



## Migros - 1Y 2006 Sonuçları

AL

Hedef PD: 2,142 Mn US\$

### Cirodaki Artış Trendi Sürüyor

Migros'un 1Y 2006 net satışları 1,429 milyon US\$ olarak gerçekleşmiş ve şirketin cirosu geçen senenin aynı dönemine göre dolar bazında %64 artış kaydetmiştir.

Migros'un cirosunun yaklaşık %87'ini yurt içi, %13'ünü ise yurt dışı satışlar oluşturmaktadır. Şirket cari dönemde yurt içi satışlarını geçen yılın aynı dönemine göre %78, yurt dışı satışlarını da %28 oranında arttırmayı başarmıştır.

Cari dönemde şirketin SMM'deki artış dolar bazında yıllık %59 oranında gerçekleşirken, Migros'un 1Y 2006 brüt karı ise geçen senenin aynı dönemine göre %81 oranında artarak 366 milyon US\$'a yükselmiştir.

Şirketin 1Y 2006'da faaliyet giderleri 1Y 2005'e göre %69 oranında artarken, esas faaliyet karı ise geçen senenin aynı dönemine göre %145 oranında artmış ve 76 milyon US\$ olarak gerçekleşmiştir.

### Tansaş Birleşmesi Sonrasında Artan Finansman Giderleri Karılığın Kısıtladı

Migros'un 1Y 2006'da finansman giderleri 1Y 2005'teki 21 milyon US\$ seviyesinden 108 milyon US\$'a çıkarak %410 oranında artış kaydetmiştir. Şirketin finansal borçlarının artmasında Tansaş birleşmesi etkili olmuştur. Kullanılan kredilerle şirketin net finansal borç pozisyonunun yaklaşık 253 milyon US\$'a ulaşması Migros'un 2Ç 2006'da yüksek kur farkı gideri yazması sonucunu yaratmış ve bu durum finansman giderlerinin artmasına neden olmuştur.

Şirketin artan borç yükünün finansman giderleri üzerindeki olumsuz etkisine rağmen Tansaş birleşmesi şirketin toplam duran varlıklarını 1Y 2005'deki 523 milyon US\$ düzeyinden cari dönemde 884 milyon US\$'a çıkartmış ve Migros'un Pazar liderliğini pekiştirici etkiye bulunmuştur.

Sonuç olarak Migros'un net kar rakamı 1Y 2006'da geçen yılın aynı dönemine göre dolar bazında %92 oranında azalarak 1 milyon US\$ seviyesinde gerçekleşmiştir.

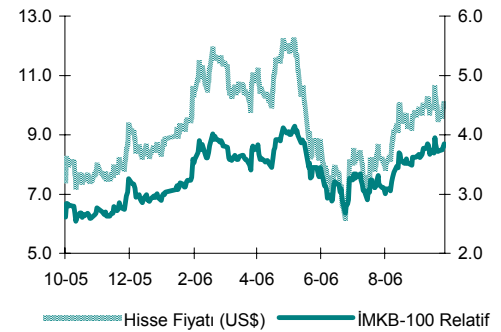
Öte yandan Migros'un 1Y 2005 döneminde 71 milyon US\$ olan VAFÖK rakamını bu dönemde %139 oranında arttırarak 170 milyon US\$ seviyesine çıkarması şirketin operasyonel karlılığının arttığını göstermektedir.

	YTL	US\$
Fiyat	15.00	10.05
İMKB-100	37,268	24,980
US\$ (MB Alış):	1.492	
52 Hafta Yüksek:	16.10	12.19
52 Hafta Düşük:	9.83	6.18
İMKB Kodu:	MIGRS	

Hisse Senedi Sayısı (Mn):	176.3
Piyasa Değeri (YTL Mn):	2,644.0
Piyasa Değeri (US\$ Mn):	1,772.2
Halka Açıklık Oranı (%):	49
Halka Açık PD (YTL Mn):	1,295.6
Halka Açık PD (US\$ Mn):	868.4

	S1A	S1Y	YB
YTL Getiri (%):	10.3	31.7	54.0
US\$ Getiri (%):	9.2	18.9	38.5
İMKB-100 Relatif Getiri (%):	6.5	-5.0	3.9
Ort. İşlem Hacmi (YTL Mn):	6.78		
Ort. İşlem Hacmi (US\$ Mn):	4.85		

Beta	1.00
Yıllık Volatilite (Hisse)	0.54
Yıllık Volatilite (İMKB-100)	0.39



DEĞERLEME	2003	2004	2005	2005/06	2006/06
F/K	15.56	20.73	24.47	18.55	38.63
PD/DD	2.07	2.37	2.55	2.20	2.43
FD/VAFÖK	22.75	9.56	9.14	6.90	4.64
FD/Satışlar	0.59	0.66	0.80	0.56	0.55
Hisse Başına Kar (US\$)	0.93	0.40	0.40	0.26	0.02
Firma Değeri (US\$ Mn)	787	1,113	1,597	981	1,575
VAFÖK (US\$ Mn)	35	116	175	71	170

### Gelişmeler

Migros 2006 yılında ağustos ayına kadar 6 Migros, 12 Tansaş, 1 Macro Center, 34 Şok, 8 Ramstore olmak üzere toplam 29 haftalık sürede, ortalama haftada 2 mağazayla, 61 yeni mağaza açarak hızlı büyümesini sürdürmektedir. Migros'un Tansaş birleşmesi öncesinde 1Y 2005 itibariyle toplam 450.765 m2 satış alanına sahip 538 mağazası bulunmaktaydı. Birleşme sonrasında Tansaş mağazalarının eklenmesi ve yurtiçi ve yurtdışında açılan yeni mağazalarla 1Y 2006'da şirket mağaza sayısını 823'e, net satış alanını ise 638.930 m2'ye çıkarmıştır.

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. Öte yandan Kazakistan ve Azerbaycan'daki mağazalarda ise Migros çoğunluk hisselerini elinde tutmaktadır. Migros'un yurt dışı yatırımları açısından hızlı gelişme gösteren Rusya ve Kazakistan pazarları artan şekilde önem kazanmaktadır. Öte yandan, Fransız hipermarket devi Auchan'ın Migros'un 1997 yılında Enka Holding ile birlikte kurdukları Ramenka'yı satın alma girişimi iddialarını şirket yalanlamıştır.

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

Şirket yetkililerinin yaptığı açıklamalarda Migros'un, Tansaş'ı satın almasıyla 2009 satış hedeflerinin 2006 yılında geçilmiş olunacağı açıklandı. Buna göre önümüzdeki 2 yılda yurtiçi cirosunu iki misline çıkarmayı hedefleyen şirket, 2006 sonunda 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.

	PD/DD	FD/VAFÖK
<b>BİM MAĞAZACILIK</b>	<b>13.5</b>	<b>14.0</b>
<b>BOYNER</b>	<b>6.3</b>	<b>5.3</b>
<b>CARREFOUR A</b>	<b>2.9</b>	<b>-</b>
<b>CARREFOUR B</b>	<b>2.9</b>	<b>-</b>
<b>KİPA</b>	<b>7.3</b>	<b>60.9</b>
<b>MİGROS</b>	<b>3.2</b>	<b>8.3</b>
<b>ORTALAMA</b>	<b>4.1</b>	<b>15.6</b>
<b>İSKONTO/PRİM</b>	<b>-22%</b>	<b>-47%</b>

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 1,901 milyon US\$'lık değer Migros'un 28 Eylül 2006 kapanış piyasa değeri olan 1,772 milyon US\$'a göre %7 prim potansiyeline işaret etmektedir.

Migros için piyasa çarpanları yöntemine göre yaptığımız çalışma sonucunda ise 2,383 milyon US\$'lık değere ulaştık. Migros'un 28 Eylül 2006 kapanış piyasa değeri olan 1,772 milyon US\$'ın bu değere göre %25 iskontolu olduğunu görüyoruz.

Sonuçta Migros için 1Ç 2006'da belirlediğimiz 1,612 milyon US\$'lık hedef piyasa değerimizi 1Y 2006'da 2,142 milyon US\$ seviyesine yükseltiyoruz. Son kapanış verilerine göre hedef piyasa değerimize kıyasla %17 oranında iskontolu işlem gören Migros'un uzun vadeli düşünen yatırımcılar için uygun bir yatırım fırsatı sunmayı sürdürdüğünü görüşüyoruz ve şirket için AL önerimizi koruyoruz.

## Migros

İNA (US\$ Mn)	2006T	2007T	2008T	2009T	2010T	2011T	2012T	2013T	2014T	2015T	Terminal
VAFÖK	230	239	249	260	272	285	299	314	330	347	
Vergi	9	14	18	22	27	31	36	42	47	53	
Sabit Sermaye Yatırımları	59	67	73	79	87	95	104	114	125	137	
Net Çalışma Sermayesi Değişimi	(0)	7	13	19	26	32	40	47	55	64	
Serbest Nakit Akımları	162	151	145	140	133	126	119	111	103	94	94
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	143	117	100	84	71	59	49	41	33	27	1,176

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)	725
Terminal İNA değeri	1,176

<b>Toplam</b>	<b>1,901</b>
---------------	--------------

BİLANÇO (US\$ Mn)	2003	2004	2005	2005/06	2006/06	%Değ
Maddi Duran Varlıklar	453	497	696	518	663	28
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	(0)	2	264	5	221	4,376
Diğer Uzun Vadeli Kıymetler	13	53	246	66	216	229
Ticari Alacaklar	22	22	24	23	26	13
Hazır Değerler	96	162	236	149	209	41
Diğer Kısa Vadeli Varlıklar	180	244	291	267	275	3
<b>Toplam Aktifler</b>	<b>764</b>	<b>980</b>	<b>1,758</b>	<b>1,027</b>	<b>1,610</b>	<b>57</b>
Uzun Vadeli Borçlar	70	101	486	140	440	215
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	27	33	20	35	17	(52)
Kısa Vadeli Borçlar	56	67	158	76	197	161
Ticari Yükümlülükler	223	286	504	283	429	52
Toplam Yükümlülükler	376	488	1,168	533	1,083	103
Toplam Özsermaye	388	492	590	494	527	7
<b>Toplam Pasifler</b>	<b>764</b>	<b>980</b>	<b>1,758</b>	<b>1,027</b>	<b>1,610</b>	<b>57</b>

GELİR TABLOSU (US\$ Mn)	2003	2004	2005	2005/06	2006/06	%Değ
Net Satışlar	1,327	1,694	2,003	872	1,429	64
SMM	1,036	1,314	1,528	669	1,063	59
Faaliyet Giderleri	259	323	395	172	290	69
Ana Faaliyet Karı (Zararı)	32	57	80	31	76	145
Finansman Gelirleri (Giderleri)	4	7	(48)	(21)	(108)	410
Diğer Gelirler (Giderler)	2	14	41	16	58	262
<b>Vergi Öncesi Kar (Zarar)</b>	<b>39</b>	<b>78</b>	<b>73</b>	<b>26</b>	<b>26</b>	<b>1</b>
Vergi Giderleri	(13)	21	18	8	25	196
Azınlık Payı	1	2	-	-	-	A.D.
<b>Net Kar(Zarar)</b>	<b>51</b>	<b>55</b>	<b>55</b>	<b>18</b>	<b>1</b>	<b>(92)</b>

FİNANSAL ORANLAR	2003	2004	2005	2005/06	2006/06
Özsermaye Karlılığı	19.5%	12.6%	10.2%	6.5%	0.5%
Aktif Karlılığı	9.4%	6.3%	4.0%	2.5%	0.2%
Brüt Kar Marjı	21.9%	22.5%	23.7%	23.3%	25.6%
Net Kar Marjı	3.8%	3.3%	2.7%	2.0%	0.1%
VAFÖK Marjı	2.6%	6.9%	8.7%	8.1%	11.9%
U.V. Borçlar/Özsermaye	18.0%	20.5%	82.5%	28.2%	83.5%
Satışlar/Toplam Aktifler	173.7%	172.9%	114.0%	169.8%	177.6%

Araştırma Müdürü: Mutlu Kseahmetoğlu

Araştırma Uzmanı: Soner Akın

Alan Yatırım Menkul Değerler A.ř.: 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:55 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 neriler, Alan Yatırım Menkul Değerler A.ř. tarafından, piyasa koşulları içerisinde ve güvenirliğine 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.ř. sorumlu tutulamaz.