

## MIGROS

### Ertelemiş vergi gelirleri ve net finansman gelirleri sayesinde beklentilerin üzerinde net kar...

A. Can TUĞLU

Analist

atuglu@sekeryatirim.com

Migros 3Ç23'te RT piyasa ortalama beklentisinin (1.357mn TL net kar) ve bizim beklentimizin (1.418mn TL net kar) oldukça üzerinde 2.174mn TL net kar açıkladı (3Ç22: 807mn TL net kar). 3Ç23'teki maddi duran varlık satışı sayesinde elde edilen 15mn TL'lik satış karı, 481mn TL'lik ertelenmiş vergi gelirleri ve kur farkı & mevduat faiz gelirlerindeki güçlü artışın sayesinde elde edilen 79mn TL'lik net finansman gelirleri sayesinde şirket, bu çeyrekte yüksek net kar açıklamıştır.

**Satış gelirleri tarafında Şirket;** piyasa ortalama beklentisine (41.151mn TL) ve bizim beklentimizin (41.134mn TL) paralel yıllık %91,2'lik artışla 41.722mn TL net satış geliri elde etmiştir (3Ç22: 21.819mn TL). 3Ç23'te; artan mağaza sayısı (3Ç23: +105 mağaza) & bunun sağladığı destekle satış alanlarının büyümesi, kuvvetli mağaza trafiği ve güçlü sepet büyümesi, e-ticaret kanallarının net satışlar üzerindeki pozitif katkısını (tütün & alkol hariç 9A23'te toplam satışlardaki payı: %16,4) sürdürmesi ile birlikte şirket, 3Ç23'te satış gelirlerini yıllık %91,2 oranında artırmıştır. Online satış kanallarında büyümenin devam etmesi, online hizmet veren mağaza sayısında (9A22: 931 adet, 9A23: 1.053 adet, +122 adet) gözlemlenen artış ve fiziksel mağazaların başarılı operasyonları ile şirket, satış gelirlerini 3Ç23'te önemli ölçüde arttırabilmiştir.

**Şirket'in FMCG Pazar payı gelişimine bakıldığında;** fiyat indirimleri & çoklu kanallarda büyüme stratejisiyle modern FMCG pazarında şirket 2023 yılının ilk dokuz ayında %16,3'lük (9A22: %14,9), toplam FMCG pazarında ise %9,4'lük (9A22: %8,6) pazar payına sahip olmuştur. Ek olarak; şirket'in net mağaza sayısı 9A22'ye göre 455 adet artış göstererek 9A23'te 3.205 adet olmuştur. Bu gelişmeye paralel olarak şirket'in satış alanı 9A23'te yıllık %9,1'lik yükseliş göstermiş, fiziksel mağazalar daki müşteri trafiğinin olumlu seyretmesi şirket'in satış performansına olumlu yansımıştır.

**Şirket, 2Ç23'te yıllık %49'lük yükselişle 3.036mn TL'lik FAVÖK** rakamı elde ederek bizim beklentimiz olan 2.906mn TL'ye ve piyasa ortalama beklentisi olan 2.855mn TL'nin hafif üzerinde FAVÖK rakamı açıklamıştır (3Ç22: 2.037mn TL). Bunun sonucunda şirket'in 3Ç23'te elde etmiş olduğu FAVÖK marjı 3Ç22'deki %9,3 seviyesinden %7,3 seviyesine gerilemiştir. Şirket'in brüt kar marjı ise tüm kategorilerde yapılan fiyat indirimlerinin etkisiyle hafif gerileyerek 3Ç22'deki %24,5'ten 3Ç23'teki %24'e gerilemiştir.

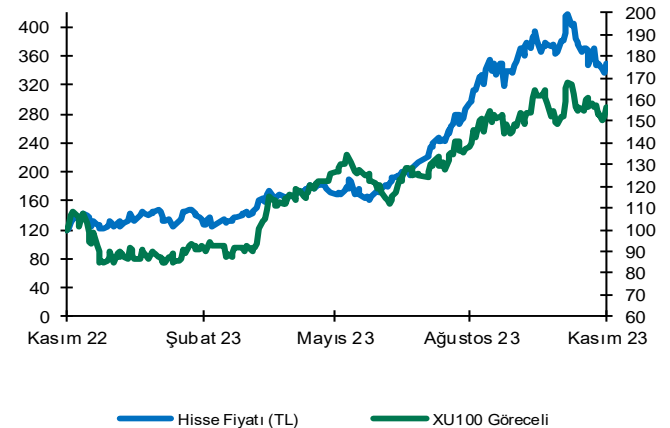
**Şirket'in borçluluk tarafına bakıldığında;** döviz kredilerinin bilanço ağırlığının kalmamasından dolayı bu durumun hisse performansı üzerinde olumlu etkileri olduğunu düşünüyoruz. Operasyonlardan yaratılan güçlü nakit akışı sayesinde net borç pozisyonunda önemli ölçüde iyileşme sağlayan Migros'a olan olumlu bakışımızı korumaya devam ediyoruz. Şirket'in 9A23 sonunda 9A22'ye göre toplam finansal borcu yıllık %7 düşüş göstererek 2.708mn TL seviyesinde gerçleşmiştir (9A22: 2.903mn TL). 9A23 sonu itibarıyla de şirket net nakit pozisyonu önemli ölçüde iyileşmiş olup 12.106mn TL seviyesine ulaşmıştır (TRF5 16 etkisi hariç Net Nakit/FAVÖK -> 2020: -0.4x - 2021: 0.3x - 2022: 1.1x, 9A22: 1.0x, 9A23: 1.8x).

**2023 Beklentileri:** Migros, 2023 yılında ~%95 (Önceki: ~%90 aralığında) net satış büyümesi beklemektedir. Şirket, FAVÖK marjı beklentisini ise ~%6,5-%7,0 aralığında korumuştur. Migros, aynı zamanda 2023 yılı sonundaki yeni mağaza açma hedefini ~500 mağaza (Önceki: ~450) olarak belirlemiş olup yatırım harcaması beklentisini ise ~6.000mn TL olarak korumuştur. Operasyonel olarak hem satış gelirleri hem de online faaliyetler açısından büyümesini takdir ettiğimiz Migros'un Nisan 2021 itibarıyla brüt döviz banka borcunun kalmaması ile birlikte bu durumun net karlılık tarafına getirdiği olumlu katkının şirket için pozitif bir hava yarattığını düşünüyoruz. Diğer taraftan; şirket'in yüksek enflasyon ortamında rekabetçi pazar koşullarına rağmen FMCG pazar payını yükseltbilmesini olumlu buluyoruz. Ayrıca; online kanalları oldukça etkin şekilde kullanabilen Migros'un çeşitli iştiraklerle yaratmış olduğu iş kollarının da ilerleyen dönemlerde katkılarının artarak devam edeceğini düşünüyoruz.

	9A 2022	9A 2023	2021	2022	2023T
F/K	43,75	11,33	21,59	23,79	11,58
FD/FAVÖK	4,12	8,72	3,22	4,34	7,02
Net Satışlar (TL Mn)	50.054	101.856	36.272	74.502	146.279
FAVÖK (TL Mn)	2.380	3.959	2.894	5.968	10.401
Net Kar (TL Mn)	1.406	4.234	359	2.570	5.282
Hisse Başına Kar (TL)	7,77	23,38	1,98	14,20	29,17

“AL”  
Hedef Fiyat: 481.60 TL  
Önceki Hedef Fiyat: 380.00 TL  
Getiri Potansiyeli: %38,0

	TL	US\$	
Fiyat	349,00	12,34	
BİST 100	7.529	266	
US\$ (MB Alış):	28,33		
52 Hafta Yüksek:	419,00	15,20	
52 Hafta Düşük:	121,75	6,54	
Bloomberg/Reuters Kodu:	MGROS.TI / MGROS.IS		
Hisse Senedi Sayısı (Mn):	181,1		
	(TL Mn)	(US\$ Mn)	
Piyasa Değeri (TL Mn):	63.188	2.234	
Halka Açık PD (TL Mn):	32.226	1.140	
	S1A	S1Y	YB
TL Getiri (%):	-4,4	191,4	141,8
US\$ Getiri (%):	-7,4	91,8	60,1
BİST 100 Göreceli Getiri (%):	5,8	56,9	77,0
Ort. İşlem Hacmi (TL Mn):	473,79		
Ort. İşlem Hacmi (US\$ Mn):	21,19		
Beta	0,96		
Yıllık Volatilite (Hisse)	0,49		
Yıllık Volatilite (BİST 100)	0,38		
Ortaklık Yapısı	%		
MH Perakendecilik	49,2		
Migros Ticaret A.Ş.	1,6		
Diğer	49,2		
Toplam	100,0		



Şirket için 380,00 TL olan hedef pay fiyatımızı başarılı finansal sonuçlar neticesinde ve tahminlerimizdeki güncellemeyle yukarı revize ederek **481,60 TL'ye** yükseltiyor ve **"AL"** tavsiyemizi koruyoruz. Beklentilerin üzerinde gerçekleşen net kar rakamı ve başarılı operasyonel karlılık & FAVÖK rakamlarına bakıldığında; açıklanan finansal sonuçların Grup paylarının kısa dönem performansı üzerinde pozitif etkisi olabileceğini düşünüyoruz. Migros'un operasyonel olarak faaliyet yapısını beğenmekte; açık döviz pozisyonunun kalmamasıyla birlikte net nakit pozisyonunu sürdürmesinin de önemli bir gelişme olduğunu hesaba katmaktayız. Rapor tarihi itibarıyla Migros, 2023T 7.02x FD/FAVÖK ve 2023T 11.58x F/K rasyoları ile işlem görmektedir.

TRY mn	Eski		Yeni	
	2023T	2024T	2023T	2024T
Satış Gelirleri	147.086	212.743	146.279	252.664
FAVÖK	10.605	14.926	10.401	18.109
Net Kar	4.750	5.746	5.282	8.316
Net Kar Marjı (%)	3,2%	2,7%	3,6%	3,3%
FAVÖK Marjı (%)	7,2%	7,0%	7,1%	7,2%

Tablo 2: Temel Finansal Tablolar

BİLANÇO (TL Mn)	2020/12	2021/12	2022/12	2022/09	2023/09	%
Maddi Duran Varlıklar	2.773	3.750	6.966	4.392	8.671	97,4%
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	2.440	2.462	2.570	2.605	2.791	7,2%
Diğer Uzun Vadeli Kıymetler	2.835	3.184	6.764	4.250	9.226	117,1%
Ticari Alacaklar	175	178	487	553	839	51,6%
Hazır Değerler	3.231	3.632	7.678	6.832	14.811	116,8%
Diğer Kısa Vadeli Varlıklar	3.926	4.893	11.958	9.812	19.656	100,3%
<b>Toplam Aktifler</b>	<b>15.378</b>	<b>18.100</b>	<b>36.424</b>	<b>28.445</b>	<b>55.995</b>	<b>96,9%</b>
Uzun Vadeli Borçlar	4.617	4.035	5.012	4.678	6.580	40,7%
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	325	420	1.312	482	832	72,4%
Kısa Vadeli Borçlar	3.064	3.527	4.970	4.134	6.912	67,2%
Kısa Vadeli Ticari Borçlar	7.339	9.582	21.040	17.118	33.464	95,5%
<b>Toplam Yükümlülükler</b>	<b>15.345</b>	<b>17.564</b>	<b>32.334</b>	<b>26.413</b>	<b>47.788</b>	<b>80,9%</b>
Toplam Özsermaye	33	536	4.090	2.032	8.207	303,9%
<b>Toplam Pasifler</b>	<b>15.378</b>	<b>18.100</b>	<b>36.424</b>	<b>28.445</b>	<b>55.995</b>	<b>96,9%</b>
GELİR TABLOSU (TL Mn)	2020/12	2021/12	2022/12	2022/09	2023/09	%
Net Satışlar	28.790	36.272	74.502	50.054	101.856	103,5%
SMM	-22.019	-27.518	-56.702	-37.530	-77.805	107,3%
Brüt Kâr	6.771	8.755	17.800	12.524	24.051	92,0%
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelir/(Giderler)	-347	-1.279	-2.065	-1.248	-1.563	25,3%
Faaliyet Giderleri	-5.390	-6.768	-13.010	-8.955	-18.556	107,2%
Net Esas Faaliyet Kâr/(Zararı)	1.381	1.987	4.790	3.568	5.495	54,0%
Yatırım Faaliyetlerinden Gelir/(Gider)	29	216	46	74	291	295,3%
Finansman Gelir/(Gider)	-1.283	-699	-862	-618	200	A.D.
<b>Vergi Öncesi Kâr</b>	<b>-221</b>	<b>225</b>	<b>1.908</b>	<b>1.776</b>	<b>4.423</b>	<b>149,1%</b>
Vergi	-183	133	672	-361	-158	-56,3%
<b>Net Kâr/(Zarar)</b>	<b>-403</b>	<b>359</b>	<b>2.580</b>	<b>1.415</b>	<b>4.266</b>	<b>201,5%</b>
Azınlık Payları	0	0	10	9	32	0,0%
<b>Ana Ortaklık Payları</b>	<b>-403</b>	<b>359</b>	<b>2.570</b>	<b>1.406</b>	<b>4.234</b>	<b>201,1%</b>

Kaynak: Migros, Şeker Yatırım - Araştırma, Finnet

Tablo 2: Özet Gelir Tablosu

Milyon TL	2022/09	2023/09	Yıllık	3Ç22	3Ç23	Yıllık	2Ç23	Çeyreklik
Satış Gelirleri	50.054	101.856	103,5%	21.819	41.722	91,2%	32.951	26,6%
Brüt Kar	12.524	24.051	92,0%	5.349	9.998	86,9%	7.504	33,2%
Brüt Kar Marjı	25,0%	23,6%	-1,4 y.p.	24,5%	24,0%	-0,6 y.p.	22,8%	1,2 y.p.
Operasyonel Kar	3.568	5.495	54,0%	1.721	2.447	42,2%	1.703	43,7%
Operasyonel Kar Marjı	7,1%	5,4%	-1,7 y.p.	7,9%	5,9%	-2 y.p.	5,2%	0,7 y.p.
FAVÖK	4.417	6.995	58,4%	2037	3.036	49,0%	2.183	39,1%
FAVÖK Marjı	8,8%	6,9%	-2 y.p.	9,3%	7,3%	-2,1 y.p.	6,6%	0,7 y.p.
Net Kar	1.406	4.234	201,1%	807	2.174	169,5%	1.500	45,0%
Net Kar Marjı	2,8%	4,2%	+1,3 y.p.	3,7%	5,2%	1,5 y.p.	4,6%	0,7 y.p.

Kaynak: Şeker Yatırım - Arştırma, Finnet, Denetim Raporları

Tablo 3: Temel Finansal Rasyolar

FİNANSAL ORANLAR	2020/12	2021/12	2022/12	2022/09	2023/09
Özsermaye Kârlılığı	A.D.	126,0%	111,5%	128,5%	83,3%
Aktif Kârlılığı	A.D.	2,1%	9,5%	6,3%	10,1%
Brüt Kâr Marjı	23,5%	24,1%	23,9%	25,0%	23,6%
FAVÖK Marjı	7,7%	8,0%	8,0%	8,8%	6,9%
Net Kâr Marjı	-1,4%	1,0%	3,5%	2,8%	4,2%
U.V. Borç/Özsermaye	A.D.	752,7%	122,6%	230,2%	80,2%

Kaynak: Şeker Yatırım - Arştırma, Finnet, Denetim Raporları

## Şeker Yatırım

Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti, yetkili kuruluşlar tarafından kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler ise genel niteliktedir. Bu tavsiyeler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanılarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

Bu rapordaki veri, grafik ve tablolar güvenilirliğine inandığımız sağlam kaynaklardan derlenmiş olup, burada yer alan yorum ve tavsiyeler, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Bu bilgiler ışığında yapılan ve yapılacak olan ileriye dönük yatırımların sonuçlarından ŞEKER YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş. hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. Ayrıca, Şeker Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin yazılı izni olmadıkça bu raporların içeriği kısmen ya da tamamen üçüncü kişilerce hiç bir şekil ve ortamda yayınlanamaz, iktisap edilemez, alıntı yapılamaz, kullanılamaz.

Şeker Yatırım Menkul Değerler A.Ş.- Büyükdere Cad. No:171 Metrocity A Blok Kat 4-5

ŞİŞLİ /İSTANBUL Tel: 0212 334 33 33, Pbx Fax: 0212 334 33 34,

[arastirma@sekeryatirim.com](mailto:arastirma@sekeryatirim.com)