

MİGROS

Yılın ilk yarısındaki güçlü performansın ardından, Migros için beklentilerimizi yukarı yönlü revize ediyoruz. Migros <MGROS TI> için 12 aylık hedef fiyatımızı 228,00 TL'den, 623,00 TL'ye yükseltirken, AL tavsiyemizi sürdürüyoruz. 12 aylık hedef fiyatımız %73 getiri potansiyeline işaret etmektedir. Online ve fiziksel mağazalarda artan müşteri trafiği, devam eden mağaza açılışları, yüksek faaliyet kaldırıcı, güçlü nakit pozisyonu ışığında Migros'un büyümeye devam edeceğini düşünüyoruz. 6A23'teki güçlü operasyonel performans ve enflasyonist dönemde uygulanan rekabetçi fiyat stratejisiyle yılın geri kalanı için yapıcı görüşe sahibiz. Değerlememizde Migros'un 2023T dönemi net karını yıllık bazda %62, 2024T dönemi net karını ise yıllık bazda %60 artıracığını öngörüyoruz. Migros, 2023T dönemi tahminlerimizde 16,1x F/K, 2024T dönemi tahminlerimizde 10,1x F/K çarpanıyla işlem görmektedir.

Online ve fiziksel mağazalarda artan müşteri trafiği satış büyümesini destekliyor... Migros'un toplam mağaza sayısı yılın ilk yarısında geçen yılın aynı dönemine göre 419 artarak 3.100 adete ulaşırken, toplam satış alanı yıllık bazda %8,6 büyüyerek 1.860 bin m²'ye ulaştı. Hem online hem fiziksel mağaza kanallarında devam eden büyüme, Migros'un pazar payı kazanımını desteklemektedir. Trafik ve sepet büyüklüğündeki artan ivme ışığında Migros'un 2Ç23 net satışları geçen yıla göre %106 artarken, 1Y23 satışları yıllık bazda %113 artışla 60.135 milyon TL'ye ulaştı. 2Y23 dönemi net satışların yıllık bazda %83, çeyrek bazda %41'lik artışla 84.779 milyon TL'ye ulaşmasını öngörüyoruz. Migros'un 2Y23'te 258 adet yeni mağaza açacağını ve online segmentinin güçlü performansı ile gıda perakende pazarındaki güçlü pazar payını koruyacağını düşünüyoruz. Yüksek gıda enflasyonu ve tüketici talebindeki güçlü seyri de dikkate alarak, büyümenin 2Y23'te devam edeceğini düşünüyoruz.

Online satış kanalındaki büyüme trendi devam ediyor... Migros'un Türkiye genelinde hizmet veren "Migros Sanal Market" adında online satış platformu bulunmaktadır. 1Y23 döneminde online hizmet veren mağaza sayısı geçen yılın aynı dönemine göre 73 artarak, 1.028 adete ulaştı. 2Ç23'te online satışlar (tütün ve alkol hariç) yıllık bazda %135 artışla 4,8 milyar TL'ye, 1Y23 dönemi satışlar ise yıllık bazda %134 artışla 8,9 milyar TL'ye ulaştı. 1Y23 itibariyle şirketin online satışların toplam satışlar içindeki payı %16,7'ye yükselirken, geçen yılın aynı döneminde %16 seviyesindeydi. Online satışlardaki büyümenin toplam satışlar ve operasyonel performansına olan katkısını da dikkate aldığımızda, Migros'un gelecek dönem büyümesini destekleyen ana katalizörlerden biri olacağını düşünüyoruz.

Riskler: ... i) organik büyümeyi kısıtlayacak olası regülasyon değişimleri ii) gıda fiyatlarında keskin bir daralma iii) müşteri tercihi doğrultusunda olası trafik yavaşlamasının Migros için önemli risk unsurları olabileceğini düşünüyoruz.

Tavsiye

AL

Hedef fiyat TL 623,00
Getiri potansiyeli %68

Pay bilgileri

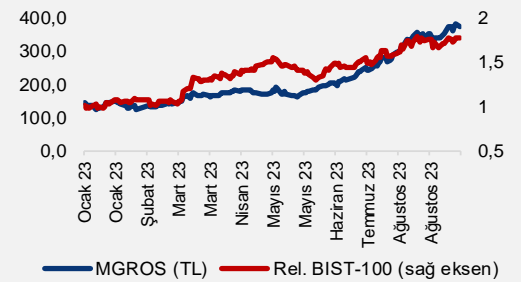
Pay Kodu	MGROS TI
Pay fiyatı (11.09.2023)	370,80
Pay fiyatı aralığı (52 haftalık)	123,2 / 379,0
Piyasa Değeri (TL mn - mn USD)	67.135 - 2.501
Pay adedi (mn) & halka açıklık oranı	181 - 51%
Yabancı Takas Oranı	40,87%
Pazar	Yıldız
Sektör	Perakende Ticaret

Ortalama işlem hacmi	1 Ay	3 Ay	12 Ay
milyon ABD doları	27,0	21,7	18,2

Fiyat performansı	1 Ay	3 Ay	YBB
TL	8%	93%	157%
USD	9%	69%	79%
BIST-100'e göre performans	3%	33%	74%

Tahminler (TL mn)	2022	2023E	2024E
Net satışlar	74.502	144.914	242.556
FAVÖK	5.968	9.841	17.340
Net kâr	2.570	4.166	6.677

Değerleme	2022	2023E	2024E
F/K	26,1x	16,1x	10,1x
F/DD	16,6x	8,4x	5,1x
FD/FAVOK	10,7x	6,5x	3,7x
FD/Net satışlar	0,9x	0,4x	0,2x
Temettü verimi	0%	1%	2%



Kadirhan Öztürk

+90 212 355 4646

kadirhan.ozturk@tacirler.com.tr

Oğuzhan Kaymak

+90 212 355 2604

oguzhan.kaymak@tacirler.com.tr

Rekabetçi özgün markalı ürün fiyatları pazardaki güçlü konumunu destekliyor... Migros, özgün markalı ürünlerini uygun fiyatlarla tüketiciye sunmaktadır. Migros'un müşteri memnuniyeti çerçevesinde kendi markalı ürünlerin alış fiyatı değişimlerini müşterilerine daha az yansıtmaktadır. Bu durum, operasyonel kâr marjı üzerinde baskı oluştursa da, müşteri memnuniyetini desteklemektedir. Diğer taraftan Migros, rekabetçi özgün ürün fiyatları ile rakipleri karşısında pazarda önemli kazanım elde etti.

6A23 dönemi güçlü performansın ardından tahminlerimizi yukarı yönlü revize ediyoruz... 2Ç23 finansal sonuçların ardından şirket, 2023 yılına ilişkin beklentilerini yeniledi. Migros, 2023 yılı için %80 – 85 olan konsolide satış büyümesi beklentisini ~ %90 olarak revize ederken, %7,0 – 7,5 olan FAVÖK marjı beklentisini %6,5 - %7,0 aralığına indirdi. Diğer taraftan yaklaşık 365 olan yeni mağaza açma hedefi, yaklaşık 450 mağazaya yükseltildi. 2023T dönemi için yaklaşık 4 milyar TL olan yatırım harcaması öngörüsü ise yaklaşık 6 milyar TL düzeyine yükseltildi. 2023T dönemi net satışların yıllık bazda %94,5 artışla 144.914 milyon TL'ye ulaşacağını, %6,8 marj ile 9.841 milyon TL FAVÖK tahminliyoruz. Böylece, Migros'un 2023T dönemi net karının yıllık bazda %62 artışla 4.166 milyon TL'ye, 2024T dönemi net karının ise yıllık bazda %60 artışla 6.677 milyon TL'ye ulaşmasını bekliyoruz. Değerlememe dönemimizde ortalama %7,2 FAVÖK marjı, gelirlerde %29'luk bileşik büyüme oranı öngörüyoruz. Migros, 2023T dönemi tahminlerimizde 16,1x F/K, 2024T dönemi tahminlerimizde 10,1x F/K çarpanıyla işlem görmektedir.

Tablo: MGROS – İNA Değerlemesi

(mn TL)	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T
Net Satışlar	144.914	242.556	334.284	435.890	534.789	638.555	749.453	871.700
Yıllık Büyüme	94,5%	67,4%	37,8%	30,4%	22,7%	19,4%	17,4%	16,3%
FAVÖK	9.841	17.340	24.055	31.423	38.446	45.692	54.792	63.257
Büyüme %	64,9%	76,2%	38,7%	30,6%	22,4%	18,8%	19,9%	15,4%
FAVÖK Marjı %	6,8%	7,1%	7,2%	7,2%	7,2%	7,2%	7,3%	7,3%
Vergiler	-1.528	-2.923	-4.179	-5.607	-6.991	-8.445	-10.309	-12.056
Yatırımlar	-5.665	-6.561	-7.557	-8.403	-9.177	-9.839	-10.549	-11.309
Net İşletme Sermayesi Değişimi	-5.535	-2.984	-4.194	-3.315	-1.577	-223	1.252	2.612
Serbest Nakit Akımları	8.182	10.840	16.514	20.728	23.856	27.630	32.682	37.280
SNA Marjı %	5,6%	4,5%	4,9%	4,8%	4,5%	4,3%	4,4%	4,3%
AOSM	25%	25%	26%	26%	26%	26%	26%	27%
İNA	7.937	8.414	10.202	10.192	9.310	8.542	7.993	7.204
Sonsuz Büyüme Oranı	5%							
Sonsuz Büyüme Değeri	181.568							
Sonsuz Büyüme Değeri (BD)	35.087							
Nakit Akımların Bugünkü Değeri	74.414							
Sonsuz Büyüme Bugünkü Değeri	35.087							
Firma Değeri	109.501							
Net Borç (Nakit)	-3.363							
Özkaynak Değeri	112.864							
Ödenmiş Sermaye	181							
Hedef Hisse Fiyatı	623,00							
Hisse Fiyatı	370,80							
Getiri Potansiyeli	68%							

Kaynak: Şirket verisi, Tacirler Yatırım

PROJEKSİYONLAR

Bilanço	2019	2020	2021	2022	2023T	2024T	2025T
Nakit ve benzerleri	2.328	3.231	2.343	7.678	11.526	19.625	22.738
Ticari alacaklar	126	175	171	487	872	1.326	2.011
Stoklar	2.666	3.340	3.800	10.905	18.159	26.035	36.555
Finansal yatırımlar	6	2	388	35	50	65	80
Maddi duran varlıklar	3.929	2.959	2.992	7.195	11.616	11.616	19.845
Diğer duran varlıklar	4.761	5.671	4.783	10.123	13.724	13.724	13.724
Toplam varlıklar	13.817	15.378	14.476	36.424	55.946	72.391	94.952
Kısa vadeli borçlanmalar	1.437	2.156	2.067	2.443	3.588	3.624	3.660
Ticari borçlar	5.744	7.339	7.345	21.040	34.213	45.528	60.927
Uzun vadeli borçlanmalar	5.400	4.617	3.872	5.012	5.763	5.763	5.763
Diğer uzun vadeli yükümlülüğü	883	1.235	1.158	3.883	4.436	4.436	4.436
Uzun vadeli yükümlülükler	13.465	15.347	14.442	32.378	48.000	59.351	74.786
Özkaynaklar	353	31	34	4.046	7.946	13.040	20.166
Ödenmiş sermaye	181	181	181	181	181	181	181
Diğer özkaynaklar	171	-150	-147	3.865	7.765	12.859	19.985
Toplam kaynaklar	13.817	15.378	14.476	36.424	55.946	72.391	94.952
Net borç	4.509	3.541	3.597	-223	-2.175	-10.238	-13.315
Net işletme sermayesi	-2.951	-3.825	-3.374	-9.648	-15.183	-18.167	-22.361

Oranlar

Karlılık							
Özkaynak kârlılığı	-%93,5	-%210,1	%1102,1	%126,0	%69,5	%63,6	%58,6
Net kâr	-%2,0	-%1,4	%1,0	%3,4	%2,9	%2,8	%2,9
Aktif devri	1,9x	2,0x	2,4x	2,9x	3,1x	3,8x	4,0x
Kaldıraç	25,1x	76,1x	458,4x	12,5x	7,7x	6,1x	5,0x
Aktif kârlılığı	-%3,7	-%2,8	%2,4	%10,1	%9,0	%10,4	%11,6

Kaldıraç

Finansal borç/toplam varlık	%49	%44	%41	%20	%17	%13	%10
Net borç/özsermaye	12,79	114,02	105,59	-0,06	-0,27	-0,79	-0,66
Net borç/FAVÖK	2,11	1,59	1,24	-0,04	-0,22	-0,59	-0,55

Hisse başına (TL)

Net kâr	-2,55	-2,23	1,98	14,20	23,01	36,88	53,74
Özkaynak	1,95	0,17	0,19	22,35	43,89	72,02	111,38
Temettü	0,00	0,00	0,00	0,00	2,56	8,74	14,38

Gelir tablosu	2018	2019	2020	2021	2022	2023T	2024T	2025T
Net satışlar	18.717	22.865	28.790	36.272	74.502	144.914	242.556	334.284
Brüt kâr	4.881	6.119	6.771	8.755	17.793	33.058	55.519	76.740
Faaliyet giderleri	-4.032	-4.771	-5.390	-6.768	-13.003	-25.781	-41.601	-56.841
Esas faaliyet kârı	849	1.349	1.381	1.987	4.790	7.277	13.918	19.898
FAVÖK	1.144	2.136	2.224	2.894	5.968	9.841	17.340	24.055
Net diğer gelir	-408	-517	-347	-1.279	-2.205	-2.356	-3.488	-4.445
Net finansman geliri	-1.352	-1.243	-1.283	-699	-723	-432	-2.215	-3.446
Vergi öncesi kâr	-1.047	-441	-221	225	1.908	4.850	8.665	12.570
Vergi gideri	212	-30	-183	133	672	-642	-1.920	-2.740
Net kâr	-836	-461	-403	359	2.570	4.166	6.677	9.731

Nakit akış tablosu

FAVÖK	2.136	2.224	2.894	5.968	9.841	17.340	24.055
Vergi gideri	92	1.147	1.169	-807	-1.528	-2.923	-4.179
Yatırımlar	129	389	-882	-2.195	-5.665	-6.561	-7.557
İşletme sermayesi değişimi	-454	-874	451	-6.274	-5.535	-2.984	-4.194
Serbest nakit akışı	1.903	4.634	2.731	9.240	8.182	10.840	16.514

Büyüme ve marjlar

Net satışlar	%22	%26	%26	%105	%95	%67	%38
FAVÖK	%87	%4	%30	%106	%65	%76	%39
Net kâr	-%45	-%13	-%189	%616	%62	%60	%46
Brüt marj	%26,1	%26,8	%23,5	%24,1	%23,9	%22,8	%23,0
Esas faaliyet kâr marjı	%4,5	%5,9	%4,8	%5,5	%6,4	%5,7	%6,0
FAVÖK marjı	%6,1	%9,3	%7,7	%8,0	%8,0	%6,8	%7,1
Net marj	-%4,5	-%2,0	-%1,4	%1,0	%3,4	%2,9	%2,9
Serbest nakit akışı marjı	%0,0	%8,3	%16,1	%7,5	%12,4	%5,6	%4,9

Değerleme

F/K	-80,3x	-145,7x	-166,6x	187,1x	26,1x	16,1x	10,1x	6,9x
F/DD	106,1x	190,5x	216,4x	1970,8x	16,6x	8,4x	5,1x	3,3x
FD/FAVOK	55,8x	29,9x	28,7x	22,1x	10,7x	6,5x	3,7x	2,7x
FD/Net satışlar	3,7x	3,1x	2,5x	2,0x	0,9x	0,4x	0,2x	0,2x
Temettü verimi	%0,0	%0,0	%0,0	%0,0	%0,0	%0,7	%2,4	%3,9
Serbest nakit akışı verimi	%0,0	%2,8	%6,9	%4,1	%13,8	%12,2	%16,1	%24,6

Kaynak: Tacirler Yatırım Araştırma

* Bütün rakamlar milyon TL olarak ifade edilmiştir.

Yatırım Merkezlerimiz

Genel Müdürlük

Nispetiye Cad. B-3 Blok Kat 9 Akmerkez Etiler - İSTANBUL
0 212 355 46 46

Adana	Cemal Paşa Mah. Gazipaşa Bul. Cemal Uğurlu Apt. Kat: 1 D: 4	(0 322) 457 77 55
Akatlar İrtibat Bürosu	Akat Mahallesi Meydan Caddesi B Blok No: 16 D: 8 (Eski No D: 10) Beşiktaş	(0 212) 355 46 46
Ankara	Remzi Oğuz Arık Mah. Tunalı Hilmi Cad. Yaprak Apt. No: 94 Kat: 2 D: 9 Kavaklıdere Çankaya	(0 312) 435 18 36
Ankara - Çukurambar İrtibat Bürosu	Kızılırmak Mah. Ufuk Üniversitesi Cad. Next Level Loft Ofis No: 4/65 Kat: 24 Söğütözü Çankaya	(0 312) 909 87 70
Antalya	Şirinyalı Mah. İsmet Gökşen Cad. Özden Apt. No: 82/6 Muratpaşa	(0 242) 248 45 20
Bakırköy	İstanbul Cad. Bakırköy İş Merkezi No: 6 Kat: 4 D: 14 Bakırköy	(0 212) 570 52 59
Bodrum İrtibat Bürosu	Konacık Mahallesi, Atatürk Bulvarı, Arbor-Abdullah Ünal Çabuk İş Merkezi No: 285/1-A 6 Bodrum	(0 212) 355 46 46
Bursa	Muradiye Mah. Çekirge Cad. Koçer Apt. No: 49 Kat: 2 D: 4 Osmangazi	(0 224) 225 64 10
Çankaya İrtibat Bürosu	Çankaya Mahallesi Cinnah Caddesi Cinnah Apartmanı No: 55 D: 7-8 Çankaya / ANKARA	(0 212) 355 46 46
Denizli	Urban İş Merkezi 2. Ticari Yol Daire 26 Kat: 6 Bayramyeri	(0 258) 265 87 85
Erenköy	Bağdat Cad. Çubukçu Apt. No: 333 Kat: 2 D: 4 Kadıköy	(0 216) 348 82 82
Gaziantep	İncilipinar Mah. Gazimuharapaşa Bul. Kepkepzade Park İş Merkezi B Blok No: 18 Kat: 1 D: 5	(0 342) 232 35 35
Girne	Ziya Rızıkı Cad. Şehit Necati Gürkaya Sok. Kat: 1 D: 1 Girne - KKTC	(0 392) 815 14 54-55-56
İzmir	Şair Eşref Bul. Ragıp Şanlı İş Merkezi No: 6 Kat: 3 D: 306 Çankaya	(0 232) 445 01 61
İzmir İrtibat Bürosu	Şehit Nevres Bulvarı Eczacıbaşı Apartmanı No: 7 Kat: 2 Daire: 5 Pasaport Alsancak - Konak	(0 232) 241 24 50
İzmit	Hürriyet Cad. Kaya İşhanı No: 39/5 İzmit	(0 262) 323 11 33
İzmit İrtibat Bürosu	Ömerağa Mah. Alemdar Cad. İ. Kolaylı Apt. No: 8 Kat: 2 İzmit	(0 262) 260 01 01
Karadeniz Ereğli	Murtaza Mah. Hamamüstü Sok. İ. Esat Taneri İş Merkezi No: 19 Kat: 2 Karadeniz Ereğli	(0 372) 316 40 50
Kartal	Üsküdar Cad. Cevat Kayacan Apt. No: 26 Kat: 4 D: 8 Kartal	(0 216) 306 22 71 - 306 22 06
Kayseri	Cumhuriyet Mah. Turan Cad. Turan Plaza Apt. No: 8 Kat: 2 D: 5 Melikgazi	(0 352) 221 08 68 - 222 82 51
Marmaris İrtibat Bürosu	Kemeraltı Mah. Orgeneral Mustafa Muğlalı Cad. Güven Apt. No: 22 D: 2 Marmaris	(0 252) 321 08 00
Merkez Şube	Akat Mahallesi Meydan Caddesi B Blok No: 16 D: 7 (Eski No D: 9) Beşiktaş	(0 212) 355 46 46
Mersin	İnönü Mah. 1401 Sok. No: 32 Pozcu Evo Kat: 2 No: 10-11 Yenişehir Mersin	(0 324) 238 11 89
Trabzon İrtibat Bürosu	Kemerkaya Mahallesi Halkevi Cad. Mandıralı İş Merkezi No: 4 Daire: 4 Ortahisar	(0 462) 432 24 50

Uyarı Notu

Bu raporda yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmakta olup finansal bilgi ve genel yatırım tavsiyesi kapsamında hazırlanmıştır ve hiçbir şekilde 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 dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

Yatırım Danışmanlığı hizmeti talep edilmesi halinde; yatırımcının Tacirler Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ile Yatırım Danışmanlığı sözleşmesi imzalamış olması, Yerindelik Testi'ni tamamlamış ve risk grubunun belirlemiş olması zorunludur.

Bu raporda yer alan her türlü bilgi, yorum ve tavsiye uygunluk testi ile tespit edilecek risk grubunuz ve getiri beklentiniz ile uyumlu olmayabilir. Dolayısıyla, uygunluk testi neticesinde risk grubunuz tespit edilmeden sadece burada yer alan bilgilere dayanılarak yatırım kararı verilmesi amaç, bilgi ve tecrübenize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

Bu rapor herhangi bir sürede belirli bir getirinin sağlanacağına dair bir taahhüt içermemekte olup, zaman içerisinde piyasa koşullarında meydana gelen değişiklikler nedeniyle yorum ve tavsiyelerde değişiklikler söz konusu olabilir. Bu raporda bahsedilen yatırım araçlarının fiyatları ve değerleri yatırımcıların menfaatlerine aykırı olarak hareket edebilir ve netice itibarıyla yatırımcılar anaparalarını kaybetme riski ile karşı karşıya kalabilirler. Bu raporda yer alan geçmiş performans verileri gelecekte elde edilecek sonuçların bir garantisi olarak kabul edilemez.

Bu raporda yer alan tüm bilgiler ve görüşler yatırımcıları bilgilendirmek amacıyla, Tacirler Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından güncel ve güvenilir kaynaklardan temin edilmiş olmakla beraber, Tacirler Yatırım Menkul Değerler A.Ş. söz konusu bilgilerin doğru ve tam olduğunu taahhüt etmemektedir. Raporlardaki yorumlardan, bilgilerin tam veya doğru olmaması ve/veya güncellenme nedeniyle doğabilecek maddi ve manevi zararlardan Tacirler Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ve çalışanları sorumlu tutulamaz.

Bu rapor, sadece gönderildiği kişilerin kullanımı içindir. Bu raporun tümü veya bir kısmı Tacirler Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin yazılı izni olmadan çoğaltılamaz, yayımlanamaz veya üçüncü kişilere gösterilemez, ticari amaçla kullanılamaz. Aksi halde, Tacirler Yatırım Menkul Değerler A.Ş. uğramış olduğu bütün zarar ve ziyanı talep etme hakkını saklı tutar.