

Migros <MGROS TI>

Yeni iş kolları ve büyüme hikayesi...

Migros'un perakende sektöründeki güçlü pazar payı ve nakit üretim gücü ile yüksek faiz ortamında istikrarlı reel büyüme sunabilecek şirketler arasında öne çıktığını düşünüyoruz. Özellikle geçmiş dönemlerde zorlu şartlardaki performansı ve bilanço görünümündeki iyileşme dolayısıyla kısa süreli enflasyon risklerine karşı dirençli olmasını öngörüyoruz. Hem yeni mağaza açılışları hem de online kanal ve diğer iş kollarıyla büyüme hikayesi süren Migros'un cazip bir yatırım teması sunduğu görüşünderiz. Yurt dışı benzerlerine kıyasla 2024T F/K ve FD/FAVÖK çarpanları bazında sırasıyla %37 ve %15 iskontoyla işlem gören MGROS'ta indirgenmiş nakit akımı (İNA) ve benzer çarpan analizi yöntemleriyle ulaştığımız 12 aylık hedef fiyat 691,70 TL olup %57 getiri potansiyeline işaret etmektedir.

- Mağaza açılışı ve diğer kanallarla desteklenen büyüme...** Migros hızlı tüketim perakendeciliği alanında ana oyuncularından biri olmakla birlikte mağaza açılışları ve pazar payını artırmayı sürdürüyor. 2023 sonu itibariyle toplam mağaza sayısını 3363'e yükseltirken (2022: 2908) modern hızlı tüketim pazarındaki payını 120 baz puan artırmayı başardı. Online kanalın yanı sıra yeni eklenen kategorilerin (Mion-kişisel bakım, Kiosk-içecek-şarküteri) de büyümeye katkısı artarak sürecektir.
- Güçlenen bilanço ve artan dayanıklılık...** Migros borçluluğunu azaltma politikası sonucunda 2023 sonu itibariyle 2,55 milyar TL net nakit pozisyonunda bulunuyor. Enflasyonla mücadele kapsamında perakende şirketlerine yönelik önlemler olabileceğine dair endişeler olsa da hem bilanço yapısı hem pazardaki güçlü konumu ile olası düzenlemelere karşı görece sağlam bir konumda olduğuna inanıyoruz.
- Yeni iş kolları ve satın alımlar...** Şirket Temmuz 2023'te paketlenmiş gıda üretimi alanında faaliyet gösteren Gurmepack şirketinin %50 hissesini satın aldı. Böylece modern perakende işkoluna ek olarak gelir üretimini çeşitlendirme adına büyümeyi destekleyici bir adım atmış oldu. Ayrıca son dönemde yaptığı paketleme ve depolama tesis alımlarının da hem büyüme hem de karlılık anlamında katkı sağlayacağını düşünüyoruz.
- Riskler...** Enflasyon ve asgari ücret artışına bağlı olarak personel giderlerindeki hızlı artış marjlar üzerinde kısa vadede baskı oluşturmaya devam edebilir. Ancak bu etkinin geçen yıla göre hafifleyeceğini ve 2024 genelinde marjlarda önceki yıla göre toparlanma görülebileceğini öngörüyoruz. Sektöre yönelik yeni düzenlemelerin gelmesi ana risk faktörü olarak düşünülebilir.

MGROS:TI / MGROS:IS

Öneri:

Hedef Fiyat:

Getiri Potansiyeli:

AL
₺691.70
57%

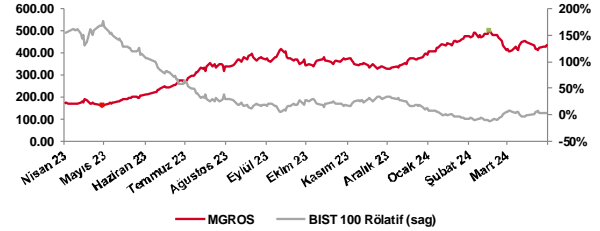
Hisse Fiyatı (TL):	441.50
Piyasa Değeri (mn TL):	79,935
Hisse Adedi (mn):	181.05
Fili Dolaşım Oranı (%):	51.00
Fili Dolaşım Piyasa Değeri (mn TL):	40,767
Pazar:	Yıldız Pazar
Sektör:	Perakende Ticaret

Finansal Göstergeler

	2022	2023	2024T	2025T
Ciro	140,480	181,674	247,881	363,576
FAVÖK	3,761	3,221	13,633	19,997
Net Kar	9,140	8,829	11,227	13,768
FAVÖK Marjı	2.7%	1.8%	5.5%	5.5%
Net Marj	6.5%	4.9%	4.5%	3.8%
FD/FAVÖK	1.5x	3.3x	5.5x	3.3x
F/K	0.7x	1.5x	7.1x	5.8x
FD/Satış	0x	0.1x	0.3x	0.2x
Net Borç/FAVÖK	-0.3x	-0.8x	-0.4x	-0.7x
Özkaynak Karlılığı	33.3%	24.5%	24.0%	23.0%
Aktif Karlılığı	11.2%	9.6%	9.2%	8.5%

Hisse Performansı

	1A	3A	12A	YBB
Nominal	6%	12%	149%	32%
Rölatif (BIST-100)	-1%	-6%	25%	1%
Ortalama İşlem Adedi (mn)	1.82	1.61	1.71	1.61
Ortalama İşlem Hacmi (mn TL)	776	718	584	687



Hissedarlık Yapısı

	Sermayede ki Payı
Diğer	50.8%
Mn Perakendecilik Ve Ticaret A.Ş.	49.2%

Şirket Künyesi

Şirket, her türlü gıda ve tüketim mallarının perakende satışı ile perakende tüketime yönelik toptan satışı alanında faaliyet göstermektedir. 2023 yıl sonu itibariyle toplam 1,93 milyon m2 satış alanına sahip 3363 mağaza ile faaliyetlerini sürdürmektedir. Ana faaliyeti perakendecilik olup araç şarj istasyonu işletmesi, paketi hazır yemek satışı gibi alanlarda da girişimleri bulunmaktadır.

Araştırma Bölümü
+90 212 244 55 66
www.global.com.tr

Gelir Tablosu (mn TL)	2021	2022	2023	2024T	2025T
Satışlar	36,272	140,480	181,674	247,881	363,576
Satışların Maliyeti	27,518	114,210	147,671	193,347	283,590
Brüt Kar	8,755	26,270	34,003	54,534	79,987
Faaliyet Giderleri	6,768	27,254	36,983	48,337	70,897
Net Esas Faaliyet Karı	1,987	-985	-2,980	6,197	9,089
FAVÖK	2,894	3,761	3,221	13,633	19,997
Esas Faaliyetler Diğer Gelir/(Gider), Net	-1,279	-3,838	-3,630	-3,718	-5,454
Finansal Gelirler/(Giderler), Net	-699	-1,689	225	248	364
Vergi Öncesi Kar	225	9,133	10,792	15,121	18,542
Vergi Gideri	-133	-23	1,887	3,780	4,636
Azınlık Payları	0	16	77	113	139
Net Kar/(Zarar) (Ana Ortaklığa Ait)	359	9,140	8,829	11,227	13,768

Bilanço (mn TL)	2021	2022	2023	2024T	2025T
Nakit ve Nakit Benzerleri	3,632	12,652	12,355	17,094	26,865
Finansal Yatırımlar	3	639	463	691	751
Ticari Alacaklar	178	803	370	1,141	1,674
Stoklar	4,675	18,541	21,929	30,338	44,497
Maddi Duran Varlıklar	3,750	16,741	20,295	19,799	19,072
Diğer Varlıklar	5,862	32,244	36,719	53,163	68,969
Toplam Varlıklar	18,100	81,620	92,129	122,226	161,828
Finansal Borç	6,080	12,284	10,270	12,615	14,465
KV Ticari Borçlar	9,582	34,668	37,390	51,174	74,282
Diğer Yükümlülükler	1,903	7,161	8,215	10,718	12,091
Toplam Yükümlülükler	17,564	54,113	55,875	74,507	100,838
Özkaynaklar (Ana Ortaklığa Ait)	536	27,435	36,024	46,684	59,757
Ödenmiş Sermaye	181	181	181	181	181
Net Borç/(Nakit)	2,445	-1,007	-2,547	-5,170	-13,151

Nakit Akışı (mn TL)	2021	2022	2023	2024T	2025T
FAVÖK	2,894	3,761	3,221	13,633	19,997
Faaliyet Karı Vergi Oranı	497	-246	-745	1,549	2,272
Net işletme Sermayesi Değişimi	-903	-10,596	233	-4,603	-8,415
Yatırım Harcamaları	882	3,967	5,094	6,941	10,180
Serbest Nakit Akımı	2,419	10,636	-1,361	9,747	15,960

Büyüme	2021	2022	2023	2024T	2025T
Satışlar	26%	287%	29%	36%	47%
FAVÖK	30%	30%	-14%	323%	47%
Net Kar	-189%	2447%	-3%	27%	23%

Finansal Rasyolar	2021	2022	2023	2024T	2025T
Hisse Başına Kar (TL)	1.98	50.57	49.19	62.64	76.81
Özsermaye Karlılığı	66.9%	33.3%	24.5%	24.0%	23.0%
Brüt Marj	24.1%	18.7%	18.7%	22.0%	22.0%
FAVÖK Marjı	8.0%	2.7%	1.8%	5.5%	5.5%
Net Kar Marjı	1.0%	6.5%	4.9%	4.5%	3.8%
Net Borç/FAVÖK	0.8x	-0.3x	-0.8x	-0.4x	-0.7x

Kaynak: Finnet, Global Menkul Araştırma



MEVCUT OPERASYONEL GÖRÜNÜM

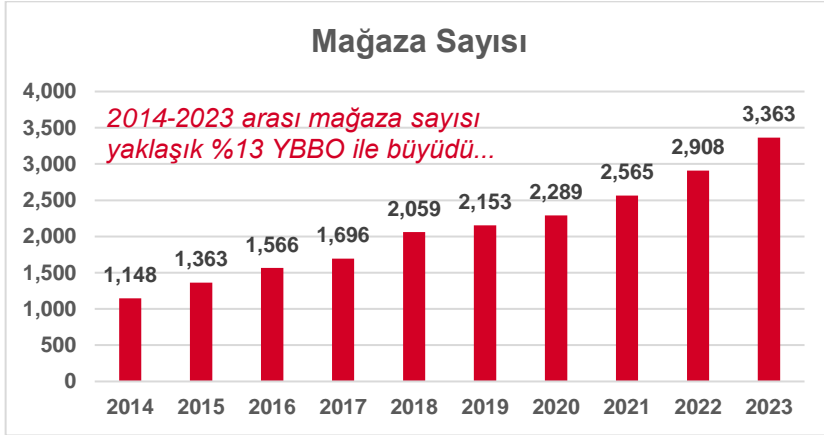
2023 sonu itibariyle toplam mağaza sayısı 455 artışla 3.363 adede ulaştı (2022 sonu: 2.908, 3Ç23 sonu: 3.205). Satış alanı ise 2022'ye kıyasla %7,5 artışla 1,93 milyon m2'ye yükseldi.

Online hizmet veren mağaza sayısı ise 137 artışla 1.093 oldu. Online satışların toplam satışlar içindeki payı (tütün&alkol hariç) 2022 yılında %15,6 iken 2023 yılında %17 düzeyinde gerçekleşti.

Şirket'in modern hızlı tüketim ürünleri pazar payını 2023 yılında 120 baz puan artarak %16,2 oldu.

Migros'un mağaza portföyü
Supermarketler: M, MM, MMM ve MigrosJet, 3054 adet, 1,59 milyon m2
Hipermarketler: 5M Migros, 55 adet, 257 bin m2
Macrocenter: Macrocenter, 156 adet, 67 bin m2
Mion: Mion Kişisel Bakım, 70 adet, 10 bin m2
Toptan: Toptan, 28 adet, 16 bin m2
Online: MigrosHemen, MigrosSanalmarket, macroonline, Migrosyemek, Migrosekstra, Tazedirekt, Mion uygulamaları.

Grafik 1: Migros mağaza sayısı gelişimi



YENİ GİRİŞİMLER

Şirket son dönemde ana iş kolunu destekleyici farklı iş kollarında yeni girişimler gerçekleştiriyor.

2019 yılında Paket Taxi'nin %25 payını satın alan Şirket 2022 yılında pay sahipliğini %75'e yükseltti, son olarak Şubat 2024'te %18,3 payın alınması ile doğrudan ve dolaylı pay oranı %92,1'e yükseldi. Paket Taxi online siparişlerde teslimat hizmeti sağlamakta. Şirket 2023 yılı itibariyle 81 ilde, 550'nin üzerinde araçlık filo ile faaliyet gösteriyor.

2022 yılında ayrıca elektrikli araçlara şarj hizmeti vermek için Migen Enerji ve Elektrikli Araç Şarj Hizmetleri A.Ş.'nin kuruluşu gerçekleşti. Migen Enerji, 2023 itibarıyla 'MİGGO' adı altında 19 ilde 50 farklı mağazada 55 şarj istasyonu ile faaliyet göstermekte. 2024 yılında şarj istasyonu sayısının yaygınlaştırılması hedefleniyor.

2023 yılının önemli bir değişimi de mağaza formatlarında oldu. Kişisel bakım mağazacılığı formatında "Mion" markası hayata geçti. Yılsonu itibariyle 22 ilde 70 adet Mion mağazası bulunmaktadır. Mion'da 27'si kendi markası olmak üzere toplam 546 markanın satışı yapılıyor. Migros, Mion mağazalarını İstanbul, İzmir, Ankara ağırlıklı olmak üzere diğer şehirlerde de yaygınlaştırarak hizmet ağını genişletmeyi hedefliyor.



Migros, Temmuz 2023'te paketli yemek üretimi ve satışını gerçekleştiren 10.000.000 TL nominal sermayeli CRC Danışmanlık ve Organizasyon A.Ş.'nin (Gurmepack) %50 payının satın alınmasına karar verdi. Aralık 2023 itibarıyla CRC'nin %30'u Migros Ticaret A.Ş. tarafından 53,26 milyon TL, %20'si ise bağlı ortaklığı Dijital Platform Gıda Hizmetleri A.Ş. tarafından 35,5 milyon TL bedelle devralındı. Söz konusu alımla, online ve fiziki mağazalarda hazır/paketli yemek satış kanallarını güçlendirmek ve personel yemek ihtiyacına destek olmak hedefleniyor. Söz konusu alımın 2024 yılından itibaren Migros'un satış gelirleri üzerinde katkı sağlayacağını düşünüyoruz.

MoneyPay Ödeme ve Elektronik Para Hizmetleri A.Ş. ise Migros'un finansal teknoloji alanında faaliyet gösteren iştiraki konumundadır. Şirket, perakende müşterilerinin ve kurumsal firmaların ihtiyaçlarına yönelik kapsamlı finansal ürün ve hizmetler sağlamakta. Şirket'in 2023 yılı performansına bakıldığında toplam ödeme hacminin yıllık bazda %444 oranında etkileyici bir artışla 4,9 milyar TL'ye yükseldiği dikkat çekiyor.

Şirket ek olarak hem karbon ayak izini azaltmak hem de enerji giderlerini azaltmak amacıyla güneş enerjisi yatırımlarına başladı. Migros ve Aksa Solar, Migros'un 300'ü aşkın mağazasının enerji ihtiyacını karşılayacak 16 MWp kurulu güneş enerjisi santrali (GES) kurulumu için iş birliği yaptı. Mevcut durumda Adana ve Diyarbakır'da çatı GES'ler bulunmaktadır. Torbalı ve Muğla Dağıtım Merkezlerinde ve MİGET'te çatı güneş panel sistemleri tamamlanmış olup resmî kabul süreçleri devam etmekte. Yıllık ortalama 27 milyon kWh üretim ile 2026 yılı sonuna kadar toplam enerji tüketiminin 1/3'ünün bu santrallerden sağlanması amaçlanıyor.

Her ne kadar mevcut durumda ciro katkısı sınırlı bir düzeyde olsa da yeni iştirakler ve iş kollarının sağladığı çeşitlilik Şirket'in önümüzdeki dönemde dengeli ve istikrarlı büyümesine katkı sağlayacaktır.

2023 YILI GERÇEKLEŞMELER

Enflasyon muhasebesi düzeltmesi içeren finansal sonuçlara göre, Şirket'in satış gelirleri 2023 yılında yıllık bazda %29 oranında artarak 181,67 milyar TL'ye ulaştı. Operasyonel marjlarda önceki yıla göre kısmi azalış görülürken FAVÖK yıllık bazda %14 azalışla 3,22 milyar TL oldu. Ana ortaklığa ait net kar bu dönemde efektif vergi oranının artmasına da bağlı yıllık bazda %3 azalarak 8,83 milyar TL oldu.

Enflasyon muhasebesi hariç ise 2023 yılında önceki yıla kıyasla %96 ciro büyümesi kaydedildi. FAVÖK yıllık %64, net kar ise %131 artış gösterdi. Dolayısıyla cari fiyatlar bazında operasyonel marjlardaki kısmi azalışa karşın net karlılığın güçlü seyrettiği söylenebilir.

Şirket yüksek enflasyonla mücadele edilen dönemde belirli ürünlerde uygulanan indirimler ve kampanyalar ile ciro büyümesini ve marjlarını dengeli şekilde yönetmeyi başardı. Operasyonel marjlarda görülen kısmi daralmanın özellikle pazar payı kazanımı ile birlikte değerlendirildiğinde uzun vadede hızlı bir toparlanmayla operasyonel performans katkı sağlayabileceği görüşüdeyiz.

Bununla beraber Şirket 2024 yılı karından hisse başına brüt 6,9040087 TL, net 6,2136078 TL nakit kâr payı ödenmesine karar verdi. Kar payı tarihi 27 Mayıs 2024 olarak belirlendi. Son kapanış fiyatına göre brüt temettü verimi yaklaşık %1,6 düzeyindedir. 2010 yılından bu yana ilk defa 2023 yılında kar payı ödemesi yapan Şirket'in gelecek yıllarda mağaza ve diğer yatırımlarına karşın temettü ödeme potansiyelini koruyabileceğine inanıyoruz.



2024 YILI BEKLENTİLERİ

Yönetim, 2024 yılında satış gelirlerinde enflasyon muhasebesi hariç %70, enflasyon muhasebesi dahil olarak ise yüksek tek haneli büyüme öngörüyor. Tek haneli büyüme beklentisi özellikle enflasyondaki normalleşme eğilimi ile birlikte konservatif olarak görülebilir, bununla birlikte ortalama enflasyon beklentimizin %60 civarında olduğu düşünüldüğünde reel bazdaki büyümenin sağlıklı görüldüğünü söyleyebiliriz.

Öte yandan FAVÖK marjının enflasyon muhasebesi hariç %7,5-8,0 düzeyine iyileşmesi beklenirken (2023: %6,7) enflasyon muhasebesi dahil bakıldığında da iyileşme görüleceği tahmin ediliyor.

Şirket yönetimi 2024 yılında enflasyon muhasebesi hariç 8,5 milyar TL yatırım harcaması ile 250'nin üzerinde yeni mağaza açılışı planlıyor.

DEĞERLEME

MGROS'un 12-aylık hedef piyasa değerine ulaşırken indirgenmiş nakit akımı (İNA) (%50) ve yurt dışı benzer çarpan analizi (%50) yöntemini kullandık.

2024-2033 yıllarını kapsayan İNA değerlememizde; risksiz getiri oranını ilk 3 yıl %40, sonraki 3 yıl %30 ve son 4 yıl %20 olarak değişken olarak belirledik. Piyasa risk primini %5,0, şirket betasını 0,90, sonsuz büyüme oranını ise %5,0 olarak kullandık. Buna bağlı olarak indirgeme faktörü olarak kullanılan ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti 10 yıllık dönemde ortalama %31,8 olarak oluştu. İNA sonucunda MGROS için 133,8 milyar TL piyasa değeri hedefine ulaştık.

Uluslararası benzer şirketlerin 2024 ve 2025 yılı tahmini F/K ve FD/FAVÖK çarpanlarını dikkate alarak düzenlediğimiz çarpan analizinde ise yaklaşık 116,7 milyar TL değer hesapladık.

Sonuç olarak MGROS için 12-aylık hedef fiyatımız 691,70 TL seviyesinde olup %57 getiri potansiyeline işaret etmektedir.

Değerleme yöntemi	Değer	Ağırlık	Ağırlıklı değer
İNA (milyon TL)	133,824	50%	66,912
Çarpan Analizi (milyon TL)	116,662	50%	58,331
12 Aylık Hedef Piyasa Değeri (milyon TL)			125,243
12 Aylık Hedef Fiyat (TL)			691.70
Mevcut Fiyat (TL)			441.50
12 Aylık Getiri Potansiyeli			56.7%

Kaynak: Global Menkul Değerler Araştırma



İNA Özeti

İNA Özet (milyon TL)	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	2032T	2033T
Satış Gelirleri	247,881	363,576	496,180	647,631	820,280	1,032,924	1,253,019	1,481,294	1,751,448	2,071,202
Büyüme, %	36.4%	46.7%	36.5%	30.5%	26.7%	25.9%	21.3%	18.2%	18.2%	18.3%
FVÖK	6,197	9,089	15,382	20,724	27,069	36,152	46,362	56,289	68,306	82,848
FVÖK marjı, %	2.5%	2.5%	3.1%	3.2%	3.3%	3.5%	3.7%	3.8%	3.9%	4.0%
FAVÖK	13,633	19,997	30,267	39,505	50,857	65,074	81,446	96,284	115,596	136,699
FAVÖK marjı, %	5.5%	5.5%	6.1%	6.1%	6.2%	6.3%	6.5%	6.5%	6.6%	6.6%
İşletme sermayesi değişimi	-4603	-8415	-10200	-11626	-13226	-16265	-16793	-17530	-20745	-24554
Sermaye harcamaları	6941	10180	13893	17486	21327	25823	30072	34070	38532	43495
Vergi	1549	2272	3845	4145	5414	7230	9272	11258	13661	16570
Serbest Nakit Akımları	9,747	15,960	22,729	29,500	37,342	48,286	58,894	68,486	84,148	101,189
AOSM	39.8%	40.2%	40.7%	32.9%	33.0%	33.2%	24.4%	24.5%	24.5%	24.5%
İskonto Oranı	1.40	1.96	2.76	3.67	4.88	6.50	8.09	10.07	12.53	15.60
İndirgenmiş Nakit Akımları	6,963	8,130	8,232	8,041	7,651	7,426	7,278	6,801	6,714	6,487
İNA Bugünkü Değer	73,722									
Terminal Büyüme Oranı	5%									
Devam Eden Değerin										
Bugünkü Değeri	16,343									
Firma Değeri	90,065									
(-) Net Borç (2023 sonu)	-2,547									
Piyasa Değeri	92,612									
12 aylık Hedef PD	133,824									

Kaynak: Global Menkul Değerler Araştırma

Çarpan Analizi

Şirket	Ülke	Piyasa Değeri (mln USD)	F/K		FD/FAVÖK	
			2024T	2025T	2024T	2025T
Carrefour Sa	Fransa	11,938	8.3	6.9	4.9	4.6
Cencosud Sa	Şili	4,776	9.0	7.7	6.2	5.7
Organizacion Soriana S.A.B-B	Meksika	3,501	11.8	10.7	5.7	5.4
Dfi Retail Group Holdings Lt	Hong Kong	2,613	12.6	10.2	7.3	6.7
Lotte Shopping Co	Güney Kore	1,406	8.5	6.4	8.5	8.1
La Comer Sab De Cv	Meksika	1,733	16.0	14.4	6.2	5.5
Ortalama			11.0	9.4	6.5	6.0
MGROS	Türkiye	2,462	6.9	5.6	5.5	3.7
Prim/ (İskonto)			-37%	-40%	-15%	-38%
Çarpanlara göre PD ve FD (mln TL)			123,850	129,292	88,224	120,185
(-) Net Borç (mln TL)					-2,547	-2,547
Çarpanlara göre PD (mln TL)			123,850	129,292	90,772	122,732
Ağırlık			25%	25%	25%	25%
Hedef Piyasa Değeri (mln TL)			116,662			

Kaynak: Global Menkul Değerler Araştırma



ÇEKİNCE

Bu yayında yer alan 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. Bu görüşler 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 yayında yer alan bilgiler, güvenilir olduğuna inanılan halka açık kaynaklardan elde edilmiş olup bu kaynaklardaki bilgilerin hata ve eksikliğinden ve ticari amaçlı işlemlerde kullanılmasından doğabilecek zararlardan Global Menkul Değerler A.Ş. hiçbir şekilde sorumluluk kabul etmemektedir. Bu yayında yer alan görüş ve düşüncelerin Global Menkul Değerler A.Ş. yönetimi için hiçbir bağlayıcılığı yoktur. Global Menkul Değerler A.Ş. yayında adı geçen şirketlerin menkul kıymetini portföyünde bulundurabilir ve/veya bu şirketlere danışmanlık hizmeti verebilir.

© 2024 Global Menkul Değerler A.Ş.

