6 Kasım 2026

MİGROS

Vergi geliri net kârı destekledi, ciro beklentisi düşürüldü

Endeksin Üzerinde Getiri

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

Migros, 3Ç26'da TMS 29 sonrası finansallara göre 3.526mn TL net kâr açıkladı. Net kâr, vergi gelirinin katkısıyla 3.036mn TL seviyesindeki piyasa beklentisinin %16, 3.251mn TL seviyesindeki tahminimizin ise %8 üzerinde gerçekleşti. FAVÖK, 11,9mlr TL ile piyasa beklentisinin %2 üzerinde ve tahminimizle uyumlu gerçekleşti. Net nakit pozisyonu (IFRS 16 hariç), mevsimselliğin etkisiyle çeyreklik bazda %5 iyileşirken, işletme sermayesi/ciro oranındaki yıllık 200bp düşüş nedeniyle yıllık bazda %9 gerileyerek 35bn TL oldu.

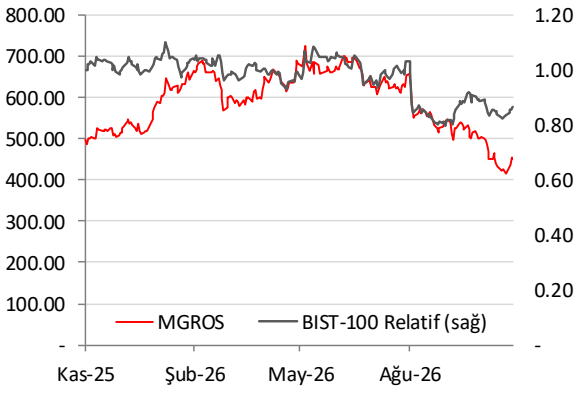
Migros, 2026 yılı reel ciro büyüme beklentisini %5-7'den %4-5'e düşürdü (9A26: %4,1). Şirket daha önce, önceki beklenti aralığının alt sınırı olan %5 büyümenin ulaşılabilir olduğunu belirtmişti. Ancak ciro büyümesinin %3,3'e yavaşlamasıyla birlikte beklentisini aşağı çekti. Migros, %4-5 FAVÖK marjı (9A26: %4,3), 180-200 yeni mağaza açılışı (9A26: 154 yeni mağaza, son 12 ayda net 97 mağaza açılışı) ve %2,5-3 yatırım harcaması/ciro oranı (9A26: %2,2) beklentilerini korudu.

TMS 29 sonrası reel ciro büyümesi 3Ç26'da %3,3'e yavaşladı (9A26: %4,3). TMS 29 öncesi nominal büyüme ise %35 oldu. Yaz aylarındaki takvim kaymasının etkisinin ortadan kalkması ve sepet büyüklüğündeki artış (3Ç26: yıllık %0,9; 2Ç26: %0,7), ciro büyümesinin çeyreklik bazda iyileşmesini destekledi. Müşteri trafiği ise 3Ç26'da yıllık %0,2 gerilerken, 2Ç26'da %0,8 düşüş ve 3Ç25'te %0,9 artış kaydedilmişti. Böylece aynı mağaza satış büyümesi, 2Ç26'daki -%0,1 seviyesinden 3Ç26'da %0,7'ye yükseldi. Ayrıca satış alanı yıllık bazda %2 büyüdü. Toplam mağaza sayısı çeyreklik bazda 3 azalarak 3.827'ye geriledi. Migros'un modern hızlı tüketim ürünleri pazarındaki payı çeyreklik bazda hafif iyileşirken, yıllık bazda 10bp düşüşle 3Ç26'da %15,8 oldu.

12 aylık hedef fiyatımızı hisse başına 901 TL seviyesinde koruyoruz. 9A26 performansını hâlihazırda yansıtan tahminlerimizi değiştirmiyor ve 12 aylık hedef fiyatımızı 901 TL seviyesinde tutuyoruz. Migros hisseleri, zayıflayan ciro büyümesi ve marj performansına ilişkin endişeler nedeniyle son üç ayda endeksin yaklaşık %13 altında performans gösterdi. Bu zayıflığın büyük ölçüde hisse fiyatına yansıdığını düşünüyor ve finansal sonuçlara piyasa tepkisinin nötr olmasını bekliyoruz. Bununla birlikte, zayıf tüketici talebinin ve yoğun promosyon faaliyetlerinin reel büyümeyi sınırlamasını ve marjlar üzerinde baskı oluşturmasını bekliyoruz. Migros, 2027 tahmini F/K çarpanına göre uluslararası benzerlerine kıyasla yaklaşık %30 iskontolu işlem görüyor.

Bloomberg Kodu	MGROS TI
Tavsiye	Endeks Üz. Getiri
Hedef Fiyat, TL	901.00
Güncel Fiyat, TL	452.50
Getiri Potansiyeli	99%
Halka Açıklık Oranı	51%
Piyasa Değeri, mn TL	81,927
Firma Değeri, mn TL	87,047

Finansal Veriler	**2025**	**2026T**	**2027T**	**2028T**
Özet UFRS Finansallar				
Ciro, mn TL	412,756	560,005	751,579	993,121
FAVÖK, mn TL	27,320	33,959	51,101	66,546
Net Kâr, mn TL	6,467	5,877	10,731	12,233
Borçluluk				
Net Borç, mn TL	3,891	7,293	3,799	-285
Net Borç/FAVÖK	0.1	0.2	0.1	-0.0
Kârlılık				
FAVÖK Marjı	6.6%	6.1%	6.8%	6.7%
Net Marj	1.6%	1.0%	1.4%	1.2%
Temettü Verimi	2.1%	1.0%	1.4%	2.6%
Büyüme				
Ciro, y/y	40.5%	35.7%	34.2%	32.1%
FAVÖK, y/y	n.m.	24.3%	50.5%	30.2%
Net Kâr, y/y	2.0%	-9.1%	82.6%	14.0%
Değerleme Verisi	**2025**	**2026T**	**2027T**	**2028T**
F/K	14.1	14.4	9.6	10.2
FD/FAVÖK	3.5	2.7	2.1	1.9
FD/Ciro	0.2	0.2	0.1	0.1
Hisse Verileri	**1A**	**3A**	**12A**	**YBG**
Nominal Getiri	-12.6%	-28.3%	-0.6%	-12.7%
BİST-100 Relatif	-4.0%	-13.3%	-3.8%	-13.3%
AOİH, mn TL	1,058	1,650	1,684	1,731



Piyasa verileri 5 Kasım 2026 tarihlidir.
Değerleme verileri dolar cinsindendir.

Çeyreklik Özet -TMS29 Sonrası

	Özet Finansallar					Beklentilerle Karşılaştırma		
milyon TL	3Ç26	3Ç25	y/y	2Ç26	ç/ç	Piyasa	AK	Piyasa Fark
Net Satışlar	143,276	138,661	*3.3%*	131,328	*9.1%*	143,868	143,951	*0%*
FAVÖK	11,907	12,211	*-2.5%*	5,602	*112.5%*	11,642	11,804	*2%*
FAVÖK Marjı	*8.3%*	*8.8%*	*-50 bps*	*4.3%*	*405 bps*	*8.1%*	*8.2%*	*22 bps*
Net Kar	3,526	5,123	*-31.2%*	-738	*-577.8%*	3,036	3,251	*16%*

Kaynak: Şirket, Rasyonet, AK Yatırım

FAVÖK marjı 3Ç26'da yıllık bazda 50bp daralarak %8,3'e gerilerken, FAVÖK reel olarak %2,5 azaldı. Migros'un bordrosuna dahil edilen depo çalışanlarına sağlanan ek haklar ve özellikle online kanalda devam eden promosyon faaliyetleri, marj daralmasının başlıca nedenleri oldu. Uygulanan faiz giderleri, stok etkisi ve TFRS 16'ya göre düzeltilmiş FAVÖK marjında yıllık bazda 20bp daralma hesaplıyoruz. Net kâr ise artan amortisman giderleri ve azalan parasal kazançların etkisiyle yıllık bazda %31 gerilerken, vergi geliri bu olumsuz etkiyi kısmen telafi etti.

TMS 29 öncesi finansallara göre ciro yıllık bazda %35 artarak 141mlr TL'ye ulaştı. FAVÖK marjı yıllık bazda 60bp gerileyerek %10,2 oldu. Net kâr marjı ise yıllık bazda 20bp daraldı. Migros, 2Ç26'daki 795mn TL net zararın ardından 3Ç26'da 4,2mlr TL net kâr kaydetti.

		Eski Tahminler		Yeni Tahminler		Fark	
TRY milyon	**2025**	**2026B**	**2027B**	**2026B**	**2027B**	**2026B**	**2027B**
Net Satışlar	412,756	564,008	756,617	560,005	751,579	-1%	-1%
FAVÖK	27,320	33,936	51,092	33,959	51,101	0%	0%
Net Kar	6,467	7,487	10,998	5,877	10,731	-22%	-2%
FAVÖK Marjı	6.6%	6.0%	6.8%	6.1%	6.8%	0.0pp	0.0pp
Net Marj	1.6%	1.3%	1.5%	1.0%	1.4%	-0.3pp	0.0pp

Kaynak: Şirket Verisi, Ak Yatırım Araştırma

Çeyreksel Özet -TRYmn[1]	1Ç25	2Ç25	3Ç25	4Ç25	1Ç26	2Ç26	3Ç26
TMS29 sonrası							
Net Satışlar	78,437	91,696	106,883	105,068	109,237	124,399	143,276
Büyüme	50%	43%	43%	41%	39%	36%	34%
Büyüme - Reel	8.4%	5.6%	7.7%	7.7%	6.4%	2.7%	3.3%
Metrekare Bazında Satış	38,496	44,762	51,910	50,598	52,279	59,365	68,129
Büyüme - Yıllık	42%	37%	39%	37%	36%	33%	31%
Birebir Mağaza Büyümesi - Reel	6.4%	3.0%	4.3%	4.1%	3.1%	-0.1%	0.7%
Sepet -Reel	5.7%	1.3%	3.4%	3.6%	4.2%	0.7%	0.9%
Trafik	0.7%	1.7%	0.9%	0.5%	-1.1%	-0.8%	-0.2%
Satış Alanı (Bin Metrekare)	2,043	2,054	2,064	2,089	2,090	2,101	2,105
Büyüme - Yıllık	5%	4%	3%	3%	2%	2%	2%
Mağaza Sayısı	3,642	3,683	3,730	3,792	3,812	3,830	3,827
Büyüme - Yıllık	8%	6%	5%	5%	5%	4%	3%
Mağaza Açılışları (çeyreksel)	21	41	47	62	20	18	-3
Brüt Kar Marjı	19,017	21,877	26,856	25,162	25,735	28,213	34,911
Faaliyet Gideri	-18,484	-20,308	-21,494	-21,903	-25,498	-28,776	-29,736
Faaliyet Karı	533	1,569	5,363	3,259	237	-563	5,175
FAVÖK	3,687	4,996	9,412	7,509	5,290	5,307	11,907
FAVÖK Düzeltilmiş[2]	482	1,138	4,565	2,318	748	603	5,920
Diğer Gelir/Gider	-3,566	-4,789	-4,594	-5,094	-4,906	-5,299	-5,510
Finansal Gelir/Gider	-809	-1,018	-681	-725	-1,583	-1,518	-1,623
Parasal Kazanç/Kayıp	5,895	4,555	5,524	3,217	9,068	7,028	5,247
VÖK	2,053	318	5,611	657	2,816	-352	3,289
Vergi	-1,021	56	-1,578	282	-1,206	-293	382
Net Kar	981	281	3,949	864	1,598	-699	3,526
İşletme Sermayesi	-23,377	-30,383	-36,319	-36,074	-34,306	-38,187	-40,145
Yatırım Harcaması	-1,587	-2,962	-3,388	-4,900	-2,659	-3,354	-1,948
Net Borç	5,902	5,374	-159	3,891	7,604	6,450	3,905
Net Borç (TFRS16 hariç)	-18,383	-21,513	-29,894	-27,137	-28,142	-31,755	-35,157
Brüt Kar	24.2%	23.9%	25.1%	23.9%	23.6%	22.7%	24.4%
Faaliyet Gideri	-23.6%	-22.1%	-20.1%	-20.8%	-23.3%	-23.1%	-20.8%
Faaliyet Kar Marjı	0.7%	1.7%	5.0%	3.1%	0.2%	-0.5%	3.6%
FAVÖK Marjı	4.7%	5.4%	8.8%	7.1%	4.8%	4.3%	8.3%
FAVÖK Marjı Düzeltilmiş	0.6%	1.2%	4.3%	2.2%	0.7%	0.5%	4.1%
VÖK Marjı	2.6%	0.3%	5.3%	0.6%	2.6%	-0.3%	2.3%
Net Marj	1.3%	0.3%	3.7%	0.8%	1.5%	-0.6%	2.5%
İşletme Sermayesi/Satış	-29.8%	-33.1%	-34.0%	-34.3%	-31.4%	-30.7%	-28.0%
Yatırım/Satış	-2.0%	-3.2%	-3.2%	-4.7%	-2.4%	-2.7%	-1.4%
TMS29 öncesi	**1Ç25**	**2Ç25**	**3Ç25**	**4Ç25**	**1Ç26**	**2Ç26**	**3Ç26**
Net Satışlar	76,599	90,242	103,968	104,467	106,912	122,876	140,690
Büyüme - Yıllık	49%	45%	44%	43%	40%	36%	35%
FAVÖK	5,777	7,613	11,242	9,567	8,234	8,300	14,362
Net Kar (Azınlık Payı Düzeltmesi Öncesi)	86	642	3,322	1,615	-379	-795	4,241
FAVÖK Marjı	7.5%	8.4%	10.8%	9.2%	7.7%	6.8%	10.2%
Net Marj	0.1%	0.7%	3.2%	1.5%	-0.4%	-0.6%	3.0%

Kaynak: Şirket Verisi, AK Yatırım Araştırma

[1] 2024 sonrası tahminler her ilgili çeyreğin çeyrek 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.

© Ak Yatırım Menkul Değerler A.Ş. 2026