

## Perakendeci Tercihimiz

### ■ Yüksek Rekabetçilik

Gerek kendi markalarıyla sunduğu rekabetçi fiyatlı ürünleri, gerekse de sınıfının en yüksek segment markalarıyla pazar payı kazanımı elde eden ve Euro cinsi borçlarından kurtulan Migros fiziki ve online yatırımlarıyla ayırmaya devam ediyor. Yükselen faiz ortamında artarak devam eden net nakit pozisyonu, dövizde açık pozisyon taşımaması, yenilikçi yeni alanlara cesurca girebilen yönetimi ve cazip değerlemesini göz önüne alarak MGROS için 'AL' önerisinde bulunuyoruz.

### ■ Markaları Daha Hızlı Büyüyor

Migros online tarafa yaptığı yatırımları fiziki dağıtım ağı altyapısını desteklemek adına entegre bir şekilde güçlendirerek karlılıktan kısmi fedakarlık yaparak büyümesini yüksek seviyelerde koruyabiliyor. İskontolu gıda perakendecisi rakiplerinin sunamadığı yenilikçi, hızlı ve günümüzün şartlarına uygun dağıtım alternatifleriyle ilk girişimci olması avantajını pekiştirerek sürdüreceğini düşünüyoruz.

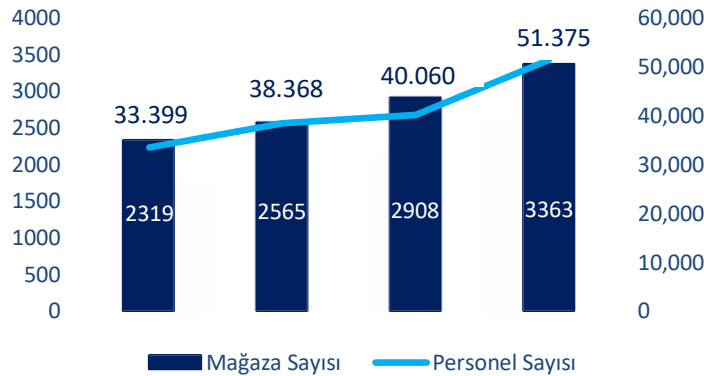
### ■ Rakiplerin Ötesinde Online Aktivite

Migros'un online kanalda güçlü konumu yüksek marjlı olmasa da müşteri ağının sadakatini artırıp rakiplerinin ötesinde ciro artışlarına ulaşmasına neden oluyor. 2024 yılında da bu yatırımlarını devam ettirmesiyle pazar payında artış öngörmekteyiz.

### ■ Farklı İş Kollarını Tatlandırıcı Olarak Görüyoruz

Sadece gıda perakendeciliği tarafında değil MİGEN ile şarj istasyonu 'MİON' ile kozmetik perakendeciliği ve 'MoneyPay' ile finansal çözümler tarafında yatırımlarına devam eden Migros iş kollarını genişletmeye devam ediyor. 2023 yılında bu alanlarda pazar hakimiyetlerinin artmasını bunun da büyüme ve kar metriklerine yansımalarını bekleriz.

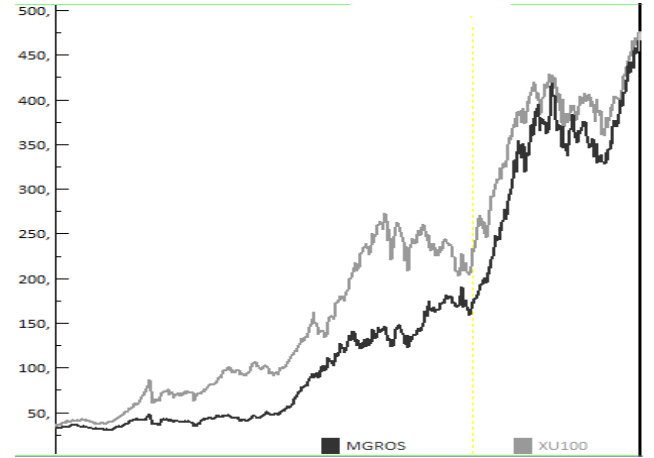
### Mağaza ve Çalışan Sayıları



### MGROS

01.03.2024

MGROS	
Tavsiye	AL
Dolaşımdaki Payı	50,76%
Piyasa Değeri (USD mn)	2.876
Piyasa Değeri(TRY mn)	89.802
Hedef Piyasa Değeri (TRYmn)	137.601
Hisse Fiyatı (TRY)	471
Hedef Fiyat (TRY mn)	760
Yükseliş Potansiyeli	54%
Firma Değeri (TRY mn)	84.693
Son Finansalları	2023/09
Haftalık Değişim	3,84
Aylık Değişim	20,75
Y-Y Değişim	238,69%
Haftalık Relatif Getiri	5,6%
Aylık Relatif Getiri	13,4%
Yıllık Relatif Getiri	93,6%



Çarpanlar	2023	2024T	2025T	2026T
FD/SNA	8,9	8,9	6,03	6,4
FD/FAVÖK	9,8	6,2	4,1	3,6
F/K	21,0	13,23	7,8	6,9
PD/DD	12,1	6,23	3,51	2,3
Özs. Kar.	0,81	0,62	0,55	0,39

## Yatırım Teması

Migros kendi markasıyla ürettiği private label ürünleriyle fiyat rekabeti anlamında diğer rakiplerine rahatlıkla ulaşmakla kalmıyor bunu ürün zenginliği ve online taraftaki yatırım kanallarıyla da destekleyerek sektörde ayrılan ciro büyümesi rakamlarına ulaşabiliyor. Böylelikle her segmentteki gelir düzeyine dokunabilmesi pazar payını önemli ölçüde artırmasına olanak veriyor.

Ana iş kolunu destekleyen online tarafın varlığı ve yıllık %7 satış alanı büyüme beklentisiyle Migros'un, 2024 yılı ciro ve karlılığında da bu konumunu koruyacağını düşünüyoruz. Kabaca her yıl enflasyon+satış alanı artışı+ birkaç puan reel büyümeyle öngörülebilir vadede satış artışına devam etmesini bekliyoruz.

Enflasyon muhasebesinin 2023 yılı FAVÖK marjını olumsuz etkilemesini beklesek de önümüzdeki çeyreklerde daha doğru fiyat oluşumu yapılabilmesiyle nakit akımlarının iyileşmesini öngörüyoruz. Ana iş kolunu destekleyen dağıtım kanalları ve online girişimler dışında şarj istasyonları, kozmetik perakendeciliği, hazır yemek ve fintek tarafına yapılan yatırımları hem ciro hem karlılık için olumlu buluyoruz.

Özellikle büyük mağazaların otoparklarına ve AVM'lere kurulumlarına 2023 yılında başlayan elektrikli araç şarj istasyonları (MİGEN) ve kozmetik tarafına (MİON) yapılan yatırımların etkisini 2024 yılında daha net göreceğimize inanıyoruz.

Asgari ücret artışları ilk çeyrekte maliyetleri yükseltecek olsa da tamamına yakını başta temel ihtiyaç maddeleri olmak üzere harcamaya döneceği için sonraki çeyreklerde gelirlere olumlu yansıtacaktır.

## Katalistler

Şirket özellikle M jet ve M ve MİON gibi küçük metrekareli satış noktalarıyla büyüyor. 2023'te toplam 450 üzeri mağaza açmıştı, öngörülebilir vadede bu hızın korunmasını bekliyoruz.

Online taraf, kozmetik ve elektrikli şarj istasyonlarının kurulması satış gelirlerini daha farkedilir boyutta destekleyecek.

Yarım saat içerisinde sipariş teslimi yapan Migros Hemen tarafında marjlar düşük kalsa da sanal market, kozmetik, yemek, Moneypay yapılarının desteklediği pazar payı kazanımıyla beraber enflasyon muhasebesi sonrası ulaşılacak yıllık FAVÖK marjının artarak devam etmesini bekleriz.

Şirketin döviz açık pozisyonu yok, hızla artan net nakdi ise yükselen faiz ortamında avantaj sağlamakta.

## Riskler

Rakip şirketlerin online tarafa ağırlık vermesi durumunda pazar payı artışı yavaşlayabilir.

Daralan iç piyasada artma ihtimali olan fiyat rekabeti yatırım harcamalarının yükselmesiyle de beraber marjlar ve değerlemelerde hissedilebilir.

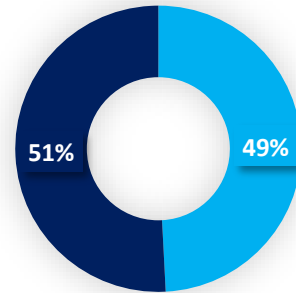
Yatırım harcaması tutarını 2023 için 6 milyar TL civarında gerçekleşmesini bekliyoruz. Yatırım yapılacak yeni iş kollarının ise uzun vadede değerlendirme pozitif olacağını düşünüyoruz.

Stok gün sayısının ana rakiplerinden yüksek olması enflasyon muhasebesi ile uygulanacak finansal tablolarla FAVÖK marjını negatif olarak ayrıştırabilir.

## ŞİRKET GEÇMİŞİ

1954 Yılında yüksek fiyatların kontrol altına alınması amacıyla 1954 yılında İstanbul Belediyesi ve İsviçre Migros tarafından İsviçre Migrosa benzer bir yapı olarak kurulmuştur. Migros'un Türkiyede yaygınlaşmaya başlaması 1975 yılında Koç grubunun hisselerin çoğunluğunu almasıyla başladı. Migros halka açık ilk perakende şirketi olma özelliğini de taşıyor. 2006 yılında Tansaş ile birleşerek pazardaki payını arttırmaya devam ediyor. 2015 yılında Anadolu Holding bünyesine giren Migros Kipa'yı da kendi bünyesine dahil etmiştir.

## ORTAKLIK YAPISI



- MH PERAKENDECİLİK VE TİCARET ANONİM ŞİRKETİ
- DİĞER

# İÇİNDEKİLER

A. Hem Göze Hem Cebe Hitap Eden Perakendeci	4
B. Türkiye’de Perakende Sektörü	5
C. Global Sektör	7
D. Özet	10
E. Projeksiyonlar & Değerleme	11
F. Finansal Tablolar	12
G. Sorumluluk Beyanı	13

## A. Hem Göze Hem Cebe Hitap Eden Perakendeci

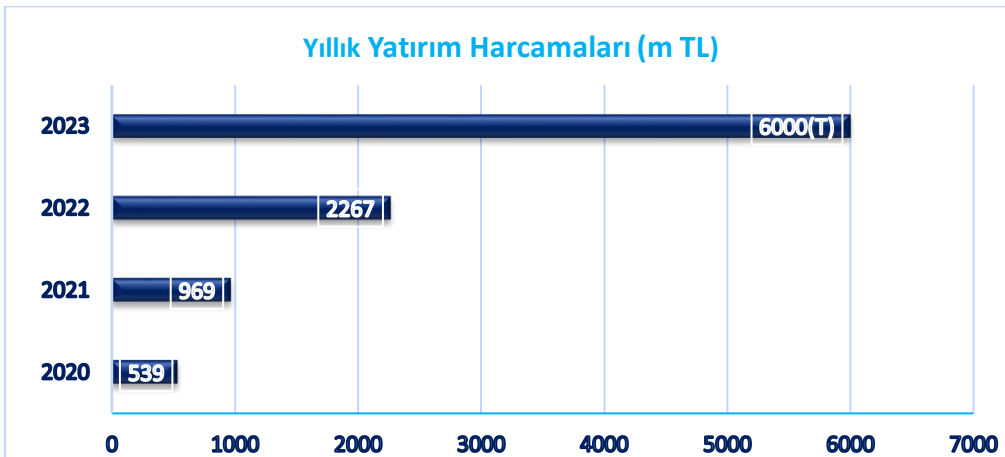
Şirket özellikle uzun dönemli döviz borçlarından kurtulduktan sonra net kar marjlarında önemli bir gelişim gösterdi. Bu sayede fiyatlarda daha rekabetçi hale gelen Migros satış büyümesi konusunda rakiplerinin üzerinde yer aldı. Perakende sektörünün enflasyonu hızlıca ürünlerine yansıtılması avantajını kullanabilmesi ile 2024 yılında büyümede pozitif ayrışmasını bekliyoruz. Hızlı Tüketim Ürünlerinde pazar payı kazanımıyla ve online tarafta hem sanal market hem Migros Yemek hem de kozmetik tarafta büyümesinin yanı sıra MİGEN ile açtığı şarj istasyonlarıyla da 2024'te de karlılığını sürdürebileceğine inanıyoruz.

Online tarafı etkili olarak kullanabilen Migros'un toplam gelirinin yaklaşık %16,5'inin online taraftan gelmesi Migros'u diğer perakendecilerden ayırıyor. 2023'te Migrosun toplam mağaza adedinde %15,6 satış alanı sahasında %7,5 büyümesine kıyasla Migros Sanal Market tarafında %10,3 Migros Hemen tarafında %33 oranında bir mağaza adet büyümesi görüyoruz. Online taraftaki bu büyümeyi olumlu olarak izlemekteyiz.

Migros sadece Online tarafta değil aynı zamanda marjların daha yüksek olduğu kozmetik tarafında da çok önemli adımlar atıyor. Kozmetik alanında MİON 2022 sonunda 4 mağazadan 2023 yılı sonuna kadar 71 mağazaya çıkarak güçlü bir mağaza büyümesi gösterdi. Migros sadece perakende alanında değil şarj istasyonu (MİGEN) alanında büyümek için önemli adımlar atıyor. 2023'te 55 tane şarj istasyonu kuran bu sayısını 2024 yılında 150 üzeri şarj istasyonuna çıkarmayı hedefliyor. Finansal çözüm ve teknoloji tarafında da MoneyPay'ın %50 civarında kullanıcı sayısında artış gözlemlemekteyiz. Rakiplerin ötesinde geliştirilen bu alanların Migros'un cirosunu ve karını 2024'te destekleyeceğini düşünüyoruz.

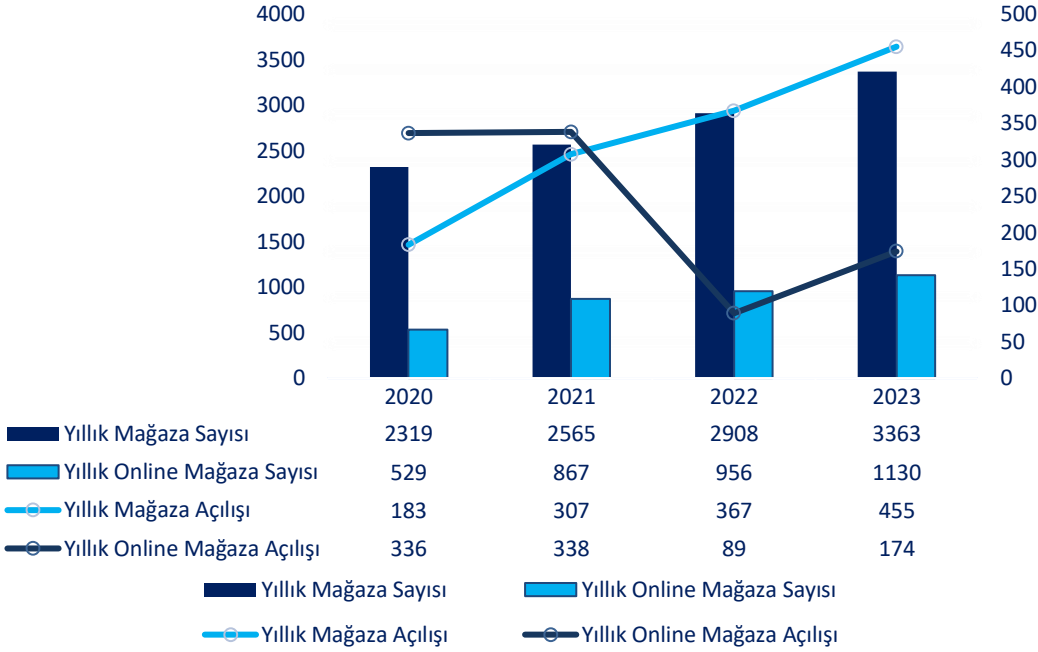
Rakiplerinden daha fazla satış büyümesine karşın Migros'un online taraftaki büyümesi operasyonel anlamda online ticaret tarafındaki rakiplerinden ötürü yüksek marjlı olmasa da müşteri ağına artmasına yol açıyor. Aynı zamanda fiziki tarafta da yoğun fiyat rekabeti yaşanmasına karşın pazar payını artırmaya başlaması ile bunu online tarafla desteklemesi oldukça olumlu. 2024 yılında da bu yatırımlarını devam ettirmesiyle pazar payında büyüme hızının ivmelenerek devamını bekleriz.

Yatırıma önem veren Migros satış hacmini arttırabilmek adına doğru yatırımlarıyla ön plana çıkmakta. Daha da ötesi şirket bunu sürekli bir şekilde devam ettirebilme özelliğine sahip.



Yatırımlarına soluksuz devam eden Migros mağaza açılışlarına da %7 satış alanı büyümesiyle istikrarlı bir şekilde devam ediyor. Online tarafta geçmişte yapılan yatırımların ciroya etkisini 2023'te gördüğümüz gibi 2024 yılında da süreceğini öngörüyoruz. Uzun vadede ilk

yatırımların yüklü nakit akımı etkisi geride kaldıkça teknoloji tarafındaki yatırımların kar marjına olumlu yansımaları olmasını bekliyoruz.



2020 ve 2021'deki pandemi dönemiyle beraber gelen online mağaza yatırımları 2022 ve 2023 yılında yüksek enflasyon ortamında perakende satış hacimlerindeki artışla mali tabloda etkisini gösterdi. 2024 yılında yıldan yıla düşmesini beklessek de geçmişe kıyasla yüksek seviyesini koruyacak enflasyon ve online tarafa yapılan yatırımlarla ciro ve karın yükselerek devamını bekleriz.

## B. Türkiye'de Perakende Sektörü

Son iki senedir yüksek enflasyonu fiyatlara aktarmaya çalışan perakende sektöründe gerek fiyat artışlarının dengelenmesi adına yapılan regülasyonlar gerek asgari ücretin yılda 2 kez artırılmasından kaynaklı olarak zor bir dönemi takip ettik. Yüksek sayıda asgari ücretli personel çalıştıran perakende sektörünün üzerindeki olumsuz etkilerin 2024 yılında tek seferlik ücret artışı ve seçimler sonrasında sektörün üzerinde daha az regülatif baskı beklentimizle hafiflemesini bekliyoruz.

Sektör üzerinde baskı yapmasını beklediğimiz ana konu enflasyon muhasebesinin FAVÖK marjı üzerindeki etkisi. Sadece 2023 mali tabloları değil ilk çeyrekte de negatif etkinin olabileceğini sonrasında ise bu durumun fiyat ayarlamalarıyla normalleşeceğini düşünüyoruz. Perakende sektörünün ciro artışının ise enflasyonun üzerinde reel büyüme sağlamaya devam etmesini bekliyoruz.

## 28 Şubat 2024 Çarpanlar

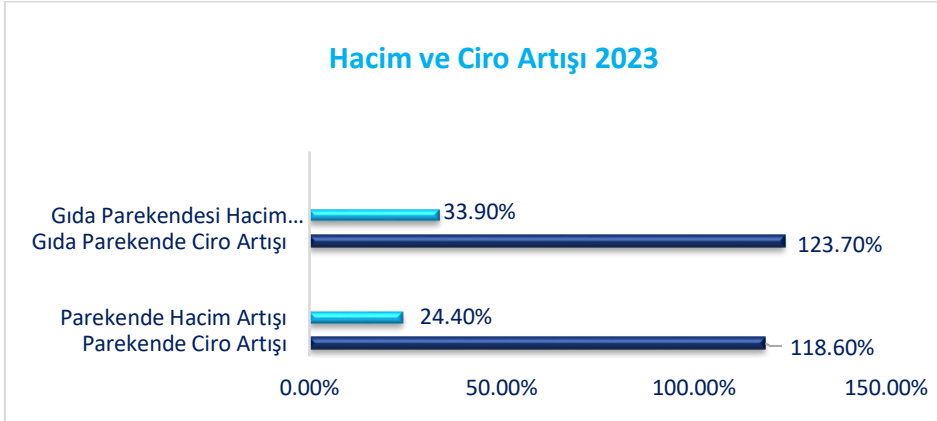
Hisse	Ad	F/K	FD/FAVÖK	Mağaza Sayısı	FAVÖK Büyümesi	Brüt Kar Büyümesi	Stok Gün Sayısı	Personel Sayısı	Net Nakit/FAVÖK	Satış Büyümesi
BIMAS	Bim	20,36	13,44	12046	75,22	78,98	37,97	84319	-0,49	78,93
BIZIM	Bizim	14,70	3,78	181	40,19	69,26	41,93	2650	0,06	68,19
CRFSA	Carrefoursa	NaN	9,51	672	70,88	93,18	60,79	10423	-0,76	92,94
GMTAS	Gimat	6,59	8,88	1	60,32	123,65	80,89	279	0,04	124,04
KIMMR	Kim	21,16	7,87	141	130,62	115,94	55,64	2296	-0,69	107,71
MGROS	Migros	16,16	9,61	3368	65,55	103,57	53,26	51275	0,60	103,49
SOKM	Şok	12,27	6,28	10601	64,93	84,69	54,00	47119	-0,28	84,65

Kaynak: A1 Portföy

Migrosun yerel rakiplerine göre çarpanlarının makul olduğunu bunun dışında FAVÖK ve satış büyümesi tarafında da olumlu ayrıştığını görüyoruz. Stok devir hızının bazı rakiplerinden bir miktar düşük olması ise enflasyon muhasebesine geçiş döneminde kıyaslamalı olarak sınırlı negatif bir etki yaratacaktır.

TÜİK verileri göz önüne alındığında cirodaki artış enflasyonist ortamın getirdiği fiyat artışlarının yanı sıra perakende satış hacminin artmasından da kaynaklıdır. Perakende ciro 2023 yılında %123,70 artarken Gıda perakende cirosu %118,60'lık bir artış gösterdi. Perakende satış hacmi ise %33,90 artarken gıda perakende satış hacmi ise %24,40 oranında bir artış gösterdi. Bu da bize satışların artmasında ki önemli sebeplerden birinin satış hacmi artışı olduğunu gösteriyor.

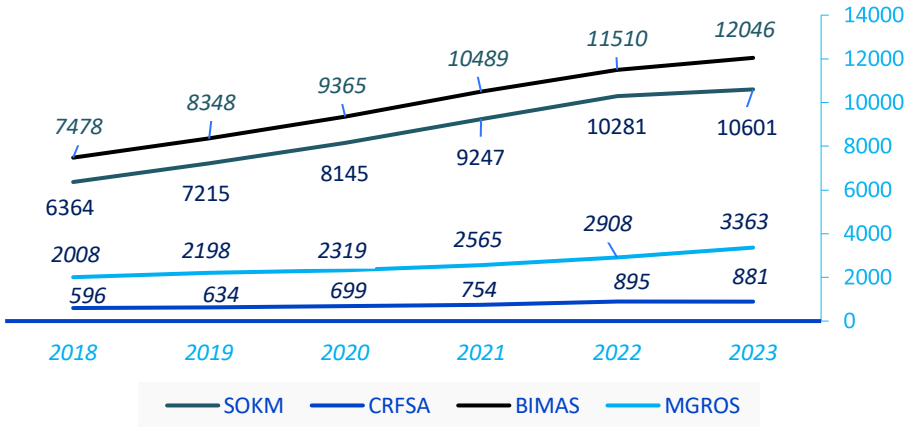
### Ciro-Hacim Payları



Kaynak: TÜİK

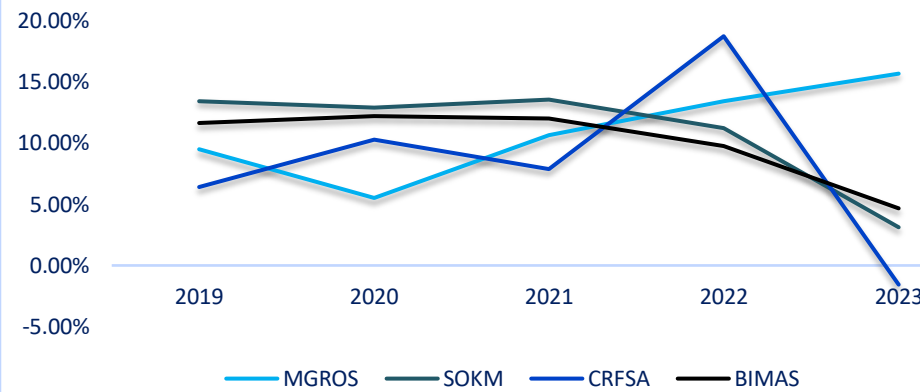
2024 yılında da enflasyonist ortamdan fiyat elastikiyetinin düşük olduğu gıda perakendeciliği sektörünün satışlarının olumlu etkileneceğine devam edeceğini düşünüyoruz.

### Yıllık Mağaza Adedi Sayısı



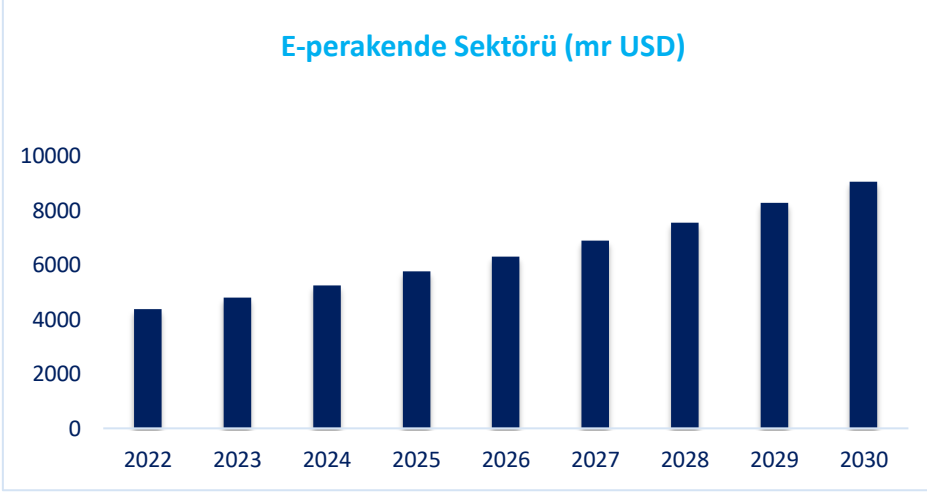
Mağaza adedi ivmelenen grafikte büyüyen Migros'un bunu önümüzdeki yıllarda istikrarlı bir biçimde sürdürmesini bekliyoruz. %7 civarında yıllık büyüme ile hem fiziki hem de online dağıtım ağını geliştirmeye devam edeceğini düşünüyoruz.

### Oran Olarak Yıllık Mağaza Adedi Açılışları



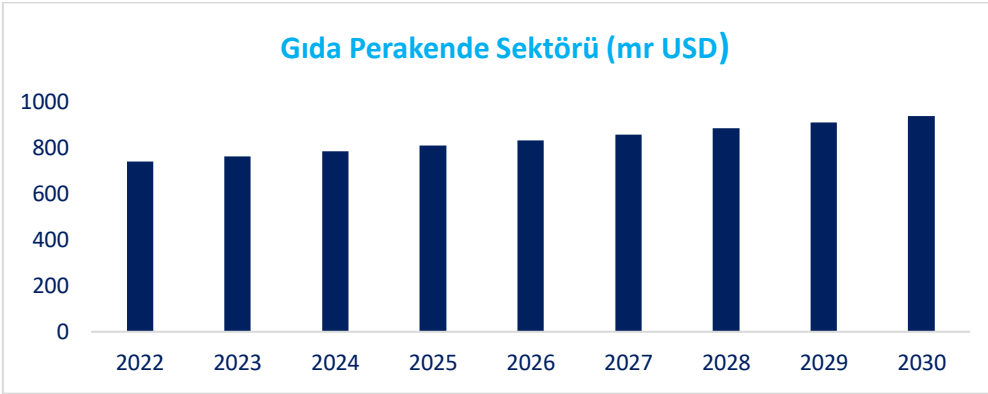
## C. Global Sektör

Global tarafa baktığımızda yüksek enflasyon dönemi geçiren ABD ve Avrupa özelinde perakende tarafında büyüme devam etmekte. Pandemi sonrası başlayan yüksek enflasyon etkisini sürdürmekte iken perakende sektörünün 2023 yılında cirosu Statista verilerine göre 27 trilyon Dolar iken 2024 yılsonu beklentisi 30 trilyon Dolar seviyesinde. 2027 yılına kadar ise perakende sektöründe yıllık %4,8'lik bir büyüme beklentisi devam ediyor. Grand View Research Küresel gıda perakendeciliği tarafında ise 2024-2030 arasında yıllık %3,1 oranında bir büyüme bekliyor. Migros'un büyümek için yatırımlarını sürdürdüğü ve tütün ve alkol hariç gelirinin yaklaşık %17'sini sağlayan online perakendecilik tarafında ise pandemi sonrası devam eden %10'luk büyümenin yine 2027 yılına kadar yıllık %9-10 büyüme beklentisi de devam ediyor. Burada online tarafaki büyümenin fiziki tarafa göre daha hızlı olmasını bekliyoruz.



Hem Global tarafta hem de ülkemizde değişen tüketici alışkanlıkları ve Türkiyedeki şirketlerin e-ticaret tarafında fiziki tarafa göre bazı zamanlarda daha uygun fırsatlar ve kampanyalar oluşturması fiziki tarafa göre daha düşük marjlı satışlardan oluşsa da pazar payı kazanımı ve satış hacminin artırılması yönünde önemli bir etki sunuyor.

Türkiyede çok yoğun bir şekilde perakende tarafında ilgi hala fiziki tarafta yoğunlaşsa da günden güne online tarafa olan yönelim artarak devam ediyor. Migros'un da online taraftaki yatırımlarıyla önemli bir pazar payı kazanımı sağladığı bu dönemden ayrı olarak gelecek dönemlerde bu kazanımın devam edeceğini düşünmekteyiz.



Global tarafta yıllık %3'lük büyümenin domestik piyasaya yansımalarının yanı sıra Türkiye'de kıyaslamalı olarak daha hızlı artan ve genç nüfusun yerli perakende sektörünü destekleyeceğini düşünüyoruz.





Demografik metriklerin yanında perakende sektöründeki ağırlıklı olarak temel ihtiyaç maddelerinden oluşan ürün havuzunun düşük talep elastikiyetini düşündüğümüzde enflasyona karşı bir koruma sağladığını görmekteyiz. Bu olumlu senaryonun yanında pazar payı kazanımı sağlayan şirketler enflasyon + reel büyüme + satış hacmi artışı ile karlılığını ekstra arttıracaklar.

## Global Gıda Perakende Sektör Çarpanları

Şirket	Piyasa Değeri	2024 T FD/FAVÖK	2024 T F/K
Migros Ticaret AS	85.37B	6.0x	12.8x
Çarpanlara Göre İskonto Oranı		0,08	0,29
Ortalama Çarpanlar	55.91B	6.5x	16.5x
Grocery Outlet Holding Corp	80.39B	9.7x	21.0x
HelloFresh SE	72.87B	3.5x	8.1x
Yonghui Superstores Co Ltd	104.06B	15.0x	37.3x
METRO AG	64.80B	3.8x	16.5x
BinDawood Holding Co	64.55B	9.8x	22.7x
Organizacion Soriana SAB de CV	109.73B	5.5x	10.6x
Grupo Mateus SA	111.38B	6.6x	9.7x
La Comer SAB de CV	57.94B	5.9x	17.9x
Sheng Siong Group Ltd	54.36B	10.2x	16.2x
Sun Art Retail Group Ltd	49.37B	0.0x	31.5x
Puregold Price Club Inc	44.79B	4.3x	7.5x
North West Co Inc/The	44.24B	6.9x	12.3x
Label Vie	38.22B	9.0x	16.0x
Life Corp	38.12B	5.6x	10.9x
Arcs Co Ltd	36.55B	5.3x	15.4x
SPAR Group Ltd/The	31.03B	7.3x	8.7x
SMU SA	28.25B	6.0x	7.8x
Belc Co Ltd	27.76B	6.3x	11.8x
United Super Markets Holdings	27.50B	6.3x	61.5x
Almacenes Exito SA	26.53B	3.9x	8.3x
Al Meera Consumer Goods Co QSC	22.93B	8.6x	13.3x
Tesco PLC	24.71B	10.7x	6.3x
Carrefour SA	12.24B	7.9x	4.8x

Global çarpanlara baktığımızda Migros'un iskontolu olarak kaldığını söylemek mümkün. 2024 yılında yabancı sermaye akımlarının gelişmekte olan ülkelere kayma ihtimali göz önüne alındığında bu farkların azalacağını tahmin etmekteyiz. Fakat enflasyon muhasebesinin getirmiş olduğu stokları yeniden değerlendirme üzerinden baktığımızda 2024 yılı içerisinde güncel FAVÖK marjlarından daha düşük marjlarla çalışma riskini göz önüne aldığımızda burada aktif stok yönetimi yapamayan şirketlerin çarpanlarının yükseldiğini görebiliriz. Bu durum bir risk unsuru olarak 2024'te karşımıza çıkabilir.

## D. Özet

Migros uzun dönemli Euro borçlarından kurtulduktan sonra daha güçlü nakit akışlarıyla karşımıza çıkmaya başladı. Ana yapıyı güçlendiren markalarıyla beraber hem satışlarını hem pazar payını önemli ölçüde artırdı. Süren saha alanı büyümesi, online tarafa yapılan yatırımlar, diğer destekçi iş kolları ve güçlü nakit akışlarıyla beraber önümüzdeki yıllarda da perakende sektöründe başarılı bir performans sağlayacağını düşündüğümüz şirketler arasına koymamızı sağlıyor. 2024 yılı özelinde ise yüksek faiz yüksek enflasyon ortamında bir çok şirketin yatırımlarını ve karlılıklarının baskılanacağı ve onlara rakip olarak mevduat faizinin öne çıkan bir araç olabileceği ortamda enflasyonu direkt olarak ürünlerini yansıtabilen perakende sektöründe bulunan ve yatırımlarıyla enflasyonun üstünde satış alanı büyümesinin üstüne pazar payı kazanımıyla büyüme hikayesine devam eden Migros için AL önerisinde bulunuyoruz.

## E. Projeksiyonlar & Değerleme

### MGROS

All values in million Turkish Lira unless stated otherwise

Macro Assumptions	2021/12	2022/12	2023/12E	2024/12E	2025/12E	2026/12E	2027/12E	2028/12E	2029/12E	2030/12E	2031/12E	2032/12E
Inflation Rate	36,0%	64,3%	67,0%	40,0%	15,0%	8,5%	7,5%	7,0%	6,5%	6,0%	5,5%	5,0%
USD/TRY end of the year	13,40	18,71	29,44	41,90	46,50	50,45	54,24	58,03	61,81	65,51	69,12	72,57
USD/TRY average for the year	8,89	16,58	24,07	36,40	43,90	47,80	52,34	56,13	59,92	63,66	67,32	70,84
GDP Growth	11,4%	5,6%	4,1%	3,3%	3,9%	4,1%	4,4%	4,4%	4,4%	4,4%	4,4%	4,4%

### Discounted Cash Flows (DCF)

TRY mn	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032
<b>Revenue</b>	<b>36.272</b>	<b>74.502</b>	<b>142.299</b>	<b>234.793</b>	<b>281.752</b>	<b>318.379</b>	<b>356.585</b>	<b>397.592</b>	<b>440.930</b>	<b>486.786</b>	<b>534.978</b>	<b>585.266</b>
Revenue Growth	26,0%	105,4%	91,0%	65,0%	20,0%	13,0%	12,0%	11,5%	10,9%	10,4%	9,9%	9,4%
Real Revenue Growth	-7,4%	25,0%	14,4%	17,9%	4,3%	4,1%	4,2%	4,2%	4,1%	4,2%	4,2%	4,2%
<b>EBITDA</b>	<b>2.894</b>	<b>5.968</b>	<b>8.111</b>	<b>13.383</b>	<b>20.568</b>	<b>23.242</b>	<b>26.031</b>	<b>29.024</b>	<b>32.188</b>	<b>35.535</b>	<b>39.053</b>	<b>42.724</b>
EBITDA Growth	30%	106%	36%	65%	54%	13%	12%	12%	11%	10%	10%	9%
EBITDA Margin	8%	8%	6%	6%	7%	7%	7%	7%	7%	7%	7%	7%
<b>EBIT</b>	<b>1.987</b>	<b>4.790</b>	<b>5.055</b>	<b>8.500</b>	<b>15.243</b>	<b>17.224</b>	<b>19.291</b>	<b>21.510</b>	<b>23.854</b>	<b>26.335</b>	<b>28.942</b>	<b>31.663</b>
Tax (-)	-133	-672	1.264	2.125	3.811	4.306	4.823	5.377	5.964	6.584	7.236	7.916
Effective Tax Rate	-59%	-35%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%
<b>NOPAT</b>	<b>2.120</b>	<b>5.462</b>	<b>3.791</b>	<b>6.375</b>	<b>11.432</b>	<b>12.918</b>	<b>14.468</b>	<b>16.132</b>	<b>17.891</b>	<b>19.751</b>	<b>21.707</b>	<b>23.747</b>
NOPAT Margin	5,8%	7,3%	2,7%	2,7%	4,1%	4,1%	4,1%	4,1%	4,1%	4,1%	4,1%	4,1%
Depreciation and Amortization (+)	907	1.178	3.056	4.884	5.325	6.017	6.739	7.514	8.334	9.200	10.111	11.062
Depreciation/Capex	103%	54%	54%	52%	54%	54%	54%	54%	54%	54%	54%	54%
Net Working Capital (NWC)	-4.729	-9.648	-18.428	-30.405	-36.486	-41.230	-46.177	-51.488	-57.100	-63.038	-69.279	-75.791
NWC / Revenue	-13%	-13%	-13%	-13%	-13%	-13%	-13%	-13%	-13%	-13%	-13%	-13%
Change in Working Capital (-)	-903	-4.919	-8.780	-11.978	-6.081	-4.743	-4.948	-5.310	-5.612	-5.938	-6.241	-6.512
Change in Working Capital / Rever	-2%	-7%	-6%	-5%	-2%	-1%	-1%	-1%	-1%	-1%	-1%	-1%
Net Income	359	2.570	3.493	5.764	8.858	10.009	11.210	12.500	13.862	15.304	16.819	18.400
Net Income / EBITDA	12%	43%	43%	43%	43%	43%	43%	43%	43%	43%	43%	43%
Net Income Margin	1,0%	3,4%	2,5%	2,5%	3,1%	3,1%	3,1%	3,1%	3,1%	3,1%	3,1%	3,1%
CAPEX / Revenue	2,4%	2,9%	4,0%	4,0%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%
CAPEX (-)	881,50	2.194,60	5.692	9.392	9.861	11.143	12.480	13.916	15.433	17.038	18.724	20.484
<b>Free Cash Flows</b>	<b>3.049</b>	<b>9.364</b>	<b>9.935</b>	<b>13.844</b>	<b>12.977</b>	<b>12.536</b>	<b>13.675</b>	<b>15.041</b>	<b>16.404</b>	<b>17.852</b>	<b>19.334</b>	<b>20.837</b>

Risk Free Rate	27%	24%	21%	19%	17%	15%	14%	12%	11%	10%
Beta	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
Risk Premium	8%	8%	8%	8%	8%	8%	8%	8%	8%	8%
Cost of Equity	35%	32%	29%	27%	25%	23%	22%	20%	19%	18%
Cost of Debt After Tax	26%	24%	22%	20%	19%	18%	16%	15%	14%	14%
Equity Percentage	69%	69%	69%	69%	69%	69%	69%	69%	69%	69%
Debt Percentage	31%	31%	31%	31%	31%	31%	31%	31%	31%	31%
WACC	31,8%	29,3%	27,0%	25,0%	23,2%	21,6%	20,1%	18,8%	17,6%	16,6%

### Present Value Calculation

Discount Factor	0,92	0,72	0,58	0,47	0,39	0,32	0,27	0,23	0,20
Discounted Cash Flows (1 year forward)	<b>12.714</b>	<b>9.380</b>	<b>7.247</b>	<b>6.416</b>	<b>5.805</b>	<b>5.270</b>	<b>4.827</b>	<b>4.444</b>	<b>4.108</b>

<b>PV of Free Cash Flows (1 year forward)</b>	<b>60.210</b>
Terminal Growth Rate	6,0%
Terminal Value	208.673,74
Exit Multiple: Terminal Value to FCF	10,01
<b>PV of Terminal Value (1 year forward)</b>	<b>41.138</b>
Net Debt	-5.115
<b>Fair Value</b>	<b>106.463</b>
Number of shares outstanding	181
<b>Estimated Stock Price, 12-month target (TRY)</b>	<b>760,3</b>
<b>Current Stock Price (TRY)</b>	<b>493,0</b>
<b>Potential</b>	<b>54%</b>

### Değerleme

Migros için bir yıllık hedef fiyatımızı 760 TL olarak 'AL' tavsiyesiyle belirliyoruz. %53 TL bazlı getiri potansiyeli olan modelimizde sürdürülebilir nominal büyüme oranını 6 olarak modelledik. Bunun yanında beta katsayısını 1x olarak aldık. Risksiz faiz oranı için 10 yıllık Türkiye tahvil getirisini baz alırken 2023 ve 2024 yılları için FAVÖK marjı beklentimizi enflasyon muhasebesinden kaynaklı olarak muhafazakar bir yaklaşımla %6 aldık.

## F .Finansal Tablolar

FİNANSAL DURUM TABLOSU	2020/12	2021/12	2022/12	2023/09
Sunum Para Birimi	1000TL	1000TL	1000TL	1000TL
Finansal Tablo Niteliği	Konsolide	Konsolide	Konsolide	Konsolide
Dönen Varlıklar	7.330.921	8.703.724	20.123.315	35.305.910
Duran Varlıklar	8.047.138	9.396.601	16.300.553	20.688.652
Toplam Varlıklar	15.378.059	18.100.325	36.423.868	55.994.562
Kısa Vadeli Yükümlülükler	10.402.951	13.108.998	26.010.277	40.375.873
Uzun Vadeli Yükümlülükler	4.941.647	4.455.263	6.323.840	7.411.883,00
Toplam Yükümlülükler	15.344.598	17.564.261	32.334.117	47.787.756
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	31.061	536.064	4.045.688	8.019.573
Ödenmiş Sermaye	181.054	181.054	181.054	181.054
Kontrol Gücü Olmayan Paylar	2.400,00	-	44.063,00	187.233,00
Toplam Özkaynaklar	33.461	536.064	4.089.751	8.206.806
Toplam Kaynaklar	15.378.059	18.100.325	36.423.868	55.994.562
GELİR TABLOSU	2020/12	2021/12	2022/12	2023/09
Sunum Para Birimi	1000TL	1000TL	1000TL	1000TL
Finansal Tablo Niteliği	Konsolide	Konsolide	Konsolide	Konsolide
Hasılat	28.790.190	36.272.243	74.501.977	101.856.407
Satışların Maliyeti	21.391.323	27.517.740	56.702.390	77.805.054
Ticari Faaliyetlerden Brüt Kar (Zarar)	7.398.867	8.754.503	17.799.587	24.051.353
Brüt Kâr (Zarar)	7.398.867	8.754.503	17.799.587	24.051.353
Esas Faaliyet Kârı (Zararı)	1.033.952	859.118	2.725.020	3.932.182
Finansman Geliri (Gideri) Öncesi Faaliyet Kârı (Zararı)	1.062.701	1.074.856	2.770.728	4.223.194
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Öncesi Kârı (Zararı)	220.705	225.487	1.908.246	4.423.104
Sürdürülen Faaliyetler Dönem Kârı (Zararı)	403.945	358.203	2.579.829	4.265.512
Durdurulan Faaliyetler Dönem Kârı (Zararı)	996	678	-	-
Net Dönem Kârı (Zararı)	402.949	358.881	2.579.829	4.265.512
Kontrol Gücü Olmayan Paylar	35	-	9.546	31.713
Dönem Kârının (Zararının) Dağılımı, Ana Ortaklık Payları	402.984	358.881	2.570.283	4.233.799
Diğer Kapsamlı Gelir (Gider)	82.242	143.722	902.789	204.364
Toplam Kapsamlı Gelir (Gider)	320.707	502.603	3.482.618	4.469.876
Kapsamlı Gelirin Dağılımı, Kontrol Gücü Olmayan Paylar	735	2.400	9.546	31.713
Toplam Kapsamlı Gelirin Dağılımı, Ana Ortaklık Payları	321.442	505.003	3.473.072	4.438.163

## G. Sorumluluk Reddi Beyanı

Bu raporda yer alan içerik, bilgi, fiyat verileri ve grafikler ile yorumlar, yatırım kararına temel teşkil edecek şekilde, doğruluk ve geçerlilik açısından herhangi bir garanti verilmeden, iyi niyetle ve yalnızca bilgi edinme amacıyla mevcut kaynaklardan derlenmiştir. Müşterilerin burada yer alan bilgileri, herhangi bir ticari faaliyete girişmeden önce birçok girdi ve değerlendirmeden yalnızca biri olarak kullanmaları tavsiye edilir.

Bu raporda yer alan yorum ve tavsiyeler özel yatırım tavsiyesi, danışmanlık hizmeti ve/veya faaliyeti olmayıp genel yatırım tavsiyesi kapsamındadır. Yatırım danışmanlığı hizmeti almak isteyen kişi ve kuruluşların SPK mevzuatı gereği bu hizmeti vermeye yetkili kuruluşlarla iletişime geçmeleri gerekmektedir. Yatırım danışmanlığı hizmeti, aracı kurumlardan, portföy yönetim şirketlerinden, mevduat dışı bankalardan yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde alınabilmektedir.

Genel bilgi vermek amacıyla hazırlanan bu rapor, kişiselleştirilmiş yorum ve tavsiyeler içermediğinden müşterinin mali durumu, risk ve getiri tercihlerine uygun olmayabilir. Herhangi bir menkul kıymetin veya diğer yatırımların satın alınması veya satılması için bir izahname, teklif belgesi veya talep teşkil etmez.

Bu raporda yer alabilecek yüksek riskli yatırım ürünleri kaldıraç, piyasa, politik, ekonomik ve kur risklerinden dolayı ana para kaybına neden olabilir. Bu nedenle yalnızca burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı vermeniz beklentilerinizi karşılayan sonuçlar doğurmayabilir. Ayrıca bu raporda bahsedilen ürünler belirli yargı bölgelerinde satışa sunulmayabilir.

A1 Portföy, geniş bir faaliyet yelpazesine sahip bir finans grubunun bağlı kuruluşu olarak, yürürlükteki yasal hükümler ve iç yönergeler çerçevesinde çözümlenen çıkar çatışmalarıyla karşı karşıya kalabilir. A1 Portföy veya Güler Holding'in diğer iştirakleri, gerek kendi hesabına gerekse müşterileri hesabına bu belgede belirtilen görüşlere aykırı işlemlerde bulunabilir.

A1 Portföy, ekteki bilgi ve tavsiyeleri, önceden herhangi bir ihtara ve/veya ihtara gerek kalmaksızın, her zaman değiştirebilir ve/veya ortadan kaldırabilir. A1 Portföy'ün bu raporda yer alan kapsamlı bilgi, yorum ve tavsiyelere ilişkin herhangi bir taahhüdü bulunmamaktadır. Hedef fiyatlar bir yıl vade içindir. Aksi belirtilmediği sürece rapor üzerindeki cari hisse fiyatı üzerinden yüzde onluk kayıpta zarar kesilmelidir.

A1 Portföy ve çalışanları, bilgi, görüş ve yorumlara dayanılarak alınan karar ve işlemler nedeniyle ilişkili kişilerin veya üçüncü kişilerin uğrayabileceği maddi ve manevi zararlardan, kar mahrumiyetinden, doğrudan ve/veya dolaylı zararlardan sorumlu değildir.

Bu rapor yalnızca hedeflenen alıcıların kullanımına yönelik olup, içeriği A1 Portföy'ün önceden yazılı izni olmadan tamamen veya kısmen çoğaltılamaz, çoğaltılamaz, kopyalanamaz veya başka kişilere teslim edilemez veya iletilemez. A1 Portföy, bu raporun kötüye kullanılması veya izinsiz dağıtılması konusunda hiçbir sorumluluk kabul etmez. Alıcı, bu raporu kabul ederek burada belirtilen şartlara ve sınırlamalara uymayı kabul eder.