

Migros

04/06/2024

Hedef Fiyat Değişikliği

AL

Yükselme Potansiyeli 41%

Asgari ücret zammı ilk çeyrekte marjları baskıladı

Yılın ilk çeyreğinde şirket cirosunu geçen yılın aynı dönemine göre nominal %89 (reel %12) arttırmayı başardı. Buna karşın asgari ücrette yıllık bazda %100 oranındaki artış kar marjlarını baskıladı. FAVÖK marjı geçen yılın aynı döneminde %2,2'de bu yılın ilk çeyreğinde %1,2'ye geriledi. Vadeli alımlardan kaynaklanan faiz giderlerinin hesaplanmasında kullanılan faiz varsayımının % 9,7'den %45'e yükselmesi ve artan kredi kartı komisyon giderlerinin de etkisiyle vergi öncesi kar yıllık bazda %44 geriledi. Asgari ücret zammının marjlar üzerindeki etkisinin ikinci yarından itibaren azalmasını bekliyoruz. Nitekim bu yılın geçen yılın aksine asgari ücrette yıl ortasında ikinci bir artış beklenmemekte. Vadeli alımlar ile ilgili fazi giderlerine göre düzeltilmiş FAVÖK marjının ilk çeyrekte %2,7'den yıl sonunda %0,9'a iyileşeceğini öngörüyoruz. İyileşmede yılın ikinci yarısından itibaren aylık enflasyon oranlarındaki gerilemenin neticesinde stoklardaki enflasyon düzeltilmesinin FAVÖK marjını üzerindeki olumsuz etkisindeki hafifleme de etkili olacak. Sonuç olarak şirketin 2024 yıl sonu net karının geçen yıla göre reel bazda %12 gerileyeceğini tahmin ediyoruz.

İlk çeyrek gerçekleştirmelerine ve makro varsayımlarımızdaki değişikliklere göre güncellediğimiz 12 aylık fiyat hedefimizi 690 TL olarak revize ediyor, Migros için "AL" tavsiyemizi koruyoruz. Dezenflasyon sürecinin 2025 yılında hızlanması ile şirketin daha sağlıklı bir büyüme ve karlılık ortamına girmesini bekliyoruz. 2025 yılı net kar tahminimiz yıllık reel bazda %26 oranında bir büyümeye işaret etmekte.

FAVÖK, enflasyona göre düzeltilmiş mali tablolarda nakit akımı için iyi bir gösterge olmuyor

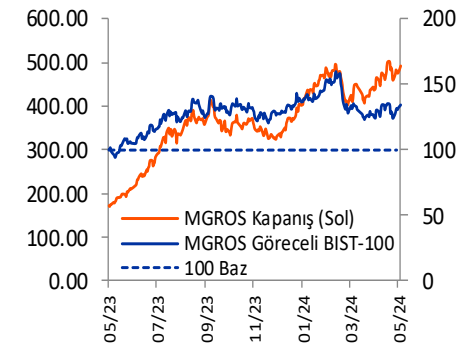
Mali tabloları analiz ederken nakit akımı için kolay hesaplanan bir gösterge olarak kabul edilen FAVÖK enflasyon düzeltmesi sonrası bu özelliğini kaybediyor. Nitekim UMS 29 ile FAVÖK'ün bir kısmı parasal kazanç altında sınıflandırılıyor. Kar marjlarının nispeten düşük olduğu perakende şirketlerinde stoklardaki enflasyon düzeltilmesinin satın alınan malın maliyeti dolayısıyla brüt kar marjı üzerindeki etkisi diğer sektörler için daha fazla oluyor. Dolayısıyla, dip notlarda verilen faaliyetlerden nakit akım kaleminin daha iyi bir gösterge olduğunu düşünüyoruz. FAVÖK marjındaki sert daralmaya rağmen Migros'un işletme faaliyetlerinden sağladığı nakit akışının 2022 yılında 13,7 milyar TL'den 2023 yılında 14 milyar TL'ye ulaşarak reel bazda hafif artış gösterdiği görülmekte. Bu rakamları ciroya bölerek hesaplanan nakit akım marjının ise 2022 yılında %9,75'den %7,7'ye gerilediği görülmekte. 2024 yılının ilk çeyreğinde ise faaliyetlerden nakit akımın geçen yılın aynı döneminde 2,2 milyar TL'den 4,050 milyar TL'ye yükseldiği görülmekte. Bu artışta ilk çeyrekte tahsil edilen 1,7 milyar TL'lik KDV alacağı da etkili olmuştur. Marjın ise geçen yılın aynı döneminde %4,68'den %7,7'ye yükseldiği görülmektedir.

Fiyat Bilgileri	TL
Kapanış	490.50
12 Aylık Hedef Fiyat*	690.24
12 Aylık Önc.Hedef Fiyat	489.10
Piyasa Değeri (mn)	88,807
Halka Açık PD (mn)	45,078
Ort. İşlem Hacmi (3Ay)	670.7
Hisse sayısı (Adet mn)	181
Takas Saklama Oranı (%)	51
Yabancı Oranı (%)	37

Fiyat Perf. (%)	1 Ay	Yıliçi	12 Ay
TL	5.9	48.6	181.1
ABD \$	6.3	36.1	82.3
BIST-100 Relatif	3.1	5.2	36.2

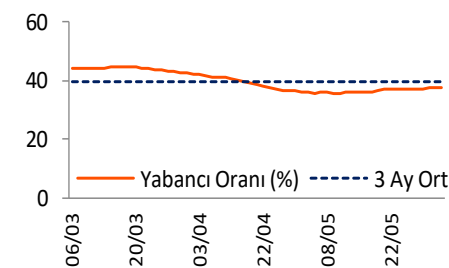
Çarpanlar	2024	2025	2026
F/K	10.4	8.3	7.2
PD/DD	0.06	0.06	0.05
FD/FAVÖK	9.5	8.3	5.9

Fiyat / BIST-100'e Göreceli Fiyat



52 Hafta Fiyat Aralığı (₺) 177.72 499.96

Yabancı Oranı (%) Cari (%): 37.49



Emin Yetkin Ertürk

eyerturk@isyatirim.com.tr

+90 212 350 25 04

Öte yandan, özellikle taze ürünlerde ödeme sürelerindeki kısıtlamaların 2024 yıl başı itibarıyla devreye girmesi, yaratılan işletme sermayesinde 1 milyar TL’lik etkiye sebep olmuştur. Faaliyetlerden elde edilen nakdin altında yer alan yatırım harcamaları için nakit çıkışı kalemi 0,8 milyar TL’den 1,8 milyar TL’ye yükselmiştir. Yatırım harcamalarındaki yüksek reel artış büyük ölçüde yeni depo yatırımları kaynaklıdır.

Çoklu formatları ve satış kanalları ile Migros oldukça geniş bir tüketici kitlesine hitap etmekte

Birden fazla süpermarket formatı ve konsepti, internet alışverişinde güçlü ve öncü konumu, hazır yemek, restoran servis hizmetleri ve online ödeme sistemleri alanlarında faaliyet gösteren iştirakler ile şirket oldukça geniş bir müşteri tabına hitap etmektedir. Migros’un internet üzerinden yaptığı satışların toplam cirosu içindeki payı 2023 yıl sonu itibarıyla %17 olup net de kar üretmektedir. Şirketin internet satışlarını mevcut mağaza ağı üzerinden yapıyor olması internet operasyonlarını karlı yapmaktadır. Bu anlamda Migros perakende sektöründe eşsiz bir konuma sahiptir.

Rakipler ile Kıyaslama

	Satış Büyümesi			Satış Alanı Büyümesi			Faaliyetlerden Nakit Akım Marjı				Kira / Net Satışlar				Yatırımlar / Satışlar				FD/ F. Nakit Akımı
	2022	2023	Ç124	2022	2023	Ç124	2022	2023	Ç124	Ç123	2022	2023	Ç124	Ç123	2022	2023	Ç124	Ç123	2023
MGROS	m.d.	%29	%12	%7	%7,5	%0,83	%9,73	%7,69	%7,77	%4,68	%1,6	%1,4	%1,4	%1,5	%2,9	%3,5	%3,4	%1,82	6.0
BIMAS	m.d.	%18	m.d.	9.70%	%8,4	m.d.	%5,99	%6,1	m.d.	m.d.	%1,3	%1,39	m.d.	m.d.	%3,0	%3,2	m.d.	m.d.	15.3
SOKM	m.d.	%18	4%	%11	%4	%0,6	%7,7	%9,9	%14	%13,5	%5,3	%4,4	%4,6	%4,5	%2,8	%1,7	%1,7	%2,0	2.7
BIZIM	m.d.	%1	m.d.			m.d.	%5,5	%3,6			%0,7	%1			%1,9	%2,0			2.6

2024 Beklentileri

	Büyüme	Marjlar	Yatırımlar
MGROS	Yüksek tek haneli reel büyüme %70 nominal büyüme	%7,5-%8 UMS 29 öncesi FAVÖK marjı	250 yeni mağaza, 8,5 milyar TL yatırım harcaması
BIMAS	%75 +/- %5 Nominal büyüme	%7,5 - %8,0 UMS 29 öncesi FAVÖK marjı	%3,0 - %3,5 Yatırımlar / Satışlar, 1000 yeni mağaza
SOKM	%5 +/- %2,5 reel büyüme	% 2,5 +/- % 1 FAVÖK marjı	% 2,5 % - %3 Yatırımlar / Satışlar
BIZIM	n.a.	n.a.	n.a.

Migros

Ortaklık Yapısı (%)	Faaliyet Konusu
Diğer	50.82 Her türlü gıda ve tüketim maddeleri ticareti ve ayrıca Alışveriş Merkezleri işletmeciliği.
Mh Perakendecilik Veticar	49.18

Gelir Tablosu (TL mn)	2022	2023	2024T	2025T	2026T
Net Satış Gelirleri	140,480	181,674	198,136	214,610	228,526
Satışların Maliyeti	-114,210	-147,671	-155,563	-167,770	-174,822
Brüt Kar	26,270	34,003	42,573	46,840	53,703
Faaliyet Giderleri	-27,254	-36,983	-40,579	-44,115	-47,545
Esas Faaliyet Karı	-985	-2,980	1,994	2,725	6,159
Faaliyet dışı Gelirler / (Expense)	-3,838	-3,630	-6,972	-3,380	-2,552
Net Finansman Geliri / (Gideri)	14,256	225	-1,088	-633	-326
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler / (Giderler)	-301	352	352	352	352
Parasal Kazanç/(Kayıp)	0	16,825	16,180	14,073	11,454
Sürdürülen faaliyetler vergi öncesi kar	9,133	10,792	10,466	13,137	15,086
Vergi Geliri / (Gideri)	23	-1,887	-2,616	-3,284	-3,772
Dönem Karı	9,156	8,906	7,849	9,853	11,315
Azınlık Payları	16	77	77	72	62
Ana ortaklık Payları	9,140	8,830	7,773	9,780	11,253
FAVÖK	3,812	3,221	8,704	9,995	14,004
Yıl sonu Enflasyon Tahmini, %	64.27	64.77	44.00	25.00	18.50

Bilanço (TL mn)	2022	2023	2024T	2025T	2026T
Dönen Varlıklar	33,625	37,876	34,859	39,338	44,922
Nakit ve Nakit Benzerleri	12,652	12,355	10,308	12,935	16,431
Finansal Yatırımlar	639	463	321	257	220
Ticari Alacaklar	803	370	436	469	521
Stoklar	18,541	21,929	23,100	24,913	26,910
Diğer Dönen Varlıklar	990	2,760	694	764	840
Duran Varlıklar	47,996	54,254	65,733	68,462	73,777
Diğer Alacaklar	961	19	0	0	0
Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımla	993	1,156	1,156	1,156	1,156
Maddi Duran Varlıklar	16,741	20,295	27,517	30,663	34,058
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	14,459	14,772	14,764	14,750	14,730
TOPLAM VARLIKLAR	81,620	92,129	100,592	107,800	118,698
Kısa Vadeli Yükümlülükler	42,858	44,896	46,937	53,090	57,724
Kısa Vadeli Borçlanmalar	2,033	1,153	1,216	2,033	951
Kiralama işlemlerinden borçlar	1,992	1,826	1,936	1,874	1,004
Ticari Borçlar	34,668	37,390	39,142	44,540	51,126
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	4,164	4,526	4,643	4,643	4,643
Uzun vadeli yükümlülükler	11,255	10,980	10,576	11,190	10,128
Uzun vadeli borçlanmalar	1,834	1,350	938	750	641
Kiralama işlemlerinden borçlar	6,425	5,941	5,950	5,440	3,237
Diğer Borçlar	2,996	3,689	3,689	5,000	6,250
Özkaynaklar	27,507	36,254	43,309	43,749	51,076
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	27,435	36,024	43,079	43,520	50,846
Ödenmiş Sermaye	181	181	126	101	86
Rezerv ve Diğer Kalemler	4,169	3,818	3,873	3,899	3,899
Geçmiş Yıllar Karları	13,945	23,196	31,001	29,510	35,378
Dönem Net Karı (Zararı)	9,140	8,829	7,849	9,780	11,253
Kontrol gücü olmayan paylar	73	230	230	230	230
TOPLAM KAYNAKLAR	81,620	92,129	100,592	107,800	118,698

Tüm rakamlar TL'nin 2023 yıl sonu itibarıyla satın alma gücüne göre endekslenmiştir.

Kaynak: İş Yatırım Tahminleri

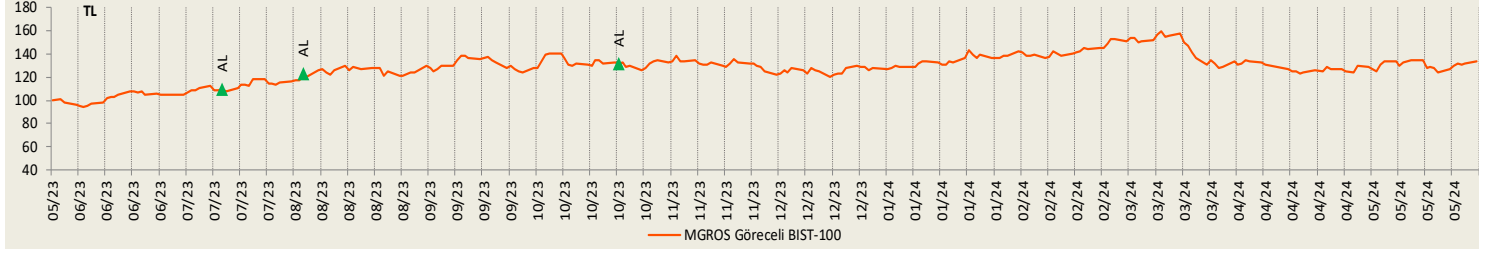
Nakit Akım Tablosu (TL mn)	2022	2023	2024T	2025T	2026T
İşletme Faaliyetlerinden Kaynaklanan Net Nakit	13,696	13,979	10,282	17,390	19,925
Düzeltilme Öncesi Kar	9,156	8,906	7,849	9,853	11,315
Düzeltilmeler:	7,724	12,212	12,595	11,283	10,723
İşletme Sermayesinde Değişikler Öncesi Faaliyet Karı (+)	16,880	21,119	20,444	21,136	22,038
İşletme Sermayesindeki Değişiklikler	1,827	271	514	3,552	4,537
Esas Faaliyet ile İlgili Oluşan Nakit (+)	18,707	21,390	20,958	24,688	26,575
Diğer İşletme Faaliyetlerinden Nakit	-5,011	-7,410	-10,676	-7,298	-6,650
Yatırım Faaliyetlerinden Kaynaklanan Nakit	-4,181	-5,299	-7,126	-7,068	-7,577
Yatırım Harcamaları	-3,967	-5,094	-7,126	-7,068	-7,577
Diğer Yatırım Faaliyetlerinden Nakit	-215	-204	0	0	0
Serbest Nakit Akım	9,515	8,681	3,156	10,322	12,349
Finansal Borçlardaki Değişim	-213	-645	-349	629	-1,191
Temettü Ödemeleri	0	-664	-1,059	-1,443	-2,602
Diğer Finansman Faaliyetlerinden Nakit	-2,259	-2,477	-1,736	-1,878	-1,566
Finansman Faaliyetlerine İlişkin Enflasyon Etkisi	-4,611	-7,021	-971	-4,369	-3,169
Yabancı Para Çevrim Fark. Etkisinden Önce Nakit Ve Nakit Benz. Net Artış/Azalış	2,562	-321	-2,047	2,628	3,495
Yabancı Para Çevrim Fark. Nakit Ve Nakit Benz. Üzerindeki Etkisi	258	25	0	0	0
Nakit ve Benzerlerindeki Değişim	2,820	-296	0	0	0
Dönem Başı Nakit Değerler	9,832	12,652	12,355	10,308	12,935
Dönem Sonu Nakit	12,652	12,355	10,308	12,935	16,431

Büyümler & Opr. Perf.	2022G	2023G	2024T	2025T	2026T
Büyümler					
Net Satışlar	-	29.3%	9.1%	8.3%	6.5%
Faaliyet Karı	-	203%	-167%	37%	126%
FAVÖK	-	-16%	170%	15%	40%
Net Kar	-	-3%	-12%	26%	15%
Operasyonel Performans					
Brüt Marj	18.7%	18.7%	21.5%	21.8%	23.5%
Faaliyet Kar Marjı	-0.7%	-1.6%	1.0%	1.3%	2.7%
FAVÖK Marjı	2.7%	1.8%	4.4%	4.7%	6.1%
Net Kar Marjı	6.5%	4.9%	4.0%	4.6%	5.0%
Özkaynak Karlılığı	33.3%	24.6%	18.1%	22.5%	22.2%
Aktif Karlılığı	11.2%	9.7%	7.8%	9.1%	7.9%
Operasyonel Nakit Akışı / Satışlar	9.7%	7.7%	5.2%	8.1%	8.7%
Serbest Nakit Akışı / Satışlar	6.8%	4.8%	1.6%	4.8%	5.4%

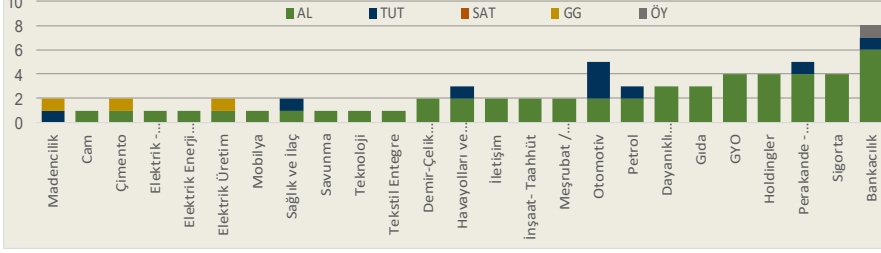
Rasyo Analizi	2022G	2023G	2024T	2025T	2025T
Düzeltilmiş F / K (x)	a.d	a.d	10.4	8.3	7.2
FD / FAVÖK (x)	a.d	a.d	9.5	8.3	5.9
FD / Satışlar (x)	a.d	a.d	0.4	0.2	0.2
PD / Defter Değeri (x)	a.d	a.d	0.06	0.06	0.05
Nakit Akışı / PD	34.7%	24.1%	7.3%	23.7%	24.3%
Hisse Başı Kazanç (₺)	50.6	49.2	62.4	98.0	131.7
Net Borç (Nakit) (mn ₺)	-9,424	-10,314	-8,475	-10,409	-15,058
Kaynak: İş Yatırım					

Migros

Göreceli Getiri / Öneriler



Şirket Sayısı



Takip Listesi Dağılımı



Burada yer alan bilgiler İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından bilgilendirme amacı ile hazırlanmıştır. Yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Herhangi bir yatırım aracının alım-satım önerisi ya da getiri vaadi olarak yorumlanmamalıdır. Bu görüşler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

Burada yer alan fiyatlar, veriler ve bilgilerin tam ve doğru olduğu garanti edilemez; içerik, haber verilmeksizin değiştirilebilir. Tüm veriler, İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan alınmıştır. Bu kaynakların kullanılması nedeni ile ortaya çıkabilecek hatalardan İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş. sorumlu değildir.

Bu içeriğe ilişkin tüm telif hakları İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'ye aittir. Bu içerik, açık iznim olmaksızın başkaları tarafından herhangi bir amaçla, kısmen veya tamamen çoğaltılamaz, dağıtılamaz, yayımlanamaz veya değiştirilemez.