

2026'ya güçlü bir başlangıç; her alanda üstün performans

AL (önceki AL)

Kapanış Fiyatı (TL)	643,50	Hedef Fiyat – 12ay (TL/pay)	940,00				
Piyasa Değeri (TL / US\$ mn)	116.508 / 2.581	Nominal / Görece Getiri – 12ay (%)	32 / -19				
Halka Açıklık Oranı	51	Ort. İşlem Hacmi – 3ay (TLmn)	1.757,7				
TMS/TFRS - TL milyon	1Ç26	1Ç25	Yıllık Δ	4Ç25	Çeyreklik Δ	YKYt	Piyasa Beklentisi
Net Satışlar	109.237	102.646	%6,4	115.617	-%5,5	108.011	108.966
VAFÖK	5.290	4.825	%9,6	8.263	-%36,0	5.023	4.768
Net Kar	1.598	1.284	%24,4	951	%68,1	864	650
VAFÖK Marjı	%4,8	%4,7	0,1pp	%7,1	-2,3pp	%4,7	%4,4

Kaynak: YKY Araştırma, Şirket, KAP

1Ç26 Sonuçları

Migros, 1Ç26'da 1,6 milyar TL net kar elde ederek hem bizim tahminlerimizi hem de piyasa beklentilerini aştı. Bu başarı, öncelikle beklenenden daha güçlü VAFÖK'ten kaynaklandı ve bu da güçlü benzer mağaza sepet büyüklüğü artışıyla desteklendi. Yıllık bazda daha yüksek parasal kazançlar da net kara ek bir ivme kazandırdı. Gelirler yıllık %6 artarak 110 milyar TL'ye, VAFÖK ise yıllık %10 artarak 5,3 milyar TL'ye ulaştı ve bu da %4,8'lik marj anlamına geliyor.

Temel notlar ve Öne Çıkanlar

- Büyüme güçlü kalmaya devam ediyor.** Migros, yıllık %6 artışla 110 milyar TL gelir elde etti. Mağaza ağı 3.812 lokasyona ulaşarak yıllık %4,5 büyürken, satış alanı da şirketin, küçük formatlarla büyüme stratejisine uygun yıllık %2,3 genişledi. Taze ürün kategorilerinin payındaki artışın desteğiyle, benzer mağazalardaki sepet büyüklüğü yıllık %4,2 arttı. Ancak, benzer mağazalardaki müşteri trafiği yıllık %1,1 azalarak 2024'ün başından bu yana ilk düşüşü kaydetti. Bu düşüş şu nedenlerden kaynaklandı: i) 1Ç26'da önemli dağıtım merkezlerindeki iş gücü sorunları nedeniyle planlanan pazarlama faaliyetlerinde geçici duraklama ve ii) şubat ayında, özellikle yakın mağazalarda, promosyonların durdurulması. Benzer mağazalardaki müşteri trafiği Nisan'da pozitifte geri döndü. Nisan'da gözlemlenen trafik toparlanmasının 2Ç26'da ivme kazanarak, benzer mağaza performansını desteklemesini bekliyoruz. Migros, toplam hızlı tüketim malları (FMCG) ve modern hızlı tüketim malları (FMCG) pazar paylarını sırasıyla %9,9 ve %15,2 seviyelerinde korudu. Ayrıca, uzun vadede yapısal bir değer artırıcı unsur olarak gördüğümüz e-ticaretteki %2,4'lük pazar payı artışını (brüt mal hacminde yıllık %23 artış) da vurguluyoruz.
- Marjlar yapısal olarak iyileşiyor.** Manşet VAFÖK marjı yıllık %4,8 oldu ve genel olarak geçen yıla kıyasla aynı seviyede kaldı. Ticari mal alımlarına ilişkin iskonto faizi düzeltilmiş VAFÖK marjı ise yıllık 60 baz puan artışla %3,4 oldu. Bu iyileşme şu faktörlerden kaynaklandı: i) güçlü benzer mağaza sepet büyümesi, ii) 1.000'den fazla mağazada kullanılan elektronik raf etiketleri ve kasiyersiz kasa sistemlerinden elde edilen verimlilik kazanımları ve iii) güçlü hidroelektrik üretimi ve sınırlı petrol fiyat artışları sayesinde düşen elektrik maliyetleri.
- Güçlü nakit yaratımı.** Ticari ödemelerin mevsimsel zamanlaması nedeniyle net işletme sermayesi ihtiyacı ç/ç 5,4 milyar TL arttı. Buna rağmen, Migros güçlü işletme nakit akışı sayesinde 3,8 milyar TL serbest nakit akışı (%3,5 marj) üretti. Net nakit (UFRS 16 hariç) ise 28 milyar TL seviyesinde genel olarak yatay kaldı.
- 2026 Beklentileri korundu.** Yönetim, yılın tamamı için beklentilerinde değişikliğe gitmedi: i) %5-7 gelir artışı (YKYt: %4,4), ii) %6-7 VAFÖK marjı, %4-5 düzeltilmiş VAFÖK marjı (YKYt: %7,1 / %5,5), iii) 180-200 yeni mağaza açılışı (YKYt: 202), iv) %2,5-3,0 yatırım harcaması/satış oranı (YKYt: %3,2). Hem raporlanan hem de düzeltilmiş VAFÖK marjı ve yatırımcı harcamaları açısından beklentilerin üst sınırının üzerinde yer alırken, gelir büyümesi açısından ise alt sınırın biraz altında kalıyor.

1Ç26'daki sonuçlar, beklentilerin üzerinde olan marj beklentimizle tutarlı; bunun aksine, beklentiler dahilinde sürdürülen yatırım harcamaları, serbest nakit akışı tahminlerimizde yukarı yönlü bir potansiyel anlamına gelecektir.

Özet Görüşümüz

Sonuçları olumlu olarak değerlendiriyoruz ve şu faktörlerle desteklenen benzer bir piyasa tepkisi bekliyoruz: i) sağlam ciro büyümesi, ii) yapısal VAFÖK marjı iyileşmesi ve iii) güçlü serbest nakit akışı. Bugünkü yönetim toplantısına katılacağız ve tahminlerimizi buna göre revize edebiliriz. 1Ç26'nın, beklentilerimizin üzerinde olan marj varsayımlarımızı zaten doğruladığını ve ilk çeyreğin, asgari ücret artışının tüm çeyrek üzerindeki etkisini absorbe ettiği için mevsimsel olarak en zorlu dönem olduğunu göz önünde bulundurarak, tahminlerimizde yukarı yönlü risk görüyoruz. AL tavsiyemizi ve 12 aylık hedef fiyatımız olan 940 TL/hisse'yi koruyor ve Migros'u model portföyümüzde tutuyoruz. Hisse senedi, 2026 tahminlerimize göre 3,2x FD/VAFÖK'ten işlem görüyor; bu seviyeyi, Migros'un istikrarlı operasyonel performansı ve çevrimiçi kanallardaki yapısal büyümesi göz önüne alındığında, cazip bir seviye olarak değerlendiriyoruz.

MGROS - Çeyrek Finansal Sonuçlar

Gelir Tablosu (çeyrek)					
TLmn	1Ç25	2Ç25	3Ç25	4Ç25	1Ç26
Gelirler	102,646	113,199	122,737	115,617	109,237
Brüt Kar	24,887	27,007	30,840	27,688	25,735
Faaliyet Giderleri	-24,189	-25,070	-24,682	-24,102	-25,498
Net Faaliyet Karı	698	1,937	6,158	3,586	237
VAFÖK (diğ. gel (gid) hariç)	4,825	6,167	10,808	8,263	5,290
VAFÖK (diğ. gel (gid) dahil)	157	256	5,532	2,657	384
Net Finansman Gelir (Gider)****	6,665	4,348	5,524	2,691	7,492
Vergi Öncesi Kar Zarar	2,687	392	6,444	723	2,816
Vergi	-1,337	69	-1,812	310	-1,206
Azınlık Hissedarları	66	114	96	82	12
Net Kar	1,284	347	4,535	951	1,598

Gelir Tablosu (Son 4Ç Toplam)					
TLmn	2025/03	2025/06	2025/09	2025/12	2026/03
Gelirler	431,148	437,227	445,950	454,198	460,789
Brüt Kar	103,443	105,912	108,912	110,422	111,270
Faaliyet Giderleri	-92,188	-94,948	-97,026	-98,042	-99,352
Net Faaliyet Karı	11,255	10,965	11,885	12,379	11,918
VAFÖK (diğ. gel (gid) hariç)	26,445	27,013	29,120	30,063	30,528
VAFÖK (diğ. gel (gid) dahil)	3,501	4,097	6,806	8,602	8,829
Net Finansman Gelir (Gider)	22,087	23,009	21,992	20,440	20,055
Vergi Öncesi Kar Zarar	10,784	10,171	9,825	10,245	10,375
Vergi	-2,248	-2,190	-2,277	-2,770	-2,639
Azınlık Hissedarları	359	465	329	359	306
Net Kar	8,177	7,515	7,218	7,116	7,430

Bilanço					
TLmn	2025/03	2025/06	2025/09	2025/12	2026/03
Dönen Varlıklar	74,743	80,065	80,693	83,917	79,482
Nakit ve Nakit Benzerleri	25,431	27,352	35,638	30,573	28,910
Ticari Alacaklar	2,208	2,519	2,502	2,760	2,392
Stoklar	42,123	43,787	39,490	45,382	42,671
Duran Varlıklar	137,790	140,829	143,687	146,708	150,196
Finansal Varlıklar	4,835	4,806	4,727	4,532	4,268
Maddi Duran Varlıklar	46,798	48,417	49,974	53,152	53,487
Kullanım Hakkı Varlıkları	51,843	53,209	54,694	54,816	57,544
Şerhifeye	28,905	28,905	28,905	28,905	28,905
Toplam Varlıklar	212,532	220,894	224,380	230,625	229,678
KV Yükümlülükler	93,784	103,043	99,944	105,924	99,420
KV Finansal Borçlar	1,108	581	573	105	98
KV Kiralama Borçları	5,700	6,269	6,111	6,632	4,811
Ticari Borçlar	74,923	83,813	83,699	87,837	79,369
UV Yükümlülükler	34,414	34,635	36,697	36,766	41,057
UV Finansal Borçlar	293	240	28,826	745	697
UV Kiralama Borçları	26,080	26,923	0	27,512	30,935
Azınlık Hissedarları	603	718	814	967	859
Toplam Özkaynaklar	83,731	82,499	86,925	86,969	88,342
Toplam Yükümlülükler	212,532	220,894	224,380	230,625	229,678

Nakit Akım Tablosu (çeyrek)					
TLmn	1Ç25	2Ç25	3Ç25	4Ç25	1Ç26
Faaliyetlerden Nakit	281	10,539	14,333	6,378	6,723
Yatırım Faaliyetlerinden Nakit	-2,639	-3,094	-3,890	-5,741	-2,934
Finansal Faaliyetlerden Nakit	-2,062	-4,340	-782	-3,024	-2,740
Toplam Nakit Girişi	-4,420	3,105	9,661	-2,387	1,048
Serbest Nakit Akımı (SNA)	-2,358	7,445	10,443	637	3,789
Gelirlere Oranı	-2%	7%	9%	1%	3%

Nakit Akım Tablosu (Son 4Ç Toplam)					
TLmn	2025/03	2025/06	2025/09	2025/12	2026/03
Faaliyetlerden Nakit	31,090	30,258	33,440	31,532	37,974
Yatırım Faaliyetlerinden Nakit	-12,902	-12,454	-15,756	-15,365	-15,660
Finansal Faaliyetlerden Nakit	-8,979	-9,625	-9,955	-10,207	-10,885
Toplam Nakit Girişi	9,208	8,178	7,728	5,960	11,428
Serbest Nakit Akımı (SNA)	18,187	17,804	17,684	16,167	22,313
Gelirlere Oranı	4%	4%	4%	4%	5%

Çeyrek Büyüme & Marjlar					
Önceki Yılın Aynı Çeyreğine Göre Büyüme (%)	1Ç25	2Ç25	3Ç25	4Ç25	1Ç26
Gelirler	8	6	8	8	6
VAFÖK (diğ. gel (gid) hariç)	327	10	24	13	10
VAFÖK (diğ. gel (gid) dahil)	-106	-175	96	209	144
Net Kar	-43	-66	-6	-9	24
Çeyrek Marjlar (%)	1Ç25	2Ç25	3Ç25	4Ç25	1Ç26
Brüt Kar Marjı	24.2	23.9	25.1	23.9	23.6
VAFÖK (diğ. gel (gid) hariç)	4.7	5.4	8.8	7.1	4.8
VAFÖK (diğ. gel (gid) dahil)	0.2	0.2	4.5	2.3	0.4
Net Faaliyet Karı	0.7	1.7	5.0	3.1	0.2
Vergi Öncesi Kar Marjı	2.6	0.3	5.3	0.6	2.6
Net Kar Marjı	1.3	0.3	3.7	0.8	1.5

Yıllıklandırılmış Büyüme & Marjlar					
Son 4Ç Büyüme (%)	2025/03	2025/06	2025/09	2025/12	2026/03
Gelirler	11.3	9.9	8.7	7.3	6.9
VAFÖK (diğ. gel (gid) hariç)	349.6	249.4	89.7	32.1	15.4
VAFÖK (diğ. gel (gid) dahil)	-183.9	-160.6	-295.7	1,090.3	152.2
Net Kar	-49.8	-40.6	-25.9	-22.1	-9.1
Son 4Ç Marjlar (%)	2025/03	2025/06	2025/09	2025/12	2026/03
Brüt Kar Marjı	24.0	24.2	24.4	24.3	24.1
VAFÖK (diğ. gel (gid) hariç)	6.1	6.2	6.5	6.6	6.6
VAFÖK (diğ. gel (gid) dahil)	0.8	0.9	1.5	1.9	1.9
Net Faaliyet Karı	2.6	2.5	2.7	2.7	2.6
Vergi Öncesi Kar Marjı	2.5	2.3	2.2	2.3	2.3
Net Kar Marjı	1.9	1.7	1.6	1.6	1.6

Nakit Döngü & NIS					
	2025/03	2025/06	2025/09	2025/12	2026/03
Net Nakit Döngüsü (Gün)	-35	-42	-46	-43	-36
Ticari Alacak Tahsilat	2	2	2	2	2
Stok Döngü	47	48	43	48	45
Ticari Borç Ödeme	83	92	91	93	83
Net İşletme Sermayesi (Ana) (*)	-30,592	-37,508	-41,706	-39,695	-34,306
Gelirlere Oranı	-7%	-9%	-9%	-9%	-7%

Borçluluk					
	2025/03	2025/06	2025/09	2025/12	2026/03
Net Borç (Nakit)	7,723	6,635	-183	4,282	7,604
Net Borç / Özkaynaklar (x)	0x	0x	-	0x	0x
Net Borç / VAFÖK (x)	0.2x	0.2x	-	0.1x	0.2x
Esas Faal.Kar / Net Fin.Gel. (Gid.) (x)	-	-	-	-	-
Borç / (Borç + Özkaynak)	28%	29%	29%	29%	29%

Getiri Metrikleri					
	2025/03	2025/06	2025/09	2025/12	2026/03
Özkaynak Karlılığı	10%	9%	8%	8%	8%
Net Kar Marjı	2%	2%	2%	2%	2%
Varlık Devir Hızı (x)	202.9	197.9	198.7	196.9	200.6
Finansal Kaldıraç Oranı (x)	253.8	267.8	258.1	265.2	260.0
ROIC (**)	a.d.	a.d.	a.d.	a.d.	a.d.

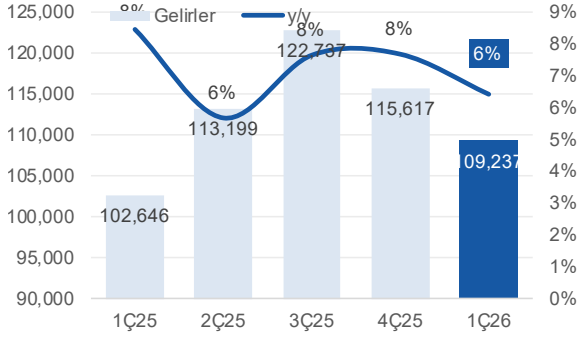
YKY Tahminler (Sonuçlar Öncesi)					
	Son 4Ç	2026T	reel Δ	2027T	reel Δ
Gelirler	460,789	533,313	-1%	652,887	0%
VAFÖK (diğ. gel (gid) hariç)	30,528	37,996	7%	56,285	21%
Serbest Nakit Akımı (SNA)	22,313	16,494	-36%	23,123	15%
Net Kar	7,430	9,693	12%	19,969	69%
Toplam Özkaynaklar	88,342	113,681	11%	156,144	12%

Piyasa Çarpanları (x) (***)			
	Son 4Ç	2026T	2027T
FD / Gelirler	0.26	0.2	0.2
FD / VAFÖK	3.95	3.2	2.1
FD / SNA	5.41	7.3	5.2
F/K	15.68	12.0	5.8
F/DD	1.32	1.0	0.7

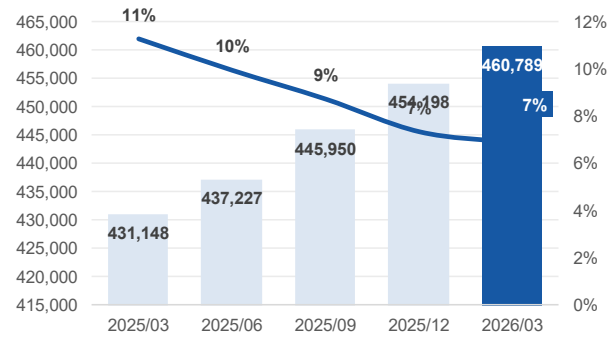
Kaynak: KAP, YKY Araştırma (*) Sadece Ticari Alacaklar, Stoklar ve Ticari Borçlar (**) Net Faaliyet Karı (Diğ. Dahil) / Net Operasyonel Varlıklar (***) FD ilgili yılın değerleri dikkate alınarak hesaplanmıştır (****) Net finansman gelir/gider kalemi parasal kazanç/kayıp içermektedir.

MGROS - Çeyreksel ve Son 12 Aylık Finansallar

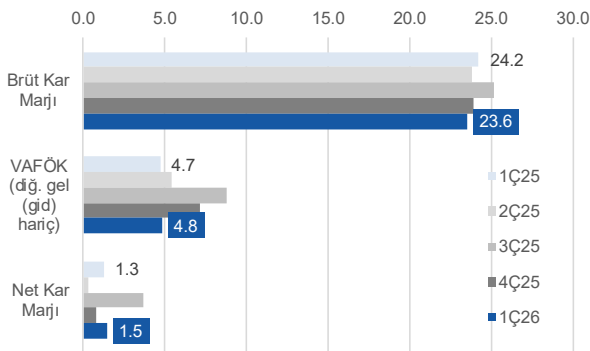
Önceki Yılın Aynı Çeyreğine Göre Büyüme (%)



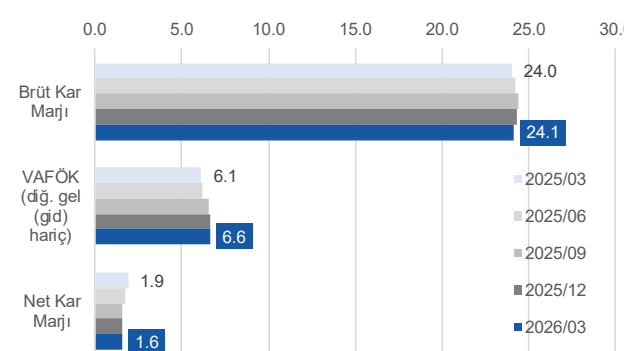
Son 4Ç Büyüme (%)



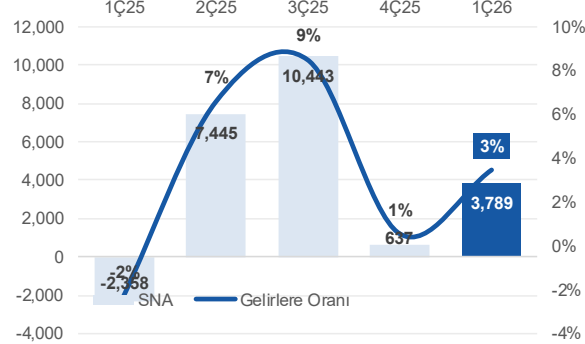
Çeyrek Marjlar (%)



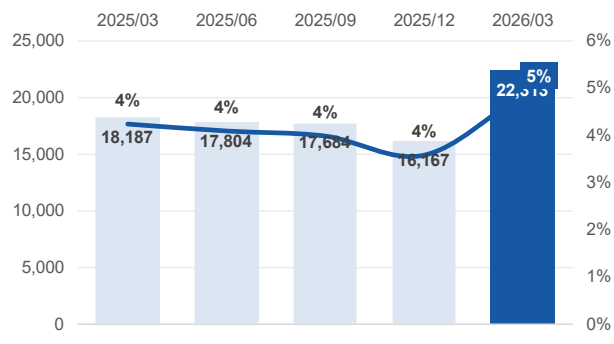
Son 4Ç Marjlar (%)



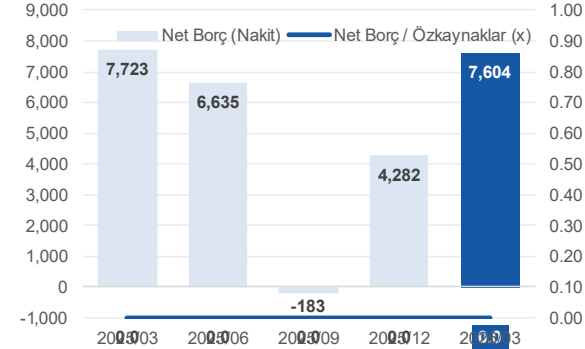
Çeyresel SNA (TLmn) & SNA Marjı



Son 4Ç SNA (TLmn) & SNA Marjı



Borçluluk



Getiri Metrikleri



Kaynak: KAP, YKY Araştırma

ÇEKİNCE:

Burada yer alan 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 ise genel niteliktedir. Bu tavsiyeler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanılarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Söz konusu rapor belli bir kişiye veya mali durumları, risk ve getiri tercihleri benzer nitelikteki bir gruba yönelik olarak hazırlanmamıştır. Belirli bir getirinin sağlanacağına dair herhangi bir vaat veya taahhütte bulunulmamaktadır. Tüm yorum ve tavsiyeler öngörü, tahmin ve fiyat hedeflerinden oluşmaktadır. Zaman içinde piyasa koşullarında meydana gelen değişiklikler nedeniyle söz konusu yorum ve tavsiyelerde değişikliğe gidilebilir. Size uygun olan yatırım araçlarının ve işlemlerin kapsam ve içeriği uygunluk testi neticesinde belirlenir. Uygunluk testi, yatırım kuruluşu tarafından pazarlanan ya da müşteri tarafından talep edilen ürün ya da hizmetin müşteriye uygun olup olmadığının değerlendirilmesi amacıyla, müşterilerin söz konusu ürün veya hizmetin taşıdığı riskleri anlayabilecek bilgi ve tecrübeye sahip olup olmadıklarının tespit edilmesidir. Bu raporda yer alan her türlü bilgi, yorum ve tavsiye uygunluk testi ile tespit edilecek risk grubunuz ve getiri beklentiniz ile uyumlu olmayabilir. Bu nedenle, uygunluk testi neticesinde risk grubunuz tespit edilmeden sadece burada yer alan bilgilere dayanılarak yatırım kararı verilmesi amaç, bilgi ve tecrübenize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Burada yer alan bilgi ve veriler, araştırma grubumuz tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan derlenmiş olup, doğrulukları ayrıca araştırılmamıştır. Bu nedenle, bu bilgilerin tam veya doğru olmaması nedeniyle doğabilecek zararlardan Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ve çalışanları sorumlu değildir. Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından farklı bölümlerde istihdam edilen kişilerin veya Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin ortaklarının ve iştiraklerinin bu raporda yer alan tavsiyelerle veya görüşlerle hemfikir olmaması mümkündür. Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ile piyasanın işleyişinden kaynaklanan makul nedenlerden dolayı, Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ortakları, çalışanları, yöneticileri ve bunlarla doğrudan ve dolaylı olarak ilişkileri bulunan istihdam ilişkisi doğuracak bir sözleşme çerçevesinde veya herhangi bir sözleşme olmaksızın çalışan ve tavsiyenin hazırlanmasına katılan tüm gerçek veya tüzel kişiler ile müşterileri arasında önlemeyen çıkar çatışması ve objektifliği etkilemesi muhtemel nitelikte ilişkiler doğabilir. Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş., ortakları veya iştirakleri, Sermaye Piyasası Kurulu tarafından yetkilendirildikleri yatırım hizmetleri ve faaliyetleri ile yan hizmetlerini, bu raporda bahsi geçen şirketlere, muhtelif zamanlarda, sunmayı teklif edebilir veya sunabilir. Muhtelif zamanlarda, Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin, ortaklarını, iştiraklerinin ve işbu kapsamdaki yöneticilerinin, yetkililerinin, çalışanlarının veya temsilcilerinin, doğrudan veya dolaylı olarak, raporda bahsi geçen işlemler, menkul kıymetler veya emtialar üzerinde pozisyonları bulunabilir veya farklı nedenlerle ilgi ve ilişkileri bulunabilir. Söz konusu çıkar çatışması durumlarında Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş., internet sitesinde yer alan Çıkar Çatışması Politikası uyarınca hareket eder. Bu rapor, sadece gönderildiği kişilerin kullanımı içindir. Bu raporun tümü veya bir kısmı Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin yazılı izni olmadan çoğaltılamaz, yayınlanamaz veya üçüncü kişilere gösterilemez, ticari amaçla kullanılamaz.