

Hedef fiyat revizyonu

ENDEKS ÜSTÜ GETİRİ

Migros

Borç küçülürken e-ticaret büyüyor

9 Haziran 2020

Yeni ortama hızlıca uyum sağladı

Migros, salgın öncesinde de diğer perakendecilere oranla daha geniş bir e-ticaret ağına sahipti. Covid öncesi paylaşılan %75'lik e-ticaret büyümesi, bu kanalın şirketin ana büyüme noktalarından biri olduğunu işaret ediyordu. Salgın önlemlerinin devreye girmesiyle, şirket kapasitesini hızlıca artırdı ve e-ticaret satışları bu dönemde dört kat arttı. E-ticaretin hızlı büyümesini sürdürmesini ve 2025 itibarıyla bu segmentin toplam satışlar içindeki payının %5'ten %13,5'e çıkmasını bekliyoruz. Bu artış 2019-25 arasında yıllık ortalama %35'lik bir büyümeye işaret ediyor. Şirketin farklı kanallar üzerinden (Migros Hemen, Macroonline ve trendyol.com üzerinden satışlar vb.) değişik müşterilere ulaşabiliyor olması, Migros'un rakipleri karşısındaki en büyük avantajı. Diğer yandan indirim marketleriyle arasındaki fiyat farkının daralması ve yüksek kaliteli Migros markalı ürünler de hem mağazalardaki hem de web sitesindeki trafiği olumlu etkiliyor.

Borç beklenenden hızlı daralıyor

Migros 2019 yılındaki 470mn TL'lik gayrimenkul satışının üzerine, 2020 yılında şimdiye kadar 460mn TL'lik daha satış gerçekleştirdi. Buradan elde edilen nakit de şirketin EUR bazlı borcunu azaltma yönünde kullanıldı. Şirketin hala yaklaşık 1 milyar TL'lik gayrimenkul portföyü bulunuyor ve varlık satışları piyasa koşullarına göre devam edebilir. Bu satışlar ve güçlü nakit yaratımı sayesinde, TL'nin ciddi değer kaybına rağmen, şirketin net borç / FAVÖK rasyosu 2016'daki 4'ten, 1.3'e (UFRS-16 etkisi hariç) geriledi. Şirket bu dönemde uygun koşullar oluştuğunda borcunu TL'ye de çevirerek, brüt EUR borcunu 672mn EUR'dan 263mn EUR'a indirmeyi başardı. Şirketin 2022'ye kadar EUR borcu için anapara ödemesi bulunmuyor, ancak erken ödemelerin devam edebileceğini düşünüyoruz. Diğer yandan şirketin 2020 yılı sonunda net borç /FAVÖK rasyosunun 0,8'e ineceğini hesaplıyoruz. Bu durum yönetimi çok bölünmüş olan süpermarket segmentinde yeni satın almalar yapmaya teşvik edebilir.

Tahminlerimizi güncelliyoruz

1Ç20 sonuçlarının ardından ve değişen piyasa koşullarının etkisiyle tahminlerimizi yukarı yönlü revize ediyoruz. Yeni hedefi fiyatımız olan 46,10TL, %37'lik artış potansiyeline işaret ediyor. Şirket hızlı bir borç azaltma döneminde, bu da hisse fiyatının sürekli olarak revize olmasının ana sebeplerinden. Son dönemdeki güçlü hisse performansına rağmen hisse hala 6,6x 2020 ve 6x 2021 FD/FAVÖK çarpanından işlem görüyor ve bu çarpanlar uluslararası benzerlerinin sırasıyla %25 ve %27 altında. Şirketin 2020 FD/FAVÖK çarpanı, yerel benzerleri, BIM (10,7x) ve Şok'un (7,0) çarpanlarının da gerisinde bulunuyor. Şirketin 2020 yılını da net zararlar kapatacağını hesaplıyoruz ve 2021 yılındaki kar da EUR borç ve TL'nin değer kaybı sebebiyle sınırlı olabilir. Yine de EUR borcun azalmasıyla şirketin F/K çarpanının uluslararası benzerlerine yakınlacağına inanıyoruz.

Riskler

EUR borcun ciddi şekilde azalmasıyla, daha az kırılgan olsa da, yine de şirket için en büyük risk, TL'nin EUR karşısındaki değer kaybı olabilir. Yine ortaklardan BC Partners'in olası hisse satışı (yaklaşık 23mn hisse) fiyat üzerinde bir baskı yaratabilir. Ancak bu baskının etkisinin kısa süreli olacağına inanıyoruz.

Tavsiye

Endeks Üstü Getiri

Hedef Fiyat	TL46.10
Hisse Fiyatı (08/06/2020)	TL33.64
Getiri Potansiyeli	37%

Bloomberg Hisse Kodu	MGROS TI
Piyasa Değeri (TLmn)	6,091
Piyasa Değeri (USDmn)	899
Halka Açıklık Oranı	36%
Hisse Sayısı (mn)	181
Ortalama İşlem Hacmi -3 Aylık (TLmn)	225

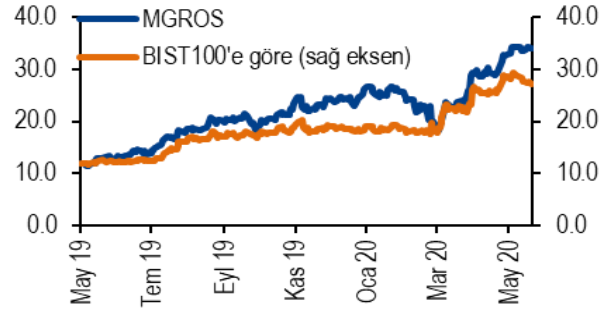
Fiyat Performansı	1M	3M	12M
Nominal (TL)	13%	57%	153%
Nominal (USD)	19%	41%	117%
BIST-100'e göre	1%	47%	119%

Tahminler (TLmn)	2019	2020T	2021T
Satışlar	23,191	28,253	32,176
FAVÖK	2,127	2,361	2,688
Net Kar	-492	-94	185

Değerleme	2019	2020T	2021T
F/K	n.m	a.d	33.0x
FD/FAVÖK, düzeltilmiş**	5.3x	6.6x	6.0x
F/DD	19.0x	26.8x	14.8x
Temettü verimi (%)	0.0%	0.0%	0.0%

* Vadeli alımlar faiz giderine göre düzeltilmiş

Fiyat Grafiği



Evren Gezer

+90 (212) 334 98 58

evren.gezer@yf.com.tr

Değerleme	2018	2019	2020T	2021T
F/K	n.m	n.m	a.d	33.0x
FD/FAVÖK*	7.8x	5.3x	6.6x	6.0x
F/DD	9.6x	19.0x	26.8x	14.8x
Serbest nakit akışı verimi	10.5%	12.7%	15.9%	14.9%
Temettü verimi	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

* Vadeli alım satıma göre düzeltilmiş FAVÖK

Gelir Tablosu (milyon TL)	2018	2019	2020T	2021T
Satışlar	18,717	23,191	28,253	32,176
Brüt kar	5,249	6,205	7,488	8,528
Brüt kar marjı	28.0%	26.8%	26.5%	26.5%
Faaliyet giderleri	-4,400	-4,884	-6,109	-6,958
Faaliyet giderleri/Satışlar	-23.5%	-21.1%	-21.6%	-21.6%
Esas faaliyet karı	849	1,321	1,379	1,570
Esas faaliyet karı marjı	4.5%	5.7%	4.9%	4.9%
FAVÖK	1,144	2,127	2,361	2,688
FAVÖK marjı	6.1%	9.2%	8.4%	8.4%
Diğer ve Finansal gelir/giderler (net)	-1,896	-1,789	-1,446	-1,339
Vergi Öncesi Kar	-1,047	-468	-67	231
Net Kar	-836	-492	-94	185
Net Kar Marjı	-4.5%	-2.1%	-0.3%	0.6%

Büyüme Oranları	2018	2019	2020T	2021T
Net satışlar	22%	24%	22%	14%
FAVÖK	43%	86%	11%	14%
Net kar	-263%	-41%	a.d	a.d

Nakit akımı	2018	2019	2020T	2021T
Düzeltilmiş FAVÖK*	679	1,543	1,666	1,852
Ödenen vergiler	-97	-177	-164	-175
Yatırım harcamaları	-488	-1,046	-1,191	-1,272
NCW (cash flow)	548	454	657	501
Free cash flow	642	775	968	906
Ödenen temettüler	0	0	0	0
Temettü dağıtım oranı	0%	0%	0%	0%

Kaynak: Şirket verisi, YF Araştırma tahminleri

Bilanço (milyon TL)	2018	2019	2020T	2021T
Dönen varlıklar	4,474	5,277	5,971	6,696
Nakit	1,769	2,348	2,415	2,659
Ticari alacaklar	121	126	154	175
Stoklar	2,249	2,666	3,260	3,712
Diğer dönen varlıklar	335	136	143	150
Duran varlıklar	6,411	9,184	9,577	9,627
Toplam varlıklar	10,885	14,461	15,548	16,323

Kısa vadeli yükümlülükler	6,675	7,544	9,143	9,795
Kısa vadeli borçlanmalar	1,229	963	998	616
Ticari borçlar	4,867	5,744	7,022	7,997
Diğer kısa vadeli yükümlülükler	579	607	874	917
Uzun vadeli yükümlülükler	3,575	6,594	6,176	6,116
Uzun vadeli borçlanmalar	3,341	3,440	2,752	2,477
Diğer uzun vadeli yüküm.	234	3,154	3,424	3,639
Özkaynaklar	633	321	227	412
Toplam kaynaklar	10,885	14,461	15,548	16,323
Net Borç	2,801	5,173	4,720	4,023
Operasyonel işletme sermayesi	-2,497	-2,951	-3,608	-4,109

Oranlar	2018	2019	2020T	2021T
Net borç / FAVÖK	2.4x	2.4x	2.0x	1.5x
Net borç / Özsermaye	4.4x	16.1x	20.8x	9.8x
Yatırım harcaması / Satışlar	-2.6%	-4.5%	-4.2%	-4.0%
Özsermaye karlılığı	-79%	-103%	-34%	58%
Yatırılan sermaye karlılığı	24%	30%	26%	33%

Hisse Başına Göstergeler	2018	2019	2020T	2021T
Hisse Başı Net Kar	-4.61	-2.72	-0.52	1.02
Hisse Başı Temettü	0.00	0.00	0.00	0.00
Hisse Başı Defter değeri	3.5	1.8	1.3	2.3

Yatırım Finansman Menkul Değerler

Meclis-i Mebusan Cad. 81 Fındıklı 34427 Beyoğlu/İstanbul

Tel: +90 (212) 317 69 00 Faks: +90 (212) 282 15 50 - 51

UYARI NOTU:

Bu e-posta mesajı ve ekleri gönderildiği kişi ya da kuruma özeldir ve gizlidir. Hiçbir şekilde üçüncü kişilere açıklanamaz ya da yayınlanamaz. Yetkili alıcılardan biri değilseniz, bu mesajın herhangi bir şekilde ifşa edilmesi, kullanılması, kopyalanması, yayılması veya mesajda yer alan hususlarla ilgili olarak herhangi bir işlem yapılmasının kesinlikle yasak olduğunu bildiririz. Eğer mesajın alıcısı veya alıcısına iletmekten sorumlu kişi değilseniz lütfen mesajı sisteminizden siliniz ve göndereni uyarınız. Gönderen ve Yatırım Finansman Menkul Değerler A.Ş., bu mesajın içerdiği bilgilerin doğruluğu, güncelliği ve eksiksiz olduğu konusunda bir garanti vermemektedir, içerik Yatırım Finansman Menkul Değerler A.Ş. tarafından her zaman değiştirilebilir. Bu e-posta yer alan bilgiler "Yatırım Finansman Menkul Değerler A.Ş." tarafından genel bilgilendirme amacı ile her türlü veri, yorum ve değerlendirmeler hazırlandığı tarih itibarıyla mevcut piyasa koşulları ve güvenilirliğine inanılan kaynaklara dayanılarak hazırlanmıştır. Bu kaynakların kullanılması nedeni ile ortaya çıkabilecek hatalardan Yatırım Finansman Menkul Değerler A.Ş. sorumlu değildir. Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti, kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Burada yer alan ve hiçbir şekilde yönlendirici nitelikte olmayan içerik, yorum ve tavsiyeler ise genel nitelikte olup, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. 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 e-posta içeriğinde yer alan çeşitli bilgi ve görüşlere dayanılarak yapılacak ileriye dönük yatırımlar ve ticari işlemlerin sonuçlarından ya da ortaya çıkabilecek zararlardan Yatırım Finansman Menkul Değerler A.Ş. sorumlu tutulamaz. Mesajın içeriğinden, iletilmesinden, alınmasından, saklanmasından, gizliliğinin korunamamasından, virüs içermesinden ve sisteminizde yaratabileceği zararlardan Yatırım Finansman Menkul Değerler A.Ş. sorumlu tutulamaz. Yatırım Finansman bu mesajın içeriği ve ekleri ile ilgili olarak hukuki açıdan herhangi bir sorumluluk kabul etmemektedir. Teşekkür ederiz.

Levent Durusoy Genel Müdür Yardımcısı levent.durusoy@yf.com.tr +90 (212) 334 98 33

Araştırma Bölümü

Serhan Gök Müdür serhan.gok@yf.com.tr +90 (212) 334 98 39

Kurumsal Finansman Bölümü

Pervin Bakankuş Müdür pervin.bakankus@yf.com.tr +90 (212) 334 98 61

Hizmet Noktalarımız

Genel Müdürlük	+90 (212) 317 69 00	Merkez	+90 (212) 334 98 00
Antalya	+90 (242) 243 02 01	Ankara	+90 (312) 417 30 46
Ulus	+90 (212) 263 00 24	Bursa	+90 (224) 224 47 47
Caddebostan	+90 (216) 302 88 00	İzmir	+90 (232) 441 80 72
Samsun	+90 (362) 431 46 71		