

07 Ağustos 2019 Çarşamba

Kısa Vadeli Öneri	Endeksin Üzerinde Getiri	Hedef Fiyat (TL)	26,40	FD/FAVÖK (Cari):	5,1x							
Uzun Vadeli Öneri	AL	Kapanış Fiyatı (TL)	16,69	F/K (Cari):	a.d.							
<b>UFRS Gelir Tablosu - Özet</b>												
			<b>Açıklanan</b>		<b>Beklenti</b>	<b>Sapma %</b>						
(mn TL)	2Ç19	1Ç19	Çeyreksel %	2Ç18	Yıllık %	6A19	6A18	Yıllık %	VKY	Kons.	VKY	Kons.
Net Satışlar	5.808	4.923	18,0%	4.523	28,4%	10.731	8.463	26,8%	5.561	5.651	4%	3%
Brüt Kar	1.562	1.356	15,2%	1.168	33,7%	2.918	2.166	34,7%	-	-	m.d.	m.d.
FAVÖK	557	451	23,5%	236	136,2%	1.008	415	143,1%	499	488	12%	14%
Net Dönem Karı	-151	-231	-34,8%	-293	-48,6%	-381	-536	-28,9%	-73	-163	106%	-8%
Brüt Kar Marjı	26,9%	27,5%	-0,6 yp	25,8%	1,1 yp	27%	26%	1,6 yp	m.d.	m.d.	m.d.	m.d.
FAVÖK Marjı	9,6%	9,2%	0,4 yp	5,2%	4,4 yp	9,4%	4,9%	4,5 yp	9,0%	8,6%	0,6 yp	1 yp
Net Kar Marjı	-2,6%	-4,7%	2,1 yp	-6,5%	3,9 yp	-4%	-6%	2,8 yp	-1,3%	-2,9%	-1,3 yp	0,3 yp

Kaynak: Şirket, Research Turkey, VKY Araştırma ve Strateji

Kısaltmalar: yp: yüzde puan, m.d.: mümkün değil, a.d.: anlamlı değil, Ç: Çeyrek, A: Ay, Y: Yarıyıl, VKY: Vakıf Yatırım, Kons: Konsensüs

### Beklentimizin üzerinde operasyonel kârlılık; AL tavsiyemizi sürdürüyoruz (+)

Migros, 2Ç19'da beklentimizin üzerinde, piyasa beklentisine paralel yıllık bazda %48,6 düşüşle 151 mn TL net zarar açıkladı. Beklentimizden daha iyi gerçekleşen operasyonel kârlılığa rağmen, tahminimizi aşan net finansman giderleri net zarardaki sapmanın ana unsuru oldu. Beklentilerden güçlü gelen operasyonel kârlılığın ve yukarı yönde güncellenen şirket beklentilerinin, hisse fiyatına olumlu yansıtacağına tahmin ediyoruz. Sonuçların ardından tahminlerimizde herhangi bir değişikliğe gitmiyor, 26,40 TL hedef fiyatımızı, kısa vadeli "Endeksin Üzerinde Getiri" ve uzun vadeli "AL" tavsiyemizi koruyoruz.

- **Güçlü ciro büyümesi ve artan pazar payı** - Migros'un 2Ç19'da net satış gelirleri turizmdeki olumlu seyirden beslenen yazlık bölgelerdeki mağazaların güçlü performansı ile beklentilere paralel yıllık bazda %28,4 artışla 5,8 mlr TL'ye yükseldi. Şirketin, yılın ikinci çeyreğinde de pazar payı kazanımının devam ettiğini görüyoruz. Buna göre, 2Ç19 sonu itibarıyla modern FMCG (hızlı tüketim ürünleri) pazarındaki payı %17,1'e (1Ç19: %16,7, 2Ç18: %16,0), toplam FMCG pazarındaki payı %7,9'a yükseldi (1Ç19: %7,7, 2Ç18: %6,8).
- **Beklentilerin üzerinde operasyonel kârlılık** - Şirketin 2Ç19'da FAVÖK'ü beklentimizin %12, piyasa beklentisinin %14 üzerinde yıllık bazda %136 artışla 557 mn TL seviyesinde gerçekleşti. Beklentimizin hafif üzerinde gerçekleşen brüt kârlılığın etkisiyle FAVÖK marjı tahminimizin 0,6 puan, piyasa beklentisinin ise 1 puan üzerinde yıllık bazda 4,4 puan artışla %9,6 oldu (Şirketin kendi hesabına göre %10,1). TFRS-16 etkisi hariç FAVÖK marjı ise şirket hesabına göre yıllık bazda 0,8 puan artışla %6,8 seviyesinde gerçekleşti (VKY Araştırma tahmini: %5,5).
- **Avro borcunda düşüş** - Şirketin 1Ç19 sonu itibarıyla 5,9 mlr TL seviyesinde olan net borç pozisyonu 2Ç19 sonu itibarıyla 5,7 mlr TL'ye sınırlı düşüş kaydederken, operasyonel kârlılıktaki güçlü iyileşmenin desteğiyle net borç/FAVÖK rasyosu 4,25x'den 3,34x'e geriledi. Diğer yandan, şirket Temmuz ayında yaptığı 57 mn €'luk erken ödeme ile brüt Avro borcunun 460 mn €'ye gerilediğini açıkladı (1Ç19 sonu itibarıyla yaklaşık 515 mn €).
- **Şirket 2019 beklentilerinde yukarı yönlü revizyona gitti** - 2Ç19 sonuçlarının ardından şirket 2019 yılına ilişkin daha önce "yaklaşık %20" olan ciro büyüme beklentisini %23-25 bandına (VKY Araştırma tahmini: %22), kendi hesabına göre "yaklaşık %6" olan FAVÖK marjı beklentisini "%6-6,5" bandına (VKY Araştırma tahmini: %5,8) yükseltirken, mağaza açılış hedefini (100 yeni mağaza) ve yatırım harcaması beklentisini (300 mn TL) korudu.
- **Değerleme ve öneri** - Şirketin TFRS-16 etkisinden arındırılmış operasyonel kâr marjlarındaki iyileşmeyi ve Avro borcun azaltılması hedefi doğrultusundaki kararlılığını olumlu karşılıyor, Model Portföyümüzde %12 ağırlıkla yer alan Migros'u beğenmeye devam ediyoruz. Sonuçların ardından şirket beklentilerinde yapılan yukarı yönlü revizyonlara rağmen tahminlerimizde şu aşamada bir değişikliğe gitmiyor, 26,40 TL hedef fiyatımızı, kısa vadeli "Endeksin Üzerinde Getiri" ve uzun vadeli "AL" tavsiyemizi koruyoruz.

07 Ağustos 2019 Çarşamba

Gelir Tablosu (mn TL)	Açıklanan								Beklenti		Sapma %	
	2Ç19	1Ç19	Çeyrekse %	2Ç18	Yıllık %	6A19	6A18	Yıllık %	VKY	Kons.	VKY	Kons.
Net Satışlar	5.808	4.923	18%	4.523	28%	10.731	8.463	27%	5.561	5.651	4%	3%
SMM	-4.246	-3.567	19%	-3.355	27%	-7.813	-6.297	24%	-	-	m.d.	m.d.
Brüt Kar	1.562	1.356	15%	1.168	34%	2.918	2.166	35%	-	-	m.d.	m.d.
Operasyonel Gider	-1.215	-1.114	9%	-1.004	21%	-2.329	-1.894	23%	-	-	m.d.	m.d.
FVÖK	347	242	43%	164	112%	589	273	116%	-	-	m.d.	m.d.
FAVÖK	557	451	24%	236	136%	1.008	415	143%	499	488	12%	14%
Op. Olmayan Gelir/Gider	-510	-464	10%	-439	16%	-974	-782	24%	-	-	m.d.	m.d.
VÖK	-163	-222	-27%	-275	-41%	-385	-509	-24%	-	-	m.d.	m.d.
Net Dönem Karı	-151	-231	-35%	-293	-49%	-381	-536	-29%	-73	-163	106%	-8%
Brüt Kar Marjı	27%	28%	-0,6 yp	26%	1,1 yp	27%	26%	1,6 yp	m.d.	m.d.	m.d.	m.d.
FAVÖK Marjı	10%	9%	0,4 yp	5%	4,4 yp	9%	5%	4,5 yp	9,0%	8,6%	0,6 yp	1 yp
Net Kar Marjı	-3%	-5%	2,1 yp	-6%	3,9 yp	-4%	-6%	2,8 yp	-1,3%	-2,9%	-1,3 yp	0,3 yp
<b>Bilanço (mn TL)</b>	<b>6A19</b>	<b>3A19</b>		<b>6A18</b>		<b>6A19</b>	<b>6A18</b>					
Dönen Varlıklar	5.039	4.431	14%	3.623	39%	5.039	3.623	39%				
Hazır Değerler	2.139	1.617	32%	1.345	59%	2.139	1.345	59%				
Menkul Kıymetler	15	15	1%	15	3%	15	15	3%				
KV Ticari Alacaklar	195	157	24%	125	55%	195	125	55%				
Stoklar	2.527	2.340	8%	2.036	24%	2.527	2.036	24%				
Diğer Dönen Varlıklar	163	302	-46%	102	60%	163	102	60%				
Duran Varlıklar	9.236	9.167	1%	6.685	38%	9.236	6.685	38%				
Aktif Toplamı	14.275	13.598	5%	10.308	38%	14.275	10.308	38%				
KV Borçlar	7.416	6.695	11%	5.778	28%	7.416	5.778	28%				
KV Finansal Borçlar	1.539	1.301	18%	968	59%	1.539	968	59%				
KV Ticari Borçlar	5.180	4.732	9%	4.309	20%	5.180	4.309	20%				
Diğer KV Borçlar	697	662	5%	502	39%	697	502	39%				
UV Borçlar	6.593	6.492	2%	3.513	88%	6.593	3.513	88%				
UV Finansal Borçlar	6.393	6.308	1%	3.110	106%	6.393	3.110	106%				
UV Ticari Borçlar	0	0	a.d.	0	a.d.	0	0	a.d.				
Diğer UV Borçlar	200	184	9%	403	-50%	200	403	-50%				
Öz Sermaye	265	411	-35%	1.017	-74%	265	1.017	-74%				
Pasif Toplamı	14.275	13.598	5%	10.308	38%	14.275	10.308	38%				
<b>Net Borç</b>	<b>5.777</b>	<b>5.976</b>	<b>-3%</b>	<b>2.719</b>	<b>113%</b>	<b>5.777</b>	<b>2.719</b>	<b>113%</b>				
Alacak Tahsilat Süresi	3	2		2		3	2					
Stok İşleme Süresi - Yıllık	54	54		55		54	55					
Ticari Borç Ödeme Süresi - Yıllık	116	116		113		116	113					
Nakit Döndürme Süresi	-26	-26		-26		-26	-26					

Kaynak: Şirket, Research Turkey, VKY Araştırma ve Strateji

Kısaltmalar: yp: yüzde puan, m.d.: mümkün değil, a.d.: anlamlı değil, Ç: Çeyrek, A: Ay, Y: Yarıyıl, VKY: Vakıf Yatırım, Kons: Konsensüs



VakıfBank Grubu İştirakidir.

[www.vakifyatirim.com.tr](http://www.vakifyatirim.com.tr) | [www.vkyanaliz.com](http://www.vkyanaliz.com)

## Vakıf Yatırım Araştırma ve Strateji

Sezai ŞAKLAROĞLU, ACIFE

Genel Müdür Yardımcısı - Hisse Senedi Strateji, SGMK

Selahattin AYDIN	Müdür	Teknik Strateji, Çimento, Cam, Demir Çelik, Taahhüt, Küçük ve Orta Ölçekli Şirketler
Mehtap İLBİ	Müdür Yardımcısı	Savunma, Havacılık, Perakende, Gıda-İçecek, Beyaz Eşya, Otomotiv, Enerji, Telekomünikasyon
Tuğba SAYGIN	Müdür Yardımcısı	Bankacılık, Sigortacılık, GYO, Holdingler
Nazlıcan ŞAHAN	Analist	Makro Ekonomi, Strateji, SGMK
Umut Deniz PAK	Analist	Kantitatif Analiz
Ekin Cem EKE	Analist	Veri Tabanı

Akat Mah. Ebulula Mardin Cad. No:18 Park Maya Sitesi F-2/A Blok  
Beşiktaş 34335 İSTANBUL  
+90 212 352 35 77

Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, yatırım ve kalkınma bankaları ile müşteri arasında imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde ve yetkili kuruluşlar tarafından kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler ise genel niteliktedir. Burada yer alan yorum ve 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. Gerek bu yayındaki, gerekse bu yayında kullanılan kaynaklardaki hata ve eksikliklerden ve bu yayındaki bilgilerin kullanılması sonucunda yatırımcıların ve/veya ilgili kişilerin uğrayabilecekleri doğrudan ve/veya dolaylı zararlardan, kâr yoksunluğundan, manevi zararlardan ve her ne şekilde ve surette olursa olsun üçüncü kişilerin uğrayabileceği her türlü zararlardan dolayı Vakıf Yatırım Menkul Değerler A.Ş. sorumlu tutulamaz.