

## MİGROS

## Parasal kazanç desteğiyle net kâr beklentilerin üzerinde geldi

**Migros**, 1Ç26'da TMS29 sonrası finansallara göre 1.598 mn TL net kâr açıkladı. Bu rakam, piyasa beklentisi olan 650 mn TL'nin ve bizim 796 mn TL'lik tahminimizin üzerinde gerçekleşti. Beklentilerin üzerindeki net kâr performansı, tahmin ettiğimiz 7 mlr TL'ye kıyasla 9 mlr TL olarak gerçekleşen daha yüksek parasal kazançtan kaynaklandı; bu etki, daha yüksek vergi gideriyle kısmen dengelendi. Operasyonel sonuçlar ise genel olarak beklentilere paralel gerçekleşti. Ayrıca Migros, %5-7 reel gelir büyümesi ve %6-7 FAVÖK marjı beklentisini korudu. Hisse üzerinde nötr piyasa tepkisi bekliyoruz.

**Migros, 1Ç26'da TMS29 sonrası finansallara göre yıllık %6,4 gelir büyümesi kaydetti;** bu oran bizim %7 büyüme tahminimizin hafif altında kaldı. Satış alanı büyümesi, Mart 2025'ten bu yana açılan 170 yeni mağaza sayesinde yıllık %2,3 oldu. Aynı mağaza satış büyümesi %3,1 olarak gerçekleşirken, sepet büyüklüğü %4,1 arttı, trafik ise şubat ayında dağıtım merkezlerinde yaşanan iş gücü aksamları nedeniyle %1,1 daraldı. Nisan ayında aynı mağaza trafik büyümesinin yeniden pozitif döndüğünü not ediyoruz. Bu arada, tütün ve alkollü içecekler hariç tutulduğunda online gelirlerin toplam içindeki payı yıllık 240 baz puan artışla %23,5'e yükseldi.

**FAVÖK (TMS29 sonrası), 1Ç26'da yıllık %10 artarak,** marjda yıllık 10 baz puanlık iyileşmeye işaret etti. Uygulanan faiz gideri (işletme sermayesi maliyetinin diğer giderler altında sınıflandırılması), stok enflasyon düzeltmesi etkisi ve UFRS-16 hariç tutulduğunda düzeltilmiş FAVÖK marjı da yıllık 10 baz puan arttı. Mağazaların %26'sında kullanılan jet kasa verimlilik artışı ve alternatif enerji kullanımı marja 50 bps pozitif katkı sağlarken, bu katkı uygulanan faiz gideri ve dağıtım merkezi personeline ilişkin ek maliyetlerle kısmen dengelendi. Net kâr, daha yüksek FAVÖK ve parasal kazanç desteğiyle yıllık %24 büyüdü.

**Endeks Üstü Getiri ve 12 aylık 917TL hisse başına hedef fiyat beklentisini koruyoruz:** Migros, kanal ve ürün çeşitliliğini genişletmeye yönelik girişimler, e-ticaret operasyonlarına katkı sağlayan mağaza oranındaki artış ve dijitalleşme yatırımları sayesinde güçlü gelir büyümesi ile pozitif ayrılmaktadır. Ancak bu büyümenin net marj ve SNA marj üzerindeki olumlu etkisi, son iki yılda artan personel giderleri ve alacaklar üzerindeki yüksek faiz maliyetlerinin etkisi nedeniyle henüz tam olarak yansımamıştır. SNA marjının 2026'da baskı altında kalmaya devam edeceğini, 2026 sonrasında ise güçlü bir toparlanma görüleceğini düşünüyoruz. Detaylı tahminlerimize 16 Nisan tarihi [Perakende Sektör Raporu](#)'ndan ulaşabilirsiniz.

Çeyrek Özet		Özet Finansallar				Beklentilerle Karşılaştırma		
milyon TL	1Ç26	1Ç25	y/y	4Ç25	ç/ç	Piyasa	AK	Piyasa Fark
Net Satışlar	109,237	102,646	6%	115,617	-6%	108,966	109,832	0%
FAVÖK	5,290	4,825	10%	8,263	-36%	4,768	4,688	11%
FAVÖK Marjı	4.8%	4.7%	14 bps	7.1%	-230 bps	4.4%	4.3%	47 bps
Net Kar	1,598	1,284	24%	951	n.m.	650	796	146%

Kaynak: Şirket, Rasyonet, AK Yatırım

## Endeks Üzeri Getiri

Analist: Ece Mandacı, CFA  
[ece.mandaci@akyatirim.com.tr](mailto:ece.mandaci@akyatirim.com.tr)

Bloomberg Kodu	MGROS TI
Tavsiye	Endeks Üz. Getiri
Hedef Fiyat, TL	917.00
Güncel Fiyat, TL	643.50
Getiri Potansiyeli	43%
Halka Açıklık Oranı	51%
Piyasa Değeri, mn TL	116,508
Firma Değeri, mn TL	124,971

## Finansal Veriler

	2025	2026T	2027T	2028T
<b>Özet UFRS Finansallar</b>				
Ciro, mn TL	412,756	569,578	761,171	975,491
FAVÖK, mn TL	27,320	37,310	51,582	67,888
Net Kâr, mn TL	6,467	7,966	10,453	14,459

## Borçluluk

	2025	2026T	2027T	2028T
Net Borç, mn TL	3,891	5,717	3,458	-1,226
Net Borç/FAVÖK	0.1	0.2	0.1	-0.0

## Kârlılık

	2025	2026T	2027T	2028T
FAVÖK Marjı	6.6%	6.6%	6.8%	7.0%
Net Marj	1.6%	1.4%	1.4%	1.5%
Temettü Verimi	2.1%	0.7%	1.4%	1.8%

## Büyüme

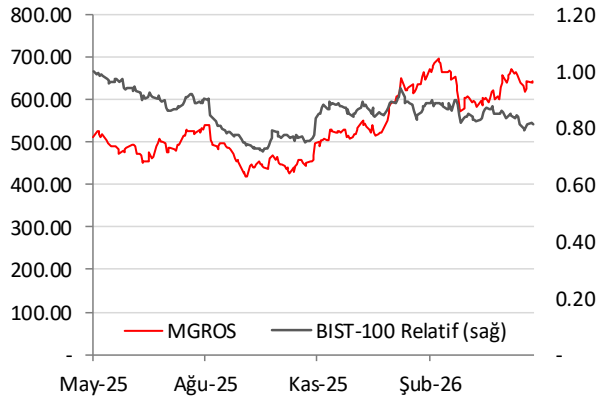
	2025	2026T	2027T	2028T
Ciro, y/y	40.5%	38.0%	33.6%	28.2%
FAVÖK, y/y	73.0%	36.6%	38.3%	31.6%
Net Kâr, y/y	2.0%	23.2%	31.2%	38.3%

## Değerleme Verisi

	2025	2026T	2027T	2028T
F/K	14.1	14.6	11.1	8.1
FD/FAVÖK	3.5	3.3	2.4	1.7
FD/Ciro	0.2	0.2	0.2	0.1

## Hisse Verileri

	1A	3A	12A	YBG
Nominal Getiri	7.1%	-0.6%	31.7%	23.3%
BİST-100 Relatif	-4.4%	-6.8%	-17.2%	-4.2%
AOİH, mn TL	1,483	1,758	1,378	1,963



Piyasa verileri 5 Mayıs 2026 tarihlidir.

## 1Ç26 Sonuçlarına İlişkin Detaylar:

Kiralama yükümlülükleri hariç **net nakit pozisyonu ise çeyrekssel bazda %18 artarak 745 mn USD'ye yükseldi.**

**TMS29 öncesi finansallar**, yıllık %40 gelir büyümesine, 20 baz puan daha yüksek FAVÖK marjı ile %7,7 seviyesine, atfedilmiş faiz gideri dahil edildiğinde ise 60 baz puan marj iyileşmesine işaret ediyor. Migros, kiralama yükümlülüklerine ilişkin daha yüksek faiz gideri ve depo iş gücü taşeron sözleşmesinin iptaline ilişkin tek seferlik maliyet nedeniyle 379 mn TL net zarar açıkladı.

**2026 beklentileri:** Migros 180-200 yeni mağaza açılışı öngörüyor (AK 2026T: 250). Şirket ayrıca %5-7 reel gelir büyümesi (AK: %6,7), %6-7 FAVÖK marjı (AK: %6,6), uygulanan faiz oranı etkisi/enflasyon düzeltmesi dahil %4-5 FAVÖK marjı ve %2,5-3 yatırım/satış oranı hedefliyor.

Çeyrekssel Özet -TRYmn <sup>1</sup>	1Ç24	2Ç24	3Ç24	4Ç24	1Ç25	2Ç25	3Ç25	4Ç25	1Ç26
TMS29 sonrası									
<b>Net Satışlar</b>	52,406	64,293	74,487	74,545	78,437	91,696	106,883	105,068	109,237
Büyüme	88%	90%	68%	64%	50%	43%	43%	41%	39%
Büyüme - Reel	12%	11%	12%	13%	8%	6%	8%	8%	6%
Metrekare Bazında Satış	27,044	32,755	37,383	36,931	38,496	44,762	51,910	50,598	52,279
Büyüme - Yıllık	75%	78%	58%	55%	42%	37%	39%	37%	36%
Birebir Mağaza Büyümesi - Reel	-	4.7%	6.0%	7.6%	6.4%	3.0%	4.3%	4.1%	0.0%
Sepet -Reel	-	-0.3%	5.5%	5.7%	5.7%	1.3%	3.4%	3.6%	0.0%
Trafik	-	5.0%	0.5%	1.8%	0.7%	1.7%	0.9%	0.5%	0.0%
Satış Alanı (Bin Metrekare)	1,946	1,980	2,005	2,032	2,043	2,054	2,064	2,089	2,090
Büyüme - Yıllık	7%	6%	6%	5%	5%	4%	3%	3%	2%
<b>Mağaza Sayısı</b>	3,387	3,490	3,550	3,621	3,642	3,683	3,730	3,792	3,812
Büyüme - Yıllık	13%	13%	11%	8%	8%	6%	5%	5%	5%
Mağaza Açılışları (çeyrekssel)	24	103	60	71	21	41	47	62	20
<b>Brüt Kar Marjı</b>	10,665	14,706	17,963	18,587	19,017	21,877	26,856	25,162	25,735
Faaliyet Gideri	-11,845	-13,344	-14,542	-16,440	-18,484	-20,308	-21,494	-21,903	-25,498
Faaliyet Karı	-1,180	1,362	3,422	2,147	533	1,569	5,363	3,259	237
FAVÖK	653	3,388	5,685	5,082	3,687	4,996	9,412	7,509	5,290
FAVÖK Düzeltilmiş <sup>2</sup>	964	1,183	2,804	1,140	482	1,138	4,565	2,323	748
Diğer Gelir/Gider	-2,076	-3,564	-3,839	-4,485	-3,566	-4,789	-4,594	-5,094	-4,906
Finansal Gelir/Gider	-653	-516	719	-834	-809	-1,018	-681	-725	-1,583
Parasal Kazanç/Kayıp	5,789	3,320	4,098	3,381	5,895	4,555	5,524	3,217	9,068
VÖK	1,880	602	4,400	210	2,053	318	5,611	657	2,816
Vergi	-614	7	-1,128	557	-1,021	56	-1,578	282	-1,206
<b>Net Kar</b>	1,242	604	3,154	731	981	281	3,949	864	1,598
İşletme Sermayesi	-15,647	-19,139	-23,999	-25,158	-23,377	-30,383	-36,319	-36,074	-34,306
Yatırım Harcaması	-1,759	-1,690	-1,134	-3,424	-1,587	-2,962	-3,388	-4,900	-2,659
Net Borç	-1,453	-2,038	-4,418	-1,450	5,902	5,374	-159	3,891	7,604
<b>Net Borç (TFRS16 hariç)</b>	-12,516	-15,032	-21,325	-21,337	-18,383	-21,513	-29,894	-27,137	-28,142
<b>Brüt Kar</b>	20.4%	22.9%	24.1%	24.9%	24.2%	23.9%	25.1%	23.9%	23.6%
Faaliyet Gideri	-22.6%	-20.8%	-19.5%	-22.1%	-23.6%	-22.1%	-20.1%	-20.8%	-23.3%
Faaliyet Kar Marjı	-2.3%	2.1%	4.6%	2.9%	0.7%	1.7%	5.0%	3.1%	0.2%
FAVÖK Marjı	1.2%	5.3%	7.6%	6.8%	4.7%	5.4%	8.8%	7.1%	4.8%
FAVÖK Marjı Düzeltilmiş	1.8%	1.8%	3.8%	1.5%	0.6%	1.2%	4.3%	2.2%	0.7%
VÖK Marjı	3.6%	0.9%	5.9%	0.3%	2.6%	0.3%	5.3%	0.6%	2.6%
Net Marj	2.4%	0.9%	4.2%	1.0%	1.3%	0.3%	3.7%	0.8%	1.5%
İşletme Sermayesi/Satış	-29.9%	-29.8%	-32.2%	-33.7%	-29.8%	-33.1%	-34.0%	-34.3%	-31.4%
Yatırım/Satış	-3.4%	-2.6%	-1.5%	-4.6%	-2.0%	-3.2%	-3.2%	-4.7%	-2.4%
<b>TMS29 öncesi</b>	<b>1Ç24</b>	<b>2Ç24</b>	<b>3Ç24</b>	<b>4Ç24</b>	<b>1Ç25</b>	<b>2Ç25</b>	<b>3Ç25</b>	<b>4Ç25</b>	<b>1Ç26</b>
Net Satışlar	51,371	62,106	72,232	73,075	76,599	90,242	103,968	104,467	106,912
Büyüme - Yıllık	89%	88%	73%	66%	49%	45%	44%	43%	40%
FAVÖK	3,764	5,544	7,630	6,939	5,777	7,613	11,242	9,567	8,234
Net Kar	597	964	3,322	1,025	86	642	3,322	1,615	-379
FAVÖK Marjı	7.3%	8.9%	10.6%	9.5%	7.5%	8.4%	10.8%	9.2%	7.7%
Net Marj	1.2%	1.6%	4.6%	1.4%	0.1%	0.7%	3.2%	1.5%	-0.4%

Kaynak: Şirket Verisi, AK Yatırım Araştırma

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

<sup>2</sup> 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. Raporunda 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 İnternet 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.