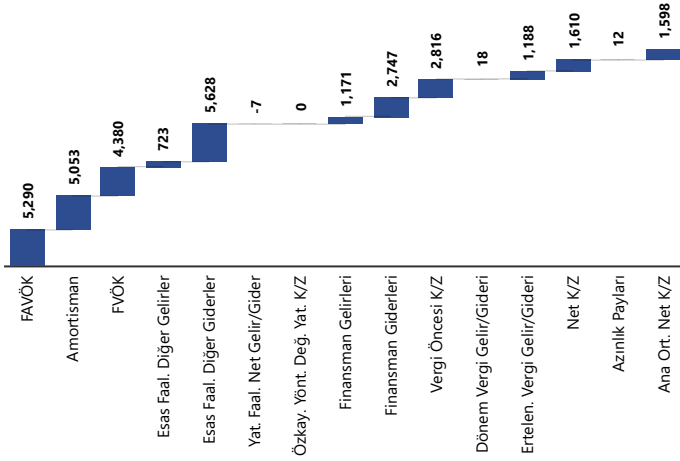


FAVÖK' ten Net Kara Gelişim (Mn TL) - Son Çeyrek


Migros'un 1Ç26 sonuçlarına genel olarak baktığımızda, beklentilerin üzerinde gelen net kar, güçlü nakit üretimi ve yönetilebilir borçluluk sayesinde pozitif bir tabloyla karşılaşıyoruz. Şirket ilk çeyrekte 1,60 milyar TL net kar açıkladı. Bu rakam yaklaşık 620 milyon TL seviyesindeki piyasa beklentisinin oldukça üzerinde gerçekleşirken, yıllık bazda da yaklaşık yüzde 25 büyümeye işaret etti. Net kar marjı yüzde 1,25'ten yüzde 1,46'ya yükseldi. Satış gelirleri tarafında ise 109,24 milyar TL hasılat görüyoruz ve bu da yıllık bazda yaklaşık yüzde 6,4 reel büyüme anlamına geliyor. Şirketin yıl geneli için paylaştığı yüzde 5-7 arası büyüme hedefiyle uyumlu bir başlangıç yapıldığını söyleyebiliriz. FAVÖK tarafında 5,29 milyar TL ile yıllık yaklaşık yüzde 10'luk artış dikkat çekerken, net borç/FAVÖK oranının 0,25x seviyesinde kalması bilanço açısından önemli bir güç unsuru olmaya devam ediyor. Özellikle işletme faaliyetlerinden yaratılan 6,72 milyar TL'lik güçlü nakit akışı, bilançonun en olumlu bölümlerinden biri olarak öne çıkıyor.

Bununla birlikte operasyonel tarafta hala dikkat edilmesi gereken bazı noktalar var. Öncelikle brüt kar marjının geçen yılki yüzde 24,25 seviyesinden yüzde 23,56'ya gerilediğini görüyoruz. Bu durum bize rekabetin, promosyon yoğunluğunun ve maliyet baskısının hala güçlü olduğunu gösteriyor. Satış büyümesi devam etse de faaliyet giderleri yüksek kalmayı sürdürüyor. Personel, lojistik, kira ve dağıtım maliyetlerindeki artış nedeniyle şirket ilk çeyrekte 4,67 milyar TL faaliyet zararı açıkladı ve faaliyet zararının geçen yıla göre derinleştiğini görüyoruz. Bu nedenle sadece net kar ve FAVÖK rakamlarına bakarak çok güçlü bir operasyonel tablo olduğunu söylemek doğru olmaz. Özellikle Migros gibi mağaza ağı yoğun şirketlerde TFERS 16 etkisi nedeniyle FAVÖK rakamı olduğundan daha güçlü görünebiliyor. Ayrıca net kar tarafında 9,07 milyar TL seviyesindeki parasal pozisyon kazancının önemli katkısı bulunuyor. Yani net kar güçlü olsa da çekirdek operasyonel kalite tarafında hala izlememiz gereken alanlar var. Buna rağmen güçlü nakit üretimi, düşük net borç seviyesi ve dengeli bilanço yapısı şirketin risk tarafını yönetilebilir seviyede tutuyor.

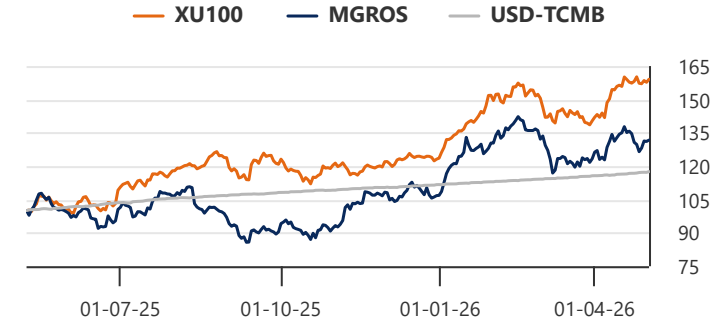
Değerleme tarafında baktığımızda MGROS hissesi yaklaşık 15,7x F/K, 4,1x FD/FAVÖK ve 1,32x PD/DD çarpanlarıyla işlem görüyor. FD/FAVÖK tarafı ilk bakışta cazip görünse de burada TFERS 16 etkisini mutlaka dikkate almak gerekiyor. Buna rağmen şirketin güçlü nakit üretimi, yaygın mağaza ağı, ölçek avantajı, tedarik zinciri gücü ve online tarafta büyümeye devam eden yapısı orta vadeli hikayeyi desteklemeye sürdürüyor. Gıda perakendesinin defansif yapısı da ekonomik dalgalanmalara karşı önemli bir avantaj sağlıyor. Önümüzdeki dönemde özellikle brüt marjın toparlanması, faaliyet zararının azalması ve FAVÖK marjının şirket hedeflerine yaklaşması hisse performansı açısından belirleyici olacak. Biz genel tabloyu temkinli pozitif değerlendiriyoruz. İlk çeyrek sonuçları operasyonel tarafta tamamen güçlü olmasa da nakit üretimi, bilanço kalitesi ve büyüme potansiyeli Migros'un orta vadeli hikayesini desteklemeye devam ediyor. Şirketin mağaza büyümesi, dijital kanal yatırımları ve operasyonel verimlilik tarafındaki potansiyelini dikkate aldığımızda MGROS için 962 TL hedef fiyat seviyesini ulaşılabilir buluyoruz.

Hedef Fiyat	Hisse Fiyatı	Getiri Potansiyeli	Öneri
962	643.50₺	%50	AL

Hisse Bilgileri	
Sektör	Perakende Ticaret
BİST İşlem Pazarı	Yıldız Pazar
Dahil Olduğu Ulusal Endeksler	XU030
Ödenmiş Sermaye (Mn TL)	181
Özkaynaklar (Mn TL)	63,982
Piyasa Değeri (Mn TL)	116,508
Halka Açıklık Oranı (%)	51.0
Fiyat Kazanç	17.2
PD/DD	1.3

Ortaklık Yapısı	Pay (%)	Pay Tutarı (Mn TL)
DİĞER	50.8	92
MH PERAKENDECİLİK VE TİCARET A.Ş.	49.2	89

Fiyat & Performans	Haftalık	Aylık	Yıllık	
	En Düşük	619.50	593.00	412.49
En Yüksek	652.00	674.50	698.50	
Ortalama	637.88	641.58	535.11	
Getiri	MGROS	4.1%	7.1%	31.7%
	BİST100 - Göreceli	2.9%	-4.4%	-17.2%

Son 1 Yılda 100 TL Ne Oldu?


Gelir Tablosu (Mn TL)	3A25	3A26	Değ.	4Ç25	1Ç26	Değ.
Net Satışlar	102,646	109,237	6.4%	117,909	109,237	6.4%
Brüt Kar	24,887	25,735	3.4%	28,300	25,735	3.4%
Esas Faaliyet Karı	698	237	-66.1%	3,593	237	-66.1%
FAVÖK	4,825	5,290	9.6%	8,336	5,290	9.6%
Net Kar/Zarar	1,284	1,598	24.4%	1,098	1,598	24.4%
Marjlar						
Brüt Kar Marjı	24.2%	23.6%	-0.7 yp	24.0%	23.6%	-0.4 yp
EFK Kar Marjı	0.7%	0.2%	-0.5 yp	3.0%	0.2%	-2.8 yp
FAVÖK Marjı	4.7%	4.8%	0.1 yp	7.1%	4.8%	-2.2 yp
Net Kar Marjı	1.3%	1.5%	0.2 yp	0.9%	1.5%	0.5 yp

Aktifler (Mn TL)	2024/03	Dikey	2025/03	Dikey	2025/12	Dikey	2026/03	Dikey	Değ.
Dönen Varlıklar	40,035	37.9%	57,114	35.2%	83,917	36.4%	79,482	34.6%	-5.3%
Nakit ve Benzerleri	14,031	13.3%	19,433	12.0%	30,573	13.3%	28,910	12.6%	-5.4%
Ticari Alacaklar	1,131	1.1%	1,687	1.0%	2,760	1.2%	2,392	1.0%	-13.3%
Stoklar	22,729	21.5%	32,188	19.8%	45,382	19.7%	42,671	18.6%	-6.0%
Duran Varlıklar	65,459	62.1%	105,291	64.8%	146,708	63.6%	150,196	65.4%	2.4%
Finansal Yatırımlar	1,171	1.1%	3,694	2.3%	4,532	2.0%	4,268	1.9%	-5.8%
Maddi Duran Varlıklar	24,142	22.9%	35,760	22.0%	53,152	23.0%	53,487	23.3%	0.6%
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	17,217	16.3%	24,356	15.0%	32,782	14.2%	33,296	14.5%	1.6%
Toplam Varlıklar (Aktifler)	105,495	100.0%	162,405	100.0%	230,625	100.0%	229,678	100.0%	-0.4%

Pasifler (Mn TL)	2024/03	Dikey	2025/03	Dikey	2025/12	Dikey	2026/03	Dikey	Değ.
Kısa Vadeli Yükümlülükler	48,768	46.2%	71,665	44.1%	105,924	45.9%	99,420	43.3%	-6.1%
Kısa Vadeli Borçlanmalar	261	0.2%	494	0.3%	0	0.0%	0	0.0%	a.d.
Uzun Vadeli Borçlanmaların Kısa Vadeli Kısımları	2,799	2.7%	4,709	2.9%	6,738	2.9%	4,909	2.1%	-27.1%
Ticari Borçlar	39,507	37.4%	57,252	35.3%	87,837	38.1%	79,369	34.6%	-9.6%
Uzun Vadeli Yükümlülükler	13,918	13.2%	26,297	16.2%	36,766	15.9%	41,057	17.9%	11.7%
Uzun Vadeli Borçlanmalar	9,583	9.1%	20,153	12.4%	28,257	12.3%	31,632	13.8%	11.9%
Toplam Yükümlülükler	62,686	59.4%	97,962	60.3%	142,689	61.9%	140,477	61.2%	-1.6%
Toplam Özkaynaklar	42,541	40.3%	63,982	39.4%	86,969	37.7%	88,342	38.5%	1.6%
Ödenmiş Sermaye	181	0.2%	181	0.1%	181	0.1%	181	0.1%	0.0%
Geçmiş Yıl Karları veya Zararları	36,624	34.7%	56,995	35.1%	72,211	31.3%	79,328	34.5%	9.9%
Net Dönem Karı veya Zararı	1,748	1.7%	1,350	0.8%	6,794	2.9%	1,610	0.7%	-76.3%
Toplam Kaynaklar (Pasifler)	105,495	100.0%	162,405	100.0%	230,625	100.0%	229,678	100.0%	-0.4%

Gelir Tablosu (Mn TL)	2024/03	Dikey	2025/03	Dikey	2025/12	Dikey	2026/03	Dikey	Değ.
Net Satışlar	72,318	100.0%	102,646	100.0%	412,756	100.0%	109,237	100.0%	6.4%
Satışların Maliyeti	57,689	79.8%	77,759	75.8%	312,410	75.7%	83,502	76.4%	7.4%
Brüt Kar (Zarar)	14,629	20.2%	24,887	24.2%	100,347	24.3%	25,735	23.6%	3.4%
Faaliyet Giderleri	16,293	22.5%	24,189	23.6%	89,097	21.6%	25,498	23.3%	5.4%
Genel Yönetim Giderleri	1,529	2.1%	2,025	2.0%	7,577	1.8%	2,244	2.1%	10.8%
Pazarlama Giderleri	14,764	20.4%	22,164	21.6%	81,520	19.8%	23,254	21.3%	4.9%
Araştırma ve Geliştirme Giderleri	0	0.0%	0	0.0%	0	0.0%	0	0.0%	a.d.
Net Esas Faaliyet Karı veya Zararı	-1,663	-2.3%	698	0.7%	11,250	2.7%	237	0.2%	-66.1%
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	613	0.8%	888	0.9%	3,241	0.8%	723	0.7%	-18.7%
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler	3,480	4.8%	5,556	5.4%	22,744	5.5%	5,628	5.2%	1.3%
Esas Faaliyet Karı veya Zararı	-4,530	-6.3%	-3,969	-3.9%	-8,253	-2.0%	-4,669	-4.3%	17.6%
FAVÖK (Faiz, Amortisman, Vergi Öncesi Kar)	864	1.2%	4,825	4.7%	27,320	6.6%	5,290	4.8%	9.6%
Faaliyet Karı veya Zararı	-4,530	-6.3%	-3,969	-3.9%	-8,253	-2.0%	-4,669	-4.3%	17.6%
Finansman Gelirleri	981	1.4%	2,151	2.1%	8,441	2.0%	1,171	1.1%	-45.6%
Finansman Giderleri	1,887	2.6%	3,201	3.1%	12,069	2.9%	2,747	2.5%	-14.2%
Vergi Öncesi Kar veya Zarar	2,554	3.5%	2,687	2.6%	9,310	2.3%	2,816	2.6%	4.8%
Ana Ortaklık Dönem Karı veya Zararı	1,715	2.4%	1,284	1.3%	6,467	1.6%	1,598	1.5%	24.4%

Finansal Oranlar

KARLILIK	2024/03	2024/06	2024/09	2024/12	2025/03	2025/06	2025/09	2025/12	2026/03
Brüt Kar Marjı (Çeyreklik)	20.2%	22.9%	24.4%	24.2%	24.2%	23.9%	25.1%	24.0%	23.6%
EFK Marjı (Çeyreklik)	-2.3%	2.1%	4.6%	2.7%	0.7%	1.7%	5.0%	3.0%	0.2%
FAVÖK Marjı (Çeyreklik)	1.2%	5.4%	8.0%	6.6%	4.7%	4.6%	9.3%	7.1%	4.8%
Net Kar Marjı (Çeyreklik)	2.4%	0.9%	4.2%	1.1%	1.3%	0.3%	3.7%	0.9%	1.5%
Özsermaye Karlılık	28.4%	22.0%	18.3%	15.3%	13.2%	10.8%	9.4%	8.8%	8.5%
Aktif Karlılık	11.4%	8.4%	7.2%	6.0%	5.1%	4.2%	3.6%	3.4%	3.2%

BÜYÜME	2024/03	2024/06	2024/09	2024/12	2025/03	2025/06	2025/09	2025/12	2026/03
Net Satış Büyüme (Çeyreklik)	53.9%	49.3%	49.7%	42.0%	41.9%	5.7%	7.7%	7.6%	6.4%
EFK Büyüme (Çeyreklik)	-	302.2%	-	-	-	-13.0%	17.6%	19.3%	-66.1%
Faaliyet Giderleri Büyüme (Çeyreklik)	66.1%	61.1%	48.5%	43.9%	48.5%	12.4%	9.2%	5.2%	5.4%
FAVÖK Büyüme (Çeyreklik)	-16.5%	97.1%	684.3%	3,290.7%	458.3%	-10.1%	24.3%	15.2%	9.6%
Net Kar Büyüme (Çeyreklik)	-28.5%	-70.6%	-16.8%	-31.4%	-25.1%	-65.6%	-6.1%	-12.8%	24.4%

BORÇLULUK	2024/03	2024/06	2024/09	2024/12	2025/03	2025/06	2025/09	2025/12	2026/03
Finansal Borç / Toplam Borç	20.2%	20.0%	22.9%	22.8%	25.9%	24.7%	26.0%	24.5%	26.0%
Toplam Borç / Özsermaye	147.4%	159.7%	149.3%	161.2%	153.1%	166.9%	157.2%	164.1%	159.0%
Net Borç / FAVÖK	-0.3%	-0.3%	-0.2%	-0.1%	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%	0.2%
Cari Oran	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%

FAALİYET	2024/03	2024/06	2024/09	2024/12	2025/03	2025/06	2025/09	2025/12	2026/03
Ticari Alacak Devir Süresi (Gün)	1.4%	1.9%	1.2%	1.4%	1.4%	1.6%	1.7%	1.9%	2.0%
Stok Devir Süresi (Gün)	35.6%	37.2%	35.0%	35.5%	36.0%	40.7%	42.6%	43.1%	45.3%
Ticari Borç Devir Süresi (Gün)	61.8%	67.1%	63.1%	65.6%	66.5%	76.4%	81.6%	83.5%	88.3%
Nakit Döndürme Süresi (Gün)	-24.8%	-28.0%	-26.9%	-28.7%	-29.2%	-34.1%	-37.3%	-38.5%	-41.0%

YASAL UYARI BÖLÜMÜ

Burada yer alan bilgiler Trive Yatırım tarafından bilgilendirme amacıyla hazırlanmıştır. Yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti, yetkili kuruluşlar tarafından kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler, herhangi bir yatırım aracının alım-satım önerisi ya da getiri vaadi olarak yorumlanmamalıdır. Bu tavsiyeler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Burada yer alan fiyatlar, veriler ve bilgilerin tam ve doğru olduğu garanti edilemez; içerik, haber verilmeksizin değiştirilebilir. Tüm veriler, Trive Yatırım tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan alınmıştır. Bu kaynakların kullanılması nedeni ile ortaya çıkabilecek hatalardan Trive Yatırım sorumlu değildir.