

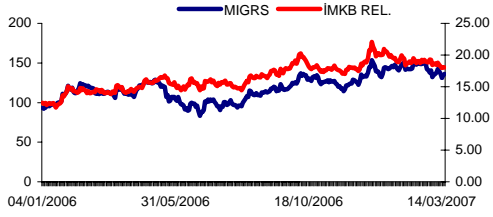
## Migros

Faaliyet Konusu : Perakende Mağazacılık  
Halka Açıklık : 49.17%  
Ortaklık Yapısı : Koç Holding 50.83%

Reuters Kodu : (MIGRS.IS)  
Ödenmiş Sermaye : 176,267 Bin YTL  
Piyasa Değeri : 2,997 Milyon YTL / 2,139 Milyon \$  
Hisse Fiyatı : 17.00 YTL / 12.14 \$

"TUT"

19 Mart 2007



Performans	1 Aylık	3 Aylık	12 Aylık
Değişim TL (%)	-9.1%	0.6%	22.2%
Değişim \$ (%)	-10.4%	1.5%	15.7%
İMKB Relatif (%)	-5.1%	-3.3%	28.7%
	YTL	ABD\$	
12 Aylık En Yüksek	19.20	13.75	
12 Aylık En Düşük	10.40	6.14	

Piyasa Göstergeleri	2006	2007T	
FK	38.08	30.43	
PD/Ciro	0.70	0.59	
FD/Ciro	0.76	-	
PD/DD	3.25	-	
FD/FAVOK	10.49	-	
Marjlar	2005	2006	2007T
Brüt Kar	24.1%	25.4%	26.4%
EFK	4.0%	4.8%	5.8%
FAVÖK	6.9%	7.2%	7.9%
Net Kar	2.7%	1.8%	1.9%

Özet Bilanço (Bin YTL)	2005	2006
T. Dönen Varlıklar	740,283	1,002,806
T. Duran Varlıklar	1,620,595	1,787,126
Toplam Aktifler	2,360,878	2,789,932
Kısa Vadeli Borçlar	888,665	1,263,465
Uzun Vadeli Borçlar	680,053	603,498
T.Öz Sermaye	706,930	922,770
Toplam Pasifler	2,360,878	2,789,932

Bin YTL	2005	2006	%	2007T
<b>Satışlar</b>	<b>2,686,100</b>	<b>4,274,871</b>	<b>59.1%</b>	<b>5,051,898</b>
Satışların Maliyeti(-)	2,037,638	3,189,957	56.6%	3,718,089
<b>Brüt Kar</b>	<b>648,462</b>	<b>1,084,914</b>	<b>67.3%</b>	<b>1,333,809</b>
Faaliyet Giderleri(-)	541,787	878,321	62.1%	1,038,792
<b>Faaliyet Karı / (Zararı)</b>	<b>106,675</b>	<b>206,593</b>	<b>93.7%</b>	<b>295,017</b>
Net Diğer Gel/Gid	59,046	111,333	88.6%	80,000
Finansman Giderleri (-)	64,034	159,871	149.7%	180,000
<b>Vergi Öncesi Kar</b>	<b>98,279</b>	<b>155,009</b>	<b>57.7%</b>	<b>195,017</b>
Vergi(-)	24,574	76,323	210.6%	96,533
<b>Net Dönem Karı</b>	<b>73,705</b>	<b>78,686</b>	<b>6.8%</b>	<b>98,484</b>

• **Net satış gelirlerini 4.3 milyar YTL seviyesine çıkardı-** Tansaş ile 2005 Kasım ayında birleşmesinin ardından yeni mağaza yatırımlarını sürdüren şirket, açmış olduğu yeni mağazalar ile birlikte YS05'te 783 olan mağaza sayısını YS06'da 878'e çıkarmıştır. Şirketin açmış olduğu mağazalar ile toplam net satış alanı da YS05'e göre %13 artışla 693.289 m<sup>2</sup> seviyesine yükselmiştir. Tansaş ile birleşmesinin vermiş olduğu olumlu etki ile birlikte artan net satış alanı ve müşteri sayısındaki artış Migros'un konsolide net satış gelirlerini YS05'e göre %59 artırarak 4.3 milyar YTL seviyesine yükselmesini sağlamıştır. Toplam konsolide satışlarının %86.6'sını oluşturan yurt içi satışlar Tansaş'ın olumlu katkısı ile YS05'e göre %64 artış göstererek YS06'da 3,7 milyar YTL seviyesine ulaşmıştır. Yurt içinde 2007 Mart ayı itibarıyla, 204 Migros, 238 Tansaş, 363 Şok, 8 Macro Center ile toplam 813 mağazaya sahip olan şirket, yurt dışında ise 75 mağazaya sahiptir. Migros'un yurt dışı satış gelirleri ise 2005 yılına göre %34 artışla 574 milyon YTL seviyesinde gerçekleşmiştir.

• **2006 yılını 78.7 milyon YTL kar rakamı ile tamamladı -** Migros, birleşmenin de etkisiyle artan net satış gelirleri sayesinde kar marjlarında da iyileşme sağlamıştır. Şirketin YS05'te %24.1 seviyesinde bulunan brüt kar marjı YS06 itibarıyla %25.4 seviyesine yükselirken, esas faaliyet kar marjı da %4'den %4.8 seviyesine çıkmıştır. Migros, diğer yandan 2006 yılında Ruble'nin yabancı para birimleri karşısında değer kazanmasının etkisiyle Rusya faaliyetlerinden ve yabancı para birimlerinin YTL karşısında değer kazanması sonucu sahip olduğu yurt içi döviz mevduatlarından toplam 33 milyon YTL kur farkı geliri kaydetmiştir. Bununla birlikte şirketin 2006 yılında artan mevduat faiz gelirleri Migros'un YS05'te 59 milyon YTL olan diğer faaliyet gelirlerinin YS06'da 111 milyon YTL seviyesine çıkarmış, bu da karına olumlu katkı sağlamıştır. Şirketin, Rusya yatırımları ve Tansaş'ın finansmanında kullanılmak üzere almış olduğu uzun vadeli krediler sonrasında YS06 itibarıyla 530 milyon dolar finansman borcu bulunmaktadır (toplam finansman borcunun %76'sı uzun vadeli). Dolayısıyla, 2006 yılında dövizin YTL karşısında değer kazanması şirketin 158 milyon YTL finansman gideri kaydetmesine neden olmuştur. Migros, olumlu operasyonel performans sonrasında, YS06 itibarıyla 155 milyon YTL vergi öncesi kar elde etmiştir. Ancak Migros, Kurumlar Vergisi Kanunu ile yapılan değişiklik sonrasında, Tansaş kaynaklı indirilebilir zararlarını Tansaş özsermayesi ile sınırlı olarak ve %30 kurumlar vergisi yerine %20 ile işleme tutmuştur. Dolayısıyla şirket, ertelenebilir vergi varlığının azalması sebebiyle 2006'da 66 milyon YTL ertelenen vergi gideri kaydetmiş bu ise şirketin net kar rakamının 76 milyon YTL seviyesinde gerçekleşmesine neden olmuştur. Migros, Tansaş'ın devralımından kaynaklanan ve 2002-2004 yılları arasında oluşan toplam 136 milyon YTL tutarındaki geçmiş yıllar zararlarını 2007 yılı içinde elde edilecek vergilendirilebilir karlar ile mahsup etmeyi planlamaktadır.

• **2007 yılında konsolide net satış gelirlerinin 5 milyar YTL seviyesi üzerinde gerçekleşmesini bekliyoruz**  
- Yurt içi ve yurt dışında mağaza yatırımlarını sürdüren şirketin açmış olduğu yeni mağaza yatırımları nedeniyle net satış gelirlerini 2007 yılı sonunda 5 milyar YTL seviyesi üzerine çıkaracağını düşünüyoruz. İNA analizine göre hedef değerini 2 milyar dolar (hisse başına 15.90 YTL) hesapladığımız şirketin cari piyasa değerine göre %6 primli işlem görmesi nedeniyle "TUT" önerisinde bulunuyoruz.

UYARI NOTU: Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri, yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. 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 dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.