pozisyonunu en önemli riski olarak görüyoruz

Şirketin 2008 yılındaki BC Partners satın alması aşamasından devir kalan ve son bilanço tarihi itibariyle 615 mn euroya işaret eden döviz açık pozisyonu bulunmaktadır. Migros'un 9A18 sonu itibariyle toplam finansal borcu yaklaşık 5,2 milyar TL seviyesinde olup, bunun %83'ü ise euro cinsi finansal borçlardan (615 mn euro) oluşmaktadır. Söz konusu euro cinsi finansal borçların ağırlıklı kısmı ise %89 ile uzun vadelidir. Migros'un euro cinsi finansal borçları nedeniyle, TL'nin euro karşısında değer kaybı yaşadığı dönemlerde yüksek kur riskine maruz kalabilmektedir. Dolayısıyla, Migros'un yüksek döviz borcu nedeniyle, yılın dokuz aylık döneminde operasyonel karlılıkta yaşanan iyileşmeyi net kara yansıtamadığını görüyoruz. Euro bazlı kredilerden doğan yüksek finansal gider üretme riskinin devamına karşın organik büyümenin olumlu etkileriyle net kar seviyelerinde iki yıl içinde pozitif net kar marjı seviyeleri görmeye başlayacağımızı düşünüyoruz.

Hedef fiyatımıza yönelik aşağı yönlü riskler

L-f-L satış büyümesinin beklentimizin altında gerçekleşmesi, borç azaltma planlarında olası gecikmeler, TL'nin euro karşısında daha fazla değer kaybı yaşaması, yurt içi pazarda rekabetin yoğunlaşması ve makroekonomik görünümde olası kötüleşmeler, tahminlerimize ve hedef fiyatımıza yönelik öne çıkan aşağı yönlü risklerdir.

BC Partners'ın %22,8'lik payı için gündeme gelebilecek olası hisse satışı hisse performansı açısından önemli riskler arasında yer alıyor

Migros hissedarlarından BC Partners'ın %22,8'lik payı için gündeme gelebilecek olası hisse satışı, hisse performansı açısından önemli bir risk unsuru olup, potansiyel hisse satışının piyasa değerinin altında bir fiyat seviyesinden gerçekleşmesi hisse performansını olumsuz yönde etkileyebilecek riskler arasında sıralanabilir.

Değerleme & Metodoloji

Migros için hedef fiyatımız 32,80 TL, tavsiyemizi 'AL' olarak başlatıyoruz

Migros için, 12 aylık hedef piyasa değerine ulaşırken, İndirgenmiş Nakit Akımı Analizi ve Benzer Şirket Karşılaştırma yöntemlerini kullandık. İNA ve Benzer Şirket Karşılaştırma yöntemlerine sırasıyla %60 ve %40 ağırlıklar verdik.

İNA modelimiz, 12-aylık 5.335 mn TL hedef şirket değerine işaret etmektedir. 12-aylık hedef fiyatını ise modelimize göre %96 yükseliş potansiyeli ile 29,47 TL olarak bulmaktayız. İNA yöntemine göre yaptığımız değerleme çalışmasında risksiz faiz oranını %17,5, risk primini %5,5 ve Beta 1,25 temel alınarak %22,8 ağırlıklı ortalama sermaye maliyetine ulaştık. Sektörün büyüme dinamiklerini ve yurt içi enflasyon beklentilerimizi de göz önünde bulundurarak uç değer büyüme oranını %5,0 olarak uyguladık. Benzer şirket çarpanları sonuçlarına göre ise, 6.845 mn TL 12-aylık hedef şirket değerine ulaşmış olup, 12-aylık hedef fiyatını 37,81 TL olarak belirlemekteyiz. Benzer şirket karşılaştırmasında yurt içinde Bim, Bizim Toptan, Şok Marketler ve yurt dışında ise küresel toptan perakendeci şirketlerini modelimize dahil ettik.

Değerlememiz sonucunda Migros için 12-aylık hedef piyasa değerimiz 5.939 mn TL, hisse başına hedef fiyatımızı ise 32,80 TL seviyesinde belirliyoruz. Hedef fiyatımız mevcut hisse fiyatına göre %119 oranında yükseliş potansiyeli sunuyor. Bu doğrultuda, Migros hisseleri için tavsiyemizi 'AL' olarak başlatıyoruz.

Hisse 5 yıllık ortalama 8,67x FD/FAVÖK ve 0,48x FD/Satış ile iskontolu işlem görüyor

Migros hisseleri, ileriye dönük çarpanlar bazında son 5 yıllık dönemde ortalama 8,67x FD/FAVÖK ve 0,48x FD/Satış çarpanları ile işlem görmüş olup, 4,72x FD/FAVÖK 2019T, 4,19x FD/FAVÖK 2020T ve 0,26x 2019T FD/Satış, 0,24x FD/Satış 2020T çarpanlarına sahip olacağını düşünüyoruz.

Tablo 1 : Değerleme Özeti

Değerleme Özeti - MGROS			
	12-aylık Hedef Piyasa Değeri	Ağırlık	Ağırlıklı Değer
İNA	5.335	60%	3.201
Benzer Şirket Karşılaştırması	6.845	40%	2.738
12-aylık Hedef Piyasa Değeri			**5.939**
Ödenmiş Sermaye			181
12-aylık Hedef Fiyat (TL)			**32,80**
Kapanış Fiyatı (TL)			15,00
Prim Potansiyeli			119%

İNA Değerleme

Tablo 2 : İNA Değerleme (Konsolide)

İNA Değerleme - MGROS	2018T	2019T	2020T	2021T	2022T	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T
Net Satış (mn TL)	18.872	22.612	25.031	27.666	30.596	33.847	37.425	41.191	45.250	50.144
Büyüme (y/y)	23,0	19,8	10,7	10,5	10,6	10,6	10,6	10,1	9,9	10,8
Brüt Kar (mn TL)	5.181	5.929	6.559	7.232	7.975	8.780	9.673	10.606	11.773	13.028
Brüt Kar Marjı (%)	27,5	26,2	26,2	26,1	26,1	25,9	25,8	25,7	26,0	26,0
Faaliyet Gideleri (mn TL)	-4.408	-5.020	-5.507	-6.013	-6.580	-7.198	-7.872	-8.570	-9.469	-10.406
Faaliyet gid./Net Satış (%)	23,4	22,2	22,0	21,7	21,5	21,3	21,0	20,8	20,9	20,8
FVÖK (mn TL)	773	909	1.052	1.219	1.395	1.582	1.801	2.036	2.304	2.622
FVÖK Marjı (%)	4,1	4,0	4,2	4,4	4,6	4,7	4,8	4,9	5,1	5,2
Amortisman (mn TL)	312	347	364	376	391	404	418	430	442	468
FAVÖK (mn TL)	1.085	1.257	1.416	1.595	1.786	1.986	2.219	2.466	2.746	3.089
FAVÖK Marjı (%)	5,7	5,6	5,7	5,8	5,8	5,9	5,9	6,0	6,1	6,2
(-) Vergi (mn TL)	-155	-182	-210	-244	-279	-316	-360	-407	-461	-524
(-) İşletme Sermayesi Değ. (mn TL)	-57	-411	-226	-244	-269	-296	-319	-329	-324	-411
(-) Yatırım Harcamaları (mn TL)	440	264	292	323	357	395	437	481	528	585
Yatırım Harcamaları / Net Satış (%)	2,3	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2
Serbest Nakit Akımları (mn TL)	548	1.222	1.140	1.272	1.418	1.570	1.741	1.907	2.081	2.391
AOSM (%)	22,8	22,3	22,4	22,5	22,6	22,6	22,6	22,9	23,0	23,2

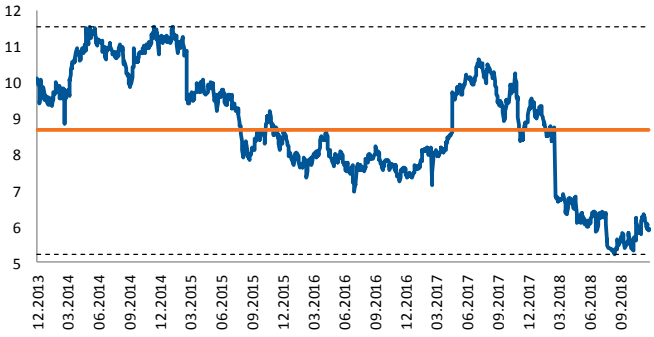
Uç değer büyüme oranı (%)	5,0
Firma Değeri (mn TL)	7.382
(-) Net Borç (mn TL)	3.320
(-) Azınlık Payları (mn TL)	2
(+) Diğer (mn TL)	1
Özsermaye Değeri (TL mn)	4.062
Sermaye Maliyeti (TL mn)	24,4
12-aylık Hedef Piyasa Değeri (TL)	5.335
Ödenmiş Sermaye (mn)	181
12-aylık Hedef Fiyat (TL)	29,47
Hisse Kapanış Fiyatı (TL)	15
Yükseliş Potansiyeli (%)	96,4

Kaynak: HLY Araştırma Tahmin

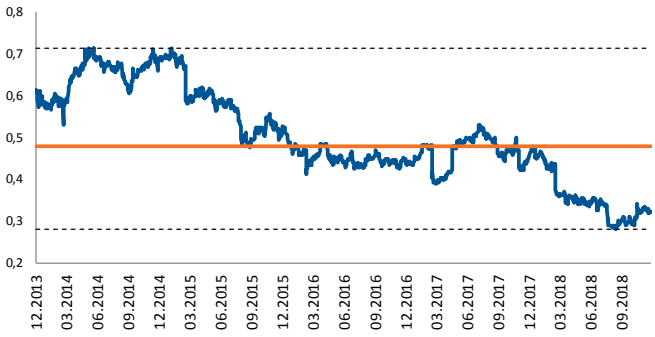
Tablo 3 : Duyarlılık Analizi (12-aylık Hedef Fiyat)

Sonsuz Büyüme Oranı	Risksiz Faiz Oranı				
	16,5%	17,0%	**17,5%**	18,0%	18,5%
4,0%	31,60	30,03	28,55	27,14	25,81
4,5%	32,14	30,52	28,99	27,55	26,18
5,0%	32,70	31,04	**29,47**	27,98	26,58
5,5%	33,30	31,58	29,97	28,44	27,00
6,0%	33,94	32,16	30,49	28,92	27,44

Migros: 1 yıl ileri tarihli FD/FAVÖK rasyosu



Migros: 1 yıl ileri tarihli FD/Satış rasyosu



Kaynak: HLY Araştırma Tahmin

Benzer Şirket Karşılaştırması

Tablo 4 : Küresel Ölçekte Benzer Şirketler

Global Benzer Şirketler		FD/FAVÖK (x)			F/K (x)			FD/Satış (x)		
Şirket	Piyasa Değeri (mn $)	2018T	2019T	2020T	2018T	2019T	2020T	2018T	2019T	2020T
Carrefour SA	13.132	7,32	6,79	6,27	15,38	13,06	11,35	0,33	0,32	0,31
Metro AG	4.998	4,38	4,39	4,35	12,11	11,43	10,72	0,19	0,19	0,19
X5 Retail - Gdr	6.952	6,23	5,46	4,97	14,20	11,30	9,92	0,43	0,37	0,33
Jeronimo Martins	7.257	7,11	6,65	6,21	15,53	14,12	12,98	0,40	0,38	0,36
Axfood AB	3.505	11,29	11,10	10,89	20,30	20,18	19,91	0,66	0,64	0,62
Distribuidora In	290	4,01	3,78	3,57	4,05	3,88	3,03	0,19	0,18	0,18
Tesco PLC	24.048	7,82	6,69	6,03	16,25	13,91	11,62	0,40	0,35	0,35
WM Morrison Sup	6.609	7,18	6,83	6,49	16,68	16,85	15,48	0,36	0,35	0,34
Almacenes Exito	1.707	6,90	6,20	5,67	16,34	10,93	8,70	0,41	0,37	0,34
Casino Guichard	4.404	8,43	7,97	7,42	13,09	11,20	9,88	0,43	0,41	0,39
Koninklijke Ahold	29.714	6,90	6,65	6,55	14,71	13,56	13,00	0,47	0,46	0,45
Cencosud SA	4.831	8,85	8,54	8,35	13,91	12,35	13,28	0,64	0,62	0,62
Walmart Inc	264.611	9,62	9,81	9,86	20,50	18,82	19,31	0,64	0,62	0,61
Colruyt NV	10.470	12,82	11,98	11,81	25,58	23,00	22,83	0,99	0,97	0,94
ICA Gruppen AB	7.076	10,38	9,97	9,79	17,49	17,34	17,01	0,57	0,55	0,54
Lenta Ltd	1.495	5,36	5,01	4,73	7,40	6,62	5,89	0,49	0,45	0,42
Magnit PAO	5.632	5,13	4,59	4,02	10,46	9,38	8,17	0,39	0,35	0,31
Pick N Pay Store	2.445	11,65	10,70	9,54	20,55	20,76	17,93	0,43	0,41	0,38
Sainsbury PLC	7.385	4,07	3,98	3,87	12,31	12,86	12,44	0,20	0,20	0,19
Wal Mart de Mex	41.270	13,30	12,18	11,23	23,38	21,55	19,72	1,31	1,21	1,12
Shoprite	7.670	10,25	10,16	9,13	15,79	16,98	15,41	0,75	0,73	0,67
Eurocash SA	645	7,73	6,50	6,09	20,07	15,36	13,03	0,13	0,12	0,12
Sonae SA	1.839	12,67	10,97	10,23	7,58	7,57	7,16	0,76	0,72	0,68
Bim	4.965	14,21	12,21	10,20	22,37	19,23	15,92	0,80	0,64	0,54
Bizim Toptan	73	2,20	2,15	1,88	20,20	15,57	13,05	0,07	0,06	0,05
Sok Marketler	1.305	10,68	8,04	6,32	43,79	42,52	18,70	0,57	0,42	0,34
Global Medyan		**7,77**	**6,81**	**6,41**	**16,02**	**14,02**	**13,01**	**0,43**	**0,41**	**0,37**
Global Ortalama		**8,33**	**7,67**	**7,13**	**16,92**	**15,40**	**13,32**	**0,50**	**0,47**	**0,44**
Türkiye Medyan		**10,68**	**8,04**	**6,32**	**22,37**	**19,23**	**15,92**	**0,57**	**0,42**	**0,34**
Türkiye Ortalama		**9,03**	**7,47**	**6,13**	**28,79**	**25,77**	**15,89**	**0,48**	**0,38**	**0,31**
Migros *	534	**5,47**	**4,72**	**4,19**	**a.d.**	**a.d.**	**22,65**	**0,31**	**0,26**	**0,24**
Global Prim / İskonto		*-29,6%*	*-30,7%*	*-34,6%*	**a.d.**	**a.d.**	*74,1%*	*-28,4%*	*-36,8%*	*-35,3%*
Türkiye Prim / İskonto		*-48,8%*	*-41,3%*	*-33,7%*	**a.d.**	**a.d.**	*42,3%*	*-45,9%*	*-38,6%*	*-28,4%*

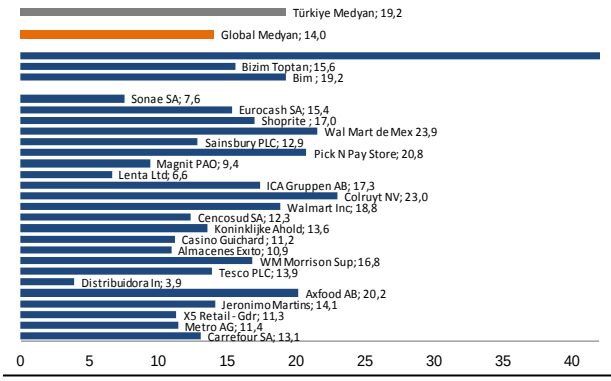
*Kaynak: Reuters, * Halk yatırım Araştırma Tahmini*
**19.12.2018 kapanışı itibariyle*

Migros'u küresel ölçekte gıda perakendeci şirketleri ile karşılaştırdığımızda, tahminlerimize göre şirket 5,47x olan 2018T FD/FAVÖK çarpanına göre %29,6, 4,72x olan 2019T FD/FAVÖK çarpanına göre %30,7, 4,19x olan 2020T FD/FAVÖK çarpanına göre ise %34,6 iskontolu işlem görmektedir.

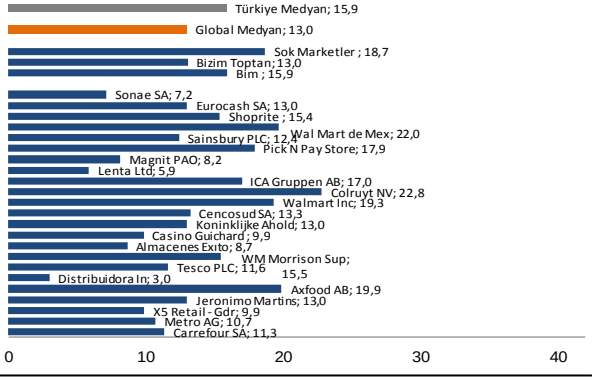
Şirket 0,31x olan 2018T FD/Satış çarpanına göre %28,4, 0,26x olan 2019T FD/FAVÖK çarpanına göre %36,8, 0,24x olan 2020T FD/FAVÖK çarpanına göre ise %35,3 iskontolu işlem görmektedir.

Benzer Şirket Karşılaştırması

Grafik 1: F/K 19T

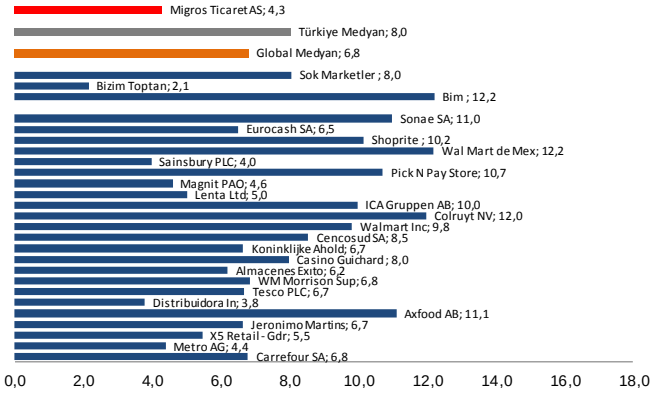


Grafik 2: F/K 20T

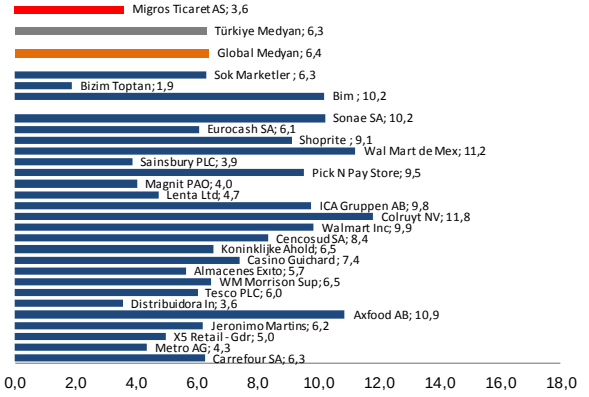


Kaynak: Reuters, HLY Araştırma

Grafik 3: FD/FAVÖK 19T

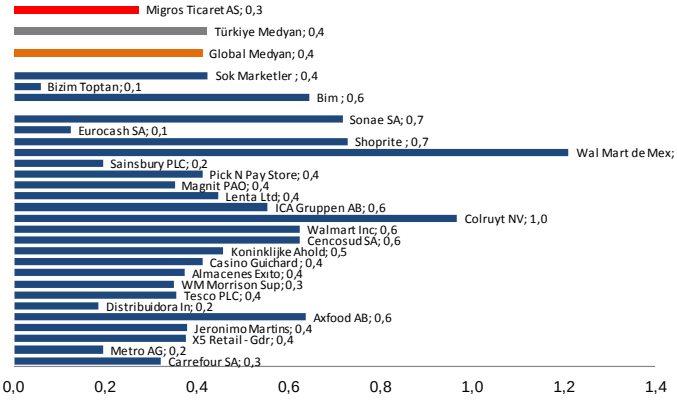


Grafik 4: FD/FAVÖK 20T

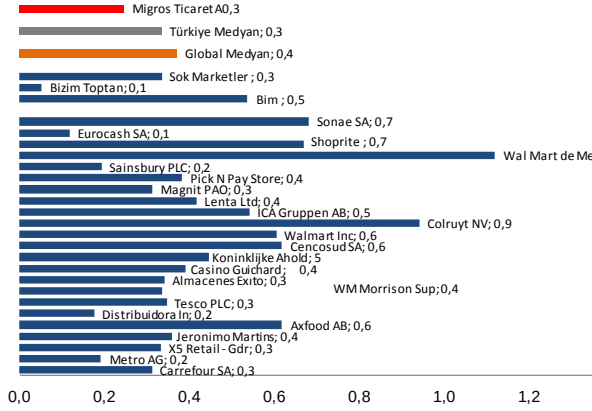


Kaynak: Reuters, HLY Araştırma

Grafik 5: FD/Satışlar 19T



Grafik 6: FD/Satışlar 20T



Kaynak: Reuters, HLY Araştırma

Sektör Görünümü

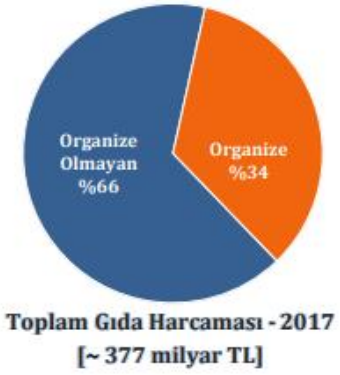
Türkiye Perakende Pazarı

Türkiye perakende pazarının yaklaşık %66'sını geleneksel perakende, %34'ünü ise organize perakende pazarı oluşturuyor. Organize perakende pazarı özellikle son 20 yılda büyük bir sıçrama göstermiş olmasına rağmen, Türkiye'de geleneksel perakende hala önemini koruyor. Ancak organize perakende sektörü büyüme ivmesini korurken, geleneksel sektörde düşüş yaşanıyor. Bunun sebepleri arasında; AVM yatırımlarında yaşanan büyük artış, geleneksel perakendenin içinde bulunduğu rekabet çıkmazı, tüketici davranışlarındaki değişim ve alışveriş alışkanlıklarını etkileyen teknolojik gelişmeler olarak sıralanabilir. Bir başka önemli faktör de, oldukça agresif büyüyen indirim marketlerinin önemli buldukları lokasyonlarda satın alma veya devralma yolu ile geleneksel sektör aleyhinde büyüyor olmalarını söyleyebiliriz.

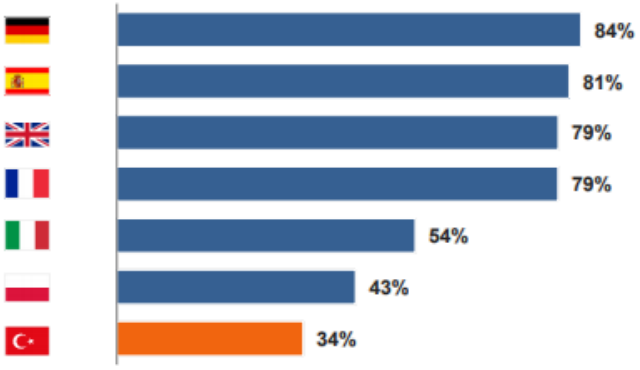
Organize perakende sektörünün son 10 yıllık süreçte birçok yabancı yatırımcıyı kaybetmiş olmasına rağmen, yerel yatırımcıların mağaza sayısı bazında sergilediği agresif büyümenin önemli katkısıyla gelişimini sürdürdüğünü görüyoruz.

Türkiye perakende sektörünün en önemli oyuncuları artık yüksek indirim marketlerinden oluşuyor. Tüketicinin talepleri ve harcanabilir geliri, sektörün kurallarının yeniden belirlenmesine neden oluyor. Büyük metrekarelere ödenen yüksek kiralar, yüksek indirim marketlerinin etkin rekabetçiliği ve giderek yoğunlaşan fiyat rekabeti, organize perakende sektörünün geleneksel temsilcilerini daha küçük formatlara, gurme ve butik market konseptlerine yöneltiyor. Türkiye'nin en büyük 10 perakendecisi sıralamasında yüksek indirim marketlerinin ağırlığı ve sektörde geldikleri nokta açıkça görülüyor. BİM, çok düşük kar marjları ve kararlılıkla uygulanan özgün mağaza formatıyla sadece Türkiye'de değil yurt dışında da büyüyor. Migros, farklı formatlardaki satış noktalarının ve satın alma sonrası Tesco Kipa toplamıyla ikinci sırada yer alıyor. A101 ise, Türkiye'nin en yüksek satış noktasına sahip zinciri unvanıyla 3. sırada yer alıyor. Türkiye'de Modern gıda perakendeciliği pazar payı da %34 seviyesinde bulunuyor. Dolayısıyla, Türkiye'de sektörün diğer ülkelere kıyasla pazar payını artırmada potansiyelin çok daha yüksek olduğunu gösteriyor.

Grafik 7: Türkiye Gıda Perakende Pazarı



Grafik 8: Modern Gıda Perakendeceliği Pazar Payı (%)



Kaynak: Migros Yatırımcı Sunumu

Sektör Görünümü

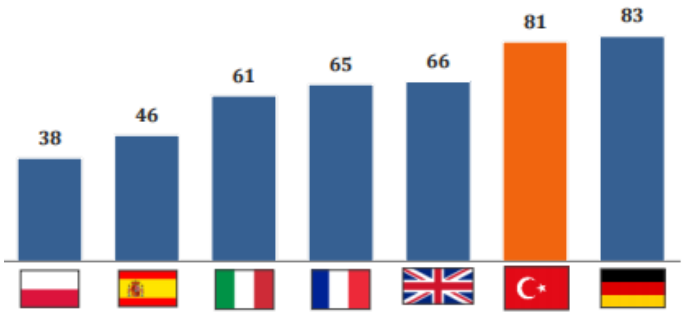
Perakende sektörü güçlü büyüme potansiyeli sunuyor

Perakende sektörünün istikrarlı büyüme trendiyle Türkiye ekonomisinin lokomotif sektörlerinden biri olduğu söylenebilir. Genç nüfusun ve harcama eğiliminin yüksek olmasına bağlı olarak, Türkiye'de hızla büyüyen sektörlerden biri olan perakende sektörünün ciro performansı 2018 yılı genelinde toparlanma eğilimi sergiledi. Bu gelişmede, hükümetin yurt içinde tüketim harcamalarını destekleyici adımları etkili oldu. Bu kapsamda, Enflasyonla Topyekün Mücadele Programı kapsamında zincir marketlerin 50 üründe iki ay süreyle %10 indirim yapılırken, Kasım - Aralık 2018 dönemi itibarıyla geçerli olan beyaz eşya ve mobilya satışlarına yönelik ÖTV ve KDV indirimlerinin tüketim iştahını artırarak perakende satışlar üzerinde canlandırıcı etki yarattığını söyleyebiliriz.

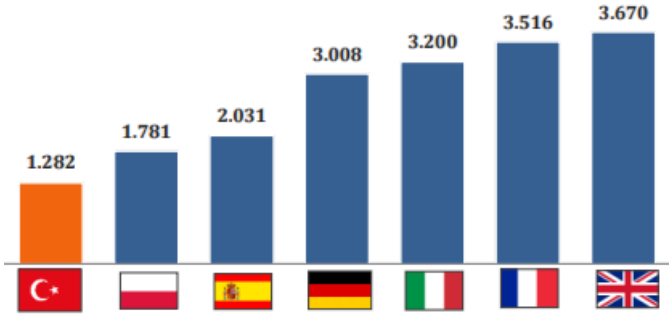
Sağladığı maliyet avantajı ve sahip olduğu büyüme potansiyeli doğrultusunda, perakende sektörünün önümüzdeki dönemde e-ticaret yatırımlarına daha fazla yöneleceği tahmin ediliyor. Ayrıca, orta vadede harcama eğilimi yüksek olan genç nüfus ve artan mobil cihaz penetrasyonu dikkate alınarak sektörün mobil teknolojilere daha fazla kaynak ayırması bekleniyor.

Gıda perakendeciliğinde ucuzluk marketlerindeki büyüme öne çıkarken, sektörün önümüzdeki dönemde metrekare başına ciroları artırmak için verimlilik artışına odaklanacağını öngörüyoruz. Türkiye perakende sektörü özel markalı ürünlerin yaygınlaşması açısından fırsatlar barındırıyor. İndirim perakendecilerinin önümüzdeki dönemde tüm sektörün itici gücü olmaya devam etmesini bekliyoruz. Son dönemde finansman koşullarında sıkılaşma ve artan jeopolitik risklerin sektördeki yatırımları kısa vadede olumsuz etkileyebilecek unsurlar arasında sıralayabiliriz. Ayrıca, Türkiye'de kişi başına toplam gıda harcaması 1.282 dolar seviyesinde bulunuyor. Türkiye'nin genç nüfusu, kişi başına gıda harcamasının gelişmiş ülkelere kıyasla sunduğu potansiyel ve yüksek şehirleşme oranının perakende sektöründeki yatırımların orta ve uzun vadede de devam edeceğinin en önemli göstergesi olduğunu düşünüyoruz.

Grafik 9: Nüfus (mn)



Grafik 10: Kişi Başına Toplam Gıda Harcaması ($)



Kaynak: Migros Yatırımcı Sunumu

Sektör Görünümü

Sektörde yoğun rekabetin 2019 yılında birleşme ve satın almaları gündemde tutacağını düşünüyoruz

Gıda perakendeciliği sektöründe farklı kanallarda çok sayıda oyuncunun faaliyet göstermesi yoğun rekabet ortamını beraberinde getirirken, konsolidasyon ihtiyacını da gündemde tutuyor. Önümüzdeki dönemde sektördeki büyük oyuncuların organik büyümenin yanı sıra inorganik büyüme fırsatlarını da değerlendirme eğiliminde olacağını, bunun sektörün daha sağlıklı ve konsolide bir yapıya kavuşması anlamında olumlu algılanacağını düşünüyoruz.

Türkiye perakende sektörünün 2019 yılında ciro artışını sürdürmesini bekliyoruz

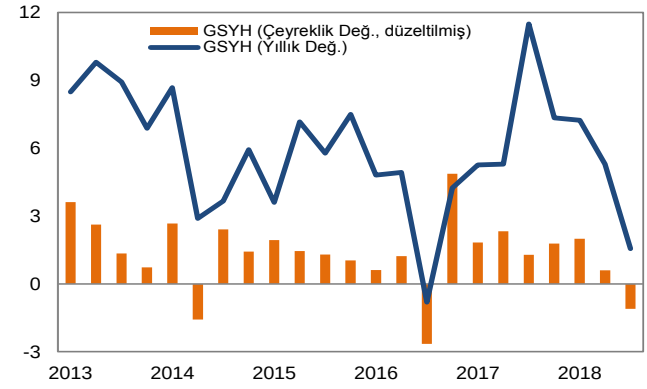
Artan e-ticaret hacmi, yüksek indirim marketlerinin alışveriş alışkanlıklarını değiştirerek, en küçük ilçelere kadar yayılma politikası, indirim ve kampanyalarının sürekliliği, fiyatların ve marka çeşitliliğinin alım gücüne göre düzenlenmesi gibi etkilerin perakendedeki satış başarısını olumlu etkileyeceğini düşünüyoruz. Ayrıca YEP ile hedeflenen yüksek büyüme ve kişi başı milli gelirin artış beklentisinin perakende harcamalarında artışa sebep olacağını düşünüyoruz.

Sektörün ekonominin üzerinde büyümesini sürdürmesini bekliyoruz

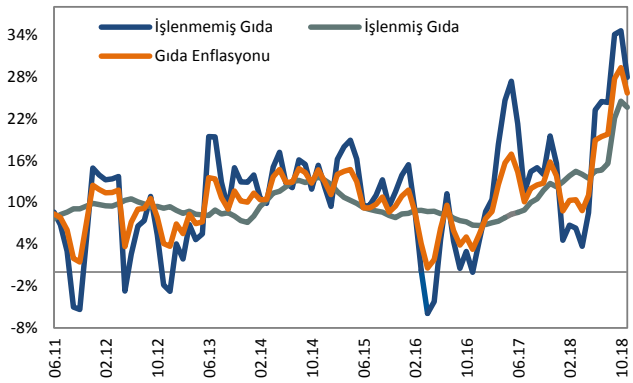
Türkiye'de gıda perakendeciliği sektörü, ülke ekonomisinde büyüme performansı sergilemektedir. Manşet ve gıda enflasyonunda gerçekleşen yükselişlerin de söz konusu büyümeye katkısı büyüktür. Öte yandan, gıda enflasyonundaki düşüşte hükümetin aldığı önlemlerin etkili olduğunu düşünürken, söz konusu önlemlerin devam edip etmeyeceği, gıda enflasyonundaki düşüşün sürdürülebilirliği konusunda belirleyici unsurlardan belki de en önemlisi olacaktır diye düşünüyoruz.

Orta-uzun vadede enflasyon ve mağaza genişleme hızlarında öngördüğümüz kademeli yavaşlamaya rağmen, sektörün ekonominin üzerindeki büyüme performansını sürdürmesini bekliyoruz.

Grafik 11: Yıllık ve Çeyreklik Büyüme (%)



Grafik 12: TÜFE & Gıda Enflasyonu



Kaynak: TÜİK

Şirket Hakkında

Türkiye'nin en büyük ulusal süper market zinciri: Migros

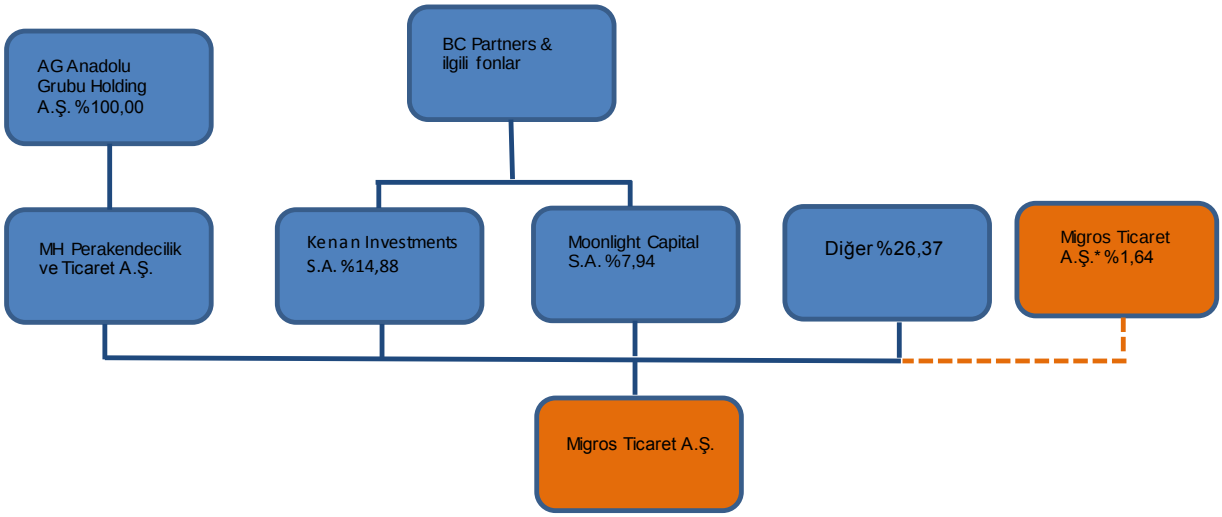
1954 yılından beri Türkiye Perakende Sektöründe yer alan Migros, gıda ve tüketim mallarının perakende ve perakende tüketimine yönelik toptan satışını yapan Türkiye'deki en büyük ulusal süpermarket zinciri konumundadır.

Mart/2017'de Tesco Kipa'nın %95,5'ini satın alarak organik büyümesinin yanında inorganik büyüme stratejini de sürdüren Migros Eylül/2018'de yasal birleşme sürecini tamamladı. Anadolu Endüstri Holding'in, Temmuz/2015'de MH Perakendecilik'in sermayesinin %80,5'ini satın almak suretiyle Migros sermayesinde dolaylı olarak sahip olduğu %40,25'lik pay, Eylül/2018'de Borsa'da gerçekleşen hisse alımlarıyla birlikte %50'ye yükseldi. Anadolu Grubu (MH Perakendecilik üzerinden) ve BC Partners (Kenan Investments ve Moonlight Capital üzerinden) Migros'ta eşit yönetim hakkına sahiptir.

Migros'un, indirimli mağaza konsepti ŞOK'u 2011'de satmasının ardından, tamamen organik ve içsel kaynaklarla, sergilediği güçlü mağaza açılış performansı, karlılığında, bilhassa lojistik yatırımlarının getirdiği avantajlarla sağladığı iyileşme şirket için olumlu duruşumuzun temel gerekçeleridir.

Şirketin, 2008 yılındaki BC Partners satın alması aşamasından devir kalan ve son bilanço tarihi itibariyle 615 mn euroya işaret eden döviz açık pozisyonu bulunmaktadır.

Doğrudan Ortaklık Yapısı (30 Eylül 2018)



(*): Şirket, Migros-Kipa birleşmesi nedeniyle kendi hisselerini satın aldı.
Not: Anadolu Grubu, Migros'taki %50 payını sürdürmektedir.

Kaynak: Migros Yatırımcı Sunumu, HLY Araştırma

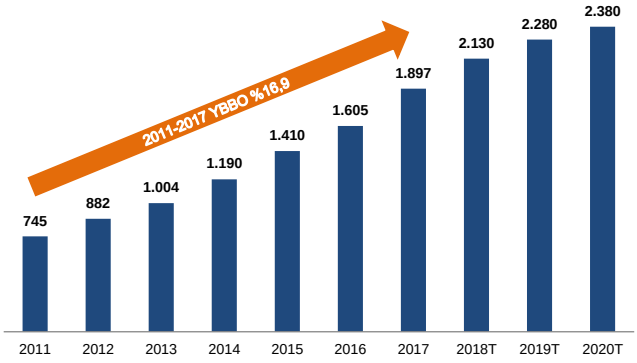
Finansallar & Tahminler

Halihazırda 81 ilde faaliyette bulunan Migros'un, 9A18 sonu itibariyle, toplamda 2.090 mağazası bulunmaktadır. Yurt içinde 2.048 mağaza ve yurt dışında 42 mağaza ile faaliyet göstermektedir. Yurt içindeki toplam mağazaların kırılımına baktığımızda, 1.922 süpermarket, 58 hipermarket, 18 toptan, 50 macrocenter mağazaya sahiptir. Türkiye operasyonlarının yanı sıra Kazakistan'da (16 mağaza ve 24 bin metrekare toplam satış alanı ile) ve Makedonya'da da (26 mağaza ve 22 bin metrekare toplam satış alanı ile) faaliyet göstermektedir.

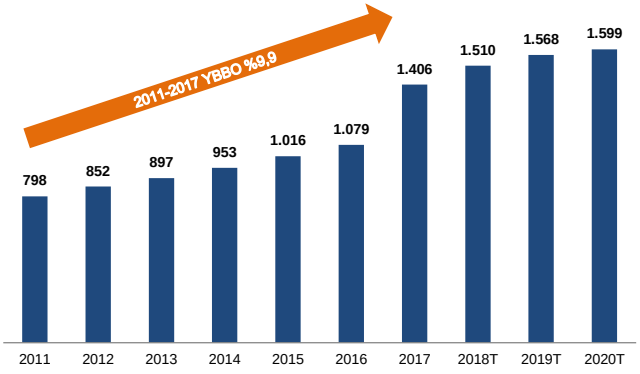
Migros, yılın dokuz aylık döneminde 219 mağaza açılışı gerçekleştirmiş olup, şirket yönetimi yılı 230 mağaza açılışı ile tamamlamayı hedefliyor. Migros'un yeni mağaza açılışlarına devam edeceğini, 2017-2020 döneminde toplam mazağa sayısının %7,9 yıllık bileşik büyüme oranı (YBBO) ile 2.380'e, m² bazında net satış alanının ise, büyük mağazalarda satış alanı optimizasyonları sonucu söz konusu dönemde %4,4 yıllık bileşik büyüme oranı (YBBO) kaydedeceğini düşünüyoruz.

Küçük m²'li satış alanı sayesinde (yaklaşık 40-300 m² arası mağaza alanı) daha düşük yatırım harcamasıyla daha fazla bölgeye erişim imkanı sağlayan Migros Jet ve M Migros formatının toplam mazağa büyümesinin itici gücü olduğunu düşünüyoruz. Yaklaşık 1.800-3.000 arası ürün çeşidinin sunulduğu Migros Jet ve Migros M mağazalarının, ağırlıklı olarak temel ihtiyaç ürünlerine odaklandığı için, kar marjı düşük ancak ciro büyümesine önemli katkı sağladığını düşünüyoruz.

Grafik 13: Toplam Mağaza Sayısı



Grafik 14: Toplam Net Satış Alanı ('000 m2)



Kaynak: Migros, HLY Araştırma Tahmin

Finansallar & Tahminler

Özel markalı ürün çeşitliliğini artırması müşteri trafiğinde artışı getiriyor

Migros, 1.494 bin metrekare net satış alanında faaliyet gösteren lider gıda perakende zincirlerinden biri olup, 9A18 itibariyle format bazında satış alanı dağılımına bakıldığında; %75 süpermarketler, %20 hipermarketler, %5 Macrocenter ve %3'ünü de Ramstore mağazaların oluşturduğunu söyleyebiliriz.

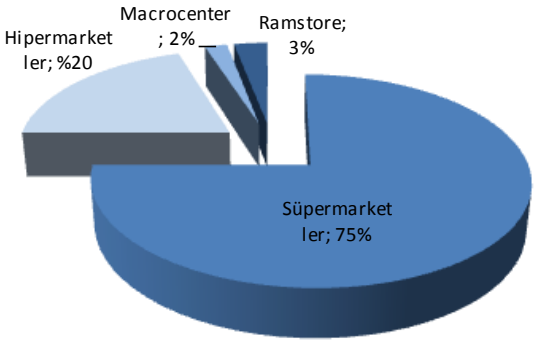
Yıllar itibariyle özel markalı ürün portföyünün ağırlığını artıran Migros'un, söz konusu ürün ağırlığının oldukça yüksek olduğu ve bu yönüyle fiyat rekabetinde avantaj sahibi olan yüksek indirimli gıda perakendecileriyle rekabette daha karşılaştırılabilir fiyatlar sunarak mağaza trafiğinde artış sağlamayı başardığını düşünüyoruz. Özel markalı ürün çeşitliliğinin artmaya devam etmesi, müşteri trafiğinde artışı ve çift haneli ciro büyümesinin sürdürülebilirliği konusunda destekleyici olacacağını öngörüyoruz.

Migros'un organize FMCG pazarındaki payını artırmasını bekliyoruz

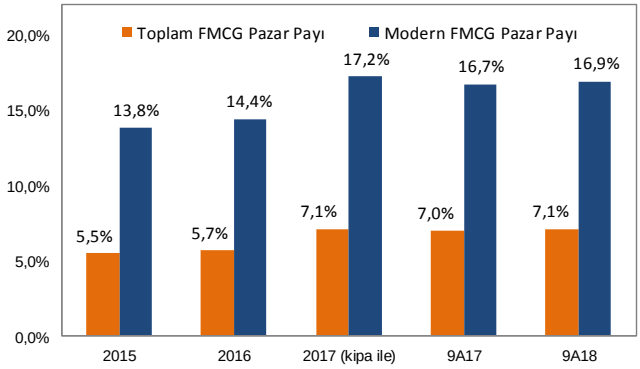
Tüketicilerin uygun fiyatlı indirim mağazalarına olan talebinin modern kanal arzının giderek artmasına paralel olarak arttığını görüyoruz. İndirim mağazacılığının müşteriye sağladığı yakınlık avantajının yanında, büyük mağazalarda geniş yelpazeli ürünlerde optimum fiyatlama stratejisi, özel markalı ürünlerde rekabet edilerek uygun fiyatlama politikalarıyla bu segment Migros için ana büyüme alanı olmaya devam ediyor.

Büyüme potansiyeli, tedarik zinciri ve CRM altyapısında gerçekleştirdiği yatırımlar ve sektördeki güçlü konumu ile Migros'un organize FMCG pazarındaki payını artırmasını bekliyoruz. Migros'un organize FMCG pazarındaki payı 9A17'de %16,7 seviyesinde iken, 9A18'de %16,9'a yükseldi. Toplam FMCG pazarındaki payı ise %7,1 seviyesindedir (9A17'de %7,0). Demografik özellikler nedeniyle Türkiye perakende sektörünün büyümesini sürdüreceğini, özellikle de organize FMCG pazarının (hızlı tüketim ürünleri) söz konusu büyümeden aldığı payın giderek artacağını düşünüyoruz

Grafik 15: Format Bazında Satış Alanı Dağılımı (9A18)



Grafik 16: Modern FMCG pazar payı artıyor



Kaynak: Migros Yatırımcı Sunumu

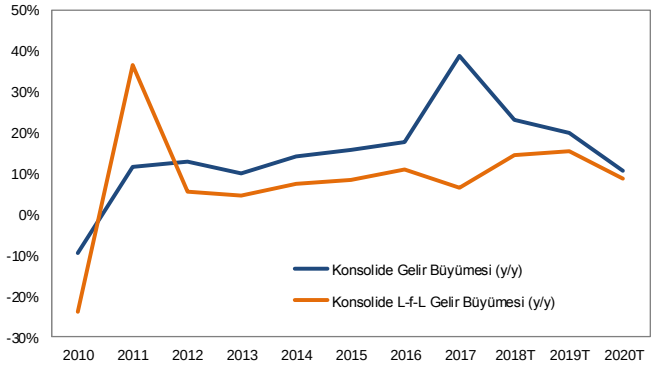
Finansallar & Tahminler

Güçlü büyüme momentumunun sürmesini bekliyoruz

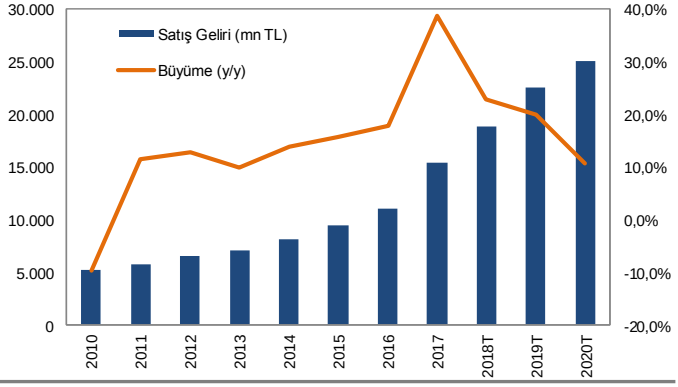
Migros son yıllarda uygulamaya koyduğu stratejik adımların yanı sıra, yüksek enflasyon ve 2017 yılında başlayan Kipa konsolidasyonunun da desteğiyle 2015-2017 döneminde yıllık ortalama %24 gelir büyümesi sergiledi. 2018'in dokuz aylık döneminde ise, geçen yılın yüksek büyüme baz etkisine rağmen, hem sezonluk mağazaların katkısıyla güçlü yaz sezonu satış performansının katkısı, hem de yeni mağaza açılışları ve yüksek enflasyonun desteğiyle net satış gelirleri yıllık bazda %21,8 artışla 13.794 mn TL seviyesinde gerçekleşti. Söz konusu dönemde toplam mağaza sayısı yıllık bazda %12,2 artarak 2.090'a yükselirken, Kipa mağazalarının satış alanında gerçekleştirilen optimizasyonların etkisiyle net satış alanındaki büyümenin %5 düzeyinde kaldığını söyleyebiliriz.

Perakendecilerin daha hızlı ve kaliteli ürün temini için doğrudan alıma yönelmelerinin enflasyonla mücadelede önemli rol oynadığını biliyoruz. Açıklanan Enflasyonla Topyekün Mücadele Programı kapsamında atılan adımlar ile gıda enflasyonunun sadece işlenmemiş değil işlenmiş taraftaki gelişimiyle de enflasyon risklerinin dizginlenmesi açısından destekleyici olduğunu söyleyebiliriz. Eylül-Ekim döneminde yaşanan toplam %9,5'lik yükselişin ardından Kasım'da %1,95'lik düşüşün görüldüğünü ve bu gerilmenin Aralık ayında da devam edebileceğini düşünüyoruz. Bu doğrultuda, yılın son çeyreğine ilişkin olarak ise, gıda enflasyonundaki yavaşlamanın gelir büyümesi üzerinde baskı oluşturabileceğini, ancak gıda dışı ürün portföyü ve farklı formattaki mağaza yapısıyla her segmentten tüketici kitlesine hitap eden Migros'un müşteri trafiğindeki ve sepet büyümesindeki artışın yanı sıra yeni mağazaların katkısıyla yılın son çeyreğinde de olumlu ciro performansını sürdürmeyi başarabileceğini düşünüyoruz. Migros'un 2018 yılının tamamında, yıllık bazda %23 artışla 18.872 mn TL net satış geliri kaydedeceğini öngörüyoruz. Enflasyonda beklediğimiz yavaşlamanın da etkisiyle 2019 yılında ise, ciro büyümesinin yıllık %19,8 seviyesine gerileyerek 22.612 mn TL seviyesinde gerçekleşeceğini düşünüyoruz. 2018-2020 döneminde ise, Migros'un yıllık ortalama %17,8 oranında büyüme sergileyeceğini tahmin ediyoruz.

Grafik 17: L-f-L Gelir Büyümesi



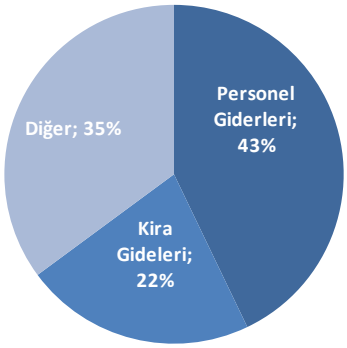
Grafik 18: Net Satış Gelirleri



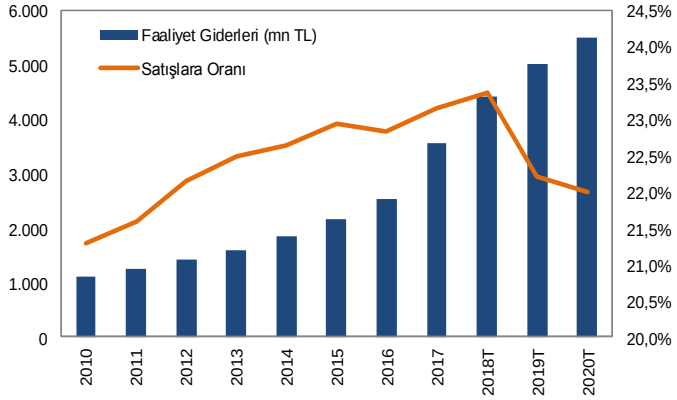
Kaynak: HLY Araştırma Tahmin

Finansallar & Tahminler

Grafik 19: Faaliyet Giderlerinin Dağılımı (9A18)



Grafik 20: Faaliyet Giderlerinin Gelişimi

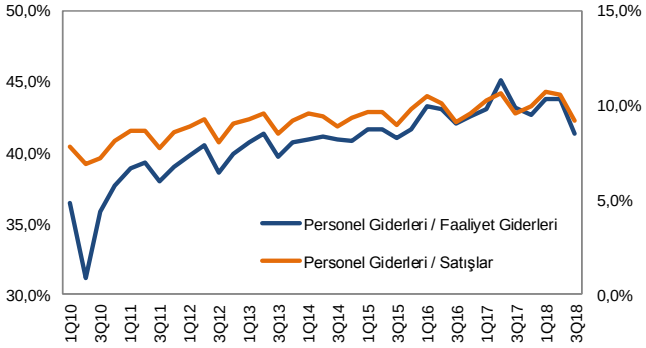


Kaynak: HLY Araştırma Tahmin

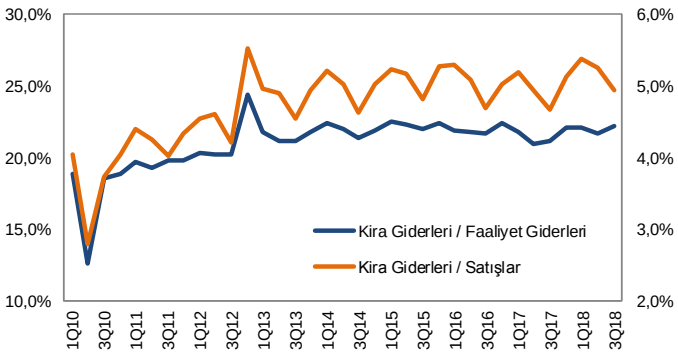
Yüksek enflasyonun personel ve kira maliyetlerine yansıması nedeniyle göreceğimiz olumsuz etkinin, döviz bazlı kira sözleşmelerinde TL'ye geçiş ve Kipa kaynaklı verimlilik artışı sayesinde telafi edilebileceğini düşünüyoruz

Migros'un 9A18 itibariyle faaliyet giderlerinin kırılımına baktığımızda; personel giderlerinin %43, kira giderlerinin ise %22'lik bir paya sahip olduğunu görüyoruz. 2019 yılında, yüksek enflasyonun personel ve kira maliyetlerine yansıması nedeniyle göreceğimiz olumsuz etkinin, döviz bazlı kira sözleşmelerinde TL'ye geçişin desteği ve Kipa mağazaları kaynaklı verimlilik artışı sayesinde telafi edilebileceğini düşünüyoruz. Böylece Migros'un 2019 yılında 5.020 mn TL seviyesinde faaliyet gideri kaydederek, faaliyet giderlerinin/satışlara oranının %22,2 seviyesinde gerçekleşeceğini tahmin ediyoruz.

Grafik 21: Personel Giderlerinin Gelişimi



Grafik 22: Kira Giderlerinin Gelişimi



Kaynak: HLY Araştırma Tahmin

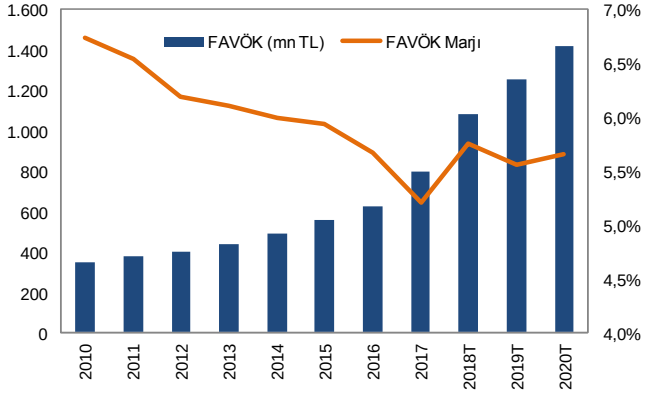
Finansallar & Tahminler

Optimizasyon çalışmalarının desteğiyle operasyonel marjlarda iyileşmenin devamını bekliyoruz

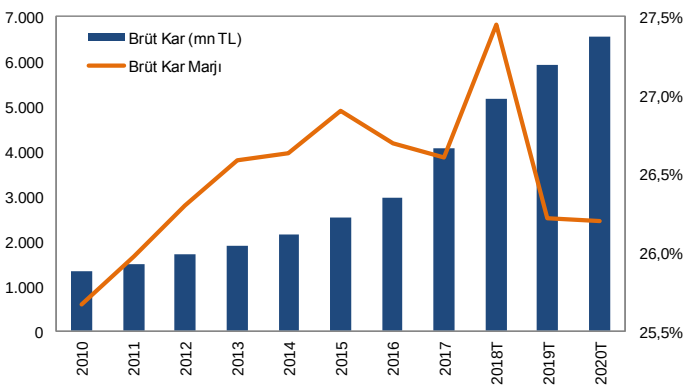
Kipa konsolidasyonunun etkisiyle Migros'un operasyonel kar marjları 2017 yılında geriledi. 2016 yılını %5,7 FAVÖK marjı ile tamamlayan Migros'un, esas faaliyetleri itibariyle zarar eden Kipa konsolidasyonunun etkisiyle, 2017 yılında FAVÖK marjı %5,2 seviyesine geriledi. Ancak, Migros'un büyük mağazaların küçültülmesi yönünde Kipa mağazalarında başlattığı optimizasyon çalışmalarının desteğiyle operasyonel kar marjlarında iyileşme görüldü. FAVÖK marjı 3Ç18'de %7,1 seviyesinde gerçekleşirken; Enflasyonla Topyekün Mücadele Programı kapsamında gerçekleştirilen fiyat indirimlerinin etkisiyle yılı %5,7 seviyesinde tamamlayacağını düşünüyoruz. Ayrıca, kira sözleşmelerinde TL'ye geçiş düzenlemesinin Migros'un operasyonel kar marjlarında destekleyici olacağını düşünüyoruz. Yüksek enflasyonun personel ve kira maliyetlerine yansıyacak olması nedeniyle oluşacak olan olumsuz etkinin, Kipa mağazalarındaki optimizasyon çalışmaları sonucu verimlilik artışı ve döviz bazlı kira sözleşmelerinde TL'ye geçişin etkisiyle telafi edilebileceğini ve Migros'un 2019 yılını, %5,6 FAVÖK marjı ile tamamlayabileceğini tahmin ediyoruz.

Markalı ve özel markalı olmak üzere zengin ürün çeşitliliği sayesinde her segment müşteri kitlesine hitap etme avantajına sahip olan Migros, taze meyve-sebze ve et kategorilerinde de önemli iyileştirme adımları attı. Söz konusu adımların başında ise, lojistik altyapısının geliştirilmesi geliyor. Dağıtım merkezlerinin artması ile mağazalara olan sevkiyatların artması ve gerek meyve-sebze gerekse de et ürünleri kategorisinde iyi tarım uygulamalarının yaygınlaştırılmasının trafik artışını destekleme adına önemli adımlar olarak görüyoruz. Öte yandan atılan bu adımların, son yıllarda brüt karlılıkta gördüğümüz iyileşmenin devamını sağlama adına da önemli olduğunu düşünüyoruz. Kipa mağazalarındaki optimizasyon çalışmalarının devamı nedeniyle, konsolide brüt kar marjı kısa vadede baskı altında kalsa da, orta-uzun vadede, iyileşmenin kademeli olarak yaşanabileceğini tahmin ediyoruz

Grafik 23: FAVÖK ve FAVÖK Marjı



Grafik 24: Brüt Karlılık



Kaynak: HLY Araştırma Tahmin

Finansallar & Tahminler

Düşük yatırım harcaması gerektiren iş modeli

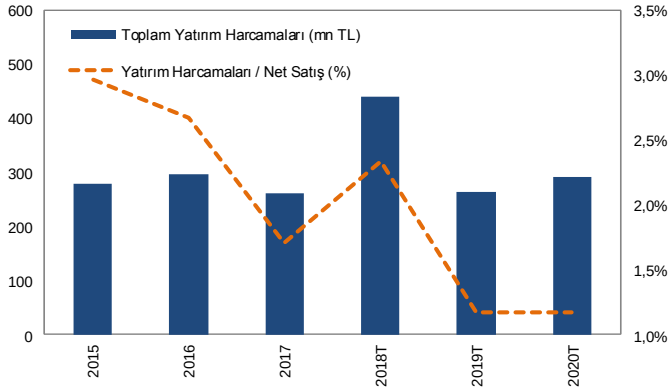
Migros'un yatırım harcamalarını yeni mağaza açılışları ve mevcut mağazaların bakım-onarım harcamaları oluşturmaktadır. 2017 yılında, Migros'un toplam yatırım harcaması 262 mn TL (satışların %1,7'si) seviyesinde gerçekleşti. 2018 yılında ise, yeni mağaza açılışları ve büyük mağazalarda satış alanı optimizasyonu çalışmaları doğrultusunda, şirket yönetimin hedefi ile uyumlu olarak 440 mn TL yatırım harcaması gerçekleştirmesini öngörüyoruz. Bu doğrultuda yıl sonu için, yatırım harcamalarının net satışlara oranının 2,33x seviyesinde gerçekleşeceğini tahmin ediyoruz.

Şirketin 2019 ve 2020 yıllarında yoğun yatırım harcaması olmayacağı varsayımı altında, ağırlıklı olarak bakım onarım harcamalarından oluşmak üzere, 2019 yılı için 264 mn TL, 2020 yılı için ise 292 mn TL yatırım harcaması öngörüyoruz. Bu doğrultuda, yatırım harcamalarının satışlara oranının ortalamada %1,2 olacağını hesaplıyoruz.

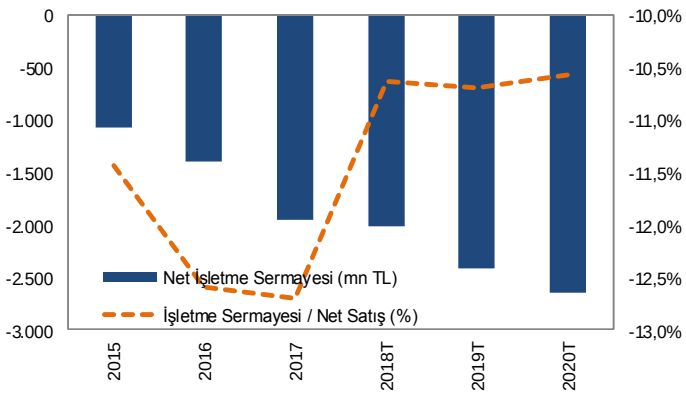
Migros'un net işletme sermayesinin net satış gelirlerine oranının 2018 ve 2019 yıllarında yaklaşık %-11 seviyesinde gerçekleşeceğini öngörüyoruz

Şirketin 2017 yılında net işletme sermayesinin net satış gelirlerine oranı ortalama %-12,7, nakit çevirme süresi de -55 gün seviyesinde gerçekleşti. Kipa kaynaklı artan sinerjinin ödeme vadesinde iyileşmeye neden olacağını dolayısıyla, Migros'un net işletme sermayesinin net satış gelirlerine oranının 2018 ve 2019 yıllarında yaklaşık %-11 seviyesinde gerçekleşeceğini öngörüyoruz.

Grafik 25: Yatırım Harcamaları



Grafik 26: Net İşletme Sermayesi Yapısı



Kaynak: HLY Araştırma Tahmin

Finansallar & Tahminler

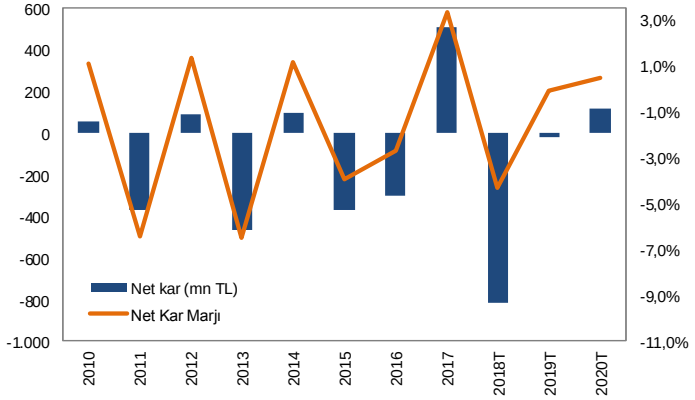
Migros'un euro açık pozisyonunu en önemli riski olarak görüyoruz

Şirketin, 2008 yılındaki BC Partners satın alması aşamasından devir kalan ve son bilanço tarihi itibariyle 615 mn euroya işaret eden döviz açık pozisyonu bulunmaktadır. Migros'un 9A18 sonu itibariyle toplam finansal borcu yaklaşık 5,2 milyar TL seviyesinde olup, bunun %83'ü ise euro cinsi finansal borçlardan (615 mn euro) oluşmaktadır. Söz konusu euro cinsi finansal borçların ağırlıklı kısmı ise %89 ile uzun vadelidir. Migros'un euro cinsi finansal borçları nedeniyle, TL'nin euro karşısında değer kaybı yaşadığı dönemlerde yüksek kur riskine maruz kalabilmektedir. Dolayısıyla, Migros'un yüksek döviz borcu nedeniyle, yılın dokuz aylık döneminde operasyonel karlılıkta yaşanan iyileşmeyi net kara yansıtamadığını görüyoruz. Euro bazlı kredilerden doğan yüksek finansal gider üretme riskinin devamına karşın organik büyümenin olumlu etkileriyle net kar seviyelerinde iki sene içinde pozitif net kar marjı seviyeleri görmeye başlayacağımızı düşünüyoruz.

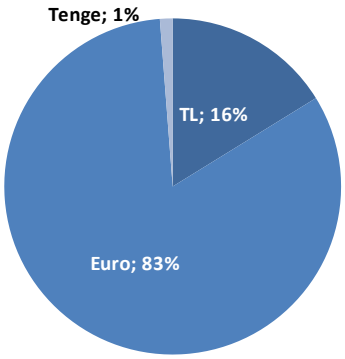
Borçluluğun azaltılması konusunda atılacak adımların hisse performansında tetikleyici olacağını düşünüyoruz

Hatırlanacağı üzere, Kipa'nın %95,5'ini satın alarak organik büyümesinin yanında inorganik büyüme stratejini de sürdüren Migros Eylül 2018'de yasal birleşme sürecini tamamladı. Şirket yönetimi borçluluğunu azaltmak adına, geçen yıl açıkladığı plan doğrultusunda bir takım aksiyonlar aldı. Şirket yönetiminin 2-3 yıl içerisinde, yaklaşık 500 mn TL değerinde varlık satışına giderek, borçluluğunu azaltma yönünde hedefi bulunuyor. Bu hedef doğrultusunda, Migros Kipa mülkiyetinde bulunan gayrimenkullerden Mersin ve Çerkezköy AVM'lerini toplam 154 mn TL, Nispetiye MMM Migros, Güllük MM Migros, Yeşilköy M Migros mağazalarını ise, toplam 56,3 TL bedel karşılığında sattı. Plan dahilinde, önümüzdeki 1-2 yıllık süreçte yaklaşık 300 mn TL gayrimenkul satışının gerçekleşmesi hedefleniyor. Migros'un yüksek euro cinsi finansal borcunu önemli bir risk unsuru olarak görmekle birlikte, borçluluğun azaltılması konusunda atılacak adımların hisse performansında tetikleyici olacağını düşünüyoruz.

Grafik 27: Net Kar & Net Kar Marjı



Grafik 28: Finansal Borçların Dağılımı (9A18)



Kaynak: HLY Araştırma Tahmin

Finansallar & Tahminler

Gelir Tablosu (mn TL) - MGROS	2013	2014	2015	2016	2017	2018T	2019T	2020T
Net satışlar	7.127	8.123	9.390	11.059	15.344	18.872	22.612	25.031
Satışların maliyeti	-5.232	-5.959	-6.864	-8.107	-11.262	-13.691	-16.683	-18.472
Brüt kar	1.895	2.163	2.526	2.953	4.082	5.181	5.929	6.559
Faaliyet giderleri	-1.603	-1.838	-2.154	-2.525	-3.554	-4.408	-5.020	-5.507
FAVÖK	435	487	557	627	798	1.085	1.257	1.416
Amortisman	143	162	186	200	270	312	347	364
FVÖK	291	325	371	428	528	773	909	1.052
Finansman gelirleri/giderleri (net)	-615	-50	-399	-524	-793	-1.235	-316	-284
Diğer gelirler/giderler (net)	-55	-93	-108	-96	-225	-404	-543	-601
Vergi Öncesi Kar	-385	181	-346	-236	603	-896	-15	95
Vergi	-78	-85	-24	-64	-94	79	-3	21
Vergi Sonrası Kar	-463	96	-370	-300	509	-818	-18	115
Azınlık payları	0	0	0	0	-4	-5	0	0
Net kar (Ana Ortaklık Payları)	-463	96	-370	-300	513	-818	-18	115

Büyümeler (%)	2013	2014	2015	2016	2017	2018T	2019T	2020T
Net satışlar	9,9	14,0	15,6	17,8	38,7	23,0	19,8	10,7
Brüt kar	11,2	14,2	16,7	16,9	38,3	26,9	14,5	10,6
FAVÖK	8,5	12,0	14,4	12,5	27,2	35,9	15,8	12,7
FVÖK	8,1	11,6	14,2	15,1	23,5	46,3	17,7	15,7
Net kar (Ana Ortaklık Payları)	-626,0	-120,8	-485,1	-19,0	-270,8	-259,5	-97,8	-736,0

Marjlar (%)	2013	2014	2015	2016	2017	2018T	2019T	2020T
Brüt kar marjı	26,6	26,6	26,9	26,7	26,6	27,5	26,2	26,2
FVÖK marjı	4,1	4,0	4,0	3,9	3,4	4,1	4,0	4,2
FAVÖK marjı	6,1	6,0	5,9	5,7	5,2	5,7	5,6	5,7
Net kar marjı	-6,5	1,2	-3,9	-2,7	3,3	-4,3	-0,1	0,5

Kaynak: HLY Araştırma Tahmin

Finansallar & Tahminler

Bilanço (mn TL)	2013	2014	2015	2016	2017	2018T	2019T	2020T
Dönen varlıklar	1.981	1.723	2.036	2.471	3.776	4.162	5.211	6.090
Hazır değerler	1.038	689	839	1.156	1.617	1.961	2.510	3.072
Ticari alacaklar	48	48	50	58	97	96	117	131
Stoklar	851	950	1.104	1.212	1.908	1.916	2.358	2.636
Diğer dönen varlıklar	43	36	42	45	154	189	227	251
Duran varlıklar	3.816	3.857	3.725	3.805	6.526	6.758	6.412	6.871
Maddi duran varlıklar	1.234	1.287	1.221	1.268	3.740	3.908	4.069	4.144
Maddi olmayan duran varlıklar	2.501	2.501	2.336	2.360	2.414	2.471	1.958	2.337
Toplam varlıklar	5.797	5.581	5.761	6.277	10.303	10.920	11.623	12.961
Kısa vadeli yükümlülükler	2.361	2.780	2.726	3.321	5.516	5.879	5.950	7.130
Kısa vadeli finansal borçlar	492	634	213	341	1.038	1.103	1.266	1.126
Ticari borçlar	1.686	1.896	2.228	2.664	3.954	4.099	3.913	5.194
Uzun vadeli yükümlülükler	2.606	1.892	2.519	2.763	3.259	4.334	4.985	5.027
Uzun vadeli finansal borçlar	2.441	1.719	2.380	2.623	2.874	3.837	3.948	4.387
Azınlık payları	1	1	1	1	57	54	54	54
Toplam özsermaye	830	909	516	193	1.527	707	689	804
Toplam Yükümlülükler ve Özkaynaklar	5.797	5.581	5.761	6.277	10.303	10.920	11.624	12.962
Net borç	1.894	1.664	1.754	1.808	2.295	2.979	2.704	2.441

Finansal oranlar (x)	2013	2014	2015	2016	2017	2018T	2019T	2020T
Borç/Özsermaye (x)	3,5	2,6	5,0	15,4	2,6	7,0	7,6	6,9
Net borç/Özsermaye (x)	2,3	1,8	3,4	9,4	1,5	4,2	3,9	3,0
Net borç/Toplam varlıklar (x)	0,3	0,3	0,3	0,3	0,2	0,3	0,2	0,2
Net borç/FAVÖK (x)	4,4	3,4	3,1	2,9	2,9	2,7	2,2	1,7
Cari oran (x)	0,8	0,6	0,7	0,7	0,7	0,7	0,9	0,9

Karlılık Göstergeleri (%)	2013	2014	2015	2016	2017	2018T	2019T	2020T
Aktif Karlılığı	-8,1	1,7	-6,5	-5,0	6,2	-7,7	-0,2	0,9
Özsermaye Karlılığı	-44,3	11,1	-52,0	-84,9	61,7	-77,0	-2,8	16,7

Kaynak: HLY Araştırma Tahmin

Finansallar & Tahminler

Oranlar ve Çarpanlar	2013	2014	2015	2016	2017	2018T	2019T	2020T
Hisse başı kar (TL)	-2,60	0,54	-2,08	-1,69	2,88	-4,59	-0,10	0,65
Hisse başı defter değeri (TL)	4,66	5,10	2,90	1,08	8,58	3,97	3,87	4,52
Hisse başı temettü (TL)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Temettü verimi (%)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Yatırım harcamaları/Net satışlar (%)	3,13	2,78	2,96	2,67	1,70	2,33	1,17	1,17
İşletme sermayesi/Net satışlar (%)	-11,03	-11,06	-11,43	-12,60	-12,70	-10,63	-10,69	-10,56
F/K (x)	-5,64	27,18	-7,06	-8,71	5,10	-3,20	-144,02	22,65
FD/Net satışlar (x)	0,83	0,73	0,63	0,54	0,39	0,31	0,26	0,24
FD/FAVÖK (x)	13,65	12,19	10,65	9,46	7,44	5,47	4,72	4,19

İşletme sermayesi göstergeleri	2013	2014	2015	2016	2017	2018T	2019T	2020T
Alacak tahsil süresi	2,5	2,2	1,9	1,8	1,8	1,9	1,9	1,9
Stok çevirme süresi	57,1	55,2	54,6	52,1	50,6	51,1	51,6	52,1
Borç ödeme süresi	113,0	109,7	109,7	110,1	107,2	107,1	107,0	106,9
Nakit döngüsü	-53,5	-52,4	-53,1	-56,2	-54,8	-54,2	-53,6	-52,9
Faaliyet Döngüsü	59,6	57,3	56,5	53,9	52,4	52,9	53,5	54,0

Kaynak: HLY Araştırma Tahmin

Halk Yatırım Araştırma – Öneri Listesi Tanımları

(Aksi belirtilmedikçe önümüzdeki 12 ay için beklenen performans)

AL	: %20 ve üzeri artış	**TUT**	: %0 ile %20 aralığında artış	**SAT**	: %0'ın altında azalış

KÜNYE

Banu KIVCI TOKALI
Araştırma Direktörü
BTokali@halkyatirim.com.tr
+90 212 314 81 88

Araştırma

İlknur HAYIR TURHAN
Yönetmen
ITurhan@halkyatirim.com.tr
+90 212 314 81 85

Abdullah DEMİRER
Uzman
ADemirer@halkyatirim.com.tr
+90 212 314 87 24

Ayşegül BAYRAM
Uzman
ABayram@halkyatirim.com.tr
+90 212 314 87 30

Uğur BOZKURT
Uzman Yardımcısı
UBozkurt@halkyatirim.com.tr
+90 212 314 87 26

ÇEKİNCE

Bu rapor ve yorumlardaki yazılar, bilgiler ve grafikler yalnızca bilgi edinilmesi amacıyla derlenmiştir. 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, imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde 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.

Halk Yatırım, bu bilgilerin doğru, eksiksiz ve değişmez olduğunu garanti etmez, bilgi eksikliği ve yanlışlığından hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. Raporda yer alan ifadeler, hiçbir şekilde alış veya satış teklifi olarak değerlendirilemez. Halk Yatırım'ın rapordaki bilgiler dolayısıyla ortaya çıkabilecek doğrudan ve dolaylı kazanç ve zararlarla ilgili herhangi bir sorumluluğu yoktur.

Bu ileti 05 Kasım 2014 tarih ve 29166 sayılı Resmi Gazetede yayınlanan ve 01 Mayıs 2015 tarihinde yürürlüğü giren "Elektronik Ticaretin Düzenlenmesi Hakkında" çıkan kanunun 2.Maddesi c bendinde belirtilen Ticari Elektronik ileti kapsamında değildir.

DOĞRU KARAR
Bugünün doğru kararı geleceğin kazancı