

Faaliyetlerdeki Büyüme ve Net Borç Düşüşü Dikkat Çekici

Analiz - Yorum

(Hedef Fiyat Güncelleme - MGROS)

10 Haziran 2020

Şirketin FAVÖK gelirlerinde gözle görülür büyüme ve artış hızı sebebiyle 25 Aralık 2019 tarihinde değerlendirme raporu yayımlayıp, pozitif katalizler ile beraber yaklaşık 24.00 TL kapanış fiyatından %35 yükseliş potansiyeli ile 32.32 TL hedef fiyat belirlemiştik. Mevcut verilen hedef fiyatın gerçekleşmesinin ardından ileri vadedeli borçlanmanın azalmaya devam edeceği beklentimiz, koronavirüsün etkileri ve operasyonel faaliyetlerde görülen büyüme sebebiyle pozitif katalizlerin uzun vadede devam edeceğini düşünmekteyiz.

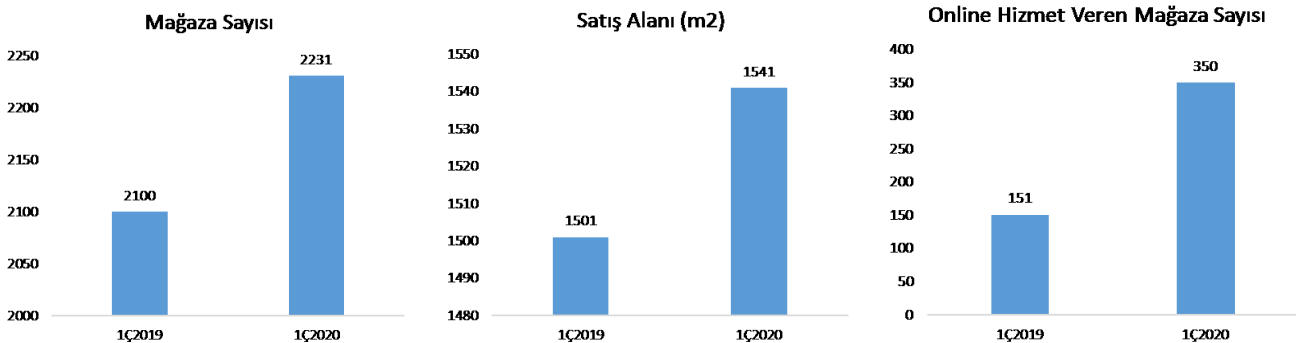


ŞİRKET FAALİYETLERİ

Korona Virüsün Operasyonlara Etkisi

Şirketin son çeyrekte fiziksel mağaza operasyonlarında korona virüsün etkileri olumsuz hissedilmiştir. Geçici olarak 69 mağaza kapatılmıştır ve bunların 33 tanesi AVM bünyesinde bulunmaktadır. Devletin karar verdiği genel tedbirler kapsamında metre kare başına kişi kısıtlaması sebebiyle müşteri trafiğinde düşüş olmuş ve hizmet saatlerine de sınırlama getirilmiştir. Ancak insanların bu süreçte eve online sipariş verme alışkanlığında gözle görülür artış olması, şirketin online mağaza segmentinde büyümesini sağlamıştır. Bu süreçte şirketin online siparişleri 4 kat, müşteri sayısı yaklaşık 2 kat artış göstermiştir. Bu talebin karşılanması için şirket online mağaza sayısını 2 kat arttırmış, 4 bin çalışan istihdam etmiştir. Hanehalkına ulaşmak adına bu süreçte yılbaşından beri şirket kapsamını 58 şehirden 76 şehire çıkarmıştır. Ayrıca şirket online hizmet kanallarını (trendyol gibi) çeşitlendirerek bu süreçte kapsam alanını genişletmiştir.

Grafik 1-2-3 : Migros Mağaza Büyüme Verileri

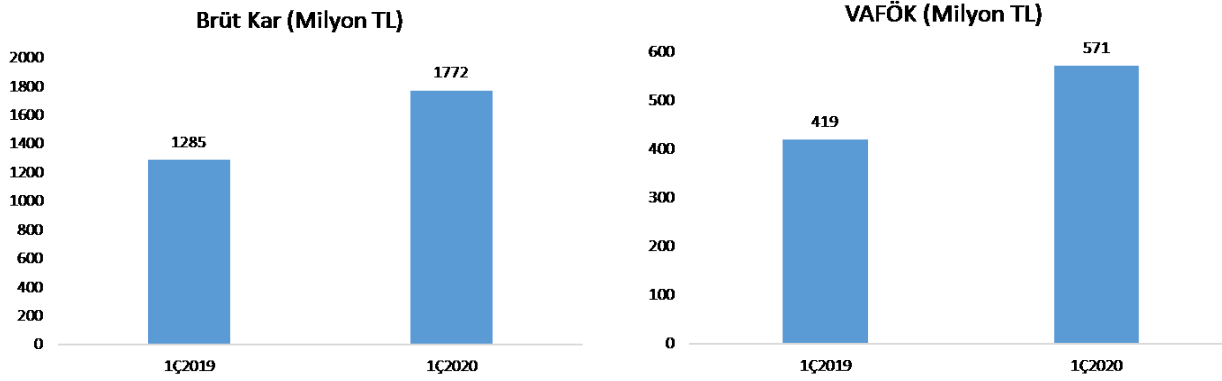


Sürecin Finansal Yansımaları

Migros, pandemiye rağmen finansal yatırımlarına (CAPEX) bu süreçte devam etmiştir. Bu yatırımlar ilk çeyrekte operasyonel karlılığa olumlu yansımıştır. Şirket yıl sonuna kadar yaklaşık 400 milyon TL finansal yatırım planlamaktadır. Geçen yılın ilk çeyreğine göre operasyonel karlılık kalemlerin karşılaştırdığımız zaman brüt kar ve VAFÖK bazında %37 artış görülmektedir. Brüt kar marjları 2020 son çeyreğe göre %27, VAVÖK kar marjları ise %9 seviyelerindedir.

Not : VAFÖK = Vergi, Amortisman, Faiz öncesi kar => Esas Faaliyet Karı + Amortisman Gideri

Grafik 4-5 : Migros Çeyrek Bazda Brüt Kar ve VAFÖK

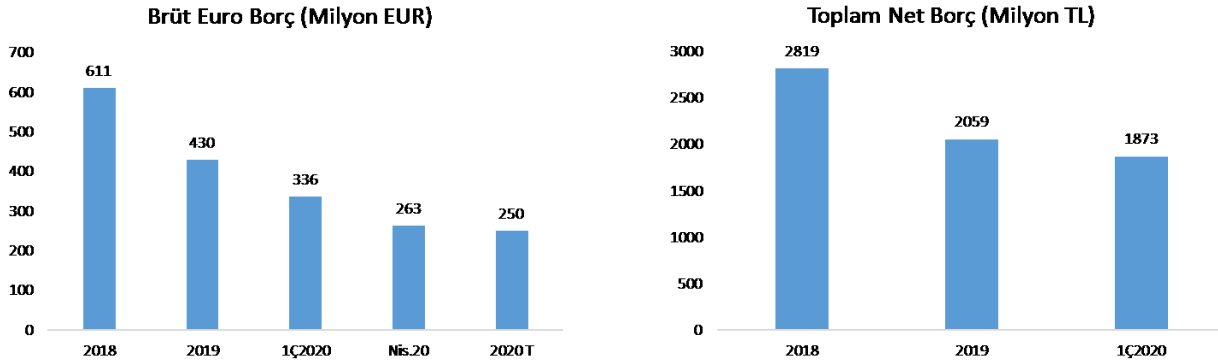


Kaynak : Migros

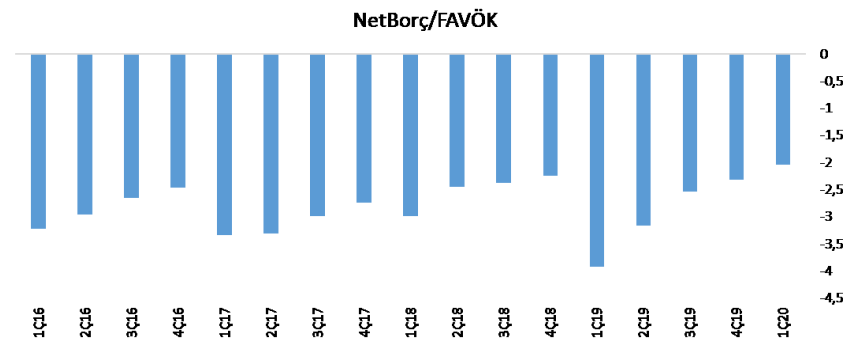
Not : Brüt Kar ve VAFÖK Normalleştirilmiş olup hesaplamalara TFRS 16 dahildir.

Şirketin döviz bazlı borçları Euro bazlı olup, ilk raporumuzda bahsettiğimiz üzere borçluluğun düşme trendi devam etmektedir. Bunu olumlu görmekteyiz ve ileri vadeli operasyonel karlılıklarındaki artış ile şirketin uzun vade de net karlılığının da artmaya başlayacağını düşünmekteyiz. Şirket ileri vadeli beklentileride 2022 yılında 163 milyon Euro ve 2023 99 milyon Euro ödemeyi gerçekleştirecek olup 2023 sonuna kadar şirketin Euro bazlı borçlarını bitirmesini beklemekteyiz. Buna bağlı olarak şirket, Ataşehir'de ki gayrimenkulünü 206 milyon TL (28 milyon EUR) bedel ile satmıştır. Borçluluktaki olumlu düşüşün NetBorç/FAVÖK rasyosuna yansımaları da önemli görmekteyiz. Şirket ayrıca 2020 yıl beklentileri olarak yaklaşık %19-21 satış büyümesi, %8-8.5 VAFÖK marjı, 120 yeni mağaza açılışı ve 400 milyon TL finansal yatırım planlamaktadır.

Grafik 6-7 : Migros Döviz ve Türk Lirası Bazında Borçluluk



Grafik 8 : Migros Net Borç/FAVÖK Rasyosu



Kaynak : Migros, Alan Yatırım

DEĞERLEME

Fiyat Kazanç Oranına Göre Değerleme

Migros, 2020 Mart dönemi sonunda 22 milyon US\$ net zarar açıklamıştır. Fiyat/Kazanç çarpanından tahmini hisse başı değer hesaplamasını sadece yurt içi ve yurtdışı benzer faaliyetler gösteren şirketler ile karşılaştırarak yaptık. Şirketin çarpanını global benzer şirketler ortalama çarpanları ile karşılaştırdığımızda %126 primli işlem görmekte olup, tahmini hisse başı değerini 15.03 TL olarak hesaplamaktayız.

Fiyat/Kazanç	Piyasa Değeri (milyon US\$)	2020 Tahmini Net Kar (milyon US\$)	MGROS	Global ve Yurt içi Benzer Şirketler Ortalaması	Tahmini Piyasa Değeri(milyon US\$)	Tahmini Hisse Başı Değer (US\$)	Tahmini Hisse Başı Değer (TL)
F/K	906	15	59,85	26,45	400	2,21	15,03

FAVÖK'e göre Değerleme

Şirket, 2020 Mart dönemini 84 milyon US\$ FAVÖK açıklayarak kapatmıştır. Şirketin değeri göz önüne alındığında Firma Değeri/FAVÖK rasyosu 4.65x ve global benzer şirketler ortalaması 11.84x olarak hesaplanmıştır. Buna göre şirket yüzde 61% iskontolu olmakla beraber tahmini piyasa değerini 4.247 milyon US\$ ve tahmini hisse değerinin ise 86.61 TL olması gerektiği hesaplanmıştır.

Firma Değeri/FAVÖK	Firma Değeri (milyon US\$)	2020 FAVÖK Tahmini (milyon US\$)	MGROS	Global ve Yurt içi Benzer Şirketler Ortalaması	Tahmini Firma Değeri(milyon US\$)	Tahmini Hisse Başı Değer (US\$)	Tahmini Hisse Başı Değer (TL)
Firma Değeri/FAVÖK	1.668	359	4,65	11,84	4.247	12,74	86,61

Satışlara Göre Değerleme

2020 Mart döneminde 1.076 milyon US\$ ciro yapmış olan şirket 2020 satışlarının pozitif seyir ile 4.611 milyon US\$ seviyelerinden tamamlamasını tahmin etmekteyiz. Şirketin Firma Değeri/Satışlar rasyosunu 0.37x hesaplamaktayız ve global benzer şirketler ortalaması ile karşılaştırdığımızda şirket yaklaşık %51 iskontolu ve tahmini hisse değerini ise 54.47 TL olarak bulmaktayız.

Firma Değeri/Satışlar	Firma Değeri (milyon US\$)	2020 Satışlar Tahmini (milyon US\$)	MGROS	Global ve Yurt içi Benzer Şirketler Ortalaması	Tahmini Firma Değeri(milyon US\$)	Tahmini Hisse Başı Değer (US\$)	Tahmini Hisse Başı Değer (TL)
Firma Değeri/Satışlar	1.668	4.518	0,37	0,76	2.671	8,01	54,47

Defter Değerine Göre Değerleme

Şirketin özsermayesi yaklaşık 25 milyon US\$ olarak açıklanmış olup, şirketin çarpanını global benzer şirketler ortalama çarpanı ile karşılaştırdığımızda %632 primli işlem görmekte olup, tahmini hisse başı değerini 4.65 TL olarak hesaplamaktayız.

Piyasa/Defter Değeri	Piyasa Değeri (milyon US\$)	Defter Değeri	MGROS	Global ve Yurt içi Benzer Şirketler Ortalaması	Tahmini Piyasa Değeri(milyon US\$)	Tahmini Hisse Başı Değer (US\$)	Tahmini Hisse Başı Değer (TL)
Piyasa/Defter Değeri	906	25	36,91	5,04	124	0,68	4,65

Global Benzer Şirket Ortalamaları

Global Benzer Şirketler	Piyasa Değeri milyon USD	Fiyat/Kazanç	FD/FAVÖK	FD/Ciro	PD/DD	Ülke
CarrefourSA	736	-	13,11	1,00	-	Türkiye
BİM Birlesik Magazalar A.S.	5.804	28,81	11,84	0,99	8,92	Türkiye
Sok Marketler Ticaret A.S.	1.119	80,65	5,68	0,51	-	Türkiye
Tesco PLC	17.228	24,08	8,20	0,54	1,69	İngiltere
Walmart Inc.	343.657	23,11	11,93	0,76	5,04	ABD
The Kroger Co.	25.881	16,23	7,97	0,38	3,03	ABD
Costco Wholesale Corporation	134.908	37,17	20,28	0,85	8,17	ABD
Migros Ticaret A.S	889	26,13	5,50	0,45	37,97	Türkiye
Median		26,45	11,84	0,76	5,04	

Değerleme Yöntemleri	Hisse Çarpan	Sektör Çarpan	Tahmini Piyasa Değeri (milyonUS\$)	Tahmini Hisse Başına Fiyat (US\$)	Tahmini Hisse Başına Fiyat (TL)
Fiyat Kazanç Oranına Göre Değerleme	59,85	26,45	400	2,21	15,03
Satışlara Göre Değerleme	4,65	11,84	4.247	12,74	86,61
FAVÖK'e göre değerlendirme	0,37	0,76	2.671	8,01	54,47
Defter Değerine Göre Değerleme	36,91	5,04	124	0,68	4,65
Ortalama					40,19
Hisse Kapanış Fiyatı					33,76
Potansiyel (Yön-%)				Yükseliş	19%

Varsayımlar

*Bilanço hesaplanması ve tahmini USD baz alınarak yapılmıştır.

*Kapanış Fiyatı 05.06.2020 tarihinin kapanış fiyatı olan 33,76 üzerinden alınmıştır.

*USD/TRY kuru 6,8 olarak alınıp hesaplama bunun üzerinden yapılmıştır.

İndirgenmiş Nakit Akımları Tablosu

İndirgenmiş Nakit Akım Tablosu (mnUS\$)	2017	2018	2019	2020/03	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Toplam Satış Gelirleri	4.206	3.892	4.090	1.056	4.518	4.595	4.641	4.664	4.711	4.782	4.877	4.999	5.099	5.187	5.275
Operasyonel Kar	145	176	233	51	253	262	250	242	228	262	238	260	265	269	274
FAVÖK	219	238	375	84	388	403	399	398	392	434	419	450	464	479	494
Vergi				0	56	58	55	53	50	58	52	57	58	59	60
Çalışma Sermayesindeki Değişim				0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Sermaye Harcamaları (Capex-USD)				0	120	124	127	131	135	139	143	148	152	157	161
İleri Vadeli Serbest Nakit Akım				0	323	337	327	321	307	352	328	359	370	381	393
İskonto Faktörü				0,0	2,7	3,0	3,3	3,6	4,0	4,3	4,8	5,2	5,7	6,3	6,9
İndirgenmiş Nakit Akım				0	118	112	99	89	78	81	69	69	65	61	57
Nihai Büyüme															2,0%
Nihai Büyümenin Bugünkü Değeri															816
Serbest Nakit Akımlarının Bugünkü Değeri															896
Şirket Değeri															1.712
Net Borç (-)															-763
Özsermaye Değeri															950
Piyasa Değeri															913
Yükseliş/Düşüş Potansiyeli															4,0%
İşlem Fiyatı (TL) (05/06/2020)															33,76
Hedef Fiyat (TL)															35,11

Varsayımlar

*Şirketin olası risklerini göz önünde bulundurduğumuzda risk primi %5,5 alınmıştır.

*Kapanış Fiyatı 05.06.2020 tarihinin kapanış fiyatı olan 33,76 üzerinden alınmıştır.

Değerleme Yöntemi	Hedeflenen Fiyat TL	Potansiyel %	Ağırlık %
Global Benzer Şirketler Karşılaştırması	41,94	24%	50%
İndirgenmiş Nakit Akımlar	35,11	4%	50%
Ortalama Hedef Fiyat	38,52	14%	100%

Varsayımlar

*Kapanış Fiyatı 05.06.2020 tarihinin kapanış fiyatı olan 33,76 üzerinden alınmıştır.

Sonuç

Migros için yaptığımız değerlendirilmede indirgenmiş nakit akımları ve benzer rakip şirketler yöntemlerini kullandık. Mevcut benzer rakip şirketler Migros gibi çeşitli perakendecilik segmentinde bulunan şirketler olup, şirket'in değerlemesini bu ölçüde yapmaya çalıştık. Yaptığımız değerlendirilmede Migros için %14 yükseliş potansiyeli ile hisse başına 38,52 TL hedef fiyat belirledik. Önceki raporumuzda da belirttiğimiz üzere şirketin en önemli potansiyel barındıran katalisti FAVÖK gelirlerinde gözle görülür büyüme ve artış hızı. Buna bağlı olarak Net Borç/Favök rasyosundaki gözle görülür düşüş eğilimi Migros için uzun vadeli yükseliş potansiyeli barındırdığına inanmaya devam etmekteyiz. Ancak mevcut bu büyüme hızı ve artışının tamamen karlılıktan değil, mevcut perakendecilerin hesap sisteminde UFRS sistemine göre getirilen değişiklikten kaynaklanmakta olduğunu belirtmek isteriz. Buna rağmen diğer halka açık sektör perakendecileri ile karşılaştırdığımız zaman Migros'un halka açık perakendecilere göre daha karlı ve yenilikçi bir süreç izlediğini söyleyebiliriz. Son dönemde özellikle "81 ilde Migros'tan Migros'a para transferi" uygulaması ile banka şubesine ihtiyaç duymadan para transferi uygulamasının çok önemli ve yenilikçi bir gelişme olduğunu düşünmekteyiz. Gelen müşteri hem ihtiyaçlarını alabilecek bunun için nakit ihtiyacı var ise bile bunu banka şubesi yerine Migros mağazasından sağlayabilecektir. Ayrıca uygulamanın kapsamını web üzerinden para gönderme olarakta şirket geliştirmiştir. Şirket değerlemede Net Borç/FAVÖK rasyosunun önemini daha önceki raporlarımızda da belirtmiştik. Rasyo düşüldükçe şirketin olması gereken piyasa değeri yükselir. Ayrıca rasyodaki düşüş risk primini düşürücü bir etkiye sahiptir. Şirketin büyüme ve esas faaliyetlerindeki karlılık artışında bir sorun görmemekteyiz. Şirketin benzer şirketlere göre iskontolu işlem görmesinin en önemli sebebi yüksek borçluluktur ve şirket bunu olumlu bir ivmede azaltmaktadır. Online ve kapsam bazında inovatif yaklaşımlarını sürdüren şirket, kurumsallığa önem veren ve yatırımcı dostu politikalar izleyen Anadolu Holding'in şirketi uzun vadeli borçluluk seviyesini azaltması ve bu durumun olumlu bir ivme yaratması beklentimizi korumaktadır. **Bu pozitif katalistler belli bir kısmının halihazırda hisse fiyatının içinde olduğu varsayımı ile Migros için önerimizi "AL"dan "TUT"a çekmekteyiz.**

GELİR TABLOSU TAHMİNİ – ÖZET

Milyon US\$	2018	2019	2020 Yılsonu Tahmini	2021 Yılsonu Tahmini	2019 1Q	2020 1Q
Toplam Satış Gelirleri	3892	4090	4518	4595	918	1056
Toplam Giderler	-3715	-3857	-4265	-4334	-873	-1005
Operasyonel Kar	176	233	253	262	45	51
FAVÖK	238	375	388	403	84	84
Faliyet Dışı Diğer Gelirler	-113	-96	-32	-32	-19	-12
Net Finansal Gelirler	-281	-219	-243	-247	-67	-63
Vergi Öncesi Net Kar	-218	-82	19	24	-41	-24
Vergi	-44	4	4	5	2	-2
Net Kar/Zarar (Azınlık Payları Hariç)	-174	-87	15	19	-43	-22
Marjlar						
Brüt Kar Marjı	26,1%	26,8%	27,9%	28,0%	27,5%	26,8%
FAVÖK Marjı	6,1%	9,2%	8,6%	8,8%	9,2%	7,9%
Net Kar Marjı	-4,5%	-2,1%	0,3%	0,4%	-4,7%	-2,1%
Bilanço Büyüklükleri						
Yabancı Para Net Döviz Pozisyonu	-642	-365	-250	-300	-530	-250
Net Borç	-532	-871	-763	-688	-1078	-763
Özsermaye	120	54	25	25	74	25
Ödenmiş Sermaye	34	30	28	28	33	28

Kaynak : Migros, Alan Yatırım



Genel Müdürlük

Levent Mah. Levent Cad. No: 45 P.K. 34330 Beşiktaş/ İSTANBUL
+90 212 370 22 22
www.alanyatirim.com.tr

Ankara İrtibat Bürosu

Anafartalar C. Papatya S. No: 2/6-8 Ulus / ANKARA
+90 312 312 69 80

İzmir İrtibat Bürosu

Akdeniz M. Cumhuriyet Bulvarı Çırpıcı İş Merkezi No: 77/402 Konak / İZMİR
+90 232 445 64 66

arastirma@alanyatirim.com.tr

Yasal Uyarı : Bu dokümanda yer alan her türlü bilgi, değerlendirme ve yorum güvenilir olduğu düşünülen Alan Yatırım A.Ş. Araştırma Departmanı tarafından burada sunulan bilgilerin doğruluğu ve bütünlüğü konusunda makul özen gösterilmiş olmakla beraber, olabilecek hatalar ve eksikliklerden sorumlu değildir. Burada yer alan fiyatlar, veriler ve bilgilerin tam ve doğru olduğu garanti edilemez, içerik haber verilmeksizin değiştirilebilir. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler, yorum ve tavsiye de bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Herhangi bir yatırım aracının alım – satım önerisi ya da getiri vaadi olarak yorumlanmamalıdır. Bu belgede yer alan yatırımla ilgili bilgiler, yorumlar ve tavsiyeler 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. Burada yer alan görüşler, yatırımcının mali durumuna veya risk ve getiri tercihlerine uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanılarak yatırım kararı verilmesi beklentilere uygun sonuçlar doğurmayabilir. Burada yer alan bilgi, değerlendirme, yorum ve istatistikî şekil ve değerlendirmelerin kullanımı sonucunda ortaya çıkacak doğrudan ve /veya dolaylı zararlardan Alan Yatırım A.Ş. sorumlu olmayacaktır. Tüm hakları saklıdır.