

Migros

Endeksin Üzerinde Getiri

Cari Fiyat: 36.26TL
12 Aylık Hedef: 67TL

Analist: Mustafa Küçükmeral, CFA

Mustafa.Kucukmeral@akyatirim.com.tr

4Ç21 Bilanço Değerlendirmesi

4Ç21 beklenti – gerçekleşme				Hisse Performansı		Marjlar	
TL milyon	Gerçek	Piyasa	Ak				
Satışlar	10,351	10,238	10,090	1A		22%	8%
FAVÖK	745	842	795	3A		24%	8%
marj	7.2%	8.2%	7.9%	SBB		23%	8%
Net Kar	-8	-232	-302			22%	8%

Zayıf operasyonel karlılığa rağmen, ertelenmiş vergi geliri sayesinde beklentilerden daha düşük zarar açıkladı: Migros 4Ç21 finansallarında 8 milyon TL net zarar açıkladı. Operasyonel karlılık beklentilerin altında kalmasına rağmen, 231mn TL tutarında ertelenmiş vergi geliri sayesinde beklentilerden daha iyi gerçekleşti (Ak Yatırım: 302mn TL zarar, Research Turkey piyasa: 232mn TL zarar). Şirket 4. çeyrekte beklediği üzere Rekabet Kurumunun cezasından kaynaklı 388mn TL karşılık ayırdı. Eğer karşılık ayrılmamış olsa 396mn TL net kar açıklayacaktı. Gelirler piyasa beklentilerine paralel 10.4 milyar TL olarak gerçekleşti (Ak Yatırım: 10.1 milyar TL, RT piyasa: 10.2 milyar TL), 745mn TL olarak açıklanan FAVÖK piyasa beklentisinin yaklaşık %12 altında gerçekleşti (Ak Yatırım: 795mn TL, RT piyasa: 842mn TL).

Yorum: Net zararın beklentilerden daha düşük gerçekleşmesine, operasyonel nakit akışının güçlü olmasına ve borçluluğun azalmaya devam etmesine rağmen, operasyonel karlılığın beklentilerin altında kalması ve 2022 öngörülerinin muhafazakar olması nedeniyle piyasanın sonuçlara önemli bir tepki vermesini beklemiyoruz.

Yüksek büyüme, hafif gerileyen operasyonel marjlar, güçlü operasyonel nakit akışı: Migros, online operasyonların güçlü büyümesi, hızlı mağaza açılışları, hipermarketlerde ve AVM mağazalarında trafik artışı ve artan enflasyon sayesinde 4. çeyrekte yüksek baz etkisine rağmen yıllık bazda %30.6 artışla 10.4 milyar TL satış açıkladı. M2 büyümesi %6,2 olurken, benzer mağaza büyümesi bizim hesaplarımıza göre yaklaşık %23 gerçekleşti. Hızlı büyüyen online segmentinin ağırlığının yüksek olması sayesinde benzer mağaza büyümesi rakiplerinin üzerinde kalmaya devam etti. Online satışlar 2021'de yıllık bazda %87 artış göstererek 4,8 milyar TL'ye ulaşırken, toplam satışlar içindeki payı (tütün ve alkol hariç) %15,5'e ulaştı (9A21: %14,5). FAVÖK yıllık bazda %27.8 büyüme ile 4Ç21'de 745mn TL'ye yükselirken FAVÖK marjı yıllık bazda 20 baz puan daralarak %7.2'ye geriledi. Güçlü operasyonel sonuçlar ve işletme sermayesindeki iyileşme sayesinde operasyonel nakit akışı yıllık bazda iki katının biraz üzerine 1.07 milyar TL'ye ulaştı.

Güçlü 2022 öngörülerini: Şirket 2022 yılında %40-45 ciro büyümesi ve %8-8.5 FAVÖK marjı öngörüyor. 200+ yeni mağaza açılışı ve 1.2 milyar TL yatırım harcaması hedefliyor. Online satış kanalının hızlı büyümeye devam etmesi, güçlü m2 büyümesi, turizmde toparlanma beklentisi ve yüksek seyreden enflasyon nedeniyle büyüme öngörüsünün muhafazakar olduğunu düşünüyoruz.

Borçluluk iyileşmeye devam ediyor: 2021 yıl sonu itibarıyla net nakit pozisyonu 660mn TL seviyesine yükseldi (3Ç21: 449mn TL net nakit, 2020: 604mn TL net borç). Toplam finansal borç (UFRS 16 etkisi hariç) hafif artış göstererek 2.97 milyar TL'ye yükseldi (3Ç21: 2.75 milyar TL, 2020: 3.84 milyar TL).

AL tavsiyemizi yineliyoruz: Sonuçların ardından tahminlerimizde hafif değişiklikler yapabiliriz ancak şu aşamada 67TL olan hedef değerimizi koruyoruz. Hedef değerimize %85 getiri potansiyeli sunan hisse için AL tavsiyemizi yineliyoruz. Hisse düzeltilmiş 2022T FD/FAVÖK (TFRS 16 ve net vadeli satış faiz gideri çıkartılmıştır) 2.8x ile BIMAS'a %50 iskontolu işlem görüyor. Borç geri ödeme süreci ve hızlı büyüyen online satış kanalının artan ağırlığı nedeniyle çarpanların önümüzdeki dönemlerde genişleyeceğini düşünüyoruz.

Gelir Tablosu (milyon TL)	4Ç20	1Ç21	2Ç21	3Ç21	4Ç21	2020	2021
Satış Gelirleri	7,927	7,689	8,415	9,817	10,351	28,790	36,272
Brüt Kar	1,785	1,899	2,025	2,408	2,422	6,771	8,755
Operasyonel Giderler	1,427	1,504	1,612	1,736	1,916	5,390	6,768
Faaliyet Karı	358	395	414	673	506	1,381	1,987
Amortisman ve İtfa Payları	225	210	222	235	240	843	907
FAVÖK	583	605	636	908	745	2,224	2,894
Operasyonel Olmayan Gelir / (Gider)	-385	-154	-404	-459	-745	-1,602	-1,762
Vergi Öncesi Kar	-27	241	10	214	-239	-221	225
Vergi Geliri / (Gideri)	-98	-32	-8	-58	231	-183	133
Vergi Sonrası Net Kar	-125	209	2	156	-8	-404	358
Azınlık Payları	0	0	0	0	0	0	0
Net Kar	-125	210	2	156	-8	-403	359
Büyüme (Yıllık)	4Ç20	1Ç21	2Ç21	3Ç21	4Ç21	2020	2021
Satış Gelirleri	39.8%	21.1%	21.9%	29.0%	30.6%	25.9%	26.0%
Operasyonel Giderler	25.7%	17.0%	24.2%	25.8%	34.3%	13.0%	25.6%
Faaliyet Karı	21.9%	31.5%	38.5%	58.7%	41.2%	2.4%	43.9%
FAVÖK	31.5%	20.3%	25.1%	44%	27.8%	4.1%	30.1%
Net Kar	-51.7%	-258.9%	-101.2%	-8534.9%	-93.3%	-12.5%	-189.1%
Karlılık / Rasyo Analizi	4Ç20	1Ç21	2Ç21	3Ç21	4Ç21	2020	2021
Brüt Kar Marjı	22.5%	24.7%	24.1%	24.5%	23.4%	23.5%	24.1%
Operasyonel Gider Marjı	18.00%	19.6%	19.2%	17.7%	18.51%	18.7%	18.7%
Faaliyet Kar Marjı	4.5%	5.1%	4.9%	6.9%	4.9%	4.8%	5.5%
FAVÖK Marjı	7.4%	7.9%	7.6%	9.2%	7.2%	7.7%	7.98%
Efektif Vergi Oranı	-366.3%	13.5%	82.2%	27.0%	96.5%	-83.0%	-58.9%
Net Kar Marjı	-1.6%	2.7%	0.0%	1.6%	-0.1%	-1.4%	1.0%
Operasyonel Nakit Akımı Marjı	6.6%	0.7%	10.5%	14.2%	10.4%	10.5%	9.4%
Serbest Nakit Akımı Marjı	4.4%	4.4%	8.2%	12.1%	6.6%	11.6%	8.0%
Operasyonel Nakit Akımı / FAVÖK	89%	9%	140%	153%	144%	136%	118%
Yatırım Harcaması / Satış Gelirleri	1.4%	1.2%	2.3%	2.1%	3.8%	-1.3%	2.4%
İşletme Sermayesinde Değişim (Nakit Akım) / Satış Gelirleri	1.8%	-5.9%	4.6%	7.5%	3.5%	3.7%	2.8%
Nakit Akım Tablosu (milyon TL)	4Ç20	1Ç21	2Ç21	3Ç21	4Ç21	2020	2021
İşletme Faaliyetlerinden Nakit	522	52	887	1,391	1,074	3,023	3,404
Düzeltilme Öncesi Kar	-125	210	2	156	-8	-403	359
Amortisman ve İtfa Payları	225	210	222	235	240	843	907
İşletme Sermayesindeki Değişim	145	-456	385	740	361	1,074	1,029
Diğer İşletme Faaliyetlerinden Nakit	277	89	278	260	482	1,508	1,109
Yatırım Faaliyetlerinden Nakit	-174	284	-197	-205	-389	328	-507
Sabit Sermaye Yatırımları	-113	-91	-197	-205	-389	389	-882
Diğer Yatırım Faaliyetlerinden Nakit	-60	374	0	0	0	-60	374
Serbest Nakit Akımı	348	336	690	1,186	685	3,351	2,897
Finansman Faaliyetlerinden Nakit	-356	-1,176	-568	-452	-179	-2,433	-2,374
Finansal Borçlardaki Değişim	-14	-828	-252	-75	154	-1,178	-1,001
Temettü	0	0	0	0	0	0	0
Diğer Finansman Faaliyetlerinden Nakit	-342	-348	-316	-377	-333	-1,256	-1,374
Nakit ve Benzerlerindeki Değişim	-24	-888	124	736	430	902	402

Kaynak: Şirket, AK Yatırım Araştırma

Bilanço (milyon TL)	4Ç20	1Ç21	2Ç21	3Ç21	4Ç21
Dönen Varlıklar	7,331	6,458	6,809	7,761	8,704
Nakit ve Nakit Benzerleri	3,231	2,343	2,466	3,202	3,632
Finansal Yatırımlar	6	2	2	0	3
Ticari Alacaklar	175	171	188	218	178
Stoklar	3,340	3,800	3,969	4,158	4,675
Diğer Dönen Varlıklar	586	145	185	182	218
Duran Varlıklar	8,047	8,018	8,152	8,464	9,397
Finansal Yatırımlar	11	11	13	13	97
Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımlar	0	0	0	0	0
Maddi Duran Varlıklar	2,773	2,800	2,888	3,004	3,750
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	2,440	2,446	2,457	2,456	2,462
Kullanım Hakkı Varlıkları (UFRS 16)	2,790	2,701	2,721	2,926	2,785
Diğer Duran Varlıklar	34	61	72	64	302
Toplam Varlıklar	15,378	14,476	14,960	16,225	18,100
Kısa Vadeli Yükümlülükler	10,403	10,226	10,876	11,818	13,109
Finansal Borçlar	2,156	2,067	2,075	2,060	2,045
Ticari Borçlar	7,339	7,345	7,936	8,839	9,582
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	908	814	865	920	1,482
Uzun Vadeli Yükümlülükler	4,942	4,216	4,069	4,236	4,455
Finansal Borçlar	4,617	3,872	3,717	3,880	4,035
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	325	344	353	356	420
Özkaynaklar	33	34	15	171	536
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	31	34	15	171	536
Azınlık Payları	2	0	0	0	0
Toplam Kaynaklar	15,378	14,476	14,960	16,225	18,100
Yatırım Sermayesi (IC)	3,900	3,974	3,692	3,264	3,404
İşletme Sermayesi	-3,825	-3,374	-3,779	-4,463	-4,729
İşletme Sermayesi (Diğer Dönen Varlıklar ve Yükümlülükler D)	-4,147	-4,044	-4,459	-5,200	-5,993
Toplam Borç	6,772	5,939	5,791	5,940	6,080
Net Borç / (Nakit)	3,536	3,594	3,323	2,738	2,445
Net Borç / G12A FAVÖK	1.6	1.5	1.4	1.0	0.8
Net Borç / Özkaynaklar	105.7	105.5	221.3	16.1	4.6
Fx Pozisyonu (Türev Korunma Dahil)	-120	313	130	237	212

Kaynak: Şirket, AK Yatırım Araştırma

AKYatırım

Bu rapor, Ak Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından, güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan elde edilen bilgi ve veriler kullanılarak hazırlanmıştır. Raporunda yer alan ifadeler, hiçbir şekilde veya suretle alış veya satış teklifi olarak değerlendirilmemelidir. Ak Yatırım, bu bilgilerin doğru, eksiksiz ve değişmez olduğunu garanti etmemektedir. Bu sebeple, okuyucuların, bu raporlardan elde edilen bilgilere dayanarak hareket etmeden önce, bilgilerin doğruluğunu teyit ettirmeleri önerilir ve bu bilgilere dayanarak aldıkları kararlarda sorumluluk kendilerine aittir. Bilgilerin eksikliği ve yanlışlığından Ak Yatırım hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. Ayrıca, Ak Yatırım'ın ve Akbank'ın tüm çalışanları ve danışmanlarının, herhangi bir şekilde bilgiler dolayısıyla ortaya çıkabilecek, doğrudan veya dolaylı zararlarla ilgili herhangi bir sorumluluğu yoktur. Burada yer alan bilgiler, bir yatırım tavsiyesi, yatırım aracının alım-satım önerisi ya da getiri vaadi değildir ve Yatırım Danışmanlığı kapsamında yer almamaktadır. Yatırım Danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak Yatırım Danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde sunulmaktadır. Bunlara ilaveten, Ak Yatırım, raporların İnternet üzerinden e-mail yoluyla alınması durumunda virüs, hatalı gönderim veya diğer herhangi bir teknik sebepten dolayı alıcının donanımına veya yazılımına gelebilecek herhangi bir zarardan dolayı sorumlu tutulamaz.

© Ak Yatırım Menkul Değerler A.Ş. 2020