

Hedef Fiyatımızı Nakit Akışı Bazlı Yükseltiyoruz

03 Ağustos 2023

2Ç23 Özeti – Güçlü nakit akışı ve sürdürülebilir büyüme faktörleri Önemli devam etmekte: Şirketin 2Ç23'te satış gelirleri yıllık %106,4, çeyreklik %21,2 artış kaydetmiştir. 2. çeyrekte 109 yeni mağaza açılışı (1Ç23: 83) ile şirket toplam mağaza sayısını 3.100'e çıkarmıştır. 1Y232'de %16,2 olan online satış hacmi 1Ç23'te %16,7'ye çıkmıştır. Brüt kar marjı yıllık 255bp, çeyreklik 132bp'lık daralmayla %22,7 olmuştur. Diğer taraftan, FAVÖK yıllık %54,2, çeyreklik %22,9 yükselişle 2.183 milyon TL olarak açıklanmıştır. FAVÖK marjı ise yıllık 225bp daralmayla %6,6 olmuştur. (çeyreklik: +9bp). FAVÖK marjı %6,6 olan beklentimize paralel olup, marjlardaki düşüş şirketin bilinçli olarak fiyatlama yatırımlarındaki stratejisi, pazar payını artırması kaynaklıdır. Şirket, toplam gıda perakende pazarında pazar payını bir önceki yıla göre 110bp artırarak %9,4'e, modern gıda perakendecileri arasında ise 160bp artırarak %16,6'ya yükseltmiştir. Finansal borç açısından, şirketin önceki çeyrekte 5,7 milyar TL olan net finansal nakit pozisyonu, 9,0 milyar TL'ye yükselmiştir. Net borç pozisyonu (kiralama yükümlülükleri dahil) ise 2Ç22'de 1,8 milyar TL iken, 1Ç23'te 123 milyon TL net nakit, 2Ç23'te 3,363 milyar TL net nakde yükselmiştir. Ayrıca şirketin 2Ç23 itibarıyla 2.322 milyon TL net yabancı para uzun pozisyonu bulunmaktadır. Nakitteki 900 milyon TL'nin üzerindeki artış, gayrimenkul satışı ve rekabet kurulu cezasının anlaşmayla sağlanan iskonto nedeniyle bir kısmının iadesi gibi bir defaya mahsus gelirlerden kaynaklanmaktadır. Tek seferlik gelirler aynı zamanda net kara da destek olmuştur.

Şirket beklentilerindeki değişiklikler ve tahminlerimiz: Şirket 2023 yılı için %75-80 aralığındaki satış gelirleri büyüme tahminini yaklaşık %90 büyüme (Gedik: %91,6) olarak revize etmiştir. FAVÖK marjının %6,5-7,0 (önceki: %7-7,5) (Gedik: %6,7), mağaza açılışı hedefi 450 (önceki: 365) (Gedik: 425) ve yatırım harcamalarının 6 milyar TL (önceki: 4,0 milyar TL) olması beklenmektedir. Fiyat yatırımlarına ek olarak, daha muhafazakar marj tahminlerinin, yüksek ücretler ve enerji maliyetleri kaynaklı fiyatlama stratejisi olduğunu düşünüyoruz. Yine de değişiklikler FAVÖK tahminimizde %2'lik artış potansiyeli yaratmaktadır. Öte yandan, daha makul işletme sermayesi varsayımlarıyla yılsonu net nakit tahminimizi 1,1 milyar TL'den 7,8 milyar TL'ye yükseltiyoruz.

Hedef fiyatımızı %37,8 yükseliş potansiyeli ile 280 TL'den 430 TL'ye yükseltiyoruz: Hisse 2023 beklentilerimize göre 5,0x FD/FAVÖK ile işlem görmektedir. 2023 yılı beklentilerine göre (revize edilmemiş) Bim ve Şok sırasıyla 7,7x ve 3,7x FD/FAVÖK ile işlem görmektedir Migros hisseleri zımni adil değer tahminimize göre ise 6,4x FD/FAVÖK ile işlem görmektedir. Şirketin güçlü nakit akışı yaratma potansiyelinin, beklenenden daha güçlü bir temettü ödeme potansiyeli yarattığını not etmekte fayda görüyoruz.

milyon TL	2019	2020	2021	2022T	2023T	2024T	2025T
Net Satışlar	22,865	28,790	36,272	74,502	142,728	234,061	295,164
FAVÖK	2,136	2,224	2,894	5,968	9,590	16,180	20,118
Net Kar	-461	-404	358	2,589	3,505	7,190	8,221
Brüt Kar Marjı	33.6%	31.6%	29.1%	27.9%	25.1%	24.6%	24.6%
FAVÖK Marjı	9.3%	7.7%	8.0%	8.0%	6.7%	6.9%	6.8%
Net Kar Marjı	-2.0%	-1.4%	1.0%	3.5%	2.5%	3.1%	2.8%
F/K (x)	a.d.	a.d.	21.9	5.5	15.7	7.6	0.0
PD/DD (x)	8.8	256.2	14.7	3.5	7.8	4.4	3.2
FD/FAVÖK (x)	3.6	5.2	3.6	2.3	5.0	2.4	1.7
FD/Satışlar (x)	0.3	0.4	0.3	0.2	0.3	0.2	0.1
Özsermaye Karlılığı	-130.7%	-1300.4%	66.8%	64.0%	49.5%	57.7%	49.6%
Nakit Akış Verimi	90.4%	58.8%	27.7%	73.1%	20.1%	33.8%	32.7%
Temettü Verimi	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.9%	3.3%	7.6%

Lütfen raporun sonundaki yasal uyarıları göz önünde bulundurunuz.

ENDEKSİN ÜZERİNDE GETİRİ

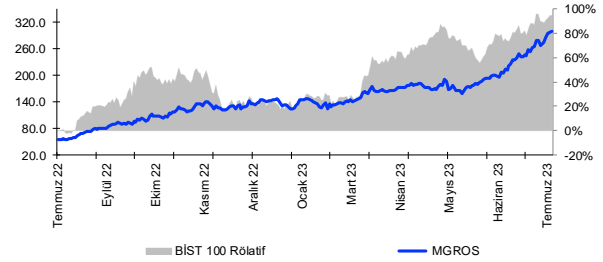
Şirket Raporu				
Hisse Bilgileri				
Sektör	Perakende			
Bloomberg / Reuters Kodu	MGROS.TI / MGROS.IS			
Fiyat (TL/hisse)	311.90			
Hedef Fiyat (TL/hisse)	430.00			
Potansiyel Getiri	%38			
52 Haftalık Fiyat Aralığı (TL)	55,26-300			
Piyasa Değeri (milyon TL)	54,316			
Firma Değeri (milyon TL)	50,953			
Fıllı Dolaşım PD (milyon TL)	27,701			
Ödenmiş Sermaye (milyon TL)	181			
Dolaşımdaki Paylar	%51			
Yabancı Oranı (Dolaşımdaki Pay %)				
En Son	%39.2			
3 Ay Önce	%35.5			
İşlem Hacmi				
	1H	1A	3A	1Y
Ortalama İşlem Miktarı (000)	1,509	1,683	1,683	2,566
Ortalama İşlem Hacmi (000TL)	434,017	434,959	355,049	355,251
Fiyat Aralığı (TL/hisse)	271,10-300,00	212,60-300,00	159,58-300,00	55,26-300,00
Hisse Performansı				
	1A	3A	6A	12A
Nominal Getiri	%47	%85	%147	%464
BİST-100'e Göre Rölatif Getiri	%16	%15	%62	%106
Ortaklık Yapısı				
MH Perakendecilik	%49.00			
Diğer	%51.00			

Şirket Özeti

Şirket ve bağlı ortaklıklarının ana faaliyet konusu, yiyecek ve içecekler ile dayanıklı tüketim mallarının, sahibi bulunduğu Migros, 5M, Migros Jet, Macrocenter alışveriş merkezleri, yurtdışındaki Ramstore'lar ve internet üzerinden satışını kapsamaktadır. Şirket aynı zamanda diğer ticari şirketlere alışveriş merkezlerinde yer kiralamaktadır.

Hisse Performansı

Kaynak: Gedik Yatırım



*02/08/2023 tarihli kapanış fiyatlarıyla hazırlanmıştır.

Ali Kerim Akkoyunlu

Araştırma Direktörü

aakkoyunlu@gedik.com

+90 216 453 00 00

Gelir Tablosu (milyon TL)	2018	2019	2020	2021	2022	2023T	2024T	2025T
Net Satışlar	18,717	22,865	28,790	36,272	74,502	142,728	234,061	295,164
Satışların Maliyeti	13,837	16,746	21,391	27,518	56,702	111,989	184,823	234,252
Brüt Kar	4,881	6,119	7,399	8,755	17,800	30,739	49,238	60,912
Faaliyet Giderleri	-4,032	-4,771	-6,018	-6,768	-13,010	-23,718	-37,272	-46,697
Faaliyet Gelirleri	849	1,349	1,381	1,987	4,790	7,021	11,967	14,215
FAVÖK	1,144	2,136	2,224	2,894	5,968	9,590	16,180	20,118
Finansal Gelir, net	-1,352	-1,243	-1,283	-699	-862	-865	-794	165
Vergi Gideri	212	-30	-183	133	672	-1,164	-2,397	-2,056
Net Kar	-836	-461	-404	358	2,589	3,505	7,190	8,221
Pay Başına Kazanç	-4.61	-2.55	-2.23	1.98	14.30	19.36	39.71	45.41
Pay Başına Temettü	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	2.62	9.94	22.70

Büyüme Oranları	2018	2019	2020	2021	2022	2023T	2024T	2025T
Satış	22.0%	22.2%	25.9%	26.0%	105.4%	91.6%	64.0%	26.1%
FAVÖK	43.4%	86.7%	4.1%	30.1%	106.2%	60.7%	68.7%	24.3%
Net Kar	a.d.	a.d.	a.d.	-188.7%	622.9%	35.4%	105.1%	14.3%

Bilanço (milyon TL)	2018	2019	2020	2021	2022	2023T	2024T	2025T
Nakit ve Nakit Benzerleri	1,751	2,328	3,231	3,632	7,678	14,057	25,227	31,185
Ticari Alacaklar	121	126	175	178	487	942	1,554	1,960
Stoklar	2,249	2,666	3,340	4,675	10,905	19,486	33,648	42,855
Maddi Duran Varlıklar	3,863	3,736	2,773	3,750	6,966	9,540	13,519	18,287
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	2,479	2,446	2,440	2,462	2,570	6,362	8,403	9,784
Diğer Varlıklar	422	2,514	3,421	3,402	7,817	9,355	14,462	18,080
Toplam Varlıklar	10,885	13,817	15,378	18,100	36,424	59,742	96,813	122,151
Finansal Borçlar	3,863	5,682	5,761	4,751	5,421	5,771	8,000	9,509
Ticari Borçlar	4,867	5,744	7,339	9,582	21,040	38,971	64,327	81,330
Diğer Yükümlülükler	2,037	2,316	3,287	3,937	6,282	9,509	13,604	16,319
Toplam Yükümlülükler	10,250	13,463	15,345	17,564	32,334	53,843	85,522	106,749
Azınlık Payları	2.2	1.7	2.4	-	44.1	31.1	32.2	33.4
Özkaynaklar	633	353	31	536	4,046	7,077	12,467	16,578
Net Borç / (Nakit)	2,820	4,509	3,541	2,447	(611)	(6,659)	(15,621)	(20,091)

Nakit Akış Tablosu (milyon TL)	2018	2019	2020	2021	2022	2023T	2024T	2025T
Vergi Öncesi Kar	-1,047	-441	-221	225	1,908	4,656	9,589	10,278
Amortisman	295	787	843	907	1,178	2,569	4,213	5,903
İşletme Sermayesi Δ	-607	-442	-922	-975	-5,047	-9,210	-11,000	-7,671
Vergiler	212	-30	-183	133	672	-1,164	-2,397	-2,056
Yatırım Harcamaları	-315	-129	-389	-909	-2,299	-5,995	-5,852	-7,379
Temettü Ödemeleri	0	0	0	0	0	0	-474	-1,800
Sermaye Arttırımı	0	0	0	0	0	0	0	0
Borçlanma Δ	420	1,818	79	-1,010	670	350	2,229	1,509
Diğer Nakit Giriş/Çıkış	1,176	-985	1,695	2,031	6,964	15,171	14,863	7,173
Sene İçinde Nakit Oluşumu	133	578	902	402	4,046	6,379	11,170	5,957
Serbest Nakit Akımları	1,895	2,799	4,681	2,179	10,402	11,050	18,337	17,567

Finansal Göstergeler	2018	2019	2020	2021	2022	2023T	2024T	2025T
Özsermaye Karlılığı	-132.0%	-130.7%	-1300.4%	66.8%	64.0%	49.5%	57.7%	49.6%
FAVÖK Marjı	6.1%	9.3%	7.7%	8.0%	8.0%	6.7%	6.9%	6.8%
Net Kar Marjı	-4.5%	-2.0%	-1.4%	1.0%	3.5%	2.5%	3.1%	2.8%
Net Borç / Özsermaye (x)	4.5	12.8	114.0	4.6	-0.2	-0.9	-1.3	-1.2
Net Borç / FAVÖK (x)	2.5	2.1	1.6	0.8	-0.1	-0.7	-1.0	-1.0
KV Borçlar / Toplam Borçlar	17.9%	12.8%	38.1%	45.6%	50.7%	63.0%	72.3%	76.3%
Sermaye / Toplam Varlıklar	5.8%	2.6%	0.2%	3.0%	11.1%	11.8%	12.9%	13.6%
Cari Oran (x)	0.7	0.7	0.7	0.7	0.8	0.8	0.8	0.8
Nakit Kar Payı Ödemesi	0%	0%	0%	0%	0%	18%	51%	50%

YASAL UYARI

Burada yer alan bilgiler Gedik Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından genel bilgilendirme amacı ile hazırlanmıştır. 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, Gedik Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan alınmıştır. Bu kaynakların kullanılması nedeni ile ortaya çıkabilecek hatalardan Gedik Yatırım Menkul Değerler A.Ş. sorumlu değildir.