



# Endeks Üstü Getiri

Önceki tavsiye: EÜG

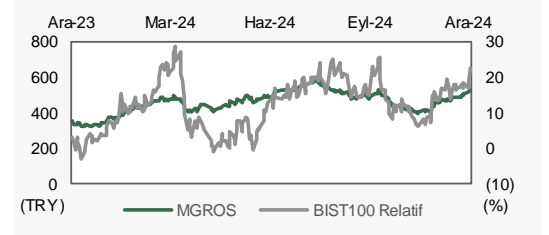
HEDEF FİYAT	797.20 TL
KAPANIŞ	520.50 TL
GETİRİ	+53.2%
ÖNCEKİ HF	671.60 TL
HF DEĞİŞİM	18.70%

## Çeşitlilik büyümeyi destekliyor

- HF'mizi yükseltip Endeks Üstü Getiri önerimizi koruyoruz**  
Migros için hedef fiyatımızı TRY797,2'ye yükseltip, Endeks Üzeri Getiri tavsiyemizi sürdürüyoruz. Enflasyondaki düşüş eğiliminin süreceği 2025 yılında, reel büyüme beklentimizi azaltsak da Migros, daha çeşitli formatlara sahip olması ve daha yüksek online gelirleri etmesi gibi faktörler sayesinde indirim marketlerine göre daha yüksek reel büyüme yakalayabilir. Hisse bizim tahminlerimize göre 9x F/K ile işlem görüyor, bu çarpan hem yurt dışı benzerlerine hem de BIMAS'a göre iskontoludur.
- Asgari ücret ve artan personel giderleri**  
2025 yılı için asgari ücret tartışmaları Aralık ayıyla birlikte hızlandı. Geçtiğimiz yıllardan farklı olarak bu yıl 2025 enflasyon beklentilerine artış yapılması hedefleniyor ve iş dünyasında %30'lar civarında bir artış konusunda beklenti oluşmuş durumda. Ancak Migros'un mevcut toplu iş sözleşmesi ve sektördeki yüksek iş değiştirme oranı sebebiyle, perakendecilerin birim personel gideri artışları daha yüksek olabilir. Diğer yandan, özellikle düşük gelir grubunda alım gücü üzerindeki etki sebebiyle perakendeciler için daha yüksek bir artış daha olumlu olabilir. Hesaplamalarımıza göre asgari ücrette ilave her beş puanlık artış, alım gücüne 3 puanın üzerinde bir katkı sunuyor.
- Reel büyümenin devam edeceğini düşünüyoruz**  
Hesaplamalarımıza göre Migros devam eden mağaza açılışları, organize ticaretin payının büyümesi ve online satışların katkısıyla 2024'te %12'lik reel ciro büyümesinin üzerine 2025'te %10 reel büyümeye ulaşabilir. Gıda perakende sektöründe mevcut makro trendlerin önümüzdeki yıllarda da devam edeceğini ve bunun tüm perakendecilerinin ciro artışlarına katkı sunabilir. Enflasyondaki yavaşlama ile birlikte envanterler üzerindeki negatif enflasyon etkisinin azalmaya devam edeceğini ve bunun marjları destekleyeceğini düşünüyoruz. Migros'un net karının 2024'teki %42 reel düşüşün ardından 2025 ve 2026 yıllarında reel olarak %9 ve %23 artacağını tahmin ediyoruz.

## Hisse Detayları

Milyon TL	2023	2024T	2025T	2026T
Net satışlar	181,674	294,376	400,068	525,314
VAFÖK	3,221	17,459	26,434	38,709
Net kar	8,829	7,458	10,255	15,153
Kar marjı (%)	4.9	2.5	2.6	2.9
VAFÖK marjı (%)	1.8	5.9	6.6	7.4
Satış büyümesi (%)	29.3	62.0	35.9	31.3
F/K (x)	10.5	12.4	9.0	6.1
FD/VAFÖK (x)	12.9	5.0	3.1	2.0
PD/DD (x)	1.3	1.6	1.2	0.9
Net borç/VAFÖK (x)	a.d	a.d	a.d	a.d
Net borç/Özsermaye (x)	a.d	a.d	a.d	a.d
Özsermaye verimliliği (%)	9.6	5.0	5.0	5.7



Hisse performansı	1 Ay	3 Ay	12 Ay
Mutlak getiri (%)	17.5	6.6	57.4
BIST100 relatif getiri (%)	8.4	(0.1)	20.9
Son kapanış fiyatı	528.00		
12 Aylık yüksek/düşük	580.29/315.69		
Piyasa değeri (Milyon TL)	95,597		
3 Aylık ortalama hacim (Milyon TL)	808.2		
Halka açıklık (%)	51.0		
Hisse sayısı (Milyon)	181		
Pazar	Yıldız Pazar		

Kaynaklar: Migros, TEB Yatırım Hesaplamaları

\*\*Derecelendirme Sistemi  
#23 Eylül 2024 itibarıyla TEB Yatırım, Türk hisse senetleri için tavsiye yapısını Satın ""AL"", ""TUT"" ve ""AZALT""tan ""ENDEKS ÜSTÜ GETİRİ (EÜ/+)"", ""ENDEKSE PARALEL GETİRİ (EP/=)"" ve ""ENDEKS ALTI GETİRİ (EA/-)"" olarak değiştirmiştir. 23 Eylül 2024'ten önceki tarihler için verilen hisse senedi tavsiyeleri, mevcut hisse senedi fiyatına göre 12-aylık hedef fiyatın yukarı veya aşağı yönlü olmasının belirlediği mutlak bir derecelendirme yapısına dayanmaktaydı. TEB Yatırım tarafından uygulanan yeni derecelendirme modeli, analist veya analistin ekibi tarafından 12 aylık bir yatırım ufku boyunca Türk hisse senedi kapsamındaki tüm şirketlerin ortalama toplam getirisine kıyasla hisse senedinin beklenen performansına dayandığı göreceli bir öneri yapısına dayanmaktadır.

## İNA modeli

TRYm	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033
Ciro	258,615	368,127	482,447	612,163	757,869	934,422	1,129,553	1,353,008	1,605,484	1,903,514
FAVÖK	23,534	31,245	41,620	53,766	65,151	81,057	91,807	110,368	124,599	146,699
FAVÖK marjı (%)	9.1	8.5	8.6	8.8	8.6	8.7	8.1	8.2	7.8	7.7
<b>Düzeltilmiş FAVÖK</b>	<b>10,267</b>	<b>19,024</b>	<b>26,905</b>	<b>37,360</b>	<b>44,841</b>	<b>58,444</b>	<b>64,223</b>	<b>77,328</b>	<b>85,264</b>	<b>100,062</b>
Düzeltilmiş FAVÖK marjı (%)	4.0	5.2	5.6	6.1	5.9	6.3	5.7	5.7	5.3	5.3
Vergiler	4,903	6,388	8,436	10,817	12,968	16,101	17,893	21,649	23,647	28,688
Amortisman	3,922	5,692	7,874	10,499	13,279	16,654	20,233	23,773	30,010	31,946
İşletme sermayesindeki değişim	-8,890	-10,404	-10,860	-12,250	-18,947	-23,361	-28,239	-27,060	-32,110	-28,553
Yatırım harcamaları	7,241	12,884	16,886	21,426	26,525	32,705	39,534	40,590	48,165	57,105
Kira harcamaları	3,671	5,096	6,603	8,331	10,259	12,571	15,279	18,354	21,844	25,845
<b>Serbest nakit akışı</b>	<b>3,342</b>	<b>5,058</b>	<b>5,841</b>	<b>9,036</b>	<b>14,035</b>	<b>20,428</b>	<b>19,755</b>	<b>23,795</b>	<b>23,718</b>	<b>16,977</b>
İndirgeme oranı		1.00	0.78	0.60	0.47	0.36	0.28	0.22	0.17	0.13
İndirgenmiş nakit akımları			4,539	5,458	6,589	7,453	5,602	5,244	4,063	2,260
<b>İNA bugünkü değer</b>	<b>41,209</b>									
Uç büyüme oranı	15.0									
Uç değer	319,822									
UD bugünkü değeri	42,576									
Kira yükümlülükleri hariç net borç (2025)	-30,216									
<b>Hisse değeri</b>	<b>114,000</b>									
Hedef fiyat (TRY)	797.20									
Son kapanış (TRY)	520.50									
Artış potansiyeli (%)	53.2									

Kaynak: Migros; TEB Yatırım Hesaplamaları



## Uyarı Notu

Burada yer alan tüm bilgiler ve görüşler yatırımcıları bilgilendirmek amacıyla TEB Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("TEB Yatırım") tarafından işbu rapor tarihi itibarıyla hazırlanmış olup, önceden bildirimde bulunmaksızın değiştirilebilir. TEB Yatırım, bu dokümanda yer alan bilgileri mümkün olduğunca güncel kaynaklardan derlemiş olmakla birlikte, söz konusu bilgilerin doğru ve tam olduğunu taahhüt etmemekte ve güvenilir olduğunu iddia etmemektedir. TEB Yatırım, dokümandaki bilgiler hazırlanırken yararlanılan ve kullanılan kaynaklardaki hata ve eksikliklerden ve dokümanın içeriğindeki bilgilerin kullanılması sonucunda üçüncü kişilerin uğrayabilecekleri doğrudan ve/veya dolaylı zararlardan, kar yoksunluğundan, manevi zararlardan sorumlu tutulamaz. Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmakta olup finansal bilgi ve genel yatırım tavsiyesi kapsamında hazırlanmıştır ve hiçbir şekilde yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti; yetkili kuruluşlar tarafından kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler ise genel niteliktedir. Bu 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. Dolayısıyla burada bahsedilen sermaye piyasası araçlarına ilişkin herhangi bir yatırım kararını, kendi özel yatırım amaçlarınız ve mali durumunuzu göz önünde bulundurarak, kendi araştırmalarınızı ve bağımsız danışmanlarınızdan aldığınız tavsiyeleri temel alarak vermeniz önerilmektedir. Ayrıca Yatırım Danışmanlığı Hizmeti almak isteyen yatırımcıların, TEB Yatırım ile Yatırım Danışmanlığı Sözleşmesi imzalamış ve Yerindelik Testi yapmış olmaları gerekmektedir.

Burada yer alan hiçbir bilgi TEB Yatırım veya başka bir şirket tarafından veya onlar adına her hangi bir kimseye, her hangi bir sermaye piyasası aracının alınması veya satılması yönünde her hangi bir icap veya davet teşkil etmez.

Burada bahsedilen yatırım araçlarının fiyat ve değerleri doğrudan veya dolaylı olarak (döviz kurlarındaki değişiklikler, piyasa eğilimleri, getirinin istikrarsız olması...vs sebeplerle) yatırımcıların menfaatlerine aykırı olarak artabilir veya azalabilir ve bu durum yatırımcıların yatırdıkları anaparada kayba yol açabilir. Raporla belirtilen geçmiş performans, gelecekte elde edilecek sonuçların bir garantisi olarak kabul edilemez.

Bunlarla birlikte, muhtelif zamanlarda, TEB Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin, ortaklarının, iştiraklerinin ve işbu kapsamdaki yöneticilerinin, yetkililerinin, çalışanlarının veya temsilcilerinin, doğrudan veya dolaylı olarak, raporda bahsi geçen işlemler, menkul kıymetler veya emtialar üzerinde pozisyonları bulunabilir veya farklı nedenlerle ilgi ve ilişkileri bulunabilir. Ayrıca yine, TEB Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ortakları, çalışanları, yöneticileri ve bunlarla doğrudan ve dolaylı olarak ilişkileri bulunan istihdam ilişkisi doğuracak bir sözleşme çerçevesinde veya herhangi bir sözleşme olmaksızın çalışan ve tavsiyenin hazırlanmasına katılan tüm gerçek veya tüzel kişiler ile müşterileri arasında önlenemeyen çıkar çatışması ve objektifliği etkilemesi muhtemel nitelikte ilişkiler doğabilir. Bu hallerde, TEB Yatırım Menkul Değerler A.Ş. internet sitesinde yer alan Çıkar Çatışması Politikası uyarınca hareket eder.

TEB Yatırım Araştırma analistleri zaman zaman raporun konusu inceleme kapsamına giren şirket ziyaretleri gerçekleştirmektedir. Bu ziyaretler bağlı olarak analistlerin masraflarının şirket tarafından üstlenmesi ya da ziyaretin analistlere ödenmek üzere maddi bir karşılığa istinaden gerçekleştirilmesi anılan Çıkar Çatışması Politikası tarafından yasaklanmaktadır.

İşbu dokümanın bütün hakları TEB Yatırım'ın münhasır mülkiyetinde olup, hiçbir bölümü TEB Yatırım'ın yazılı izni olmaksızın kısmen veya tamamen kopyalanamaz, çoğaltılamaz, değiştirilemez veya üçüncü kişilere dağıtılamaz. Aksi halde, TEB Yatırım uğramış olduğu bütün zarar ve ziyarı talep etme hakkını saklı tutar. Bu doküman ABD dahil dağıtımının hukuka ve ilgili mevzuata aykırı olduğu hiçbir ülkede yayımlanamaz veya dağıtılamaz.