

Migros

Endeksin Üzerinde Getiri

Hisse Fiyatı: 36.68TL
12 Aylık Hedef: 65TL

Mustafa Küçükmeral, CFA

Mustafa.kucukmeral@akyatirim.com.tr

Güçlü büyüme ve nakit akışı, cazip değerlendirme

MGROS için 65TL hedef fiyat ile AL tavsiyemizi yineliyor ve hisseyi en çok önerilen hisseler listemize ekliyoruz: Hisse mevcut hedef değerimize %73 getiri potansiyeli sunuyor. Migros'a ilişkin olumlu görüşümüzün nedenlerini: 1) online operasyonların artan katkısı ile rakiplerine göre çok daha güçlü benzer mağaza büyüme (Lfl) öngörümüz, 2) mevcut ekonomik konjonktürde mağaza ulaşılabilirliğinin kolaylaşması sayesinde mağaza açılış hızının son yılların üzerinde seyredeceği beklentimiz (+5%), 3) güçlü büyümenin sağladığı operasyonel kaldıraç sayesinde, personel, enerji ve lojistik giderlerindeki yüksek artışı kısmen telafi edeceğini ve FAVÖK marjındaki baskının sınırlı kalacağını tahmin ediyor olmamız ve 4) güçlü operasyonel sonuçlara rağmen, artan regülasyon riski, asgari ücrete yapılan yüksek zam, Rekabet Kurumu'nun (RK) cezası ve risk algısının kötüleşmesinin de etkisiyle, hissenin Ağustos'20'den bu yana endeksin %50 altında performans göstermesi ve değerlemesinin cazip hale gelmesi olarak sıralayabiliriz.

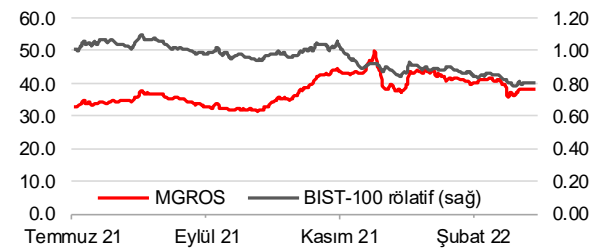
2022'de yüksek büyüme ve karlılık öngörüyoruz: Güçlü benzer mağaza büyümesi ve son yıllardaki ortalamaların üzerinde mağaza alanı artışı beklentimiz nedeni ile 2022'de %50 ciro büyümesi öngörüyoruz. Beklentimiz yönetimin 40-45% büyüme öngörüsünün, büyük ölçüde farklı enflasyon varsayımları nedeniyle, üzerinde yer alıyor. Enflasyonist bir ortamda brüt kar marjı üzerinde önemli bir baskı öngörmüyoruz. Kuvvetli mağaza açılışları ve benzer mağaza büyümesinin, personel, enerji ve lojistik giderlerindeki yüksek artışı büyük ölçüde telafi edeceğini ve FAVÖK marjındaki baskının da sınırlı kalacağını tahmin ediyoruz. Tahminlerimiz tüm yıl için Şirket'in tanımına göre %8,2 FAVÖK marjına işaret ederken, Şirket yönetiminin %8-8.5 olan öngörüsü ile uyumlu görünmektedir.

Güncel çarpanların hissenin gerçek değerini yansıtmadığına inanıyoruz: 4Ç21 sonuçları ardından marj beklentilerimizdeki hafif aşağı yönlü revizyon nedeniyle hedef değerimizi 65 TL'ye revize ettik (önceki: 67 TL). MGROS, 3,4x 2022T FD/FAVÖK ile (UFRS-16 ve UFRS-15 öncesi, RK para cezası ile düzeltilmiş net borç kullanılmıştır) pazar lideri BIMAS'a göre yaklaşık %35 iskonto ile işlem görmektedir. Güçlü büyüme, dayanıklı marjlar, yüksek nakit akışı ve borçluluk rasyolarındaki iyileşme göz önüne alındığında, fazla cezalandırıldığını ve mevcut seviyelerin alım fırsatı sunduğunu düşünüyoruz.

Riskler: Mevzuat değişiklikleri, yıl içinde olası ek asgari ücret artışı, rekabetin artması ve enflasyonun tahminlerimizden sapması değerlememiz üzerindeki en önemli risk unsurlarıdır.

Bloomberg Kodu	MGROS TI			
Tavsiye	Endeksin Üzerinde Getiri			
Hedef fiyat, TL/hisse	TRY65.00 (önceki TRY67.00)			
Son kapanış, TL/hisse	37.68			
Yukarı potansiyel	%73			
Halka açıklık oranı	%51			
Piyasa değeri, TL mn	6,822			
Firma değeri, TL mn	11,331			
Finansal veriler	2020	2021	2022T	2023T
Özet UFRS Finansallar, TLmn				
Ciro	28,790	36,272	54,420	69,473
FAVÖK	2,224	2,894	4,227	5,261
Net kar	-403	359	494	839
Net borç	3,541	2,447	1,967	1,683
Net borç/FAVÖK	1.59	0.85	0.47	0.32
FAVÖK marjı	%8	%8	%8	%8
Net marj	-%1	%1	%1	%1
Ciro, y/y	%26	%26	%50	%28
FAVÖK, y/y	%4	%30	%46	%24
Net kar, y/y	n.m	n.m	%38	%70
F/K	n.m.	19.0	13.8	8.1
FD/FAVÖK	4.4	3.2	2.1	1.6
FD/Ciro	0.3	0.3	0.2	0.1

Hisse verisi	1a	3a	6a	ytd
Nominal değişim	-%8	-%11	%10	-%1
BIST 100 rölatif	-%7	-%15	-%22	-%7
AOİH, TRYmn	81	138	103	106



Ortaklık yapısı	
MH Perakendecilik	%50
Moonlight Capital	%50

Rapor fiyatları 4 Mart, 2022

Kaynak: AK Yatırım Araştırma

Migros UFRS Finansallar

Gelir Tablosu (milyon TL)	2020	2021	2022	2023	Nakit Akım Tablosu (milyon TL)	2020	2021	2022	2023
Satış Gelirleri	28,790	36,272	54,420	69,473	İşletme Faaliyetlerinden Nakit	3,023	3,404	4,955	5,181
Brüt Kar	6,771	8,755	13,115	16,604	Düzeltilme Öncesi Kar	-403	359	494	839
Operasyonel Giderler	5,390	6,768	10,241	13,002	Amortisman ve İtfa Payları	843	907	1,354	1,659
Faaliyet Karı	1,381	1,987	2,874	3,602	İşletme Sermayesindeki Değişim	1,074	1,029	1,455	1,298
FAVÖK	2,224	2,894	4,227	5,261	Diğer İşletme Faaliyetlerinden Nakit	1,508	1,109	1,653	1,385
FAVÖK (UFRS-16 öncesi)	1,410	1,987	3,043	3,831	Yatırım Faaliyetlerinden Nakit	328	-507	-1,208	-1,528
Operasyonel Olmayan Gelir / (Gider)	-347	-1,128	-1,006	-1,319	Sabit Sermaye Yatırımları	389	-882	-1,208	-1,528
Özkaynak Yöntemiyle Değ. Yatırım Karı	0	0	0	0	Diğer Yatırım Faaliyetlerinden Nakit	-60	374	0	0
Yatırım Faaliyetlerinden Gelir / (Gider)	29	216	0	0	Serbest Nakit Akımı	3,351	2,897	3,747	3,653
Finansal Gelir / (Gider)	-1,283	-849	-1,226	-1,234	Finansman Faaliyetlerinden Nakit	-2,433	-2,374	-2,201	-2,568
Vergi Öncesi Kar	-221	225	641	1,049	Nakit ve Benzerlerindeki Değişim	918	523	1,545	1,085
Vergi Geliri / (Gideri)	-183	133	-147	-210					
Azınlık Payları	0	0	0	0	Büyüme	2020	2021	2022	2023
Net Kar	-403	359	494	839	Satış Gelirleri	25.9%	26.0%	50.0%	27.7%
Hisse Başı Net Kar	-2.2	2.0	2.7	4.6	Brüt Kar	10.7%	29.3%	49.8%	26.6%
Hisse Başı Temettü	0.0	0.0	1.4	2.3	Operasyonel Giderler	13.0%	25.6%	51.3%	27.0%
Temettü Dağıtım Oranı	0%	0%	50%	50%	Faaliyet Karı	2.4%	43.9%	44.6%	25.3%
					FAVÖK	4.1%	30.1%	46.1%	24.5%
Bilanço (milyon TL)	2020	2021	2022	2023	FAVÖK (UFRS-16 Öncesi)	-1.4%	40.9%	53.1%	25.9%
Dönen Varlıklar	7,331	8,704	13,126	16,434	Net Kar	-12.5%	-189.1%	37.6%	70.0%
Nakit ve Nakit Benzerleri	3,231	3,632	5,178	6,262	Karlılık	2020	2021	2022	2023
Finansal Yatırımlar	6	3	3	3	Brüt Kar Marjı	23.5%	24.1%	24.1%	23.9%
Ticari Alacaklar	175	178	267	341	Operasyonel Gider Marjı	18.7%	18.7%	18.8%	18.7%
Stoklar	3,340	4,675	7,356	9,415	Faaliyet Kar Marjı	4.8%	5.5%	5.3%	5.2%
Diğer Dönen Varlıklar	580	216	323	413	FAVÖK Marjı	7.7%	8.0%	7.8%	7.6%
Duran Varlıklar	8,047	9,397	11,709	14,015	FAVÖK Marjı (UFRS-16 Öncesi)	4.9%	5.5%	5.6%	5.5%
Maddi Duran Varlıklar	2,773	3,750	4,625	5,661	Net Kar Marjı	-1.4%	1.0%	0.9%	1.2%
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	2,440	2,462	2,452	2,441	Özkaynak Karlılığı (ROE)	-210.1%	126.6%	63.1%	63.3%
Kullanım Hakkı Varlıkları	2,790	2,785	4,179	5,335	Yatırım Sermayesi Getirisi (ROIC)	26.6%	58.1%	77.6%	87.7%
Diğer Duran Varlıklar	45	399	453	578	Operasyonel Nakit Akımı Marjı	10.5%	9.4%	9.1%	7.5%
Toplam Varlıklar	15,378	18,100	24,835	30,448	Serbest Nakit Akımı Marjı	11.6%	8.0%	6.9%	5.3%
Kısa Vadeli Yükümlülükler	10,403	13,109	18,151	22,222	Operasyonel Nakit Akımı / FAVÖK	135.9%	117.6%	117.2%	98.5%
Finansal Borçlar	1,558	1,285	981	692					
Diğer Finansal Yükümlülükler	598	759	1,139	1,454	Rasyo Analizi	2020	2021	2022	2023
Ticari Borçlar	7,339	9,582	13,806	17,237	F / K	n.m.	19.0	13.8	8.1
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	908	1,482	2,224	2,839	FD / FAVÖK	4.4	3.2	2.1	1.6
Uzun Vadeli Yükümlülükler	4,942	4,455	5,655	6,604	FD / FAVÖK (UFRS-16 Öncesi)	4.8	3.1	1.4	0.7
Finansal Borçlar	2,280	1,686	1,500	1,300	FD / Satış	0.3	0.3	0.2	0.1
Diğer Finansal Yükümlülükler	2,337	2,349	3,524	4,499	Temettü Verimi	0.0%	0.0%	0.0%	3.6%
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	325	420	630	805					
Özkaynaklar	33	536	1,030	1,622	Borçluluk	2020	2021	2022	2023
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	31	536	1,030	1,622	Net Borç (Nakit)	3,536	2,445	1,965	1,680
Ödenmiş Sermaye	181	181	181	181	Net Borç (Nakit) (UFRS-16 Öncesi)	607	-661	-2,696	-4,271
Rezerv ve Diğer Kalemler	670	911	911	911	Net Borç / FAVÖK	1.6	0.8	0.5	0.3
Geçmiş Yıllar Karları / (Zararları)	-417	-915	-556	-309	Net Borç / FAVÖK (UFRS-16 Öncesi)	0.4	-0.3	-0.9	-1.1
Dönem Net Karı / (Zararı)	-403	359	494	839	Faaliyet Karı / Net Faiz Gideri (Geliri)	3.0	4.1	5.5	9.0
Toplam Kaynaklar	15,378	18,100	24,835	30,448					

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. 2019