

ŞİRKET RAPORU

Türkiye | Perakende Gıda | 03 Mart 2026



Migros (MGROS.TI)

Çok Formatlı ve Kanallı Perakende Modeliyle Yapısal Rekabet Avantajı Migros'u; i) reel birebir mağaza büyümesinde güçlü görünümünü koruması, ii) çoklu format yapısı sayesinde geniş bir müşteri kitlesine hitap etmesi, iii) mağaza sayısındaki istikrarlı artış, iv) online gıda perakendesinde sektörün öncü oyuncularından biri olması ve v) ödeme sistemlerindeki dijitalleşmeyi sadakat programlarıyla entegre ederek yüksek bağlılık yaratan bir müşteri tabanı oluşturması nedeniyle beğeniyoruz. Migros için 12 aylık hedef fiyatımızı 885,70TL'den 1.095,00TL'ye güncelliyor; mevcut fiyat üzerinden %68 getiri potansiyeline işaret ettiğini hesaplıyoruz. Hisse için AL tavsiyemizi koruyoruz.

Birebir (LfL) market gelirlerindeki artış beklentisi... Migros'un satış performansının, devam eden trafik artışı ve ortalama enflasyonun üzerinde seyreden sepet büyümesi sayesinde pozitif ivmesini korumasını bekliyoruz. Buna göre, birebir (LfL) mağazalardaki müşteri trafiğinin 2023'te %7,6, 2024'te %3 artmasının ardından 2025'te %2,5, 2026'da %2 ve 2027'de %1 seviyesinde büyümesini öngörüyoruz. Sepet büyüklüğünün de reel bazda 2025, 2026 ve 2027 yıllarında sırasıyla %5,9, %2,9 ve %2,2 büyümesini öngörüyoruz.

Format çeşitliliği ve omni-channel entegrasyon ile yapısal büyüme... Migros, çok formatlı mağaza yapısı sayesinde farklı gelir segmentlerine eş zamanlı erişim sağlayarak alım gücündeki dalgalanmaları daha dengeli yönetebilen bir iş modeline sahiptir. Süpermarket, hipermarket ve "Migros Jet" formatları ile geniş kitlelere hitap ederken; "Macrocenter" ile premium ve seçici müşteri segmentinde katma değerli büyüme üretmektedir. "Mion" gibi kişisel bakım odaklı yeni nesil formatlar ise gelir çeşitliliğini artırarak büyümenin tabana yayılmasını desteklemektedir. Şirketin fiziksel mağaza ağını online kanallarla entegre eden omni-channel stratejisi, müşteri erişimini genişletirken trafik ve sepet büyüklüğü arasındaki dengeyi korumaya imkan tanımaktadır. Bu esneklik, mağaza sayısı ve satış alanındaki istikrarlı artış ile desteklenmektedir. 2026 ve 2027 yıllarında her yıl net 190 mağaza açılışı öngörürken, satış alanında metrekaresi bazında 2026'da %3,3 ve 2027'de %3,1 büyüme beklemekteyiz.

Verimlilik odaklı yatırımların karlılığa olumlu etkisi... 2025 itibarıyla devreye alınan verimlilik adımları karlılığı desteklemektedir. 9A25'te tamamlanan kayıp-kaçak oranındaki 35 puanlık iyileşme brüt marja doğrudan katkı sağlarken; jet kasa ve elektronik fiyat etiketi yatırımlarının 2026 yılı sonuna kadar giderlerde yaklaşık 30 baz puan tasarruf yaratması beklenmektedir. GES yatırımlarının tamamlanmasıyla 2026 sonu itibarıyla enerji tüketiminin yaklaşık üçte birinin şirket kaynaklarından karşılanmasını ve buna bağlı olarak operasyonel giderlerde ilave 30 baz puan iyileşme öngörmekteyiz. Buna göre FAVÖK marjının 2025'te %6,5, 2026'da %6,7 ve 2027'de %6,6 seviyelerinde gerçekleşmesini beklemekteyiz.

Güçlü nakit yaratılması, düşük kaldıraç ve cazip değerlendirme... Migros, 2026 tahminlerimize göre 2,9 FD/FAVÖK ve 12,1 F/K çarpanlarıyla işlem görmektedir. 2 Mart 2026 kapanışına göre son 12 aylık olarak BIST100 endeksinin %14,2 altında performans gösteren MGROS'ta mevcut fiyatlamanın, operasyonel verimlilik yatırımları ve artan reel satış gelirlerinin karlılığa etkisini henüz tam olarak yansıtmadığını düşünüyoruz. Şirketin önümüzdeki dönemde net nakit pozisyonunu korumasını ve Net Borç/FAVÖK oranının 2026'da -0,5x 2027 yılında -0,7x seviyesinde gerçekleşmesini öngörüyoruz. Bu güçlü bilanço yapısının, MGROS'a hem temettü ödemelerini sürdürülebilir şekilde devam ettirme hem de büyüme yatırımlarını iç kaynaklarla finanse etme konusunda önemli bir esneklik sağlayacağını değerlendiriyoruz.

Katalistler: i) Dayanıklı müşteri trafiği ve gıda enflasyonuna paralel güçlü reel LfL büyümesi, ii) Online market, yemek ve ödeme hizmetlerinin ciro ve marj katkısı, iii) Kayıp-kaçak iyileşmesi, otomasyon ve GES yatırımlarıyla operasyonel maliyetlerin kontrol altında tutulması,

Riskler: i) Zayıf reel talep ve yoğun rekabet nedeniyle fiyatlama gücünün azalması, ii) Enerji, kira ve lojistik maliyetlerindeki artışın marjlar üzerinde baskı yaratması, iii) Online ve yeni iş kollarında karlılığın beklenenden yavaş yansımaları, iv) Rekabet kurumu soruşturmasından yüksek ceza yazılması.

MGROS:TI / MGROS:IS

Öneri AL
Hedef Fiyat: ₺1.095,00
Getiri Potansiyeli: 68%

Hisse Fiyatı (TL):	652,50
Piyasa Değeri (mn TL):	118.138
Hisse Adedi (mn):*	181,1
Fiili Dolaşım Oranı (%):	51,00
Fiili Dolaşım Piyasa Değeri (mn TL):	60.250
Pazar:	Yıldız Pazar
Sektör:	Perakende Ticaret

Hisse Performans (02/03/2026)

12 Ay Fiyat Aralığı (TL):	412 - 699			
	1h	1A	3A	ybb
Nominal	-1,8%	2,4%	23,6%	25,0%
Rölatif (BIST-100)	3,5%	4,5%	3,0%	5,5%
Ort. İşlem Adedi (mn)	3,32	3,61	3,43	3,78
Ort. İşlem Hacmi (mn T)	2.177	2.406	2.082	2.408
BİST-100'deki ağırlığı				1,49
Yabancı Payı		Mevcut	12A Önce	
		36,90%	31,22%	

Kısaca Şirket

Migros Ticaret A.Ş., Türkiye'nin en büyük organize gıda perakendecilerinden biri olup süpermarket, hipermarket ve indirim formatlarını kapsayan çok kanallı mağaza ağıyla faaliyet göstermektedir. Şirket, geniş ürün gamı ve güçlü özel marka portföyü sayesinde farklı gelir gruplarına hitap ederken, yaygın lojistik altyapısı ve tedarik zinciri yetkinliği ile operasyonel verimliliğini desteklemektedir. Migros, online ve hızlı teslimat kanallarında erken yatırımlarıyla dijital tarafa güçlü bir konuma sahip olup, veri analitiği ve sadakat programları üzerinden müşteri trafiğini ve sepet büyüklüğünü artırmaya odaklanmaktadır. Maliyet yönetimi sayesinde sektörde dengeli bir karlılık profili sergilemektedir.

Ortaklık Yapısı

	Oran
Halka Açık	50,82%
MH Perakendecilik ve Tic. A.Ş.	49,18%

Finansal Göstergeler

(TL mn)	2024/12	2025T	2026T	2027T
Ciro	293.780	410.177	533.138	631.418
FAVÖK	15.796	26.738	35.574	41.759
Net Kar	7.952	7.401	9.796	10.508
FAVÖK Marjı	5,4%	6,5%	6,7%	6,6%
Net Kar Marjı	2,7%	1,8%	1,8%	1,7%
FD/FAVÖK (x)	6,2	3,4	2,9	2,4
F/K (x)	12,5	12,8	12,1	11,2
FD/Satış (x)	0,33	0,22	0,19	0,16
Temettü/hisse (TL)	10,5	12,3	16,2	17,4
Temettü Verimi	1,6%	1,9%	2,5%	2,7%
Net Borç/FAVÖK (x)	-0,1x	-0,2x	-0,5x	-0,7x
Aktif Karlılığı (ROA)	5,3%	3,6%	3,6%	3,2%

Berkay Yılmaz
+90 (212) 244 55 67
berkayy@global.com.tr

Onur Marşan
+90 (212) 244 55 67
onurm@global.com.tr



FINANSAL TAHMİNLER

Gelir Tablosu (mn TL)	2023	2024	2025T	2026T	2027T
Satışlar	181.562	293.780	410.177	533.138	631.418
Satışların Maliyeti	147.649	225.776	309.888	401.986	475.458
Brüt Kar	33.913	68.004	100.288	131.152	155.960
Faaliyet Giderleri	36.958	62.185	89.227	114.888	135.808
FAVÖK	3.142	15.796	26.738	35.574	41.759
Esas Faaliyetler Gelir/(Gider), Net	-3.630	-15.294	-19.338	-19.313	-19.636
Yatırım Gelirleri/(Giderleri), Net	352	270	42	95	110
Finansal Gelirler/(Giderler), Net	261	-1.695	-1.703	-1.541	-1.703
Parasal Kazanç/ Kayıp	16.826	18.843	22.386	19.307	15.542
Vergi Öncesi Kar	19.544	9.962	12.449	14.813	14.466
Vergi Gideri	3.416	1.760	850	4.703	3.616
Net Kar/(Zarar)	15.989	7.952	7.401	9.796	10.508

Bilanço (mn TL)	2023	2024	2025T	2026T	2027T
Nakit ve Nakit Benzerleri	12.355	22.523	34.139	57.360	80.247
Ticari Alacaklar	2.516	2.522	4.402	5.859	7.108
Stoklar	21.929	31.151	43.901	58.065	68.677
Maddi Duran Varlıklar	20.295	32.322	38.935	44.657	48.691
Diğer Varlıklar	35.036	61.534	85.356	105.934	122.460
Toplam Varlıklar	92.131	150.052	206.733	271.874	327.183
Finansal Borç	10.270	21.095	30.113	40.792	50.588
Ticari Borçlar	37.391	57.706	76.651	99.431	116.223
Diğer Yükümlülükler	8.214	13.575	17.063	19.764	22.178
Toplam Yükümlülükler	55.876	92.376	123.826	159.987	188.990
Özkaynaklar	36.255	57.680	82.907	111.887	138.193
Ödenmiş Sermaye	181	181	181	181	181
Net Borç/(Nakit)	-2.547	-1.450	-4.073	-16.625	-29.725

Büyüme	2023	2024	2025T	2026T	2027T
Satışlar	113%	62%	40%	30%	18%
FAVÖK	441%	403%	69%	33%	17%
Net Kar	188%	-50%	-7%	32%	7%

Finansal Rasyolar	2023	2024	2025T	2026T	2027T
Hisse Başına Kar (TL)	88,31	43,92	40,89	54,12	58,06
Hisse Başına Temettü (TL)	9,78	10,49	12,27	16,24	17,42
Özsermaye Karlılığı	44,1%	13,8%	8,9%	8,8%	7,6%
Brüt Marj	18,7%	23,1%	24,5%	24,6%	24,7%
FAVÖK Marjı	1,7%	5,4%	6,5%	6,7%	6,6%
Net Kar Marjı	8,8%	2,7%	1,8%	1,8%	1,7%
Net Borç/Özsermaye	-0,07x	-0,03x	-0,05x	-0,15x	-0,22x
Net Borç/FAVÖK	-0,81x	-0,09x	-0,15x	-0,47x	-0,71x
KV Borç/UV Borç	29%	23%	20%	20%	20%
Özsermaye/Varlıklar	39%	38%	40%	41%	42%

Kaynak: TMS 29 enflasyon muhasebesi hariç, Finnet, Global Menkul Değerler

Yatırım Teması

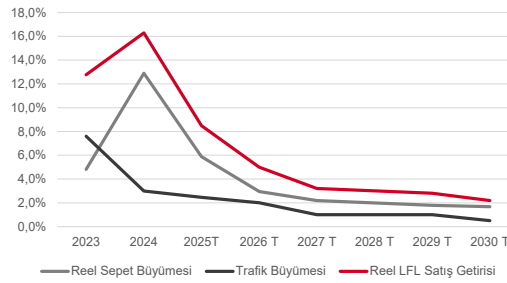
Güçlü Birebir Mağaza (LfL) Görünümü

Migros'un yatırım hikayesi, mevcut mağazalardan ürettiği reel satış büyümesi ve verimlilik odaklı marj iyileşmesine dayanmaktadır. Şirketin trafik ve sepet kompozisyonunu dengeli yönetebilmesi, büyümenin yeni mağaza açılışlarından bağımsız olarak sürdürülebilir kalmasını sağlamaktadır.

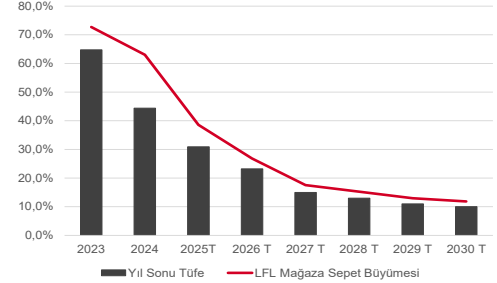
Migros'un LfL üretme kapasitesinin arkasındaki temel unsur, çok formatlı ve çok kanallı operasyon yapısıdır. Süpermarket, hipermarket ve Migros Jet formatları geniş müşteri kitlesine erişimi sağlarken, Macrocenter daha yüksek sepet fiyatına erişmesine katkı sağlamaktadır. Online kanallar, teslimat seçenekleriyle müşteri erişimini artırarak alışveriş trafiğini desteklemektedir. Buna ek olarak, fintek çözümleri ve "şimdi al sonra öde" uygulamaları, müşteri davranışını olumlu yönde etkileyerek alışveriş trafiğini 1,7 kat, sepet büyüklüğünü ise 1,6 kat artırmaktadır. Bu yapı, Migros'un LfL performansını daha dengeli ve sürdürülebilir hale getirmektedir.

Migros'un müşteri trafiğinin 2025'te %2,5, 2026'da %2 ve 2027–2029 döneminde %1 artmasını; 2030 sonrası dönemde %0,5 seviyesinde normalleşmesini öngörüyoruz. Sepet büyüklüğünün enflasyondan arındırılmış şekilde 2026'da %26,8, 2027'de %17,5 seviyesinde büyümesini sürdürmesini öngörüyoruz. Bu çerçevede LfL satışlarda 2026'da %5, 2027'de %3,21 ve 2028–2036 döneminde ortalama %2,1 reel büyüme bekliyoruz.

LfL Yıllık Mağaza Getiri Tablosu



LfL Mağaza Sepet Büyümesi



*2025 Tüfe değeri açıklanan değerdir

Kaynak: Şirket, Global Menkul Değerler Tahmini

Çoklu Formatın Olumlu Etkileri ve Şirketin Büyüme Stratejisi

Geçmiş verilere dayanarak, süpermarket ve Macrocenter formatlarının toplam mağaza içindeki payının kademeli olarak artmasını; diğer formatların payının ise görece azalmasını öngörüyoruz. Şirketin online satış payını artırma stratejisi doğrultusunda, mevcut mağazaların online satışlara entegre edilmesinin hızlanmasını ve yeni açılan mağazaların önemli bölümünün online kanalları destekleyecek şekilde konumlandırılmasını bekliyoruz. Bu kapsamda, 2024 yılında %39 seviyesinde olan online mağazacılığı destekleyen mağaza oranının, 2036 yıl sonunda %72 seviyesine yükselmesini öngörüyoruz.

Market Sayısı	2019	Pay	2024	Pay	2026T	Pay	2030T	Pay	2036T	Pay
Migros (MMM/MMM)	1.194	55,5%	2.053	56,7%	2.278	57,2%	2.763	58,0%	3.642	59,9%
Migros Jet	824	38,3%	1.186	32,8%	1.225	30,8%	1.385	29,1%	1.625	26,7%
Macrocenter	58	2,7%	199	5,5%	263	6,6%	375	7,9%	543	8,9%
5M	56	2,6%	54	1,5%	51	1,3%	47	1,0%	41	0,7%
Toptan	21	1,0%	29	0,8%	30	0,8%	33	0,7%	36	0,6%
Mion			100	2,8%	112	2,8%	132	2,8%	162	2,7%
Toplam	2.153	100%	3.621	100%	3.982	100%	4.762	100%	6.082	100%
Online Mağaza			1.422	39%	2.407	60%	3.179	67%	4.367	72%

Kaynak: Migros, Global Menkul Değerler Tahmini

Toplam mağaza sayısının 2026–2036 döneminde %4,3 yıllık bileşik büyüme oranı (CAGR) ile artmasını öngörürken, satış alanının metre kare bazında büyümesinin %2,7 CAGR ile daha sınırlı kalmasını bekliyoruz. Bu beklentimizin ana destekleyici unsuru olarak şirketin "Vizyon 2035" kapsamında tüm hanelere 15 dakika içinde online siparişlerini ulaştırmayı hedefleyen politikasıdır. Buna paralel olarak mağaza başına ortalama metrekarenin 2024'te 561m²'den 2026'da 542m²'ye 2036'da 464m²'ye gerilemesini ve mağaza ağının daha küçük metrekareli, erişim odaklı bir yapı üzerinden genişlemesini bekliyoruz.

Özetle, Migros'un format yapısı mağaza ağıının daha yaygın ve erişilebilir hale gelmesini sağlarken, mağaza başına metrekarenin kademeli olarak daralmasını da beraberinde getirmektedir. Bu yapı, şirketin karlılık ve fiyatlama gücünü koruyarak büyümesini daha dengeli ve sürdürülebilir bir zeminde sürdürmesine imkan tanımaktadır.

Market Bin M²	2019	Pay	2024	Pay	2026T	Pay	2030T	Pay	2036T	Pay
Migros (MMMMMM)	998	66,9%	1.417	69,7%	1.526	70,7%	1.740	72,0%	2.075	73,5%
Migros Jet	167	11,2%	254	12,5%	265	12,3%	300	12,4%	336	11,9%
Macrocenter	40	2,7%	81	4,0%	101	4,7%	129	5,3%	181	6,4%
5M	274	18,4%	243	12,0%	226	10,5%	204	8,4%	177	6,3%
Toptan	12	0,8%	23	1,1%	24	1,1%	26	1,1%	29	1,0%
Mion			15	0,7%	16	0,7%	19	0,8%	23	0,8%
Toplam	1.491	100%	2.033	100%	2.158	100%	2.419	100%	2.822	100%

Kaynak: Migros, Global Menkul Değerler Tahmin

Dijital Kanalların Satış Gelirlerine Artan Katkısı - “Ekosistem”

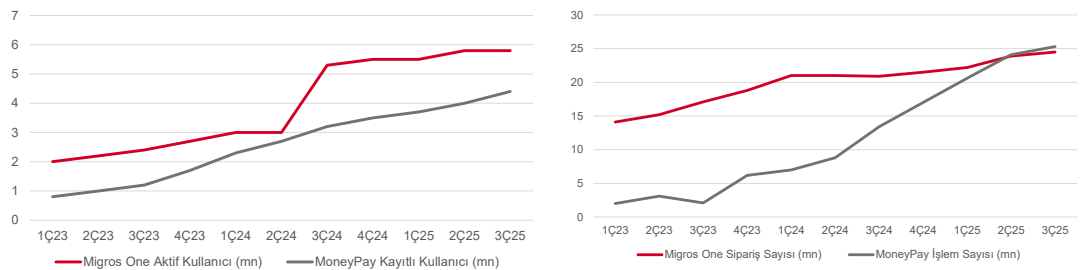
Migros'un online market, yemek teslimatı ve ödeme hizmetlerini kapsayan dijital ekosistemi, şirketin büyümesini fiziksel mağaza açılışlarının ötesine taşıyan temel stratejik avantajlardan biridir. “Vizyon 2035” kapsamında işlemlerin %50'sinin dijital kanallar üzerinden gerçekleştirilmesi ve Türkiye’de en yüksek müşteri işlem hacmine sahip perakendeci olunması hedeflenmektedir. Bu çerçevede dijital gelirlerin toplam gelirler içindeki payı 9A25’te %20,4 seviyesine ulaşmış olup, şirket önümüzdeki beş yıl içinde bu oranı %30 seviyelerine taşımayı hedeflemektedir.

Dijital ve fiziksel kanalları birlikte kullanan (hibrit) müşterilerin sepet büyüklüğünün, yalnızca fiziksel mağazaları tercih eden müşterilere kıyasla %43 daha yüksek olması, ekosistem yaklaşımının ciro ve karlılık kalitesi üzerindeki olumlu etkisini desteklemektedir. Bu görünüm, dijitalleşmenin Migros için yalnızca hacim değil, müşteri başına yaratılan değeri artıran bir büyüme unsuru olduğunu göstermektedir.

Online operasyonlarda 9A25’te perakende toplam satış hacminin (GMV) yıllık %21 artarak 50,3mlr TL’ye yükselmesi (2024: 44,3mlr TL (yıllık %99 artış**)), perakende ürünlerine ilişkin sipariş sayısının 9A25’te yıllık %12 artarak 56,7mn’a (2024: 85,3mn (yıllık 31% artış**)), dijital kanalların hacim tarafında büyümeyi sürdürdüğünü göstermektedir. Buna paralel olarak Migros’un online hızlı tüketim ürünleri (FMCG) pazar payının 9A25’te %22,0’ye yükselmesi (yıllık +190 puan), dijital kanallarda yalnızca büyüme değil pazar payı kazanımı da sağlandığını ortaya koymaktadır. Ayrıca şirket 9A25 itibarıyla online operasyonel karlılıkta yaklaşık 140 puanlık iyileşme sağlamış ve dijital büyüme hacminin ötesinde karlılığın da arttığını göstermektedir.

Ödeme tarafında “Moneypay”ın toplam işlem sayısı 9A25’te yıllık %140 artarak 70mn’a (2024: 46,2mn (yıllık %264 artış**)), enflasyondan arındırılmış hasılatı ise %193 artışla 1,19mlr TL’ye yükselmiştir. MoneyPay’in “şimdi al sonra öde” yöntemini kullanan müşterilerde alışveriş sıklığı 1,7 kat, sepet büyüklüğü ise 1,6 kat artmaktadır. Bu veriler, “Moneypay”ın yalnızca işlem hacmi yaratan bir faaliyet değil, müşteri davranışını etkileyerek ciro ve karlılığı destekleyen stratejik bir büyüme alanı haline geldiğini göstermektedir.

Migros One ve Moneypay Kullanıcı Sayısı (mn) Migros One ve Moneypay Sipariş Sayısı (mn)



Kaynak: Migros

*3Ç24 itibarıyla 12 aylık aktif kullanıcı sayısı verisine geçilmiştir.

**TMS 29 enflasyon muhasebesi hariç

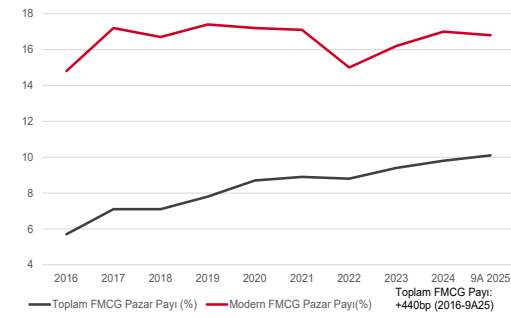
FMCG’de Gelenekselden Moderne Geçiş ve Migros’un Konumu

Türkiye Hızlı Tüketim Ürünleri (FMCG) pazarı, geleneksel kanaldan modern ve dijital perakendeciliğe doğru yapısal bir dönüşüm sürecindedir. 2025 MÜSiAD raporuna göre organize perakendecilik sektörünün pazar payı %50’nin biraz altında seyretmektedir. Değişen alışveriş alışkanlıkları ve online perakendeciliğin yaygınlaşması, geleneksel perakendeciler açısından verimlilik, ölçek ve rekabetçilik baskılarını artırmaktadır. Bu durum, ölçek avantajı ve tedarik zinciri disiplini güçlü oyuncular lehine konsolidasyon eğilimini desteklemektedir. ABD ve Avrupa gibi gelişmiş pazarlarda organize perakendeciliğin %80–90 seviyelerine ulaşmış olması, Türkiye’de de modern perakendeciliğin büyümesi için yüksek bir potansiyele işaret etmektedir.

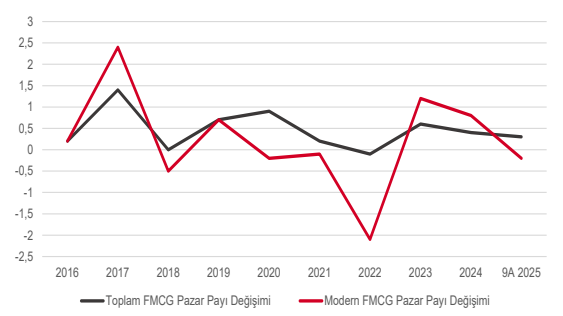
Bu dönüşüm ortamında Migros, modern perakendecilikte dijitalleşme ve online satışlarla ayrıışan bir oyuncu konumundadır. Şirket, 2017 yılında KİPA’nın devralınmasıyla modern kanal içindeki ölçeğini artırmış ve Modern FMCG pazarındaki payını %14,8’den %17,2 seviyesine taşımıştır. Bu devralım sonrasında modern FMCG payı %15–17,2 bandında dalgalanırken, asıl büyüme ivmesi geleneksel kanaldan modern kanala geçişten kaynaklanmıştır. Bu geçiş süreciyle birlikte Migros’un toplam FMCG içindeki payı 2016’daki %5,7 seviyesinden 9A25 itibarıyla %10,1’e yükselmiştir.

2017–2024 döneminde Migros’un metrekare bazlı büyümesi ile toplam FMCG payı arasında 0,93x’lik yüksek bir korelasyon gözlemlenmektedir. Bu ilişki dikkate alındığında, muhafazakar varsayımlar altında şirketin toplam FMCG pazar payının 2030’da %11, 2036’da ise %11,8 seviyelerine ulaşabileceğini öngörüyoruz.

Migros’un FMCG’den Aldığı Pay (%)



Migros’un Pazar Payı Değişimi (%)



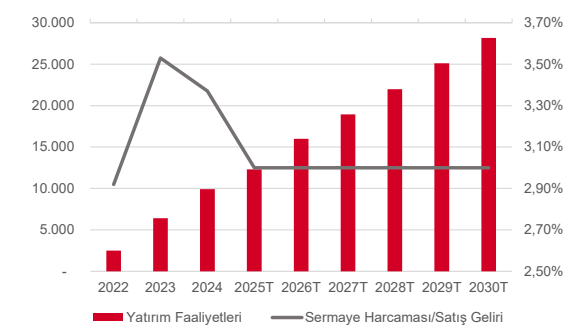
Kaynak: Migros

Verimlilik Yatırımları

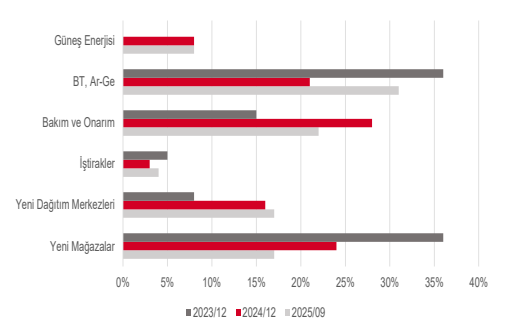
Perakende gıda sektöründe operasyonel maliyetlerin önemli bir bölümünü personel ve enerji giderleri oluşturmaktadır. Migros, bu maliyet baskısını dengelemek amacıyla verimlilik yatırımlarını stratejik bir öncelik haline getirmiş; mağaza büyümesini sürdürürken eş zamanlı olarak maliyet ve marj odaklı yatırımlara ağırlık vermiştir.

Bu çerçevede şirketin yatırımların satış gelirlerine oranı 2023’te %3,5x, 2024’te %3,4x seviyesinden 9A25’te %2,9x’e gerilemiştir. 2026-2036 yılları arasında bu oranın yaklaşık %2,95x seviyelerinde dengelenmesini bekliyoruz. Migros’un 2025 yılı yatırımlarında en yüksek payını bilişim ve teknoloji (dijital fiyat etiketi, dijital kasalar vs.) yatırımları almıştır.

Yatırım Giderleri (milyar TL)



Yatırımların Dağılımı

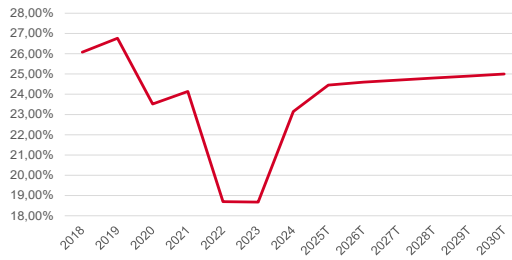


Kaynak: Migros, Global Menkul Değerler

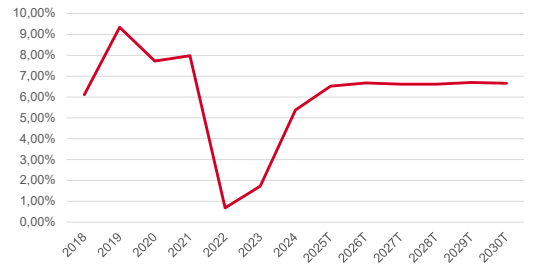
Yapılan verimlilik yatırımlarının etkileri operasyonel göstergelere yansımaya başlamıştır. Envanter ve stok yönetimindeki iyileştirmeler sonucunda kayıp oranında 9A25 itibarıyla yaklaşık 35 baz puanlık düşüş sağlanmış ve bu gelişme brüt kar marjını desteklemiştir. 2026 yılında mağaza içi otomasyon ve iş gücü planlaması uygulamaları ile operasyonel giderlerde yaklaşık 30 baz puanlık tasarruf sağlanması beklenirken, yenilenebilir enerji yatırımları sayesinde 2026 yıl sonunda toplam elektrik tüketiminin yaklaşık %33'ünün şirket içi üretimden karşılanması, enerji maliyetleri üzerinden ilave 30 baz puanlık bir iyileşme alanı yaratması hedeflenmektedir. Böylece 2026 yılında operasyonel giderlerde toplamda yaklaşık 60 baz puanlık bir verimlilik artışı yapmayı hedeflemektedir şirket. Lojistik tarafında ise yeni dağıtım merkezleri ve rota optimizasyonları sayesinde kapsama alanında %30'a varan verimlilik artışı sağlanmıştır.

Bu gelişmelerin birleşik etkisiyle brüt kar marjının 2025 yıl sonunda %24,45, 2026–2030 döneminde ortalama %24,8, 2031–2036 döneminde ise yaklaşık %24,93 seviyelerinde dengelenmesini öngörüyoruz. Operasyonel verimliliklerin etkisiyle birlikte FAVÖK marjının 2025'te %6,5'e, 2026–2030 döneminde ise ortalama %6,51 bandına yerleşmesini bekliyoruz.

Brüt Kar Marjı (%)



FAVÖK Marjı (%)



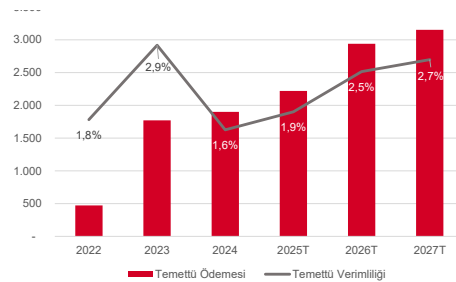
Kaynak: Migros, Global Menkul Değerler

Sürdürülebilir Temettü Görünümü

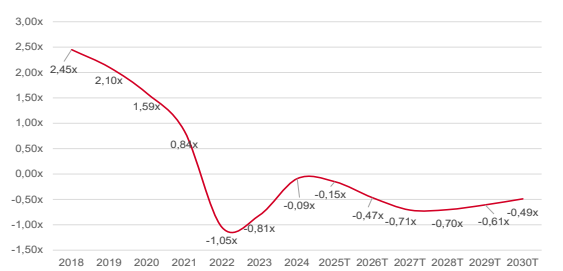
Net borç/FAVÖK oranının 2026-2030 yılları arasında ortalama $-0,60x$ seviyesinde kalmasını öngörüyoruz. Net kar marjının ise 2026-2036 yılları arasında %1,32'lik bir orana sahip olmasını öngörüyoruz. Bu durumun temettü ödemelerinin sürdürülebilir ve düzenli bir çerçevede devam etmesini destekleyeceğini düşünüyoruz.

Migros'un, 2023'te temettü ödemesine başladığını ve net karının 2026'dan itibaren %30'unun temettü olarak dağıtılacağını varsayıyoruz. Böylece şirketin temettü veriminin 2026'da %2,4 ve 2027'de %2,6 seviyesinde gerçekleşmesini öngörüyoruz. Bu nedenle Migros'u, temettü görünürlüğü arayan yatırımcılar için cazip bir seçenek olarak değerlendiriyoruz.

Temettü Ödemesi (mlr TL)



Net Borç/FAVÖK



Kaynak: Migros, Global Menkul Değerler

Riskler

- Zayıf reel talep koşulları ve yoğun rekabet ortamı, özellikle fiyat odaklı oyuncuların agresif kampanyalarıyla birlikte Migros'un fiyatlama gücünü sınırlandırabilir. Bu durum, LfL büyümesinin ağırlıklı olarak fiyat yerine hacim kaynaklı oluşmasına neden olarak marj toparlanmasını beklenenden daha yavaş bir patikaya çekebilir.
- Enerji, kira ve lojistik maliyetlerindeki olası artışlar, şirketin verimlilik yatırımlarıyla sağladığı kazanımları kısmen dengeleyebilir. Maliyet enflasyonunun kalıcı hale gelmesi halinde, operasyonel kaldıraç etkisine rağmen FAVÖK marjı görünümü üzerinde aşağı yönlü baskı oluşabilir.
- Online operasyonlar ile fintek ve perakende medya gibi yeni iş kollarında karlılığın öngörülenden daha yavaş yansması, dijital ekosistemin nakit akışı ve marj katkısını geciktirebilir. Bu senaryoda, yatırım temasında öngörülen ölçeklenme ve karlılık katkısı beklenen hızda gerçekleşmeyebilir.
- Devam etmekte olan Rekabet Kurumu soruşturmasının yüksek tutarlı bir ceza ile sonuçlanması veya ilave düzenleyici yaptırımların gündeme gelmesi, şirket üzerinde baskı yaratabilir.

Rakip Analizi

LfL Satışlardaki Değişim

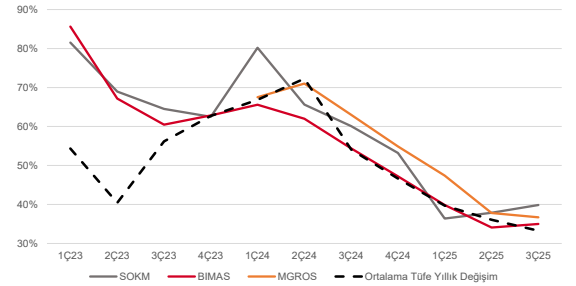
Dezenflasyon sürecine girilen mevcut konjunktörde, perakende gıda sektöründe büyümenin niteliği belirgin biçimde değişmektedir. 2024–2025 döneminde yüksek gıda enflasyonu ve TÜFE, sektör oyuncularına LfL sepet fiyatlamalarında görece esneklik sağlamış ve reel büyümeyi desteklemiştir. 2026 itibarıyla enflasyondaki düşüşle birlikte bu fiyatlama avantajının zayıflamasını, sektör genelinde büyümenin daha ılımlı olmasını bekliyoruz. Bu dönemde büyümenin temel sürükleyicisinin müşteri trafiği olmasını; fiyatlama stratejilerinin ise agresif artışlardan ziyade, geniş tüketici kitlesinin alım gücünü gözeten ve erişilebilirliği koruyan bir çerçevede şekillenmesini bekliyoruz.

2025 yılında Migros, hem müşteri trafiği hem de sepet büyümesi tarafında rakipleri Bim ve Şok Market'e kıyasla daha güçlü bir LfL performansı sergilemiştir. Dezenflasyon sürecinin başladığı bir ortamda MGROS'un sepet büyümesini ortalama TÜFE'nin üzerinde koruyabilmesi ve aynı zamanda trafiği pozitif bantta tutabilmesi, büyümenin yalnızca fiyat geçişlerinden değil hacim ve müşteri kazanımından beslendiğini göstermektedir. Migros'un çoklu format yapısı ve dijital satış kanallarının katkıları olumlu etkilemiştir.

LfL Trafik Verisi Yıllık Değişimi



LfL Sepet Büyüklüğü Yıllık Değişimi



**Migros 1Ç24 itibarıyla veri paylaşımına başlıyor*

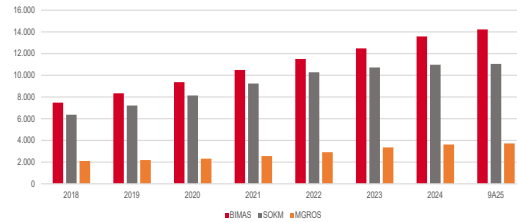
Kaynak: Şok Marketler, Bim, Migros

"Birebir mağaza (LfL) büyümesi, Migros'ta son 12 aydır (Bim ve Şok'ta 24 aydır) faaliyette olan mağazalardan elde edilen satışları dikkate alarak, yeni mağaza açılışlarının etkisini dışarıda bırakır ve şirketin mevcut mağazalarından ürettiği gerçek satış performansını gösterir."

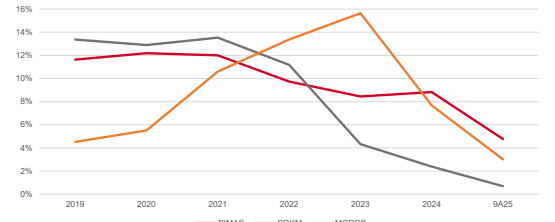
Mağaza Formatı, Ölçek Dinamikleri ve Metrekare Verimliliği

Migros, toplam mağaza sayısı açısından rakiplerine kıyasla daha sınırlı bir ağı sahip olmakla birlikte, çoklu format yapısı sayesinde rekabet gücünü mağaza başına metrekare ve erişim kalitesi üzerinden sağlamaktadır. 2024 itibarıyla mağaza ağıнын %56,7'sini oluşturan süpermarket formatı ortalama 700m², %32,8 paya sahip Migros Jet ise yaklaşık 210m² büyüklüğündedir. Buna ek olarak, ortalama 4.500m² alana sahip 5M Migros mağazaları, şirketin metrekare bazında daha dengeli ve güçlü bir portföy sunmasına katkı sağlamaktadır.

Mağaza Sayıları



Mağaza Sayısı Yıllık Değişim Oranı



Kaynak: Şok Marketler, Bim, Migros

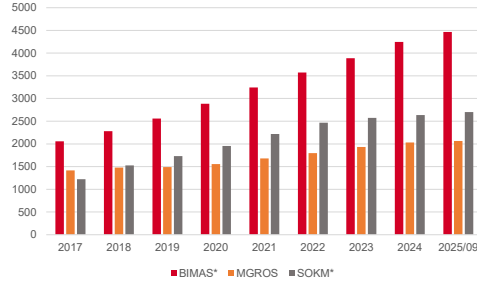
BİM ve Şok'un ağırlıklı olarak 250–300m² bandındaki daha homojen formatlarla büyüdüğü görülürken, BİM'in File formatı (yaklaşık 900m²) ve Şok'un yeni konsepti "Şok 2.0" (yaklaşık 360m² mağaza büyüklüğü) ile mağaza boyutlarını yukarı çekmeye başladıkları gözlemlenmektedir. Bu gelişme, sektör genelinde format çeşitliliğinin giderek daha önemli hale geldiğine işaret etmektedir.

Mağaza büyümesine göre, 2019–2021 döneminde BİM ve Şok daha agresif bir genişleme sergilerken, Migros'un büyümesi 2022–2023 döneminde belirgin şekilde hızlanmıştır. 2024 ve 9A25 dönemlerinde ise Migros, daha ölçülü ancak rekabetçi bir mağaza büyüme temposu izleyerek ağını güçlendirmeye devam etmiştir.

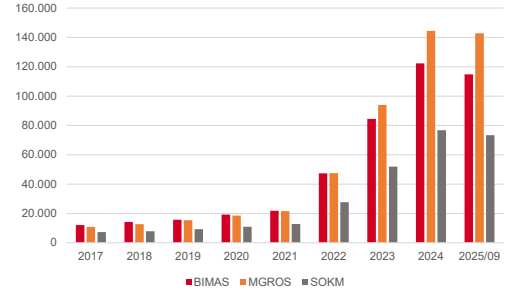
Mağaza sayısı açısından rakiplerine kıyasla daha sınırlı bir ölçüğe sahip olan Migros, metrekare bazında daha güçlü bir performans sergilemektedir. 2019–2022 döneminde metrekare başına satış geliri Migros'ta 25.728TL, BIMAS'ta 26.043TL, SOKM'ta ise 15.160TL seviyesinde gerçekleşmiş ve bu dönemde Migros ile BIMAS'ın benzer bir verimlilik profili sunduğu görülmüştür.

2023 itibarıyla yüksek enflasyon ortamında Migros'un çok formatlı yapısı, online kanalları ve dijitalleşme yatırımları sayesinde daha esnek bir operasyonel model sergilemiştir. 2024 yılında metrekare başına satış geliri Migros'ta 144.505TL, BIMAS'ta 122.334TL, SOKM'ta ise 76.713TL seviyesine yükselmiş; bu gelişme Migros'un alanını daha verimli kullandığını göstermiştir. 2025'in ilk dokuz ayında metrekare başına satış gelirleri MGROS'ta 142.853TL, BIMAS'ta 114.798TL, SOKM'ta ise 73.421TL olarak gerçekleşmiştir. Bu görünüm, MGROS'un metrekare verimliliğinde BIMAS'a kıyasla yaklaşık %24, SOKM'a kıyasla ise yaklaşık %95 daha yüksek bir performans sergilediğini göstermektedir.

Mağazaların Toplam Satış Alanı (bin m²)



Metrekare Başına Düşen Satış Geliri (TL/m²)- yıllık



*BIMAS ve SOKM satış alanı tahmini bir değerdir

Kaynak: Global Menkul Değerler Tahmin

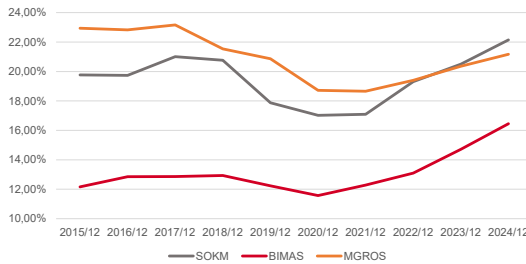
Operasyonel Verimlilik

2021–2024 döneminde, üç şirkette de operasyonel giderler belirgin biçimde artmıştır. Bu dönemde operasyonel gider (OPEX)/hasılat oranındaki artış Migros'ta %2,5 ile daha sınırlı kalırken, BIM'de %4,2, Şok Marketler'de ise %5,1 seviyesinde gerçekleşmiştir.

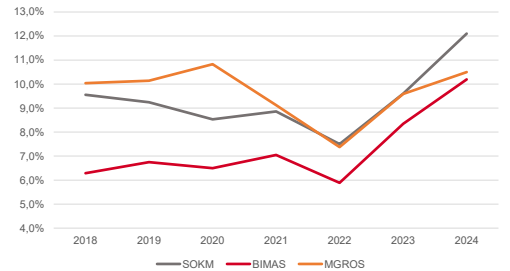
Bu görünüm, Migros'un artan maliyet baskılarına rağmen operasyonel gider artışını daha kontrollü yönettiğine işaret etmektedir. Bu giderlerin en büyük katkılarından birisiyse şirketin personel giderlerinin diğer şirketlere kıyasla çok daha sınırlı kalarak 2022 sonrası yalnızca %3 artmıştır. Şok ve Bim'de ise sırasıyla bu dönemlerde %5 ve %4'lük artış gerçekleşmiştir.

Migros'u önümüzdeki dönemde personel giderlerinde ayırtırmaya devam edecek olan durum ise şirketin hem jet kasa (2025/09 itibarıyla 800-900 jet kasa bulunmaktadır) hem de dijital fiyat etiketleri yatırımları sayesinde 2026 yılında 30 baz puanlık personel gideri verimliliği yatırımı olacaktır.

OPEX/Satış (%)



Personel Giderleri/Satış (%)



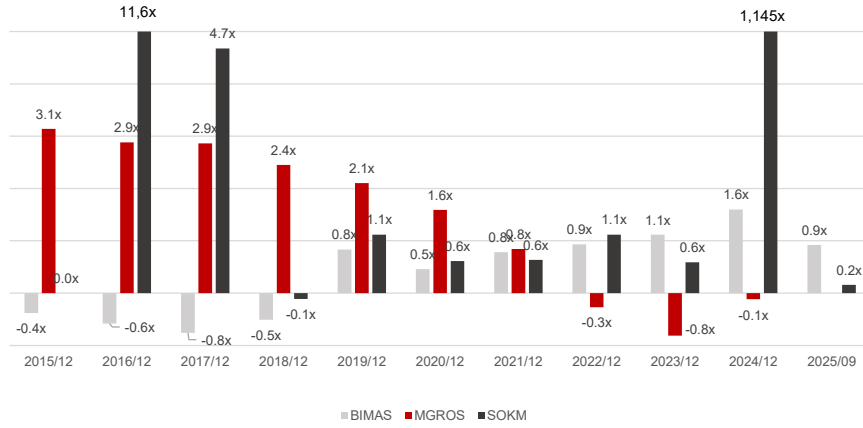
Kaynak: Şok Marketler, Bim, Migros, Global Menkul Değerler

Borçluluk

2025/09 itibarıyla üç büyük perakende gıda şirketinde de Net Borç/FAVÖK oranı 1,0x'in altında gerçekleşmiştir. Bu çerçevede Migros -0,01x ile net nakit pozisyonunda yer alırken, Şok 0,16x ve Bim 0,92x seviyelerinde gerçekleşmiştir.

Migros'un net borç/FAVÖK oranı 2015 yılındaki 3,14x seviyesinden kademeli olarak gerileyerek 2025/09 itibarıyla net nakit pozisyonuna dönüşmüştür. 2024 ve 2025 dönemindeki yüksek yatırım harcamalarının kademeli olarak normalleşmesiyle birlikte, söz konusu yatırımların operasyonel performansa yansımaları sonucu karlılıkta artış görülmesini ve bu iyileşmenin sürdürülebilir şekilde korunmasını bekliyoruz. Mevcut bilanço yapısı şirketin hem yatırım kapasitesini hem de olası makro dalgalanmalara karşı dayanıklılığını desteklemektedir.

Net Borç/FAVÖK



Kaynak: Finnet, Global Menkul Değerler

SOKM'nin Net Borç/FAVÖK çarpanı, 2025 yılında şirket yalnızca 2mn TL FAVÖK kaydettiği için 1.145x gibi anlamlı olmayan bir seviyeye işaret etmektedir.

Değerleme

Migros için belirlediğimiz 12 aylık hedef fiyat 1095,00TL/hisse olup, bu seviye mevcut fiyatlara göre yaklaşık %68 artış potansiyeline işaret etmektedir. Hedef fiyatımız, %50 ağırlıklı İNA ve %50 çarpan analizi ile hesaplanmıştır.

Migros 2026T ve 2027T için sırasıyla 2,9 ve 2,4 FD/FAVÖK ve 12,1 ve 11,2 F/K çarpanı hesaplıyoruz; bu da sırasıyla aynı dönemde 5,9x ve 5,3x FD/FAVÖK ve 15,1x ve 13,6x F/K seviyelerinde işlem gören emsalleri ile aynı dönemde sırasıyla %52 ve %54 FD/FAVÖK'te ve %20 ve %17 iskontolu bir değerlendirme anlamına gelmektedir.

Migros'un güçlü nakit yaratma kapasitesi, çoklu formatlı mağaza yapısı, verimlilik yatırımları ve dijital ekosistemiyle sürdürülebilir karlılığını önümüzdeki dönemde de korumasını bekliyoruz. Şirketin ilerleyen dönemde geleneksel marketlerden pay oranı elde ederek FMCG'de pazar payının büyümesini ve karlılığını sürdürmesini bekliyoruz.

27.02.2026			
Değerleme Özeti	Değer	Değerleme Ağırlığı	Değer
İndirgenmiş Nakit Akımı	185,173	50%	92,587
Benzer Şirket Çarpanları	191,829	50%	95,915
Hedef Değer (mn TL)			188,501
Mevcut Piyasa Değeri (mn TL)			116,599
12 Aylık Hedef Hisse Fiyatı (TL)			1094.00
Mevcut Hisse Fiyatı (TL)			652.50
Yükseliş Potansiyeli % (TL)			68%

Kaynak: Global Menkul Değerler

- Değerlememizde, TL bazında %13,4 risksiz faiz oranı, %8,9 hisse risk primi ve 0,9x Beta varsayımlarını kullanarak 2025-2036 döneminde ortalama %19,05 AOSM (WACC) hesapladık.
- Terminal değer varsayımı olarak ise %3 terminal büyüme oranı uyguladık ve potansiyel enflasyonun altında muhafazakar bir büyüme öngördük.
- Değerleme dönemimiz 2025–2036 yıllarını kapsamaktadır.
- Birebir mağaza satış büyümesinin (LFL) trafik ve sepet bileşenleriyle desteklenen reel büyüme üretmesini ve böylece 2026-2036 yılları arasında %2,46'lık bir reel büyüme öngörüyoruz.
- Mağaza sayısının 2026–2036 döneminde %4,3 CAGR ile artmasını beklerken, toplam satış alanı büyümesinin %2,7 CAGR ile daha sınırlı kalacağını öngörüyoruz. Böylece büyümenin erişimi kolay marketler odaklı gerçekleşmesini bekliyoruz.
- Şirket, verimlilik yatırımları kapsamında mağaza içi otomasyon ve iş gücü planlaması ile operasyonel giderlerde yaklaşık 30 baz puanlık bir iyileşme hedeflerken; yenilenebilir enerji yatırımları sayesinde 2026 itibarıyla enerji maliyetlerinde ilave 30 baz puanlık bir azalma öngörmektedir. Buna ek olarak, envanter ve stok yönetimindeki iyileştirmelerle kayıp oranının düşürülmesi, brüt kar marjında yaklaşık 35 baz puanlık bir artış sağlanmasına katkı sunmuştur.
- Türkiye'de geleneksel perakendenin yaklaşık %50'lik önemli bir paya sahip olması, gelişmiş ülkelerde ise organize perakendenin %80–90 seviyelerine ulaşmış olması Migros için yapısal bir büyüme alanına işaret etmektedir. Modern ve dijital kanallarda güçlü konumlanan Migros'un bu geçiş sürecinden pay almasını bekliyoruz.
- CAPEX/Satış oranının normalleşmesi ve net borç/FAVÖK oranının negatif seviyelerde kalması (şirketin net nakit pozisyonunda olması), düzenli ve öngörülebilir temettü akışını destekleyen temel varsayımlarımız arasındadır. Bu yapı, Migros'un büyümenin yanı sıra sürdürülebilir nakit getirisi sunan bir yatırım profiline sahip olduğunu göstermektedir.

INA DEĞERLEMESİ

TL mn	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2035T	2036T
Satışlar	410,177	533,138	631,418	733,097	837,237	939,379	1,444,852	1,539,153
Satışların Maliyeti	309,888	401,986	475,458	551,289	628,765	704,534	1,086,529	1,158,982
Brüt Kâr	100,288	131,152	155,960	181,808	208,472	234,845	358,323	380,171
Brüt Kâr Marjı	24.5%	24.6%	24.7%	24.8%	24.9%	25.0%	24.8%	24.7%
Operasyonel Giderler	89,227	114,888	135,808	156,941	176,680	199,500	309,974	331,176
Faiz ve Vergi Öncesi Kâr (EBIT)	11,062	16,264	20,152	24,867	31,792	35,344	48,349	48,995
Vergi Oranı	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%
EBIT Üzerinden Vergiler	-2,765	-4,066	-5,038	-6,217	-7,948	-8,836	-12,087	-12,249
Net Faaliyet Kârı (NOPLAT)	8,296	12,198	15,114	18,650	23,844	26,508	36,262	36,746
Brüt Nakit Akışı (Gross Cash Flow)	26,738	35,574	41,759	48,487	56,072	62,586	88,805	92,091
FAVÖK	26,738	35,574	41,759	48,487	56,072	62,586	88,805	92,091
FAVÖK Marjı	6.52%	6.67%	6.61%	6.61%	6.70%	6.66%	6.15%	5.98%
Amortisman (Depreciation)	15,677	19,310	21,607	23,620	24,280	27,242	40,456	43,096
İşletme Sermayesi	-31,287	-39,317	-44,943	-50,372	-57,446	-64,060	-92,776	-98,972
İşletme Sermayesi İhtiyacı	1,642	-768	271	414	-1,533	-869	-1,471	-1,557
Yatırım Harcamaları	12,305	15,994	18,943	21,993	25,117	28,181	41,901	44,635
Yatırım Harcamaları/Satışlar	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	2.9%	2.9%
Serbest Nakit Akışı	10,026	16,282	17,507	19,863	24,540	26,438	36,288	36,765

	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2035T	2036T
Özsermaye Ağırlığı	73%	73%	73%	72%	72%	70%	67%	66%
Özsermaye Maliyeti	42,89%	34,71%	26,00%	23,50%	20,60%	19,60%	13,20%	13,20%
Beta	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9
Risksiz Faiz Oranı	33,9%	25,7%	17,0%	14,5%	12,5%	11,5%	6,0%	6,0%
Özsermaye Risk Primi	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	9,0%	9,0%	8,0%	8,0%
Borç Primi	5,0%	5,0%	5,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%
Borç Maliyeti	38,9%	30,7%	22,0%	18,5%	16,5%	15,5%	10,0%	10,0%
Vergi Sonrası Borç Maliyeti	29,2%	23,0%	16,5%	13,9%	12,4%	11,6%	7,5%	7,5%
Vergi Oranı	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%
Borç Ağırlığı	26,6%	26,7%	26,8%	27,5%	28,5%	29,9%	33,1%	34,0%
Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti	39,24%	31,59%	23,45%	20,85%	18,26%	17,22%	11,32%	11,26%

02.03.2026

Terminal Büyüme Oranı	3,0%
Nakit Akışlarının Toplam Bugünkü Değeri	104.117
Terminal Değer	458.281
Terminal Değerin Bugünkü Değeri	80.897
Net Borç (2025 3Ç)	-159
Net Değer	185.173

Kaynak: Global Menkul Değerler Tahminleri



Benzer Şirket Karşılaştırması

Migros 2026T ve 2027T için sırasıyla 2,9x ve 2,4x FD/FAVÖK ve 12,1x ve 11,2x F/K çarpanından işlem görmektedir. Bu seviye, 5,9x ve 5,3x FD/FAVÖK ve 15,1x ve 13,6x F/K seviyelerinde işlem gören emsallerine göre sırasıyla %20 ve %17, FD/FAVÖK'te de %52 ve %54 iskontoludur.

Değerlememizde benzer şirketlerin çarpanlarını göz önünde bulundurduk. Çarpan değerini hesaplarken F/K ve FD/FAVÖK 2026 ve 2027 yılları oranlarının her birini eşit ağırlıklı (%25) olarak kullandık.

Şirket İsmi	Ülke	P. Değeri (USD mn)	F/K		FD/FAVÖK		FD/Satış Geliri	
			2026	2027	2026	2027	2026	2027
Küçük Ölçekli								
Yerel Şirketler								
BİM Birlesik Magazalar AS	Türkiye	9.430	14,7	12,2	7,7	6,0	0,5	0,4
Sok Marketler Ticaret AS	Türkiye	924	0,0	0,0	3,0	2,2	0,1	0,1
Küresel Şirketler								
Pick n Pay Stores Ltd	Güney Afrika	931			5,2	4,6	0,2	0,2
SPAR Group Ltd/The	Güney Afrika	903	8,0	6,8	6,5	6,0	0,2	0,2
Pepkor Holdings Ltd	Güney Afrika	6.013	14,3	12,3	6,5	5,8	1,1	1,0
Cencosud SA	Şili	9.246	16,0	13,0	8,1	7,3	0,8	0,7
J Sainsbury PLC	Birleşik Krallık	10.818	15,9	14,1	5,9	5,6	0,4	0,4
Carrefour SA	Fransa	13.572	9,1	8,4	4,6	4,5	0,3	0,3
Ortalama (1)			13,0	11,1	5,9	5,3	0,4	0,4
Büyük Ölçekli								
Aeon Co Ltd	Japonya	41.259	-	-	13,4	12,1	0,8	0,7
Target Corp	ABD	52.838	15,9	15,2	8,4	8,3	0,7	0,7
Wal-Mart de Mexico SAB de CV	Meksika	58.213	18,4	16,8	9,6	8,8	1,0	0,9
Ortalama (2)			17,2	16,0	10,5	9,7	0,8	0,8
Ortalama (1-2)			15,1	13,6	5,9	5,3	0,6	0,6
Migros Çarpanları			12,1	11,2	2,9	2,4	0,2	0,2
Prim/İskonto			-20%	-17%	-52%	-54%	-70%	-73%
Migros Değerleri			147.700	142.549	227.503	249.566		
Ağırlık			25%	25%	25%	25%		
Çarpan Değeri			36.925	35.637	56.876	62.392		
Migros Çarpan Değeri			191.829					

2026 ve 2027 döneminde büyük ölçekli şirketlerin FD/FAVÖK çarpanlarını kullanmadık; söz konusu çarpanların ilgili dönem için anlamlı bir değerlendirme yaratmayacağını gözönünde bulundurduk.

Kaynak: Bloomberg, Global Menkul Değerler

Piyasa Beklentileri ile Karşılaştırma

Migros'un 2026–2027 görünümüne ilişkin tahminlerimiz, Bloomberg konsensüsüne kıyasla satış gelirlerinde paralel olarak sırasıyla %0 ve –%4 olarak gerçekleşti. FAVÖK'te 2026 yılında %1 oranında aşağı yönlü, 2027'de ise %11 altında tahmin ediyoruz. Net karda tahminleriyle kıyasladığımızda ise sırasıyla –%4 ve –%22 fark oluşmaktadır. 1095,00TL hedef fiyat tahminimiz, Bloomberg beklentilerinin %27 üzerindedir.

MGROS (TLmn)	Bloomberg		Global Menkul		Fark	
	2026T	2027T	2026T	2027T	2026T	2027T
Satış Gelirleri	532.726	654.722	533.138	631.418	0%	–4%
FAVÖK	36.021	46.768	35.574	41.759	–1%	–11%
Net Kar	10.252	13.457	9.796	10.508	–4%	–22%
FAVÖK Marjı	6,8%	7,1%	6,7%	6,6%	–0,1pp	–0,5pp
Net Kar Marjı	1,9%	2,1%	1,8%	1,7%	–0,1pp	–0,4pp
Hedef Fiyat	864,7		1095,00		27%	

Kaynak. Bloomberg, Global Menkul Değerler

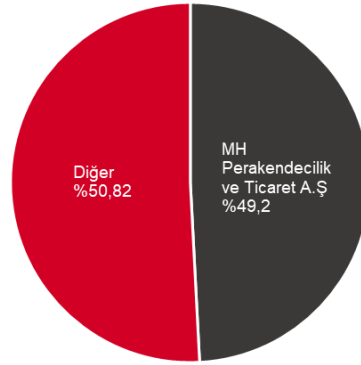
Migros Ticaret A.Ş.

Migros Ticaret A.Ş., 1954 yılında İsviçre Migros Kooperatifler Birliği ve İstanbul Belediyesi'nin ortak girişimi ile İstanbul'da kurulmuştur. Şirket, zaman içinde gerçekleştirilen özelleştirme ve ortaklık değişimleriyle bugünkü yapısına kavuşmuş; Borsa İstanbul'da işlem gören, Türkiye'nin en büyük gıda perakendecilerinden biri haline gelmiştir. Migros, 1991 yılında halka arz edilmiştir. 2024 yıl sonu itibarıyla Şirket'in halka açıklık oranı %49,18 seviyesindedir (Şirket, sermayesinin %1,64'ünü geri alınmış paylar olarak bünyesinde tutmaktadır)

Şirketin stratejik yönelimindeki en belirleyici gelişme, Anadolu Grubu'nun ana hissedar konumuna gelmesidir. 2015 yılında Migros hisselerinin %40,25'ini satın alarak ortaklığa giren Anadolu Grubu, 2017 yılında payını %50'ye çıkararak yönetim kontrolünü sağlamıştır. Bu sahiplik yapısı, Migros'un kurumsal yönetim standartlarını pekiştirmiş ve uzun vadeli büyüme vizyonunu 'Anadolu Grubu' ekosistemiyle entegre etmiştir.

Migros, çok kanallı ve çok formatlı iş modeliyle faaliyet göstermektedir. Migros, Migros Jet, 5M Migros, Macrocenter, Migros Toptan ve Mion gibi farklı mağaza formatlarının yanı sıra çevrim içi satış kanallarıyla hitap ettiği müşteri tabanını genişletmektedir.

Hissedar Yapısı



Kaynak: Şirket, Global Menkul Değerler

AG Anadolu Grubu Holding A.Ş. (Anadolu Grubu): Migros, %50,00 dolaylı pay ile Anadolu Grubu tarafından kontrol edilmektedir. Anadolu Grubu ise Süleyman Kamil Yazıcı ve Özilhan aileleri tarafından eşit temsil ve yönetim prensibiyle yönetilen bir holding yapısıdır.

MH Perakendecilik ve Ticaret A.Ş.: Grubun Migros üzerindeki %49,18 oranındaki doğrudan payı bu yatırım şirketi aracılığıyla tutulmaktadır.

Halka Açık Paylar ve Diğer: Şirket sermayesinin %49,18'i Borsa İstanbul'da işlem gören halka açık paylardan oluşmaktadır. Ayrıca Migros, 2018'deki Tesco Kipa (Kipa) birleşme nedeniyle kendi paylarının %1,64'üne sahiptir.



Kaynak: Şirket, Global Menkul Değerler

Bağlı Ortaklıklar

Ticaret Ünvanı	Şirketin Faaliyet Konusu	Şirketin Sermayesindeki Payı(%)	Şirket ile Olan İlişkinin Niteliği
Dijital Platform Gıda Hizmetleri A.Ş.	Online gıda perakendeciliği	93%	Bağlı Ortaklık
Moneypay Ödeme ve Elektronik Para Hizmetleri A.Ş.	Ödeme ve elektronik para hizmetleri	80%	Bağlı Ortaklık
Moneypay Finansal Teknoloji ve Yapay Zeka A.Ş.	Kurumsal ödeme hizmetleri	55%	Bağlı Ortaklık
*Paket Lojistik ve Teknoloji A.Ş.	Lojistik hizmetleri	100%	Bağlı Ortaklık
Mimeda Medya Platform A.Ş.	Medya	100%	Bağlı Ortaklık
Migen Enerji ve Elektrikli Araç Şarj Hizmetleri A.Ş.	Elektrikli araç şarj hizmetleri	100%	Bağlı Ortaklık
**CRC Danışmanlık ve Organizasyon A.Ş.	Paketli yemek üretimi	50%	İştirak

Kaynak: Şirket, Global Menkul Değerler

Migros, "Entegre İştirak Yönetimi" stratejisiyle ana iş kolunu destekleyen çeşitli alanlarda uzmanlaşmış iştiraklere sahiptir, bunlar:

Dijital Platform Gıda Hizmetleri A.Ş. (Migros One): Şirketin %93,0 oranında pay sahibi olduğu bu yapı; Migros Sanal Market, Migros Hemen, Migros Ekstra ve Migros Yemek gibi tüm online operasyonları tek bir çatı altında toplar.

Moneypay Ödeme ve Elektronik Para Hizmetleri A.Ş. (MoneyPay): Migros'un %80,0 payına sahip olduğu finansal teknoloji iştirakidir. Dijital cüzdan ve "Şimdi Al Sonra Öde" gibi fintek çözümleri sunarak alışveriş ekosistemini destekler.

Paket Lojistik ve Teknoloji A.Ş. (Paket Taxi): 2024 yılında hisse alımlarının tamamlanmasıyla Migros'un (doğrudan ve Migros One üzerinden) %100 dolaylı paya ulaştığı lojistik şirkettir. 7.000'den fazla kuryesiyle hızlı teslimat hizmetleri sağlar.

Mimeda Medya Platform A.Ş. (Mimeda): Şirketin %100 bağlı ortaklığı olup, Türkiye'nin ilk perakende medya şirkettir. Migros'un veri varlıklarını reklam ve pazarlama dünyasıyla entegre eder.

Migen Enerji ve Elektrikli Şarj Hizmetleri A.Ş. (Migen Enerji): Tamamı Migros'a ait olan (%100) bu şirket, "Miggo" markasıyla elektrikli araç şarj istasyonları kurmakta ve elektrik piyasasında aktif tedarik faaliyetleri yürütmektedir.

CRC Danışmanlık ve Organizasyon A.Ş. (Gurmepack): Migros'un %50,0 (doğrudan ve dolaylı) pay sahibi olduğu bu iştirak, paketli hazır yemek üretimi ve catering hizmetleri sunmaktadır.

Moneypay Finansal Teknoloji ve Yapay Zeka A.Ş.: Mart 2025'te kurulan bu yeni yapıda Migros %55, MoneyPay ise %10 paya sahiptir; şirket B2B ödeme ve tedarikçi finansmanı gibi kurumsal hizmetlere odaklanmaktadır.

Mağaza Formatları ve Dağılımı

Migros, Türkiye perakende pazarındaki güçlü görünümünü "**çok kanallı ve çok formatlı**" stratejisine borçludur. Şirket, farklı müşteri segmentlerine ve ihtiyaçlarına hitap eden geniş bir mağaza yelpazesine faaliyet göstermektedir. Bunlar:

Migros (M, MM, MMM) - Süpermarketler: Şirketin ana ve en yaygın formatıdır. 81 ilin tamamında bulunan bu mağazalar, taze ürün odaklı, yüksek kaliteli ve uygun fiyatlı ürünler sunar.

Migros Jet - Pratik Alışveriş: Hızlı ve günlük alışveriş ihtiyaçlarını karşılamaya yönelik, mahalle aralarına odaklanan küçük formatlı mağazalardır.

5M Migros - Hipermarketler: En geniş ürün yelpazesine sahip format olup, gıdanın yanı sıra gıda dışı ürünlerde de (tekstil, elektronik vb.) büyük çeşitlilik sunar.

Macrocenter - Seçkin/Premium Segment: Türkiye'nin seçkin süpermarket zinciridir. Dünyadan ayrıcalıklı lezzetler ve Anadolu'nun yerel tatlarını yüksek hizmet standartlarıyla sunar. Yaşam tarzı odaklı tasarımıyla "premium" müşteriye hedefler.

Migros Toptan - Kurumsal Satış: Perakende tüketimine yönelik toptan satış yapan formattır. 2024 yılında "Tansaş Gross" mağaza konsepti de bu yapı altında yeniden hayata geçirilmiştir.

Mion - Kişisel Bakım: 2023 yılında faaliyete geçen bu format, yerli ve yabancı 9.000 çeşit kişisel bakım ürününü müşterilerle buluşturan özel bir dikey büyüme alanıdır.

Online Kanallar (Migros One): Migros'un geniş mağaza ağı, online satışlara entegre çalışabilecek bir altyapı sunmaktadır. Bu yapı altında **Migros Sanal Market** (randevulu teslimat), **Migros Hemen** (ultra hızlı teslimat) ve **Migros Yemek** (yemek sipariş platformu) gibi güçlü markalar yer alır.



Kaynak: Şirket

Migros'un büyüme stratejisinin temel unsurlarından biri, mağaza ağı genişlemesi ile birlikte format karmaşasının dönüşümüdür. 2019–2024 döneminde toplam mağaza sayısı 2.153'ten 3.621'e yükselirken, mağaza başına ortalama satış alanı 693m²'den 561m²'ye gerilemiş; bu gelişme şirketin daha erişim odaklı ve farklı formatları içeren bir yapıya yöneldiğini göstermiştir. 2024 itibarıyla mağaza ağının % 56,7'si süpermarket formatlarından, %32,8'i Migros Jet'ten, %5,5'i Macrocenter'dan oluşmakta; 5M formatı ise daha büyük metrekareli mağazalarla portföyü tamamlamaktadır. Toplam satış alanı 2024 sonunda yaklaşık 2.032bin m² seviyesinde gerçekleşirken, 9A25 itibarıyla mağaza sayısı 3.730'a ve satış alanı 2.064bin m²'ye ulaşmıştır.

Mağaza Portföyü: Fiziksel & Online— 9A25

Format	Adet	Mağaza Alanı / Ürün Aralığı	Kanal	Mağaza sayısı	Satış Alanı (bin m ²)
Süpermarketler	3.312	40 m ² – 3.500 m ²	Migros (M, MM, MMM)	2.130	1448
Hipermarketler	52	3.500 m ² – 8.500 m ²	Migros Jet	1.182	256
Macrocenter	231	250 m ² – 2.000 m ²	5M	52	231
Toptan	29	200 m ² – 1.600 m ²	Toptan	29	23
Online	1.881	2.000 – 40.000 ürün çeşidi	Macrocenter	231	91
			Mion	105	15
			Petimo	1	0,1
			Toplam	3.730	2064

Kaynak: Şirket

Lojistik Altyapı ve Dikey Entegrasyon

Migros, perakende operasyonlarını desteklemek, ürün bulunurluğunu artırmak ve maliyetleri kontrol altında tutmak amacıyla güçlü bir lojistik altyapı ve seçili kategorilerde dikey entegrasyon modeli oluşturmuştur. Şirket, Türkiye genelinde konumlandırılmış 57 dağıtım merkezi ve meyve-sebze depoları aracılığıyla operasyonlarını yürütmekte; bu ağ sayesinde taze ürünlerin 81 ildeki mağazalara ve online kanallara hızlı ve düzenli sevkiyatı sağlanmaktadır. Bu yapı, stok devir hızını desteklerken operasyonel verimliliğe katkı sunmaktadır.

Migros, yalnızca bir perakendeci değil, stratejik ürün gruplarında aynı zamanda bir üreticidir. Şirket bünyesinde 16 üretim ve paketleme tesisi bulunmaktadır. Gebze’de yer alan ve yıllık 100.000 ton et işleme kapasitesine sahip MİGET (Migros Taze Et Üretim İşletmesi), kırmızı et kategorisinde kalite standardizasyonu ve maliyet kontrolü açısından kritik bir varlık konumundadır. Bunun yanı sıra Edirne Keşan’da bulunan MİGBAK ve Gönen’deki paketleme tesisleri ile şirket, bakliyat ve meyve-sebze kategorilerinde tedarik zincirinin önemli bir bölümünü yönetmektedir. Tazedirekt operasyonu kapsamında 74 farklı çiftlikten doğrudan alım yapılması, tedarik zinciri üzerindeki kontrolü güçlendirmektedir.

Online büyüme stratejisini desteklemek amacıyla son kilometre (last-mile) lojistiğinde de yatırımlar yapılmıştır. 2024 yılında tamamı satın alınan Paket Taxi, 7.500’den fazla kurye ve 700’ü aşkın araçlık filosuyla Migros’un online kanallarına esnek ve hızlı teslimat altyapısı sağlamaktadır. Bu entegrasyon, dijital satışların operasyonel sürdürülebilirliğini destekleyen önemli bir unsurdur.

Özgün Markalar ve Ürün Farklılaşması

Migros’un dikey entegrasyon gücü, özel markalı ürün stratejisiyle tamamlanmaktadır. “Uzman Kasap” markası, MİGET tesislerinde üretilen ve QR kodlu izlenebilirlik sistemiyle desteklenen taze et ürünleriyle, kalite ve güven algısını güçlendirmektedir. Köfte, kıyma ve soslu etler gibi katma değerli ürünler, kategoride farklılaşma sağlamaktadır.

Sağlıklı yaşam trendine yönelik geliştirilen M Life markası, organik ve fonksiyonel ürünleriyle üst segment müşteri kitlesine hitap etmekte; bazı ürünleri uluslararası PLMA (Private Label Manufacturers Association) Mükemmellik Ödülü’ne layık görülmüştür. Anadolu Lezzetleri markası ise yerel tohum ve reçeteleri temel alan 51 farklı ürünle premium ve kültürel miras temelli bir konumlanma sunmaktadır.

Gıda dışı tarafta ise Mion formatı altında geliştirilen özel markalar, non-food kategorisinde marj potansiyelini artıran bir yapı oluşturmaktadır. Ar-Ge çalışmaları sonucu geliştirilen ürünler, ürün portföyünün çeşitlendirilmesine katkı sağlamaktadır.

Genel olarak Migros’un lojistik ölçeği, üretim altyapısı ve özgün marka stratejisi bir arada değerlendirildiğinde; şirketin hem tedarik zinciri üzerinde daha yüksek kontrol sağladığı hem de ürün farklılaşması yoluyla rekabet gücünü desteklediği görülmektedir.

Sürdürülebilirlik (ESG) ve Yeşil Enerji Dönüşümü

Migros, sürdürülebilirlik stratejisi kapsamında yenilenebilir enerji yatırımlarını artırmaktadır. 2024 yılında Adana, Muğla, Diyarbakır ve Torbalı dağıtım merkezleri, MİGET tesisi ile Kocaeli Derince 5M Migros çatılarında kurulu güneş enerjisi sistemleri aracılığıyla toplam 7.382 MWh elektrik üretimi gerçekleştirilmiştir. Aynı dönemde, 34,4 MWp kurulu güce ve yıllık 55.040 MWh üretim kapasitesine sahip Kırşehir GES yatırımına başlanmıştır; tesis Mart 2025 itibarıyla üretime geçmiştir. Kırşehir santralinin devreye alınmasıyla birlikte, dağıtım merkezleri ve çatı uygulamaları dahil olmak üzere şirketin elektrik tüketiminin 2026 yılı itibarıyla yaklaşık %33’ünün kendi yenilenebilir kaynaklarından karşılanması hedeflenmektedir.

Migros, sürdürülebilirlik stratejisini yalnızca enerji yatırımlarıyla sınırlı tutmayıp, çevresel, sosyal ve yönetim (ÇSY) performansını “Migros İyi Gelecek Planı” kapsamında finansal hedefleriyle entegre biçimde yönetmektedir. Şirket, sürdürülebilirlik performansını ölçülebilir hedefler ve uluslararası standartlar çerçevesinde takip ederek kurumsal yatırımcılar nezdindeki görünürlüğünü artırmaktadır.

İklim değişikliğiyle mücadele kapsamında Migros, Bilim Temelli Hedefler Girişimi (SBTi) tarafından onaylanan emisyon azaltım taahhütleri doğrultusunda ilerlemekte ve 2050 yılına kadar Net Sıfır olmayı hedeflemektedir. Şirket, CDP İklim Değişikliği ve Su Güvenliği programlarında üst üste iki kez “A” (Liderlik) notu alarak iklim yönetimi konusundaki performansını teyit etmiştir.

Bu yaklaşımın bir yansıması olarak Migros, BIST Sürdürülebilirlik 25 Endeksi ve MSCI ESG (AA notu) gibi uluslararası kabul görmüş endekslerde yer almaktadır. Bu konumlanma, şirketin sürdürülebilirlik odaklı yatırım fonları açısından yatırım yapılabilirliğini destekleyen önemli bir unsur olarak öne çıkmaktadır.

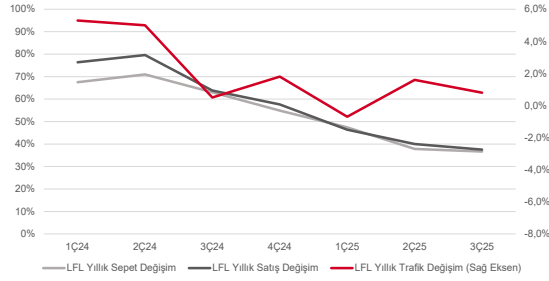
Sektör

Türkiye perakende gıda sektörü, zorunlu tüketim niteliği sayesinde makro dalgalanmalara karşı görece dayanıklı bir talep yapısına sahiptir; ancak performans yalnızca gelir artışlarıyla değil fiyatlama ortamı, tüketici davranışları ve operasyonel verimlilik ile şekillenmektedir. Yüksek enflasyon dönemlerinde büyüme ağırlıklı fiyatlama gücü üzerinden gerçekleşirken, dezenflasyonla birlikte büyümenin bileşimi müşteri trafiği ve pazar payı kazanımına doğru kaymaktadır.

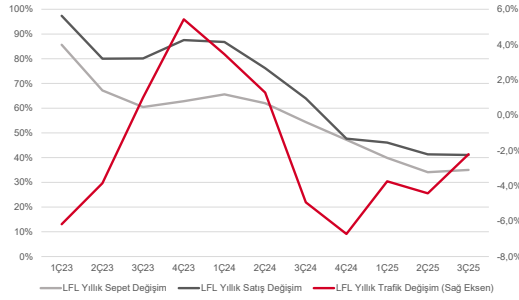
Artan alım gücüyle birlikte, dezenflasyon sürecinde yüksek promosyon yoğunluğunun kademeli olarak azalmasını ve buna paralel olarak satış maliyetleri üzerindeki baskının hafiflemesini bekliyoruz. Bu ortamda, tedarik zinciri yönetimi güçlü ve ürün karmasını etkin yöneten oyuncuların ön plana çıkmasını bekliyoruz.

Enflasyon görünümündeki normalleşmeyle birlikte operasyonel yönetim ve maliyet disiplini daha belirleyici hale gelecektir. Daha öngörülebilir bir enflasyon ortamı, personel ücret artışlarının daha yönetilebilir bir bantta gerçekleşmesine imkan tanırken, kira sözleşmelerinin TÜFE'ye endeksli yapısı bu kalemdeki maliyet katılığını sürdürmektedir. Enerji ve lojistik tarafında ise petrol fiyatlarındaki belirsizlik sebebiyle sektöre beklentilerin üzerinde bir baskı oluşturabilir. Bu çerçevede 2026'da sektörde inorganik bir maliyet düşüşünden ziyade, maliyet artış temposunun yavaşladığı ve verimlilik odaklı yatırımlarla ayrışmanın belirginleştiği bir dönem öngörüyoruz.

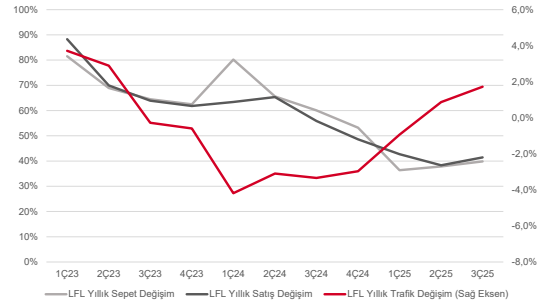
MGROS LfL Değişimleri



BIMAS LfL Değişimleri

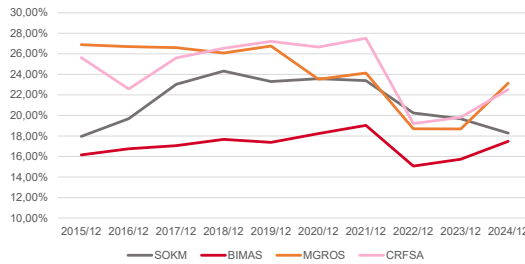


SOKM LfL Değişimleri

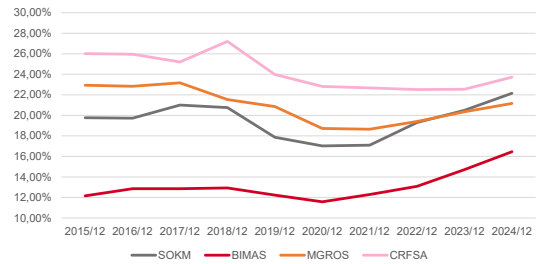


Kaynak: MGROS, BIMAS, SOKM, Global Menkul Değerler

Brüt Kar Marjı

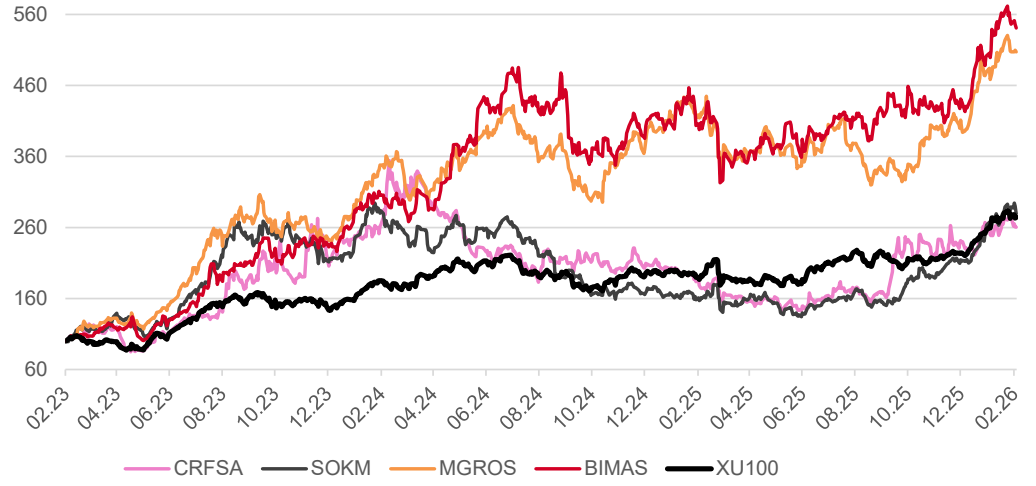


Operasyonel Gider Marjı



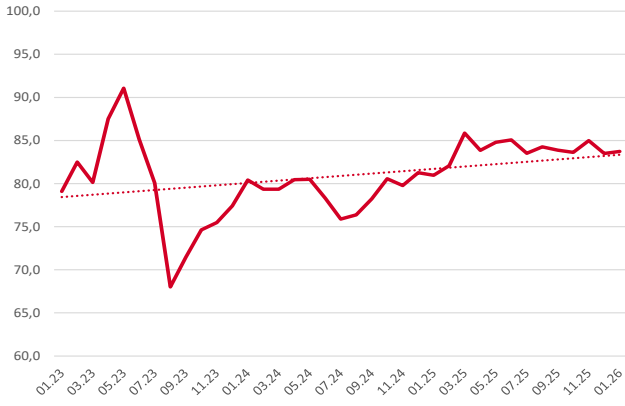
Kaynak: MGROS, BIMAS, SOKM, CRFSA, Global Menkul Değerler

BIST'te işlem gören Perakende Şirketlerinin Son 3 Yıllık Hisse Performansları



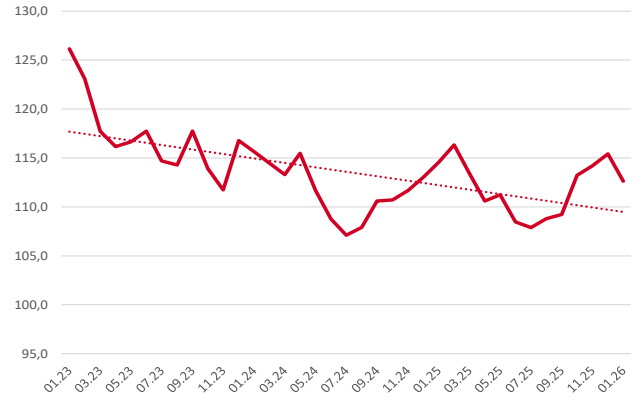
Kaynak: Finnet, Global Menkul Değerler

Tüketici Güven Endeksi

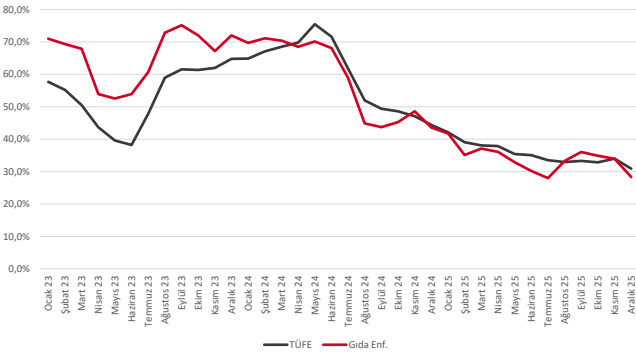


Kaynak: TÜİK

Perakende Ticaret Sektörü Güven Endeksi

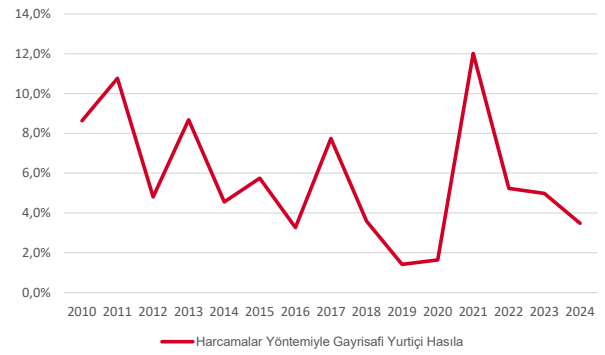


TÜFE ve Gıda Enflasyonu

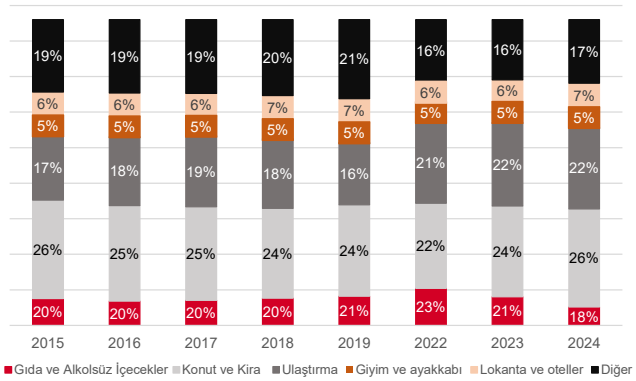


Kaynak: TÜİK

Gayrisafi Yurtiçi Hasıla

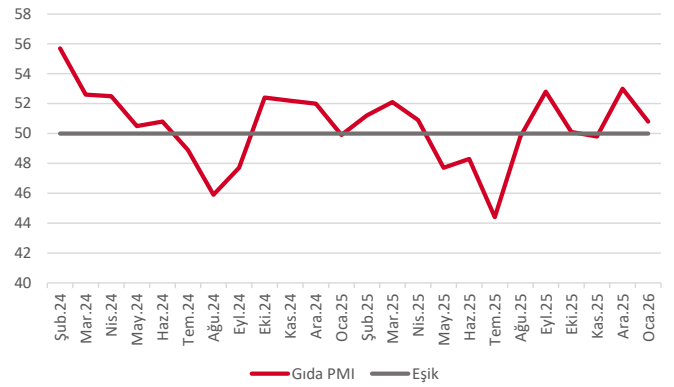


Hanehalkı Tüketim Harcamasının Türlerine Göre Dağılımı



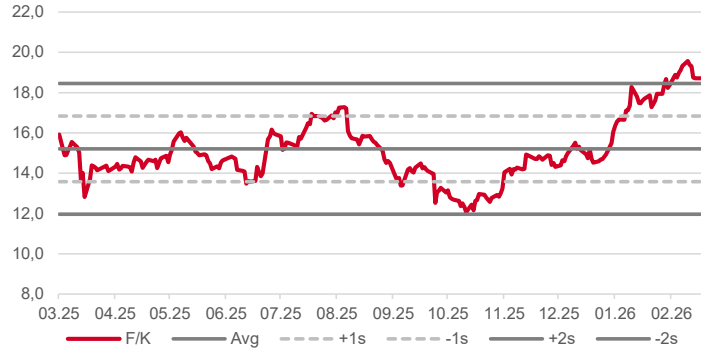
Kaynak: TÜİK, ISO

ISO Gıda PMI

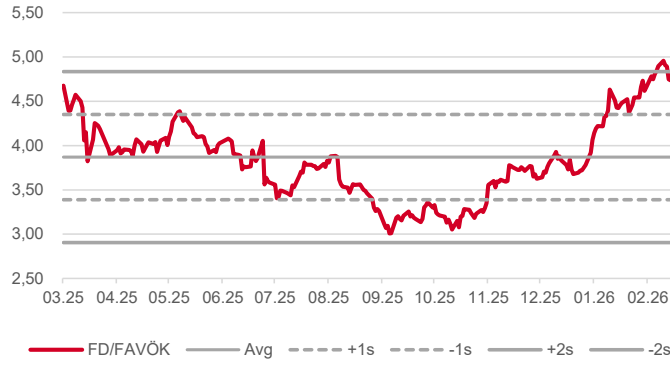


Çarpanlar

MGROS 12 Aylık F/K



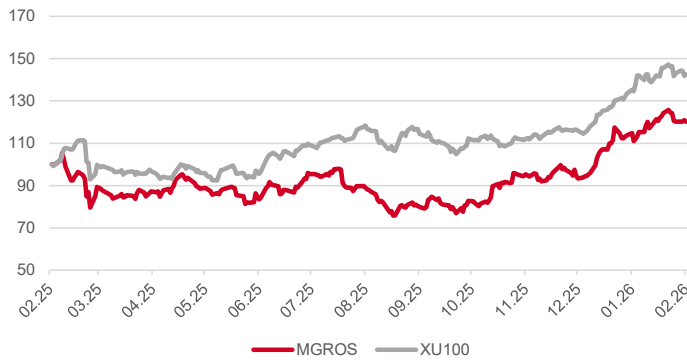
MGROS 12 Aylık FD/FAVÖK



Kaynak: Global Menkul Değerler, Finnet

Hisse Performansı

Migros ve BIST100'ün 12 Aylık Performansı



Kaynak: Global Menkul Değerler, Finnet

ÇEKİNCE

Burada yer alan bilgiler Global Menkul Değerler A.Ş. tarafından genel bilgilendirme amacı ile hazırlanmıştır. Yatırım Danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak Yatırım Danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler genel nitelikte olup, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Herhangi bir yatırım aracının alım satım önerisi ya da getiri vaadi olarak yorumlanmamalıdır. Bu görüşler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Bu bildirimde dayanarak yapılan yatırım sonucunda ortaya çıkabilecek zararlardan Global Menkul Değerler A.Ş. ve çalışanları sorumlu tutulamaz. Burada yer alan fiyatlar, veriler ve bilgilerin tam ve doğru olduğu teyit edilmez ve içerik, haber verilmeksizin değiştirilebilir. Global Menkul Değerler A.Ş., bu bilgilerin doğru, eksiksiz ve değişmez olduğunu garanti etmemektedir. Bu sebeple, okuyucuların, bu bildirimlerden elde edilen bilgilere dayanarak hareket etmeden önce, bilgilerin doğruluğunu teyit ettirmeleri önerilir ve bu bilgilere dayanarak aldıkları kararlarda sorumluluk kendilerine aittir. Bilgilerin eksikliği ve yanlışlığından Global Menkul Değerler A.Ş. hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz, kısa vadeli model portföyümüze eklenecek/ kısa vadeli model portföyümüzden çıkartılacak hisse senedi ile ilgili bildirimlerimizde belirtilen anlık alım/satım fiyatları, maliyetler ve diğer veriler, bildirimlerin yayınlandığı an itibarıyla, Global Menkul tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan alınmıştır. Yatırım aracına ait fiyat ve maliyet bilgileri piyasalarda oluşabilecek dalgalanmalar ve sistemsel kısıtlar sebebiyle değişiklik gösterebilir.

Model Portföy hisseleri, Araştırma Bölümü analistleri tarafından BIST TUM şirketleri arasından seçilmektedir. Hisselerin seçimi, şirketlerin finansal ve piyasa tahminlere dayalı olarak yapılan teknik ve temel analizlerin beklentilerine göre periyodik olarak yapılmaktadır. Kısa vadeli model portföye hisse ekleme ve hisse çıkarma konusunda gönderilen bildirimlerde yer alan getiriler, portföyde yer alan hisse senetlerinin son kapanış fiyatı ve ekleme bildiriminde yer alan anlık fiyat bilgisi kullanılarak hesaplanmaktadır. Bildirimde yer alan bilgiler Global Menkul Değerler A.Ş.'nin yazılı izni olmadan çoğaltılamaz, yayınlanamaz veya üçüncü kişiler ile paylaşılamaz.

© 2025 Global Menkul Değerler A.Ş