

Migros

Endeksin Üzerinde Getiri

Cari Fiyat: 131.7TL
12 Aylık Hedef: 178TL3Ç22 Bilanço Değerlendirmesi ve Hedef
Değer RevizyonuAnalist: Mustafa Küçükmeral, CFA
Mustafa.Kucukmeral@akyatirim.com.tr

3Ç22 beklenti – gerçekleşme				Hisse Performansı		Marjlar	
TL milyon	Gerçek	Piyasa	Ak				
Satışlar	21,819	20,772	21,185	1A		3Ç21	Brüt
FAVÖK	2,037	1,805	1,805	3A		4Ç21	FAVÖK
marj	9.3%	8.7%	8.5%	SBB		1Ç22	
Net Kar	807	567	610			2Ç22	
						3Ç22	

Beklentileri aşan operasyonel sonuçlar: Migros 3Ç22 finansallarında 807 milyon TL net kar açıkladı. Net kar satış büyümesinin ve operasyonel karlılığın tahminlerin üzerinde olması sayesinde piyasa beklentisinin %42 üzerinde gerçekleşti (Ak Yatırım: 610 milyon TL, Research Turkey Piyasa: 567 milyon TL). Satışlar ve FAVÖK sırasıyla piyasa beklentisinin %4 ve %13 üzerinde gerçekleşti.

Yorum: Özetle net kar güçlü büyüme ve beklentilerin çok üzerinde operasyonel kar marjları sayesinde beklentilerin oldukça üzerinde gerçekleşti. 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. Ancak diğer taraftan hissenin 3. çeyreğin başından beri endeksi %61 yenmesi olumlu tepkiyi sınırlayabilir.

Yüksek büyüme, etkileyici operasyonel marjlar: Migros, hızlı mağaza açılışları, bu yıl okul sezonu ve turizmin güçlü olması ve Paket Taksi'nin 2Ç22'den itibaren tam konsolide edilmeye başlanması sayesinde yıllık bazda %122 artış ile 21.8 milyar TL satış rakamına ulaştı. Alan büyümesi %6 olurken, benzer mağaza büyümesi bizim hesaplarımıza göre yaklaşık %109'a ulaştı. Benzer mağaza büyümesi 3. çeyrek ortalama enflasyonun (manşet enflasyon %81, gıda enflasyonu 93%) bir hayli üzerinde yer aldı. Online satışlar 3Ç22'de daha yüksek %153 artış gösterdi. Toplam satışlar içindeki payı yılın ilk dokuz ayında (tütün ve alkol hariç) %15.2 gerçekleşti (2021: %15,5). FAVÖK yıllık bazda %124 büyüme ile 3Ç22'de 2 milyar TL'ye yükselirken, FAVÖK marjı maliyet baskılarına rağmen yıllık bazda 10 baz puan artış göstererek %9.3'e ulaştı. Daha da önemlisi UFRS 16&15 etkisi hariç FAVÖK % marjı yıllık bazda 125 baz puan iyileşme göstererek %5.5'e ulaştı ve en azından 2018'den beri en güçlü 2. çeyrek performansını gösterdi. Böylelikle düzeltilmiş FAVÖK yıllık bazda %186 artış göstermiş oldu.

2022 öngörülerinde yukarı yönlü revizyon: Şirket 2022 yılında %80-85 olan ciro büyümesi öngörüsünü %100'e ve %8 olan FAVÖK marjı öngörüsünü %8.5'e revize etti. Yeni mağaza açılışı öngörüsünü 365'e (önceki 350 üstü) ve yatırım harcaması öngörüsünü 2.2 milyar TL'ye (önceki: 1.65 milyar TL) revize etti.

Net nakit pozisyonu iyileşmeye devam ediyor: Güçlü büyüme ve operasyonel nakit akışı sayesinde 3Ç22 sonu itibarıyla net nakit pozisyonu 4.3 milyar TL seviyesine yükseldi (2Ç22: 1.9 milyar TL).

Güncellenen hedef değerimiz ile AL tavsiyemizi yineliyoruz: Hisse için hedef değerimizi, beklentilerimizi aşan 3Ç22 sonuçları, Şirket'in özellikle marj öngörülerinde iyileşme ve makro tahminlerimizdeki güncellemeler ile 178TL'ye

yükseltiyoruz (önceki: 95TL). Hedef değerimize %35 getiri potansiyeli sunan hisse için AL tavsiyemizi yineliyoruz. Hisse tahminlerimize göre 6x 2023E F/K ile Bim'in çarpanlarına yakın 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	72,777	119,978	İşletme Faaliyetlerinden Nakit	3,023	3,404	7,962	11,270
Brüt Kar	6,771	8,755	17,859	29,203	Düzeltilme Öncesi Kar	-403	359	1,866	3,675
Operasyonel Giderler	5,390	6,768	12,863	20,961	Amortisman ve İtfa Payları	843	907	1,194	1,603
Faaliyet Karı	1,381	1,987	4,996	8,242	İşletme Sermayesindeki Değişim	1,074	1,029	4,302	4,905
FAVÖK	2,224	2,894	6,191	9,845	Diğer İşletme Faaliyetlerinden Nakit	1,508	1,109	599	1,088
FAVÖK (UFRS-16 öncesi)	1,410	1,987	5,019	7,914	Yatırım Faaliyetlerinden Nakit	328	-507	-2,288	-3,599
Operasyonel Olmayan Gelir / (Gider)	-347	-1,128	-1,483	-2,408	Sabit Sermaye Yatırımları	389	-882	-2,183	-3,599
Özkaynak Yöntemiyle Değ. Yatırım Karı	0	0	0	0	Diğer Yatırım Faaliyetlerinden Nakit	-60	374	-105	0
Yatırım Faaliyetlerinden Gelir / (Gider)	29	216	74	0	Serbest Nakit Akımı	3,351	2,897	5,674	7,671
Finansal Gelir / (Gider)	-1,283	-849	-1,203	-1,240	Finansman Faaliyetlerinden Nakit	-2,433	-2,374	-1,665	-2,715
Vergi Öncesi Kar	-221	225	2,384	4,594	Nakit ve Benzerlerindeki Değişim	918	523	4,009	4,956
Vergi Geliri / (Gideri)	-183	133	-517	-919					
Azınlık Payları	0	0	-16	-26	Büyüme	2020	2021	2022	2023
Net Kar	-403	359	1,850	3,649	Satış Gelirleri	25.9%	26.0%	100.6%	64.9%
Hisse Başı Net Kar	-2.2	2.0	10.2	20.2	Brüt Kar	10.7%	29.3%	104.0%	63.5%
Hisse Başı Temettü	0.0	0.0	2.0	10.1	Operasyonel Giderler	13.0%	25.6%	90.1%	63.0%
Temettü Dağıtım Oranı	0%	0%	20%	50%	Faaliyet Karı	2.4%	43.9%	151.5%	65.0%
					FAVÖK	4.1%	30.1%	113.9%	59.0%
					FAVÖK (UFRS-16 Öncesi)	-1.4%	40.9%	152.6%	57.7%
					Net Kar	-12.5%	-189.1%	415.6%	97.2%
Bilanço (milyon TL)	2020	2021	2022	2023	Karlılık	2020	2021	2022	2023
Dönen Varlıklar	7,331	8,704	19,471	32,150	Brüt Kar Marjı	23.5%	24.1%	24.5%	24.3%
Nakit ve Nakit Benzerleri	3,231	3,632	7,642	12,598	Operasyonel Gider Marjı	18.7%	18.7%	17.7%	17.5%
Finansal Yatırımlar	6	3	368	368	Faaliyet Kar Marjı	4.8%	5.5%	6.9%	6.9%
Ticari Alacaklar	175	178	598	986	FAVÖK Marjı	7.7%	8.0%	8.5%	8.2%
Stoklar	3,340	4,675	9,479	15,917	FAVÖK Marjı (UFRS-16 Öncesi)	4.9%	5.5%	6.9%	6.6%
Diğer Dönen Varlıklar	580	216	1,384	2,282	Net Kar Marjı	-1.4%	1.0%	2.5%	3.0%
Duran Varlıklar	8,047	9,397	12,464	17,976	Özkaynak Karlılığı (ROE)	-210.1%	126.6%	126.6%	90.6%
Maddi Duran Varlıklar	2,773	3,750	4,850	7,877	Yatırım Sermayesi Getirisi (ROIC)	26.6%	58.1%	139.2%	209.2%
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	2,440	2,462	2,650	2,634	Operasyonel Nakit Akımı Marjı	10.5%	9.4%	10.9%	9.4%
Kullanım Hakkı Varlıkları	2,790	2,785	4,359	6,468	Serbest Nakit Akımı Marjı	11.6%	8.0%	7.8%	6.4%
Diğer Duran Varlıklar	45	399	605	998	Operasyonel Nakit Akımı / FAVÖK	135.9%	117.6%	128.6%	114.5%
Toplam Varlıklar	15,378	18,100	31,935	50,127	Rasyo Analizi	2020	2021	2022	2023
Kısa Vadeli Yükümlülükler	10,403	13,109	23,419	36,135	F / K	-15.4	19.0	12.9	6.5
Finansal Borçlar	1,558	1,285	1,307	1,134	FD / FAVÖK	4.4	3.2	3.8	2.1
Diğer Finansal Yükümlülükler	598	759	1,219	1,808	FD / FAVÖK (UFRS-16 Öncesi)	4.8	3.1	3.8	1.7
Ticari Borçlar	7,339	9,582	19,108	30,839	FD / Satış	0.3	0.3	0.3	0.2
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	908	1,482	1,785	2,354	Temettü Verimi	0.0%	0.0%	0.0%	1.6%
Uzun Vadeli Yükümlülükler	4,942	4,455	6,114	8,284					
Finansal Borçlar	2,280	1,686	1,500	1,300	Borçluluk	2020	2021	2022	2023
Diğer Finansal Yükümlülükler	2,337	2,349	3,771	5,595	Net Borç (Nakit)	3,536	2,445	-213	-3,129
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	325	420	843	1,390	Net Borç (Nakit) (UFRS-16 Öncesi)	607	-661	-4,834	-10,164
Özkaynaklar	33	536	2,402	5,707	Net Borç / FAVÖK	1.6	0.8	0.0	-0.3
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	31	536	2,386	5,665	Net Borç / FAVÖK (UFRS-16 Öncesi)	0.4	-0.3	-1.0	-1.3
Ödenmiş Sermaye	181	181	181	181	Faaliyet Karı / Net Faiz Gideri (Geliri)	3.0	4.1	15.1	201.7
Rezerv ve Diğer Kalemler	670	911	911	911					
Geçmiş Yıllar Karları / (Zararları)	-417	-915	-556	924					
Dönem Net Karı / (Zararı)	-403	359	1,850	3,649					
Toplam Kaynaklar	15,378	18,100	31,935	50,127					

Kaynak: Şirket, AK Yatırım Araştırma

Gelir Tablosu (milyon TL)	3Ç21	4Ç21	1Ç22	2Ç21	3Ç22	9A21	9A22
Satış Gelirleri	9,817	10,351	12,271	15,963	21,819	25,921	50,054
Brüt Kar	2,408	2,422	3,134	4,048	5,362	6,333	12,545
Operasyonel Giderler	1,736	1,916	2,423	2,912	3,641	4,851	8,976
Faaliyet Karı	673	506	711	1,136	1,721	1,481	3,568
Amortisman ve İtfa Payları	235	240	253	280	317	667	849
FAVÖK	908	745	964	1,416	2,037	2,149	4,417
Operasyonel Olmayan Gelir / (Gider)	-459	-745	-530	-559	-704	-1,016	-1,793
Diğer Faaliyet Gelir / (Gider)	-199	-622	-274	-293	-403	-505	-970
Özkaynak Yöntemiyle Değ. Yatırım Karı	0	0	7	-7	0	0	0
Yatırım Faalaliyetlerinden Gelir / (Gider)	0	4	37	40	-3	212	74
Finansal Gelir / (Gider)	-259	-127	-299	-299	-298	-723	-896
Vergi Öncesi Kar	214	-239	181	578	1,017	465	1,776
Vergi Geliri / (Gideri)	-58	231	-23	-133	-205	-98	-361
Vergi Sonrası Net Kar	156	-8	159	444	812	367	1,415
Azınlık Payları	0	0	0	3	5	0	9
Net Kar	156	-8	158	441	807	367	1,406
Büyüme (Yıllık)	3Ç21	4Ç21	1Ç22	2Ç21	3Ç22	9A21	9A22
Satış Gelirleri	29.0%	30.6%	59.6%	89.7%	122.3%	24.2%	93.1%
Operasyonel Giderler	25.8%	34.3%	61.1%	80.7%	109.8%	22.4%	85.0%
Faaliyet Karı	58.7%	41.2%	79.9%	174.8%	155.8%	44.8%	140.9%
FAVÖK	44%	27.8%	59.2%	122.7%	124%	30.9%	105.6%
Net Kar	-8534.9%	-93.3%	-24.4%	24960.2%	417.3%	-232.0%	282.8%
Karlılık / Rasyo Analizi	3Ç21	4Ç21	1Ç22	2Ç21	3Ç22	9A21	9A22
Brüt Kar Marjı	24.5%	23.4%	25.5%	25.4%	24.6%	24.4%	25.1%
Operasyonel Gider Marjı	17.7%	18.51%	19.7%	18.2%	16.7%	18.7%	17.9%
Faaliyet Kar Marjı	6.9%	4.9%	5.8%	7.1%	7.9%	5.7%	7.1%
FAVÖK Marjı	9.2%	7.2%	7.9%	8.9%	9.3%	8.3%	8.82%
Efektif Vergi Oranı	27.0%	96.5%	12.5%	23.1%	20.1%	21.2%	20.3%
Net Kar Marjı	1.6%	-0.1%	1.3%	2.8%	3.7%	1.4%	2.8%
Operasyonel Nakit Akımı Marjı	14.2%	10.4%	3.1%	11.7%	14.6%	9.0%	10.8%
Serbest Nakit Akımı Marjı	12.1%	6.6%	1.8%	9.3%	12.6%	8.5%	8.9%
Operasyonel Nakit Akımı / FAVÖK	153%	144%	40%	132%	156%	108%	123%
Yatırım Harcaması / Satış Gelirleri	2.1%	3.8%	1.3%	1.7%	1.9%	1.9%	1.7%
İşletme Sermayesinde Değişim (Nakit Akım) / Satış Gelirleri	7.5%	3.5%	-0.5%	4.0%	7.6%	2.6%	4.5%
Nakit Akım Tablosu (milyon TL)	3Ç21	4Ç21	1Ç22	2Ç21	3Ç22	9A21	9A22
İşletme Faaliyetlerinden Nakit	1,391	1,074	384	1,866	3,180	2,330	5,429
Düzeltilme Öncesi Kar	156	-8	82	520	812	367	1,415
Amortisman ve İtfa Payları	235	240	253	280	317	667	849
İşletme Sermayesindeki Değişim	740	361	-61	639	1,660	669	2,239
Diğer İşletme Faaliyetlerinden Nakit	260	482	110	426	391	627	927
Yatırım Faaliyetlerinden Nakit	-205	-389	-164	-378	-425	-118	-967
Sabit Sermaye Yatırımları	-205	-389	-164	-274	-424	-492	-862
Diğer Yatırım Faaliyetlerinden Nakit	0	0	0	-104	-1	374	-105
Serbest Nakit Akımı	1,186	685	220	1,488	2,755	2,212	4,463
Finansman Faaliyetlerinden Nakit	-452	-179	185	-1,091	-400	-2,196	-1,305
Finansal Borçlardaki Değişim	-75	154	553	-649	-31	-1,155	-127
Temettü	0	0	0	0	0	0	0
Diğer Finansman Faaliyetlerinden Nakit	-377	-333	-369	-441	-369	-1,041	-1,179
Nakit ve Benzerlerindeki Değişim	736	430	438	421	2,341	-29	3,200

Kaynak: Şirket, AK Yatırım Araştırma

Bilanço (milyon TL)	3Ç21	4Ç21	1Ç22	2Ç21	3Ç22
Dönen Varlıklar	7,761	8,704	10,994	13,583	17,198
Nakit ve Nakit Benzerleri	3,202	3,632	4,070	4,491	6,832
Finansal Yatırımlar	0	3	307	312	368
Ticari Alacaklar	218	178	247	281	553
Stoklar	4,158	4,675	6,104	7,962	8,795
Diğer Dönen Varlıklar	182	218	573	850	1,017
Duran Varlıklar	8,464	9,397	9,616	10,381	11,247
Finansal Yatırımlar	13	97	74	74	74
Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımlar	0	0	10	0	0
Maddi Duran Varlıklar	3,004	3,750	3,840	4,068	4,392
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	2,456	2,462	2,449	2,612	2,605
Kullanım Hakkı Varlıkları (UFRS 16)	2,926	2,785	2,884	3,257	3,719
Diğer Duran Varlıklar	64	302	359	371	458
Toplam Varlıklar	16,225	18,100	20,609	23,965	28,445
Kısa Vadeli Yükümlülükler	11,818	13,109	15,017	17,970	21,253
Finansal Borçlar	2,060	2,045	2,409	2,265	2,406
Ticari Borçlar	8,839	9,582	11,431	14,227	17,118
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	920	1,482	1,177	1,477	1,729
Uzun Vadeli Yükümlülükler	4,236	4,455	4,932	4,773	5,160
Finansal Borçlar	3,880	4,035	4,395	4,305	4,678
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	356	420	537	467	482
Özkaynaklar	171	536	660	1,223	2,032
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	171	536	636	1,186	1,987
Azınlık Payları	0	0	24	37	45
Toplam Kaynaklar	16,225	18,100	20,609	23,965	28,445
Yatırım Sermayesi (İC)	3,264	3,404	3,931	3,769	2,766
İşletme Sermayesi	-4,463	-4,729	-5,081	-5,985	-7,770
İşletme Sermayesi (Diğer Dönen Varlıklar ve Yükümlülükler D.)	-5,200	-5,993	-5,684	-6,612	-8,482
Toplam Borç	5,940	6,080	6,804	6,571	7,084
Net Borç / (Nakit)	2,738	2,445	2,427	1,768	-116
Net Borç / G12A FAVÖK	1.0	0.8	0.7	0.4	0.0
Net Borç / Özkaynaklar	16.1	4.6	3.7	1.4	-0.1
Fx Pozisyonu (Türev Korunma Dahil)	237	212	89	142	300

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