

MİGROS

Güçlü Operasyonel Performans

Migros, 3Ç25'te TMS29 sonrası finansallara göre, piyasa beklentisi olan 1,9 milyar TL'nin ve bizim 2,35 milyar TL tahminimizin üzerinde, 3,9 milyar TL net kâr açıkladı. Daha iyi kâr performansı, piyasa beklentisinin %22 üzerinde gerçekleşen 9,4 milyar TL FAVÖK'ten kaynaklandı. Gelirler ise beklentilerle paralel olarak 107 milyar TL seviyesinde gerçekleşti. Ayrıca, Migros Yönetim Kurulu, 12 Kasım'da 650 milyon TL brüt nakit temettü dağıtılmasına karar verdi. Bu, hisse başına 3,59 TL temettüye ve %0,8 temettü verimine denk geliyor. Sonuçların hisse üzerinde pozitif bir etki yaratmasını bekliyoruz.

Gelir büyümesi, 2Ç25'teki %6 artışa kıyasla, 3Ç25'te %7,7'ye hızlandı. Bu artış, %3'lük satış alanı büyümesi ve aynı mağaza satışlarında (LFL) artıştan kaynaklandı. Toplam mağaza sayısı 3.730'a ulaşırken, çeyrek boyunca 47 net mağaza açılışı (9A25: 109) gerçekleştirildi. Şirket, 2025 yılı için 250 mağaza açılışı hedefini koruyor. LFL büyüme oranı %4,2 (2Ç25: %3) olarak gerçekleşti; bunun %3,4'ü sepet, %0,8'i ise trafik artışından kaynaklandı.

TMS29 sonrası FAVÖK, yıllık bazda %24 artarak 8 milyar TL'ye ulaştı ve FAVÖK marjı 120bp artışla %8,8 seviyesine çıktı. İşletme sermayesi maliyetleri (diğer giderlerde sınıflandırılan), stok enflasyon düzeltilmesi ve TFRS-16 etkisinden arındırılmış FAVÖK marjı %4,6 olup, yıllık bazda 10bp artış gösterdi. Migros, taze ürünlerde fire oranındaki azalmadan kaynaklı 350bp marj kazanımı elde etti. Ayrıca, jet kasa sistemlerinin artan kullanımı ve güneş enerjisi yatırımlarının 15 aylık dönemde her biri 30bps marj katkısı yaratması bekleniyor.

Yeni finansal öngörü, nominal olarak daha yüksek bir FAVÖK seviyesine işaret ediyor: Migros, gelir büyümesi beklentisini %6–7'ye düşürürken (önceki: %8–10, 9A25: %7,2), FAVÖK marjı beklentisini %6,5'e yükseltti (önceki: %6, 9A25: %6,4). Bu revizyon, nominal bazda biraz daha yüksek bir FAVÖK anlamına geliyor. 2025 için %7 gelir büyümesi ve %6,5 FAVÖK marjı öngörüyoruz.

Hedef fiyat: 817 TL, "Endeks Üstü Getiri" tavsiyesiyle kapsamı yeniden başlatıyoruz: Format farklılaştırması, geniş ürün çeşitliliği, devam eden mağaza açılışları ve çevrimiçi kanalın etkin kullanımı, büyümenin temel unsurları olmaya devam edecektir. Daha iyi stok yönetimi ve dijitalleşme sayesinde, özellikle jet kasa sistemlerinin yaygınlaşması ve 2025 sonrası faiz oranlarındaki düşüş beklentisiyle birlikte finansal giderlerde azalma, net kâr marjında ve nakit akışında iyileşme bekleriz.

Çeyrek Özet

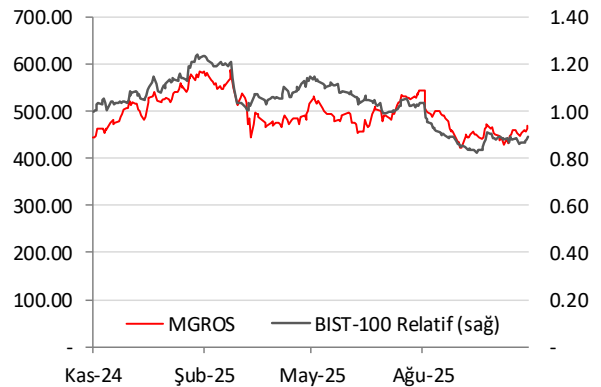
milyon TL	Özet Finansallar					Beklentilerle Karşılaştırma		
	3Ç25	3Ç24	y/y	2Ç25	ç/ç	Piyasa	AK	Piyasa Farkı
Net Satışlar	106,883	99,287	8%	98,577	8%	106,236	106,236	1%
FAVÖK	9,412	7,577	24%	5,371	75%	7,727	7,968	22%
FAVÖK Marjı	8.8%	7.6%	117 bps	5.4%	336 bps	7.3%	7.5%	153 bps
Net Kar	3,949	4,208	-6%	302	1207%	1,913	2,351	106%

Kaynak: Şirket, Rasyonet, AK Yatırım

Endeks Üzeri Getiri

Analist: Ece Mandacı, CFA
ece.mandaci@akyatirim.com.tr

Bloomberg Kodu	MGROS TI			
Tavsiye	Endeks Üz. Getiri			
Hedef Fiyat, TL	817.00			
Güncel Fiyat, TL	470.25			
Getiri Potansiyeli	74%			
Halka Açıklık Oranı	51%			
Piyasa Değeri, mn TL	85,141			
Firma Değeri, mn TL	85,691			
Finansal Veriler	2024	2025T	2026T	2027T
Özet UFRS Finansallar				
Ciro, mn TL	293,780	415,251	555,238	712,244
FAVÖK, mn TL	15,796	26,800	37,252	48,096
Net Kâr, mn TL	6,340	8,333	8,406	11,466
Borçluluk				
Net Borç, mn TL	-1,450	-4,293	-11,794	-20,481
Net Borç/FAVÖK	-0.1	-0.2	-0.3	-0.4
Kârlılık				
FAVÖK Marjı	5.4%	6.5%	6.7%	6.8%
Net Marj	2.2%	2.0%	1.5%	1.6%
Temettü Verimi	2.1%	2.2%	2.0%	2.0%
Büyüme				
Ciro, y/y	61.7%	41.3%	33.7%	28.3%
FAVÖK, y/y	390.4%	69.7%	39.0%	29.1%
Net Kâr, y/y	-28.2%	31.4%	0.9%	36.4%
Değerleme Verisi	2024	2025T	2026T	2027T
F/K	11.3	10.6	12.2	10.4
FD/FAVÖK	6.7	5.0	3.0	1.9
FD/Ciro	0.2	0.2	0.2	0.1
Hisse Verileri	1A	3A	12A	YBG
Nominal Getiri	1.6%	-12.4%	9.6%	-12.8%
BİST-100 Relatif	-1.5%	-13.8%	-12.3%	-22.6%
AOİH, mn TL	981	1,141	1,005	1,044



Piyasa verileri 6 Kasım 2025 tarihliidir.

*Çarpanlar dolar bazındadır

2024'te gerçekleşen 549,5 milyon TL'lik varlık satış kazancı etkisinden arındırıldığında, net kâr yıllık bazda %8 artış göstermektedir. FAVÖK'teki büyüme nazaran daha düşük net kar büyümesinin sebebi yıllık bazda gerileyen mevduat faiz geliri ve artan kira yükümlülüklerine ilişkin faiz gideridir. Net nakit pozisyonu, işletme sermayesindeki iyileşme ve mevsimsel etkiyle sayesinde çeyreklik bazda %39 artışla 29 milyar TL'ye yükselmiştir.

TMS29 öncesi finansallar, %44 gelir artışı, %39 LFL büyüme ve %38 sepet büyümesi göstermektedir. FAVÖK marjı yıllık bazda 20bp artışla %10,8 seviyesindedir. Net kâr, 3,3 milyar TL ile yatay seyretmiştir. Ancak tek seferlik kazanç etkisi hariç tutulduğunda, net kâr yıllık bazda %31 artmıştır.

Değerlememizde ağırlıklandırılmış bir yaklaşım uyguladık: %60 ağırlık indirgenmiş nakit akımı (DCF) analizine, %40 ağırlık ise benzer şirket çarpan analizine verilmiştir. Dolar bazlı DCF değerlememiz, %4 uç büyüme oranı ile yedi yıllık bir tahmin dönemine dayanmaktadır. Tahmin dönemi için ortalama %13,4 AOSM (8,5% risksiz faiz, 5,5% risk primi, beta 1,0) ve terminal dönem için %10,9 AOSM (6% risksiz faiz varsayımıyla) kullanılmaktadır. Benzer şirket analizinde ise 2025T F/K ve FD/FAVÖK ortalamalarını baz alarak 12 aylık 817 TL hedef fiyat hesaplıyoruz. Migros, 2025T itibarıyla dolar bazında 5,0x FD/FAVÖK ve 10,6x F/K çarpanlarıyla, uluslararası benzerlerine göre sırasıyla %29 ve %37 iskontolu işlem görmektedir.

Çeyreksele Özet											
milyon TL	Özet Finansallar					Beklentilerle Karşılaştırma					
	3Ç25	3Ç24	y/y	2Ç25	ç/ç	Piyasa	AK	Piyasa Fark	9A25	9A24	y/y
Net Satışlar	106,883	99,287	8%	98,577	8%	106,236	106,236	1%	294,848	274,985	7%
FAVÖK	9,412	7,577	24%	5,371	75%	7,727	7,968	22%	18,984	13,438	41%
FAVÖK Marjı	8.8%	7.6%	117 bps	5.4%	336 bps	7.3%	7.5%	153 bps	6.4%	4.9%	155 bps
Net Kar	3,949	4,208	-6%	302	1207%	1,913	2,351	106%	5,369	7,039	-24%

Kaynak: Şirket, Rasyonet, AK Yatırım

Çeyrekssel Özet -TRYmn¹	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25
TMS29 sonrası							
Net Satışlar	52,406	64,293	74,487	74,545	78,437	91,696	106,883
Büyüme	93%	95%	79%	64%	50%	43%	43%
Büyüme - Reel	14%	14%	20%	13%	8%	6%	8%
Metrekare Bazında Satış	27,044	32,755	37,383	36,931	38,496	44,762	51,910
Büyüme - Yıllık	80%	83%	68%	55%	42%	37%	39%
Satış Alanı (Bin Metrekare)	1,946	1,980	2,005	2,032	2,043	2,054	2,064
Büyüme - Yıllık	7%	6%	6%	5%	5%	4%	3%
Mağaza Sayısı	3,387	3,490	3,550	3,621	3,642	3,683	3,730
Büyüme - Yıllık	13%	13%	11%	8%	8%	6%	5%
Mağaza Açılışları (çeyrekssel)	24	103	60	71	21	41	47
Brüt Kar Marjı	10,665	14,706	17,963	18,587	19,017	21,877	26,856
Faaliyet Gideri	-11,845	-13,344	-14,542	-16,440	-18,484	-20,308	-21,494
Faaliyet Karı	-1,180	1,362	3,422	2,147	533	1,569	5,363
FAVÖK	653	3,388	5,620	5,082	3,687	4,996	9,412
FAVÖK Düzeltilmiş ²	1,059	1,395	3,336	1,379	631	1,322	4,919
Diğer Gelir/Gider	-2,076	-3,564	-3,839	-4,485	-3,566	-4,789	-4,594
Finansal Gelir/Gider	-653	-516	719	-834	-809	-1,018	-681
Parasal Kazanç/Kayıp	5,789	3,320	4,098	3,381	5,895	4,555	5,524
VÖK	1,880	602	4,400	210	2,053	318	5,611
Vergi	-614	7	-1,128	557	-1,021	56	-1,578
Net Kar	1,242	604	3,154	731	981	281	3,949
İşletme Sermayesi	-15,647	-19,139	-23,999	-25,158	-23,377	-30,383	-36,319
Yatırım Harcaması	-1,759	-1,690	-1,134	-3,424	-1,587	-2,962	-3,388
Net Borç	-1,453	-2,038	-4,418	-1,450	5,902	5,374	-159
Net Borç (TFRS16 hariç)	-12,516	-15,032	-21,325	-21,337	-18,383	-21,513	-29,894
Brüt Kar Marjı	20.4%	22.9%	24.1%	24.9%	24.2%	23.9%	25.1%
Faaliyet Gideri	-22.6%	-20.8%	-19.5%	-22.1%	-23.6%	-22.1%	-20.1%
Faaliyet Kar Marjı	-2.3%	2.1%	4.6%	2.9%	0.7%	1.7%	5.0%
FAVÖK Marjı	1.2%	5.3%	7.5%	6.8%	4.7%	5.4%	8.8%
FAVÖK Marjı Düzeltilmiş	2.0%	2.2%	4.5%	1.9%	0.8%	1.4%	4.6%
VÖK Marjı	3.6%	0.9%	5.9%	0.3%	2.6%	0.3%	5.3%
Net Marj	2.4%	0.9%	4.2%	1.0%	1.3%	0.3%	3.7%
İşletme Sermayesi/Satış	-29.9%	-29.8%	-32.2%	-33.7%	-29.8%	-33.1%	-34.0%
Yatırım/Satış	-3.4%	-2.6%	-1.5%	-4.6%	-2.0%	-3.2%	-3.2%
TMS29 öncesi	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25
Net Satışlar	51,371	62,150	72,232	73,075	76,599	90,242	103,968
Büyüme - Yıllık	89%	89%	73%	66%	49%	45%	44%
Birebir Mağaza Büyümesi	-	79.6%	63.8%	57.6%	48.1%	40.0%	38.9%
Sepet	-	71.0%	63.0%	54.9%	47.4%	37.8%	37.8%
Trafik	-	5.0%	0.5%	1.8%	0.5%	1.6%	0.8%
FAVÖK	3,764	5,544	7,630	6,939	5,777	7,613	11,242
Net Kar	597	964	3,322	1,025	86	642	3,322
FAVÖK Marjı	7.3%	8.9%	10.6%	9.5%	7.5%	8.4%	10.8%
Net Marj	1.2%	1.6%	4.6%	1.4%	0.1%	0.7%	3.2%

Kaynak: Şirket Verisi, AK Yatırım Araştırma

¹ 2024 sonrası tahminler her ilgili yılın yıl sonu itibarıyla TL satın alma gücü cinsinden ifade edilmiştir

² FAVÖK, uygulanan faiz oranı etkisi, stoklarda enflasyon düzeltmesi etkisi ve TFRS 16 etkisine göre düzeltilmiştir.

Gelir Tablosu - TRY mn ¹ - TMS29	2024	2025T	2026T	2027T
Satış Gelirleri	293,780	415,251	555,238	712,244
Brüt Kar	68,004	101,737	136,033	173,075
Operasyonel Giderler	-62,185	-89,587	-117,815	-148,683
Faaliyet Karı	5,818	12,150	18,218	24,393
FAVÖK	15,796	26,800	37,252	48,096
FAVÖK düzeltilmiş²	7,471	11,020	18,005	26,280
Diğer Gelir / (Gider)	-15,294	-19,060	-20,623	-20,250
Özkaynak Yöntemiyle Değ. Yatırımlı	0	0	0	0
Yat./Finans. Faaliyet. Gelir / (Gider)	-1,425	-2,783	-2,739	-1,654
Parasal Gelir / (Gider)	18,843	20,189	15,731	11,953
Vergi Öncesi Kar	6,574	8,641	8,717	11,890
Vergi Geliri / (Gideri)	-1,403	-1,854	-1,871	-2,552
Efektif Vergi Oranı	-21%	-21%	-21%	-21%
Azınlık Payları	14	15	16	17
Net Kar	6,340	8,333	8,406	11,466
Ödenmiş Sermaye (m)	181	181	181	181
Hisse Başı Net Kar	35.0	46.0	46.4	63.3
Hisse Başı Temettü	10.5	9.2	9.3	12.7
Temettü Dağıtım Oranı	30%	20%	20%	20%

Bilanço - TRY mn	2024	2025T	2026T	2027T
Dönen Varlıklar	57,694	77,447	112,985	150,383
Nakit ve Nakit Benzerleri	22,546	33,186	50,358	69,859
Ticari Alacaklar	1,398	2,275	3,042	3,903
Stoklar	31,152	38,653	55,128	70,904
Diğer Dönen Varlıklar	2,598	3,333	4,456	5,716
Duran Varlıklar	92,365	130,914	162,645	193,288
Uzun Vadeli Finans Alacakları	32,323	44,710	51,829	57,188
Maddi Duran Varlıklar	2,065	3,200	3,710	4,093
Diğer Duran Varlıklar	57,977	83,004	107,106	132,007
Toplam Varlıklar	150,059	208,361	275,630	343,671

Kısa Vadeli Yükümlülükler	71,014	96,065	133,000	170,921
Finansal Borçlar	994	500	625	743
Kira Yükümlülükleri	3,829	5,413	7,237	9,284
Ticari Borçlar	57,709	78,164	109,108	140,332
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	8,482	11,988	16,030	20,563
Uzun Vadeli Yükümlülükler	21,363	30,176	40,324	51,694
Finansal Borçlar	214	283	353	420
Kira Yükümlülükleri	16,058	22,698	30,349	38,931
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	5,091	7,196	9,622	12,342
Özkaynaklar	57,682	82,119	102,306	121,056
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	57,309	81,592	101,601	120,152
Azınlık Payları	373	527	705	904
Toplam Yükümlülükler ve Özkayna	150,059	208,361	275,630	343,671

Nakit Akım Tablosu - TRY mn	2024	2025T	2026T	2027T
Faaliyetlerden Nakit Akışı	8,590	12,783	19,168	27,113
Faaliyet Karı	5,818	12,150	18,218	24,393
Amortisman	9,978	14,650	19,033	23,703
Vergi Gideri	-527	-826	-1,780	-2,972
İşletme Sermayesindeki Değişim	6,337	8,975	10,681	11,199
Sabit Sermaye Yatırımları	-9,904	-13,288	-14,991	-19,231
Yatırım/Satış	-3.4%	-3.2%	-2.7%	-2.7%

Serbest Nakit Akışı	-1,314	-505	4,176	7,882
Serbest Nakit Akış Marjı	-0.4%	-0.1%	0.8%	1.1%

Temettü	1,770	1,900	1,667	1,681
Nakit ve Benzerlerindeki Değişim	1,097	-2,843	-7,500	-8,687

Kaynak: Şirket Verisi, Ak Yatırım Araştırma

¹ 2024 sonrası tahminler her ilgili yılın yıl sonu itibarıyla TL satın alma gücü cinsinden ifade edilmiştir

² FAVÖK, uygulanan faiz oranı etkisi, stoklarda enflasyon düzeltmesi etkisi ve TFRS 16 etkisine göre düzeltilmiştir.

Büyüme Yıllık	2024	2025T	2026T	2027T
Satış Gelirleri	62%	41%	34%	28%
Brüt Kar	100%	50%	34%	27%
Operasyonel Giderler	68%	44%	32%	26%
Faaliyet Karı	-295%	109%	50%	34%
FAVÖK	390%	70%	39%	29%
FAVÖK Düzeltilmiş	25%	48%	63%	46%
VÖK	-26%	31%	1%	36%
Net Kar	-28%	31%	1%	36%

Karlılık	2024	2025E	2026E	2027E
Brüt Kar Marjı	23.1%	24.5%	24.5%	24.3%
Operasyonel Gider Marjı	-21.2%	-21.6%	-21.2%	-20.9%
Personel/Satış	-21.2%	-21.6%	-21.2%	-20.9%
Kira/Satış	-4.5%	-4.5%	-4.5%	-4.5%
Amortisman/Satış (Kira dahil)	-3.4%	-3.5%	-3.4%	-3.3%
Faaliyet Kar Marjı	2.0%	2.9%	3.3%	3.4%
FAVÖK Marjı	5.4%	6.5%	6.7%	6.8%
FAVÖK Marjı Düzeltilmiş	2.5%	2.7%	3.2%	3.7%
VÖK Marjı	2.2%	2.1%	1.6%	1.7%
Net Kar Marjı	2.2%	2.0%	1.5%	1.6%
Özkaynak Karlılığı (ROE)	13.6%	12.0%	9.2%	10.3%
Yatırım Sermayesi Getirisi (ROIC)	10.7%	15.0%	18.0%	21.2%

Borçluluk	2024	2025T	2026T	2027T
Net Borç (Nakit)	-1,450	-4,293	-11,794	-20,481
Net Borç / FAVÖK	-21,337	-32,404	-49,380	-68,696
Faaliyet Karı / Net Faiz Gideri	-1.4	-1.2	-1.3	-1.4

Ana Parametreler	2024	2025T	2026T	2027T
Net Satış (TMS29 sonrası)	293,780	415,251	555,238	712,244
Büyüme - Yıllık	62%	41%	34%	28%
Metrekare Bazında Satış	148,290	198,306	253,780	310,526
Büyüme - Yıllık	52%	34%	28%	22%
Satış Alanı (Bin Metrekare)	2,032	2,094	2,188	2,294
Büyüme - Yıllık	5%	3%	4%	5%
Mağaza Sayısı	3,621	3,801	4,051	4,311

Net Satış (TMS29 Öncesi)	258,743	373,042	503,788	646,245
Büyüme - Yıllık	78%	44%	35%	28%
Birebir Mağaza Büyümesi	68%	41%	-	-
Sepet	63%	40%	-	-
Trafik	3%	1%	1%	1%
TÜFE Yılsonu	44%	32%	25%	19%

TMS29 Öncesi	2024	2025T	2026T	2027T
Net Satışlar	258,743	373,042	503,788	646,245
FAVÖK	23,817	32,455	42,318	54,285
Net Kar	5,908	5,596	10,076	16,156
FAVÖK Marjı	9.2%	8.7%	8.4%	8.4%
Net Kar Marjı	2.3%	1.5%	2.0%	2.5%

Değerleme	2024	2025T	2026T	2027T
F/K	11.3	10.6	12.2	10.4
FD/FAVÖK	6.7	5.0	3.0	1.9
FD/Satış	0.2	0.2	0.2	0.1

AKYatırım

Bu rapor, Ak Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından, güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan elde edilen bilgi ve veriler kullanılarak hazırlanmıştır. Raporda yer alan ifadeler, hiçbir şekilde veya suretle alış veya satış teklifi olarak değerlendirilmemelidir. Ak Yatırım, bu bilgilerin doğru, eksiksiz ve değişmez olduğunu garanti etmemektedir. Bu sebeple, okuyucuların, bu raporlardan elde edilen bilgilere dayanarak hareket etmeden önce, bilgilerin doğruluğunu teyit ettirmeleri önerilir ve bu bilgilere dayanılarak aldıkları kararlarda sorumluluk kendilerine aittir. Bilgilerin eksikliği ve yanlışlığından Ak Yatırım hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. Ayrıca, Ak Yatırım'ın ve Akbank'ın tüm çalışanları ve danışmanlarının, herhangi bir şekilde bilgiler dolayısıyla ortaya çıkabilecek, doğrudan veya dolaylı zararlarla ilgili herhangi bir sorumluluğu yoktur. Burada yer alan bilgiler, bir yatırım tavsiyesi, yatırım aracının alım-satım önerisi ya da getiri vaadi değildir ve Yatırım Danışmanlığı kapsamında yer almamaktadır. Yatırım Danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak Yatırım Danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde sunulmaktadır. Bunlara ilaveten, Ak Yatırım, raporların Internet üzerinden e-mail yoluyla alınması durumunda virüs, hatalı gönderim veya diğer herhangi bir teknik sebepten dolayı alıcının donanımına veya yazılımına gelebilecek herhangi bir zarardan dolayı sorumlu tutulamaz.