

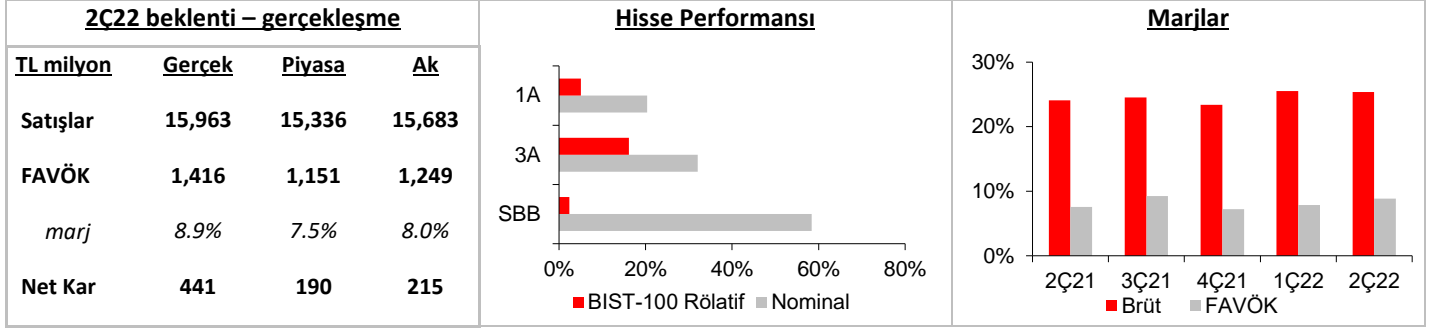
Migros

Endeksin Üzerinde Getiri

Cari Fiyat: 60.1TL
12 Aylık Hedef: 95TL

2Ç22 Bilanço Değerlendirmesi ve Hedef Değer Revizyonu

Analist: Mustafa Küçükmeral, CFA
Mustafa.Kucukmeral@akyatirim.com.tr



Beklentileri oldukça aşan operasyonel sonuçlar: Migros 2Ç22 finansallarında 441 milyon TL net kar açıkladı. Net kar operasyonel karlılığın tahminlerin oldukça üzerinde olması ve 41 milyon TL yatırımlardan gelir elde edilmesi nedeniyle beklentilerden çok daha iyi gerçekleşti (Ak Yatırım: 215 milyon TL, Research Turkey Piyasa: 190 milyon TL). Satışlar piyasa beklentisinin %4 üzerinde 16 milyar TL olarak gerçekleşirken (Ak Yatırım: 15.7 milyar TL, Piyasa: 15.3 milyar TL), FAVÖK piyasa beklentisinin %23 üzerinde 1.42 milyar TL olarak açıklandı (Ak Yatırım: 1.25 milyar TL, Piyasa: 1.15 milyar TL). **Yorum:** Özetle net kar güçlü operasyonel karlılık sayesinde beklentilerin oldukça üzerinde açıklandı. Ayrıca Şirket 2022 büyüme ve FAVÖK marjı öngörülerini yukarı revize etti. Büyüme öngörüsündeki revizyon büyük ölçüde beklenti dahilinde olmasına rağmen, FAVÖK marjındaki revizyonun piyasa için sürpriz olacağını düşünüyoruz. Güçlü operasyonel sonuçlar ve öngörülerde yukarı yönlü revizyonlar nedeniyle piyasanın sonuçlara güçlü pozitif tepki vermesini bekliyoruz.

Yüksek büyüme, etkileyici operasyonel marjlar: Migros, hızlı mağaza açılışları, hipermarketlerde ve AVM mağazalarında trafik artışı ve Paket Taxi'nin bu çeyrekte konsolide olması sayesinde 2. çeyrekte yıllık bazda %90 artışla 16 milyar TL satış açıkladı. Alan büyümesi %7 olurken, benzer mağaza büyümesi bizim hesaplarımıza göre yaklaşık %78 gerçekleşti. Benzer mağaza büyümesi güçlü baz etkisine rağmen 2. çeyrekteki ortalama enflasyonun (%74) üzerinde gerçekleşti. Online satışlar 2Ç22'de %60 artış gösterdi. Geçtiğimiz yıl Mayıs ayında Covid-19 nedeniyle sınırlamaların oluşturduğu yüksek baz etkisi nedeniyle Şirket'in genel büyümesinin altında kaldı. Toplam satışlar içindeki payı yılın ilk yarısında (tütün ve alkol hariç) %16'ya ulaştı (2021: %15,5). FAVÖK yıllık bazda %123 büyüme ile 2Ç22'de 1.42 milyar TL'ye yükselirken FAVÖK marjı yıllık bazda 130 baz puan artış göstererek %8.8'a ulaştı. UFRS 16 etkisi hariç FAVÖK marjı yıllık bazda 230 baz puan iyileşme göstererek %7.2'ye ulaştı ve en azından 2018'den beri en güçlü çeyrek performansını gösterdi.

2022 öngörülerinde yukarı yönlü revizyon: Şirket 2022 yılında %55-60 olan ciro büyümesi öngörüsünü %80-85'e ve %8-8.5 FAVÖK marjı öngörüsünü %8.5'a revize etti. Yeni mağaza açılış öngörüsünü 350'ye (önceki 250 üstü) ve yatırım harcaması öngörüsünü 1.65 milyar TL'ye (önceki: 1.5 milyar TL) revize etti.

Borçluluk iyileşmeye devam ediyor: 2Ç22 sonu itibarıyla net nakit pozisyonu 1.9 milyar TL seviyesine yükseldi (1Ç22: 816 milyon TL net nakit).

AL tavsiyemizi yineliyoruz: Hisse için hedef değerimizi, beklentilerimizi aşan 2Ç22 sonuçları, 2022 marj öngörüsünde yukarı yönlü revizyon ve Paket Taxi'nin bu çeyrekte konsolide edilmeye başlanması ve Online Yemek Teslim Platformu Migros Yemek'in Haziran itibarı ile faaliyetlerine başlamış olmasının uzun vadeli büyüme ve marj beklentilerimize potansiyel pozitif etkisini dikkate alarak 95TL'ye yükseltiyoruz (önceki: 75TL). Hedef değerimize %58

getiri potansiyeli sunan hisse için AL tavsiyemizi yineliyoruz. Hisseyi halen en çok önerilen hisseler listemizde tutmaya devam ediyoruz. Hisse düzeltilmiş 2022T FD/FAVÖK (TFRS 16 ve 15 öncesi) 3.5x ile BIMAS'a %35 iskontolu işlem görüyor.

Gelir Tablosu (milyon TL)	2020	2021	2022	2023	Nakit Akım Tablosu (milyon TL)	2020	2021	2022	2023
Satış Gelirleri	28,790	36,272	66,879	99,946	İşletme Faaliyetlerinden Nakit	3,023	3,404	6,915	9,288
Brüt Kar	6,771	8,755	16,452	24,087	Düzeltilme Öncesi Kar	-403	359	1,097	1,807
Operasyonel Giderler	5,390	6,768	12,628	18,485	Amortisman ve İtfa Payları	843	907	1,586	2,238
Faaliyet Karı	1,381	1,987	3,824	5,602	İşletme Sermayesindeki Değişim	1,074	1,029	1,851	2,698
FAVÖK	2,224	2,894	5,410	7,839	Diğer İşletme Faaliyetlerinden Nakit	1,508	1,109	2,381	2,546
FAVÖK (UFRS-16 öncesi)	1,410	1,987	3,873	5,534	Yatırım Faaliyetlerinden Nakit	328	-507	-1,763	-2,299
Operasyonel Olmayan Gelir / (Gider)	-347	-1,128	-1,252	-1,809	Sabit Sermaye Yatırımları	389	-882	-1,659	-2,299
Özkaynak Yöntemiyle Değ. Yatırım Karı	0	0	0	0	Diğer Yatırım Faaliyetlerinden Nakit	-60	374	-104	0
Yatırım Faaliyetlerinden Gelir / (Gider)	29	216	76	0	Serbest Nakit Akımı	3,351	2,897	5,153	6,989
Finansal Gelir / (Gider)	-1,283	-849	-1,247	-1,534	Finansman Faaliyetlerinden Nakit	-2,433	-2,374	-2,422	-3,943
Vergi Öncesi Kar	-221	225	1,401	2,258	Nakit ve Benzerlerindeki Değişim	918	523	2,731	3,046
Vergi Geliri / (Gideri)	-183	133	-304	-452					
Azınlık Payları	0	0	-16	-24	Büyüme	2020	2021	2022	2023
Net Kar	-403	359	1,081	1,783	Satış Gelirleri	25.9%	26.0%	84.4%	49.4%
Hisse Başı Net Kar	-2.2	2.0	6.0	9.8	Brüt Kar	10.7%	29.3%	87.9%	46.4%
Hisse Başı Temettü	0.0	0.0	1.2	4.9	Operasyonel Giderler	13.0%	25.6%	86.6%	46.4%
Temettü Dağıtım Oranı	0%	0%	20%	50%	Faaliyet Karı	2.4%	43.9%	92.4%	46.5%
					FAVÖK	4.1%	30.1%	86.9%	44.9%
					FAVÖK (UFRS-16 Öncesi)	-1.4%	40.9%	94.9%	42.9%
					Net Kar	-12.5%	-189.1%	201.1%	65.0%
Bilanço (milyon TL)	2020	2021	2022	2023	Karlılık	2020	2021	2022	2023
Dönen Varlıklar	7,331	8,704	17,038	25,460	Brüt Kar Marjı	23.5%	24.1%	24.6%	24.1%
Nakit ve Nakit Benzerleri	3,231	3,632	6,363	9,409	Operasyonel Gider Marjı	18.7%	18.7%	18.9%	18.5%
Finansal Yatırımlar	6	3	3	3	Faaliyet Kar Marjı	4.8%	5.5%	5.7%	5.6%
Ticari Alacaklar	175	178	328	490	FAVÖK Marjı	7.7%	8.0%	8.1%	7.8%
Stoklar	3,340	4,675	9,947	14,964	FAVÖK Marjı (UFRS-16 Öncesi)	4.9%	5.5%	5.8%	5.5%
Diğer Dönen Varlıklar	580	216	397	594	Net Kar Marjı	-1.4%	1.0%	1.6%	1.8%
Duran Varlıklar	8,047	9,397	13,323	17,893	Özkaynak Karlılığı (ROE)	-210.1%	126.6%	100.4%	74.3%
Maddi Duran Varlıklar	2,773	3,750	5,180	6,949	Yatırım Sermayesi Getirisi (ROIC)	26.6%	58.1%	90.2%	108.1%
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	2,440	2,462	2,451	2,438	Operasyonel Nakit Akımı Marjı	10.5%	9.4%	10.3%	9.3%
Kullanım Hakkı Varlıkları	2,790	2,785	5,136	7,675	Serbest Nakit Akımı Marjı	11.6%	8.0%	7.7%	7.0%
Diğer Duran Varlıklar	45	399	556	831	Operasyonel Nakit Akımı / FAVÖK	135.9%	117.6%	127.8%	118.5%
Toplam Varlıklar	15,378	18,100	30,361	43,353	Rasyo Analizi	2020	2021	2022	2023
Kısa Vadeli Yükümlülükler	10,403	13,109	22,122	31,199	F / K	-15.4	19.0	10.1	6.1
Finansal Borçlar	1,558	1,285	1,134	290	FD / FAVÖK	4.4	3.2	2.4	1.5
Diğer Finansal Yükümlülükler	598	759	1,400	2,092	FD / FAVÖK (UFRS-16 Öncesi)	4.8	3.1	1.8	0.6
Ticari Borçlar	7,339	9,582	16,855	24,732	FD / Satış	0.3	0.3	0.2	0.1
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	908	1,482	2,733	4,085	Temettü Verimi	0.0%	0.0%	0.0%	2.0%
Uzun Vadeli Yükümlülükler	4,942	4,455	6,606	8,931					
Finansal Borçlar	2,280	1,686	1,500	1,300	Borçluluk	2020	2021	2022	2023
Diğer Finansal Yükümlülükler	2,337	2,349	4,331	6,473	Net Borç (Nakit)	3,536	2,445	2,000	744
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	325	420	775	1,158	Net Borç (Nakit) (UFRS-16 Öncesi)	607	-661	-3,729	-7,819
Özkaynaklar	33	536	1,633	3,223	Net Borç / FAVÖK	1.6	0.8	0.4	0.1
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	31	536	1,617	3,183	Net Borç / FAVÖK (UFRS-16 Öncesi)	0.4	-0.3	-1.0	-1.4
Ödenmiş Sermaye	181	181	181	181	Faaliyet Karı / Net Faiz Gideri (Geliri)	3.0	4.1	7.0	14.8
Rezerv ve Diğer Kalemler	670	911	911	911					
Geçmiş Yıllar Karları / (Zararları)	-417	-915	-556	309					
Dönem Net Karı / (Zararı)	-403	359	1,081	1,783					
Toplam Kaynaklar	15,378	18,100	30,361	43,353					

Kaynak: Şirket, AK Yatırım Araştırma

Gelir Tablosu (milyon TL)	2Ç21	3Ç21	4Ç21	1Ç22	2Ç21	6A21	6A22
Satış Gelirleri	8,415	9,817	10,351	12,271	15,963	16,104	28,235
Brüt Kar	2,025	2,408	2,422	3,134	4,048	3,924	7,182
Operasyonel Giderler	1,612	1,736	1,916	2,423	2,912	3,116	5,335
Faaliyet Karı	414	673	506	711	1,136	809	1,848
Amortisman ve İtfa Payları	222	235	240	253	280	432	532
FAVÖK	636	908	745	964	1,416	1,241	2,380
Operasyonel Olmayan Gelir / (Gider)	-404	-459	-745	-530	-559	-557	-1,089
Diğer Faaliyet Gelir / (Gider)	-169	-199	-622	-274	-293	-306	-567
Özkaynak Yöntemiyle Değ. Yatırım Karı	0	0	0	7	-7	0	0
Yatırım Faaliyetlerinden Gelir / (Gider)	0	0	4	37	40	212	76
Finansal Gelir / (Gider)	-235	-259	-127	-299	-299	-463	-598
Vergi Öncesi Kar	10	214	-239	181	578	251	759
Vergi Geliri / (Gideri)	-8	-58	231	-23	-133	-41	-156
Dönem Vergi Geliri / (Gideri)	-37	-54	-44	-63	-163	-94	-226
Ertelenmiş Vergi Geliri / (Gideri)	29	-3	275	40	30	53	70
Vergi Sonrası Net Kar	2	156	-8	159	444	211	603
Azınlık Payları	0	0	0	0	3	0	4
Net Kar	2	156	-8	158	441	211	599
Büyüme (Yıllık)	2Ç21	3Ç21	4Ç21	1Ç22	2Ç21	6A21	6A22
Satış Gelirleri	21.9%	29.0%	30.6%	59.6%	89.7%	21.5%	75.3%
Operasyonel Giderler	24.2%	25.8%	34.3%	61.1%	80.7%	20.6%	71.2%
Faaliyet Karı	38.5%	58.7%	41.2%	79.9%	174.8%	35.0%	128.5%
FAVÖK	25.1%	44%	27.8%	59.2%	122.7%	22.7%	91.8%
Net Kar	-101.2%	-8534.9%	-93.3%	-24.4%	24960.2%	-176.5%	183.6%
Karlılık / Rasyo Analizi	2Ç21	3Ç21	4Ç21	1Ç22	2Ç21	6A21	6A22
Brüt Kar Marjı	24.1%	24.5%	23.4%	25.5%	25.4%	24.4%	25.4%
Operasyonel Gider Marjı	19.2%	17.7%	18.51%	19.7%	18.2%	19.3%	18.9%
Faaliyet Kar Marjı	4.9%	6.9%	4.9%	5.8%	7.1%	5.0%	6.5%
FAVÖK Marjı	7.6%	9.2%	7.2%	7.9%	8.9%	7.7%	8.43%
Efektif Vergi Oranı	82.2%	27.0%	96.5%	12.5%	23.1%	16.2%	20.6%
Net Kar Marjı	0.0%	1.6%	-0.1%	1.3%	2.8%	1.3%	2.1%
Operasyonel Nakit Akımı Marjı	10.5%	14.2%	10.4%	3.1%	11.7%	5.8%	8.0%
Serbest Nakit Akımı Marjı	8.2%	12.1%	6.6%	1.8%	9.3%	6.4%	6.0%
Operasyonel Nakit Akımı / FAVÖK	140%	153%	144%	40%	132%	76%	95%
Yatırım Harcaması / Satış Gelirleri	2.3%	2.1%	3.8%	1.3%	1.7%	1.8%	1.6%
İşletme Sermayesinde Değişim (Nakit Akım) / Satış Gelirleri	4.6%	7.5%	3.5%	-0.5%	4.0%	-0.4%	2.0%
Nakit Akım Tablosu (milyon TL)	2Ç21	3Ç21	4Ç21	1Ç22	2Ç21	6A21	6A22
İşletme Faaliyetlerinden Nakit	887	1,391	1,074	384	1,866	939	2,249
Düzeltilme Öncesi Kar	2	156	-8	82	520	211	603
Amortisman ve İtfa Payları	222	235	240	253	280	432	532
İşletme Sermayesindeki Değişim	385	740	361	-61	639	-71	579
Diğer İşletme Faaliyetlerinden Nakit	278	260	482	110	426	367	536
Yatırım Faaliyetlerinden Nakit	-197	-205	-389	-164	-378	87	-542
Sabit Sermaye Yatırımları	-197	-205	-389	-164	-274	-287	-438
Diğer Yatırım Faaliyetlerinden Nakit	0	0	0	0	-104	374	-104
Serbest Nakit Akımı	690	1,186	685	220	1,488	1,026	1,707
Finansman Faaliyetlerinden Nakit	-568	-452	-179	185	-1,091	-1,744	-906
Finansal Borçlardaki Değişim	-252	-75	154	553	-649	-1,080	-96
Temettü	0	0	0	0	0	0	0
Diğer Finansman Faaliyetlerinden Nakit	-316	-377	-333	-369	-441	-664	-810
Nakit ve Benzerlerindeki Değişim	124	736	430	438	421	-764	859

Kaynak: Şirket, AK Yatırım Araştırma

Bilanço (milyon TL)	2Ç21	3Ç21	4Ç21	1Ç22	2Ç21
Dönen Varlıklar	6,809	7,761	8,704	10,994	13,583
Nakit ve Nakit Benzerleri	2,466	3,202	3,632	4,070	4,491
Finansal Yatırımlar	2	0	3	307	312
Ticari Alacaklar	188	218	178	247	281
Stoklar	3,969	4,158	4,675	6,104	7,962
Diğer Dönen Varlıklar	185	182	218	573	850
Duran Varlıklar	8,152	8,464	9,397	9,616	10,381
Finansal Yatırımlar	13	13	97	74	74
Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımlar	0	0	0	10	0
Maddi Duran Varlıklar	2,888	3,004	3,750	3,840	4,068
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	2,457	2,456	2,462	2,449	2,612
Kullanım Hakkı Varlıkları (UFRS 16)	2,721	2,926	2,785	2,884	3,257
Diğer Duran Varlıklar	72	64	302	359	371
Toplam Varlıklar	14,960	16,225	18,100	20,609	23,965
Kısa Vadeli Yükümlülükler	10,876	11,818	13,109	15,017	17,970
Finansal Borçlar	2,075	2,060	2,045	2,409	2,265
Ticari Borçlar	7,936	8,839	9,582	11,431	14,227
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	865	920	1,482	1,177	1,477
Uzun Vadeli Yükümlülükler	4,069	4,236	4,455	4,932	4,773
Finansal Borçlar	3,717	3,880	4,035	4,395	4,305
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	353	356	420	537	467
Özkaynaklar	15	171	536	660	1,223
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	15	171	536	636	1,186
Azınlık Payları	0	0	0	24	37
Toplam Kaynaklar	14,960	16,225	18,100	20,609	23,965
Yatırım Sermayesi (İC)	3,692	3,264	3,404	3,931	3,769
İşletme Sermayesi	-3,779	-4,463	-4,729	-5,081	-5,985
İşletme Sermayesi (Diğer Dönen Varlıklar ve Yükümlülükler D.)	-4,459	-5,200	-5,993	-5,684	-6,612
Toplam Borç	5,791	5,940	6,080	6,804	6,571
Net Borç / (Nakit)	3,323	2,738	2,445	2,427	1,768
Net Borç / G12A FAVÖK	1.4	1.0	0.8	0.7	0.4
Net Borç / Özkaynaklar	221.3	16.1	4.6	3.7	1.4
Fx Pozisyonu (Türev Korunma Dahil)	130	237	212	89	142

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