

MİGROS

Sonuçlar beklentilerin hafif üzerinde gerçekleşti

Migros, 4Ç25'te 864mn TL net kâr açıkladı. Bu rakam 796mn TL olan piyasa beklentisinin %9 üzerinde ve 850mn TL olan tahminimize paralel gerçekleşti (TMS29 sonrası finansallar). 105 mlr TL gelir ve 7,5 mlr TL FAVÖK, sırasıyla piyasa beklentilerinin %2 ve %7 üzerinde gerçekleşti. Tahminimize göre daha yüksek gerçekleşen FAVÖK, beklediğimizden daha yüksek açıklanan uygulanan faiz oranı etkisiyle dengelendi.

4Ç25'te gelir büyümesi %7,7 yıllık seviyesinde korundu (3Ç25 yıllık büyüme: %7,7). Büyüme ağırlıklı olarak satış alanındaki %2,8 yıllık artış ve aynı mağaza satış büyümesinden kaynaklandı. Migros 2025'te net 171 mağaza açarak toplam mağaza sayısını 3.792'ye çıkardı ve satış alanı 2.089 bin m²'ye ulaştı.

Benzer mağaza satış büyümesi %4,1 oldu (3Ç25: %4,3). Bu performans %3,6 sepet büyüklüğü artışı ve %0,5 trafik artışı sayesinde gerçekleşti. Özellikle premium format (Macrocenter) mağazalarının güçlü performansı büyümeyi destekledi. E-ticaret hizmetlere entegre mağaza oranı ise 2024'te %39'dan 2025'te %55'e yükseldi.

FAVÖK (TMS29 sonrası) 4Ç25'te %13 yıllık artışla 7,5 mlr TL'ye yükseldi ve FAVÖK marjı yıllık bazda 30 baz puan artarak %7,1 oldu. Uygulanan faiz oranı etkisi (işletme sermayesi maliyetinin diğer giderlerde sınıflandırılması), stok enflasyon düzeltmesi ve TFRS16 etkisi hariç tutulduğunda FAVÖK marjı 70 baz puan yıllık artışla %2,2'ye yükseldi. Net kâr ise daha düşük vergi geliri ve parasal kazanç nedeniyle %9 yıllık daraldı. Kiralama yükümlülükleri hariç net nakit ise %12 azalarak 633mn dolar oldu.

2025 yılında Migros %7,3 gelir büyümesi kaydetti (beklenti: %6-7 büyüme). FAVÖK marjı %6,6 ile %6,5'lik beklentinin üzerinde gerçekleşirken net marj %1,6 oldu. Yeni mağaza açılışı 259 ile 250 mağazalık hedefin üzerine çıktı.

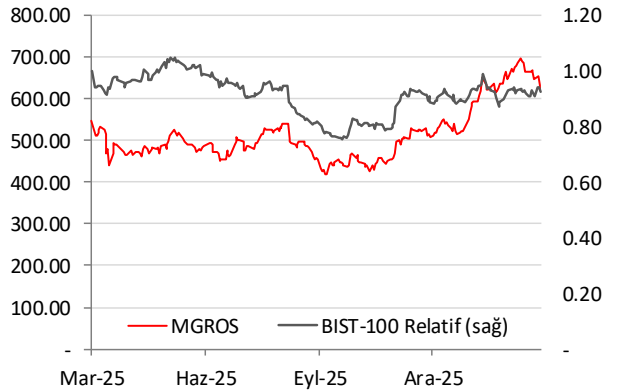
2026 beklentileri: Migros 180-200 yeni mağaza açılışı öngörüyor (AK 2026T: 180). Şirket ayrıca %5-7 reel gelir büyümesi (AK: %6,7), %6-7 FAVÖK marjı (AK: %6,7), uygulanan faiz oranı etkisi/enflasyon düzeltmesi dahil %4-5 FAVÖK marjı ve %2,5-3 yatırım/satış oranı hedefliyor.

Endeks Üzeri Getiri

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

Bloomberg Kodu	MGROS TI
Tavsiye	Endeks Üz. Getiri
Hedef Fiyat, TL	905.00
Güncel Fiyat, TL	621.00
Getiri Potansiyeli	46%
Halka Açıklık Oranı	51%
Piyasa Değeri, mn TL	112,435
Firma Değeri, mn TL	113,154

Finansal Veriler	2025	2026T	2027T	2028T
Özet UFRS Finansallar				
Ciro, mn TL	412,756	550,379	712,492	900,749
FAVÖK, mn TL	27,320	37,030	50,785	68,618
Net Kâr, mn TL	6,467	8,841	12,862	10,928
Borçluluk				
Net Borç, mn TL	3,891	4,810	2,174	-3,575
Net Borç/FAVÖK	0.1	0.1	0.0	-0.1
Kârlılık				
FAVÖK Marjı	6.6%	6.7%	7.1%	7.6%
Net Marj	1.6%	1.6%	1.8%	1.2%
Temettü Verimi	2.1%	1.2%	1.6%	2.3%
Büyüme				
Ciro, y/y	40.5%	33.3%	29.5%	26.4%
FAVÖK, y/y	73.0%	35.5%	37.1%	35.1%
Net Kâr, y/y	2.0%	36.7%	45.5%	-15.0%
Değerleme Verisi				
F/K	14.1	12.7	8.7	10.3
FD/FAVÖK	3.5	3.1	2.2	1.6
FD/Ciro	0.2	0.2	0.2	0.1
Hisse Verileri				
1A	3A	12A	YBG	
Nominal Getiri	-6.4%	20.5%	10.2%	19.0%
BİST-100 Relatif	0.4%	1.6%	-15.7%	3.5%
AOİH, mn TL	2,257	2,064	1,356	2,363



Piyasa verileri 4 Mart 2026 tarihli dir.

Çeyrek Özet		Özet Finansallar				Beklentilerle Karşılaştırma			
milyon TL	4Ç25	4Ç24	y/y	3Ç25	ç/ç	Piyasa	AK	Piyasa Fark	
Net Satışlar	105,068	97,573	8%	111,538	-6%	102,695	102,476	2%	
FAVÖK	7,509	6,652	13%	9,822	-24%	7,024	6,968	7%	
FAVÖK Marjı	7.1%	6.8%	33 bps	8.8%	-166 bps	6.8%	6.8%	31 bps	
Net Kar	864	952	-9%	4,121	-79%	796	850	9%	

Kaynak: Şirket, Rasyonet, AK Yatırım

TMS29 öncesi finansallar %43 gelir büyümesine ve 50 baz puan artışla %4,3 FAVÖK marjına işaret ediyor. Net kâr %58 artarak 10 baz puan yükselişle %1,9 marja ulaştı. Yıl geneline bakıldığında gelirler %45 artışla 375 mlr TL'ye, FAVÖK marjı 10 baz puan düşüle %9.1'e, net kâr ise %4 düşüşle 5,7 mlr TL'ye geriledi.

Hedef fiyat hisse başına 905 TL ile (değişmedi) Endeks Üstü Getiri tavsiyemizi koruyoruz: Yeni mağaza açılışları ve müşteri trafiğindeki artış, farklı kanallara yapılan yatırımlar, kategori farklılaştırması ve e-ticaret kanalının artan katkısı (tütün ve alkol hariç gelirlerin %21'i) 2026'da %6,7 reel gelir büyümesini destekleyecektir. 2026 için FAVÖK marjında 10 baz puan iyileşme ve net kâr marjında yatay seyir öngörüyoruz. Asgari ücret artışı öncesinde olası ücret ayarlaması riskinin; jet kasa sistemlerinin daha yaygın kullanımı, otomasyon ve online kanalda artan kârlılık ile dengelenebileceğini düşünüyoruz. Revize tahminlerimize göre Migros, 2026 tahminlerimize göre dolar bazında 14,7x F/K çarpanıyla işlem görmekte olup uluslararası benzerlerine göre %17 iskonto sunmaktadır.

Çeyreksel Özet											
milyon TL	Özet Finansallar					Beklentilerle Karşılaştırma					
	4Ç25	4Ç24	y/y	3Ç25	ç/ç	Piyasa	AK	Piyasa Fark	2025	2024	y/y
Net Satışlar	105,068	97,573	8%	111,538	-6%	102,695	102,476	2%	412,756	384,534	7%
FAVÖK	7,509	6,652	13%	9,822	-24%	7,024	6,968	7%	27,320	20,676	32%
FAVÖK Marjı	7.1%	6.8%	33 bps	8.8%	-166 bps	6.8%	6.8%	31 bps	6.6%	5.4%	124 bps
Net Kar	864	952	-9%	4,121	-79%	796	850	9%	6,467	8,298	-22%

Kaynak: Şirket, Rasyonet, AK Yatırım

TRY milyon	Eski Tahminler			Yeni Tahminler		Fark	
	2024	2025B	2026B	2025B	2026B	2025B	2026B
Net Satışlar	412,756	550,883	718,074	550,379	712,492	0%	-1%
FAVÖK	27,320	36,991	48,815	37,030	50,785	0%	4%
Net Kar	6,467	10,274	12,556	8,841	12,862	-14%	2%
FAVÖK Marjı	6.6%	6.7%	6.8%	6.7%	7.1%	0.0pp	0.3pp
Net Marj	1.6%	1.9%	1.7%	1.6%	1.8%	-0.3pp	0.1pp

Kaynak: Şirket Verisi, Ak Yatırım Araştırma

Çeyrek Özet -TRYm¹	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25
TMS29 sonrası								
Net Satışlar	52,406	64,293	74,487	74,545	78,437	91,696	106,883	105,068
Büyüme	88%	90%	68%	64%	50%	43%	43%	41%
Büyüme - Reel	12%	11%	12%	13%	8%	6%	8%	8%
Metrekare Bazında Satış	27,044	32,755	37,383	36,931	38,496	44,762	51,910	50,598
Büyüme - Yıllık	75%	78%	58%	55%	42%	37%	39%	37%
Satış Alanı (Bin Metrekare)	1,946	1,980	2,005	2,032	2,043	2,054	2,064	2,089
Büyüme - Yıllık	7%	6%	6%	5%	5%	4%	3%	3%
Mağaza Sayısı	3,387	3,490	3,550	3,621	3,642	3,683	3,730	3,792
Büyüme - Yıllık	13%	13%	11%	8%	8%	6%	5%	5%
Mağaza Açılışları (çeyrek)	24	103	60	71	21	41	47	62
Brüt Kar Marjı	10,665	14,706	17,963	18,587	19,017	21,877	26,856	25,162
Faaliyet Gideri	-11,845	-13,344	-14,542	-16,440	-18,484	-20,308	-21,494	-21,903
Faaliyet Karı	-1,180	1,362	3,422	2,147	533	1,569	5,363	3,259
FAVÖK	653	3,388	5,685	5,082	3,687	4,996	9,412	7,509
FAVÖK Düzeltilmiş ²	964	1,183	2,804	1,140	482	1,138	4,565	2,323
Diğer Gelir/Gider	-2,076	-3,564	-3,839	-4,485	-3,566	-4,789	-4,594	-5,094
Finansal Gelir/Gider	-653	-516	719	-834	-809	-1,018	-681	-725
Parasal Kazanç/Kayıp	5,789	3,320	4,098	3,381	5,895	4,555	5,524	3,217
VÖK	1,880	602	4,400	210	2,053	318	5,611	657
Vergi	-614	7	-1,128	557	-1,021	56	-1,578	282
Net Kar	1,242	604	3,154	731	981	281	3,949	864
İşletme Sermayesi	-15,647	-19,139	-23,999	-25,158	-23,377	-30,383	-36,319	-36,074
Yatırım Harcaması	-1,759	-1,690	-1,134	-3,424	-1,587	-2,962	-3,388	-4,900
Net Borç	-1,453	-2,038	-4,418	-1,450	5,902	5,374	-159	3,891
Net Borç (TFRS16 hariç)	-12,516	-15,032	-21,325	-21,337	-18,383	-21,513	-29,894	-27,137
Brüt Kar	20.4%	22.9%	24.1%	24.9%	24.2%	23.9%	25.1%	23.9%
Faaliyet Gideri	-22.6%	-20.8%	-19.5%	-22.1%	-23.6%	-22.1%	-20.1%	-20.8%
Faaliyet Kar Marjı	-2.3%	2.1%	4.6%	2.9%	0.7%	1.7%	5.0%	3.1%
FAVÖK Marjı	1.2%	5.3%	7.6%	6.8%	4.7%	5.4%	8.8%	7.1%
FAVÖK Marjı Düzeltilmiş	1.8%	1.8%	3.8%	1.5%	0.6%	1.2%	4.3%	2.2%
VÖK Marjı	3.6%	0.9%	5.9%	0.3%	2.6%	0.3%	5.3%	0.6%
Net Marj	2.4%	0.9%	4.2%	1.0%	1.3%	0.3%	3.7%	0.8%
İşletme Sermayesi/Satış	-29.9%	-29.8%	-32.2%	-33.7%	-29.8%	-33.1%	-34.0%	-34.3%
Yatırım/Satış	-3.4%	-2.6%	-1.5%	-4.6%	-2.0%	-3.2%	-3.2%	-4.7%
TMS29 öncesi	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25
Net Satışlar	51,371	62,106	72,232	73,075	76,599	90,242	103,968	104,467
Büyüme - Yıllık	89%	88%	73%	66%	49%	45%	44%	43%
Birebir Mağaza Büyümesi	-	4.7%	6.0%	7.6%	6.4%	3.0%	4.3%	4.1%
Sepet	-	-0.3%	5.5%	5.7%	5.7%	1.3%	3.4%	3.6%
Trafik	-	5.0%	0.5%	1.8%	0.7%	1.7%	0.9%	0.5%
FAVÖK	3,764	5,544	7,630	6,939	5,777	7,613	11,242	9,567
Net Kar	597	964	3,322	1,025	86	642	3,322	1,615
FAVÖK Marjı	7.3%	8.9%	10.6%	9.5%	7.5%	8.4%	10.8%	9.2%
Net Marj	1.2%	1.6%	4.6%	1.4%	0.1%	0.7%	3.2%	1.5%

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.

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.