



## Migros- 1Ç 2006 Sonuçları

AL

### Cirodaki Yüksek Artış Karlılığı Olumlu Etkiliyor

Migros'un 1Ç 2006 net satışları 719 milyon US\$ olarak gerçekleşmiş ve şirketin cirosu geçen senenin aynı dönemine göre dolar bazında %68 artış kaydetmiştir.

Migros'un cirosunun yaklaşık %88'ini yurt içi, %12'sini ise yurt dışı satışlar oluşturmaktadır. Şirket cari dönemde yurt içi satışlarını geçen yılın aynı dönemine göre %77, yurt dışı satışlarını da %20 oranında arttırmayı başarmıştır.

Cari dönemde şirketin SMM'deki artış dolar bazında yıllık %64 oranında gerçekleşirken, Migros'un 1Ç 2006 brüt karı ise geçen senenin aynı dönemine göre %82 oranında artarak 178 milyon US\$'a yükselmiştir.

Şirketin 1Ç 2006'da faaliyet giderleri 1Ç 2005'e göre %80 oranında artarken, esas faaliyet karı ise geçen senenin aynı dönemine göre %87 oranında artmış ve 25 milyon US\$ olarak gerçekleşmiştir.

Migros'un 1Ç 2006'da finansman giderleri 1Ç 2005'teki 11 milyon US\$ seviyesinden 19 milyon US\$'a çıkarak %71 oranında artış kaydetmiştir.

Şirketin 1Ç 2006'da uzun ve kısa vadeli borçlarının arttığı görülmektedir. 1Ç 2005'de 215 milyon US\$ olan borç toplamı 1Ç 2006'da %196 oranında artarak 637 milyon US\$'a ulaşmıştır.

Şirketin artan borç yükünün finansman giderleri üzerindeki olumsuz etkisine rağmen bu kaynakları kullanarak duran varlıklarını 1Ç 2005'deki 497 milyon US\$ düzeyinden bu dönem 966 milyon US\$'a çıkartan Migros'un cirosunda gerçekleşen artış şirketin karlılığı üzerinde olumlu etki yaratmıştır.

Sonuç olarak Migros'un net kar rakamı 1Ç 2006'da geçen yılın aynı dönemine göre dolar bazında %99 oranında artarak 13 milyon US\$ seviyesinde gerçekleşmiştir.

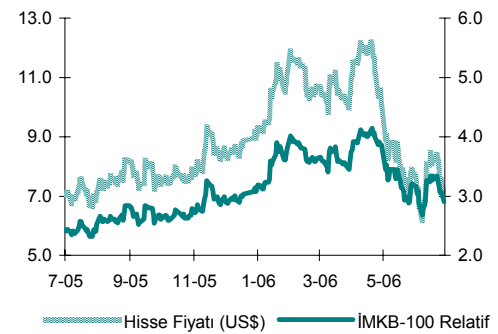
Migros'un 1Ç 2005 döneminde 34 milyon US\$ olan VAFÖK rakamını bu dönemde %68 oranında arttırarak 57 milyon US\$ seviyesine çıkarması operasyonel karlılığının da güçlü olduğunu göstermektedir.

	YTL	US\$
Fiyat	11.30	7.13
İMKB-100	32,703	20,644
US\$ (MB Alış):	1.584	
52 Hafta Yüksek:	16.10	12.19
52 Hafta Düşük:	8.96	6.18
İMKB Kodu:	MIGRS	

Hisse Senedi Sayısı (Mn):	158.4
Piyasa Değeri (YTL Mn):	1,789.4
Piyasa Değeri (US\$ Mn):	1,129.6
Halka Açıklık Oranı (%):	49
Halka Açık PD (YTL Mn):	876.8
Halka Açık PD (US\$ Mn):	553.5

	S1A	S1Y	YB
YTL Getiri (%):	-9.6	-0.8	23.8
US\$ Getiri (%):	-9.0	-15.4	4.4
İMKB-100 Relatif Getiri (%):	2.4	0.0	1.6
Ort. İşlem Hacmi (YTL Mn):	6.41		
Ort. İşlem Hacmi (US\$ Mn):	4.69		

Beta	0.99
Yıllık Volatilite (Hisse)	0.52
Yıllık Volatilite (İMKB-100)	0.38



DEĞERLEME	2003	2004	2005	2005/03	2006/03
F/K	15.56	20.73	24.47	18.87	27.96
PD/DD	2.07	2.37	2.55	2.01	3.15
FD/VAFÖK	22.75	9.56	9.14	6.25	8.79
FD/Satışlar	0.59	0.66	0.80	0.49	0.69
Hisse Başına Kar (US\$)	0.93	0.40	0.40	0.19	0.38
Firma Değeri (US\$ Mn)	787	1,113	1,597	845	1,991
VAFÖK (US\$ Mn)	35	116	175	34	57

### Gelişmeler

Migros, Tansaş mağazalarıyla birlikte yurt içinde toplam 717 mağaza (Tansaş 217, Migros 500 mağaza) ve 473 bin 875 metrekare (Tansaş 134 bin 189, Migros 339 bin 686 metrekare) net satış alanı ile hizmet vermektedir.

Migros başta Rusya olmak üzere yurtdışında Kazakistan, Azerbaycan, Makedonya gibi ülkelerde alışveriş merkezleri ve perakende satış mağazaları işletmektedir. Şirket Rusya'da faaliyet gösteren Ramenka mağazalarında Enka ile yarı yarıya ortaklığa gitmiştir. Bununla beraber Kazakistan ve Azerbaycan'daki mağazalarda ise çoğunluk hisselere sahiptir. Migros'un yurt dışı yatırımları açısından hızlı gelişme gösteren Rusya ve Kazakistan pazarları oldukça önemlidir. Öte yandan, Fransız hipermarket devi Auchan'ın Migros'un 1997 yılında Enka Holding ile birlikte kurdukları Ramenka'yı satın almak için girişimleri devam etmektedir.

Migros yurt dışı yatırımlarını da bir yandan devam ettirmektedir. Bunun için Ramenka'daki ortağı olan Enka ile 2005-2007 arasında Rusya'da 400 milyon US\$'lık bir yatırım yapmayı planlamaktadır. Yapılan bu yatırımlar doğrultusunda, şirketin yurt dışı satış gelirlerinde yaşanacak olan artışın önümüzdeki dönemlerde şirket karına olumlu yansıtacağını düşünüyoruz.

### Hedefler

Migros bu yıl yurt içinde 20 adeti Tansaş, 20 adeti Migros ve 50 adeti Şok olmak üzere 90 yeni mağaza açmayı hedeflemektedir

Şirket yetkililerinin yaptığı açıklamalarda Migros'un, Tansaş'ı satın almasıyla 2009 satış hedeflerinin 2006 yılında geçilmiş olunacağı açıklandı. Buna göre 2 yılda yurtiçi cirosunu 2 misline çıkarmayı hedefleyen şirket, 2006 onunda 2,5 milyar US\$ ciro hedeflemektedir.

### Değerleme

Migros'un hedef piyasa değerini belirlerken İNA modelimizin verdiği değere %50, piyasa çarpanları yönteminin verdiği değere ise %50 ağırlık verdik.

İNA (US\$ Mn)	2006T	2007T	2008T	2009T	2010T	2011T	2012T	2013T	2014T	2015T	Terminal
VAFÖK	230	239	250	261	273	286	300	316	332	349	
Vergi	13	16	20	24	29	33	38	43	49	54	
Sabit Sermaye Yatırımları	64	69	76	83	90	99	108	118	128	140	
Net Çalışma Sermayesi Değişimi	5	10	16	22	28	35	42	49	57	65	
Serbest Nakit Akımları	149	144	138	132	126	119	112	105	97	90	90
İskonto Faktörü	1.13	1.29	1.46	1.65	1.87	2.12	2.41	2.73	3.10	3.51	0.08
İNA	131	112	95	80	67	56	47	38	31	26	1,122

Net Finansal Borçlar	253
Özsermaye	590
Borç %	0.30
Özsermaye %	0.70

Rf	0.09
Beta	0.99
Hisse Senedi Risk Primi	0.05
Ke	0.14
Vergi Oranı	0.20
Kd*(1-Vergi Oranı)	0.12

Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti	0.13
Uzun Vadeli Büyüme Oranı	0.05

İNA (2006-2015)	683
Terminal İNA değeri	1,122

<b>Toplam</b>	<b>1,805</b>
---------------	--------------

## Migros

---

Migros için oluşturduğumuz İNA modelinde önümüzdeki dönem için dolar bazında yıllık %5 satış artışı varsayımında bulunduk. Sektördeki büyüme potansiyelini ve Migros'un geçmiş büyüme datalarını gözönüne alarak oluşturduğumuz varsayımlar altında modelin bize verdiği 1,805 milyon US\$'lık değer Migros'un 17 Temmuz 2006 kapanış piyasa değeri olan 1,130 milyon US\$'a göre %60 prim potansiyeline işaret etmektedir.

	PD/DD	FD/VAFÖK
<b>BİM MAĞAZACILIK</b>	<b>9.6</b>	<b>12.2</b>
<b>BOYNER</b>	<b>-</b>	<b>3.9</b>
<b>GİMA</b>	<b>-</b>	<b>8.6</b>
<b>KİPA</b>	<b>5.8</b>	<b>48.1</b>
<b>TANSAŞ</b>	<b>2.5</b>	<b>5.0</b>
<b>MİGROS</b>	<b>2.5</b>	<b>8.2</b>
<b>ORT</b>	<b>3.9</b>	<b>9.7</b>
<b>İSKONTO/PRİM</b>	<b>-36%</b>	<b>-15%</b>

Migros için piyasa çarpanları yöntemine göre yaptığımız çalışma sonucunda ise 1,420 milyon US\$'lık değere ulaştık. Migros'un 5 Temmuz 2006 kapanış piyasa değeri olan 1,130 milyon US\$'ın bu değere göre %20 iskontolu olduğunu görüyoruz.

Sonuçta Migros için belirlediğimiz hedef piyasa değeri 1,612 milyon US\$ seviyesindedir. Son kapanış verilerine göre hedef piyasa değerimize kıyasla %30 oranında iskontolu işlem gören Migros'un sağlam finansal verilerinin hisse fiyatına yansımamış olduğunu düşünüyor ve uzun vadeli düşünen yatırımcılar için uygun bir yatırım fırsatı sunan Migros için bu fiyat seviyelerinden AL önerisinde bulunuyoruz.

<b>BİLANÇO (US\$ Mn)</b>	<b>2003</b>	<b>2004</b>	<b>2005</b>	<b>2005/03</b>	<b>2006/03</b>	<b>%Değ</b>
Maddi Duran Varlıklar	130	161	237	157	234	49
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	0	0	123	0	123	A.D.
Diğer Uzun Vadeli Kıymetler	112	149	203	141	212	50
Ticari Alacaklar	13	26	31	27	39	45
Hazır Değerler	6	10	26	14	26	83
Diğer Kısa Vadeli Varlıklar	69	86	51	88	58	(34)
<b>Toplam Aktifler</b>	<b>330</b>	<b>432</b>	<b>671</b>	<b>427</b>	<b>690</b>	<b>62</b>
Uzun Vadeli Borçlar	3	0	131	0	133	A.D.
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	18	18	20	19	18	(5)
Kısa Vadeli Borçlar	13	18	40	61	81	32
Ticari Yükümlülükler	7	11	12	7	13	72
Toplam Yükümlülükler	40	48	203	88	244	178
Toplam Özsermaye	290	385	468	340	447	31
<b>Toplam Pasifler</b>	<b>330</b>	<b>432</b>	<b>671</b>	<b>427</b>	<b>690</b>	<b>62</b>

<b>GELİR TABLOSU (US\$ Mn)</b>	<b>2003</b>	<b>2004</b>	<b>2005</b>	<b>2005/03</b>	<b>2006/03</b>	<b>%Değ</b>
Net Satışlar	174	220	267	47	67	42
SMM	129	141	170	33	41	24
Faaliyet Giderleri	17	19	17	5	5	6
Faaliyet Karı (Zararı)	28	59	79	9	21	128
Finansman Gelirleri (Giderleri)	15	13	(1)	(0)	(3)	A.D.
Diğer Gelirler (Giderler)	6	(3)	15	6	8	37
<b>Vergi Öncesi Kar (Zarar)</b>	<b>50</b>	<b>69</b>	<b>93</b>	<b>15</b>	<b>25</b>	<b>72</b>
Vergi Giderleri	9	20	12	3	3	(10)
Azınlık Payı	-	-	-	-	-	A.D.
<b>Net Kar(Zarar)</b>	<b>41</b>	<b>48</b>	<b>82</b>	<b>11</b>	<b>22</b>	<b>94</b>

<b>FİNANSAL ORANLAR</b>	<b>2003</b>	<b>2004</b>	<b>2005</b>	<b>2005/03</b>	<b>2006/03</b>
Özsermaye Karlılığı	20.5%	14.3%	19.2%	11.3%	19.4%
Aktif Karlılığı	17.5%	12.7%	14.8%	8.3%	13.1%
Brüt Kar Marjı	25.8%	35.6%	36.2%	28.9%	38.1%
Net Kar Marjı	23.8%	22.0%	30.6%	24.4%	33.3%
VAFÖK Marjı	31.9%	36.8%	44.4%	44.3%	53.7%
U.V. Borçlar/Özsermaye	1.0%	0.1%	27.9%	0.1%	29.7%
Satışlar/Toplam Aktifler	52.5%	50.8%	39.8%	43.9%	38.7%

Araştırma Uzmanı: Soner Akın

Stajyer Uzman Yardımcısı: Ümit Cantürk

Alan Yatırım Menkul Değerler A.Ş.: Nispetiye Cad. Akmerkez E-3 Blok Kat:12 34337 Etiler-İstanbul

Santral: 0 212 350 08 00

E-mail: [arqe@alanyatirim.com.tr](mailto:arqe@alanyatirim.com.tr)

---

Bu çalışmada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeler yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti Sermaye Piyasası Kurulu tarafından yayımlanan Seri:V, No:52 sayılı "Yatırım Danışmanlığı Faaliyetine İlişkin ve Bu Faaliyette Bulunacak Kurumlara İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ" erevesinde aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde sunulmaktadır. Burada ulaşılan sonuçlar tercih edilen hesaplama yöntemi ve/veya yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmakta olup, mali durumunuz ile risk getiri tercihlerinize uygun olmayabileceğinden sadece burada yer alan bilgilere dayanılarak yatırım kararı verilmesi sağlıklı sonuçlar doğurmayabilir.

Burada yer alan her türlü haber, veri, bilgi, rapor, araştırma bulgusu, görüş ve öneriler, Alan Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından, piyasa koşulları içerisinde ve güvenirliliğine inanılan kaynaklardan yararlanılarak, herhangi bir maddi manevi menfaat karşılığı olmaksızın, genel anlamda bilgi sunmak amacıyla hazırlanmıştır. Yer alan bilgilerin zamanlaması, tamlığı ve doğruluğu tarafımızca garanti edilmemekte olup bu bilgiler, belli bir kazancın sağlanmasıya yönelik olarak sunulmamaktadır. Bu nedenle, burada yer alan haber, veri, bilgi ve bulgulara dayanılarak yapılan işlemlerden doğacak her türlü maddi manevi zararlardan ve her ne şekilde olursa olsun üçüncü kişilerin uğrayabileceği her türlü kayıptan, Alan Yatırım Menkul Değerler A.Ş. sorumlu tutulamaz.