

Güçlü büyüme ve operasyonel marjlar yükseliş trendinde

AL (önceki AL)

Kapanış Fiyatı (TL)	621,00	Hedef Fiyat – 12ay (TL/pay)	940,00				
Piyasa Değeri (TL / US\$ mn)	112.435 / 2.562	Nominal / Görece Getiri – 12ay (%)	10 / -18				
Halka Açıklık Oranı	51	Ort. İşlem Hacmi – 3ay (TLmn)	2.063,7				
TMS/TFRS - TL milyon	4Ç25	4Ç24	Yıllık Δ	3Ç25	Çeyreklik Δ	YKYt	Piyasa Beklentisi
Net Satışlar	105.068	97.573	%7,7	111.538	%7,2	102.148	102.683
VAFÖK	7.509	6.652	%12,9	9.822	%41,3	7.039	7.009
Net Kar	864	952	-%9,3	4.121	-%23,7	319	777
VAFÖK Marjı	7,1%	6,8%	0,3pp	%8,8	-2,4pp	6,9%	6,8%

Kaynak: YKY Araştırma, Şirket, KAP

4Ç25 Sonuçları

- Net kar tahminimizin üzerinde.** Migros, 4Ç25'te yıllık %9'luk düşüşle 864 milyon TL net kar açıkladı; bu, 319 milyon TL'lik tahminimizin oldukça üzerinde ve piyasa konsensüsüyle genel olarak uyumlu. Tahminimizden sapma esas olarak parasal kazançlar ve ertelenmiş vergi giderlerine ilişkin varsayımlarımızdan kaynaklanıyor. Beklentimize kıyasla daha düşük parasal kazançlar vergi öncesi karı (VÖK) aşağı çekerken, daha yüksek ertelenmiş vergi gideri tahminimiz, net kar tahminimizi gerçek rakama göre aşağı çekti.
- Pazar payı artmaya devam ediyor.** Toplam gelirler yıllık %8 artarak 105 milyar TL'ye ulaştı ve bu, hem tahminlerimizle hem de piyasa beklentileriyle büyük ölçüde uyumlu. Gelir artışı, yıllık ~%3'lük satış alanı büyümesi ve yıllık %4'lük benzer mağaza satış büyümesi (%3,6'lık benzer mağaza sepet büyüklüğü artışı ve %0,5'lik benzer mağaza trafik büyümesi) ile sağlandı. Bu güçlü performansı, Migros'un çok kanallı stratejisine ve müşteri segmentlerinde rekabetçi fiyatlandırma yaklaşımına bağlıyoruz. Bu bağlamda, şirketin hızlı tüketim malları (FMCG) pazar payı %10,1'e (yıllık +0,5 puan artış), modern FMCG payı %16,8'e (yıllık +0,5 puan artış) ve e-ticaret FMCG payı %21,6'ya (yıllık +1,8 puan artış) yükseldi. Macrocenter ve Macroiosk formatlarının yeni açılışlarla olumlu katkı sağlamaya devam ettiğini gözlemliyoruz; özel markalı ürünlere ve daha dar bir ürün yelpazesine odaklanan M Anadolu formatının genişlemesinin ise uzun vadede gelirler için destekleyici olacağını düşünüyoruz. Ayrıca, şirketin artan e-ticaret operasyonlarının marjları desteklediğine inanıyoruz. 2025'te şirketin çevrimiçi hizmet sunan mağaza sayısı yıllık bazda 1.422'den 2.103'e yükseldi.
- Operasyonel marjlar iyileşti; bu trendin devam etmesi muhtemel.** VAFÖK, hem bizim hem de piyasa beklentilerinin %7 üzerinde, 7,1 milyar TL'ye ulaştı ve marj marjı %7,1 oldu. Stok ve vadeli alımlara ilişkin faiz etkileriyle düzeltildikten sonra, VAFÖK marjı şirket içi tahminimizle uyumlu olarak %4,3 oldu. Marj iyileşmesi esas olarak daha kayı kaçak oranlarından kaynaklanırken, jet kasalar ve elektronik fiyat etiketleri ek maliyet verimliliği sağladı. Özellikle, yatırım harcamalarının %20'si, jet kasa sistemleri, elektronik fiyat etiketleri ve güneş enerjisi yatırımları da dahil olmak üzere verimlilik projelerine ayrıldı. 14 Ocak'ta yayınladığımız [tüketici sektörü raporumuzda](#) da belirttiğimiz gibi, bu dijitalleşme ve maliyet optimizasyon girişimlerinin gelecekte de operasyonel kaldıraç etkisini desteklemeye devam edeceğine inanıyoruz.
- Net işletme sermayesi, esas olarak daha yüksek stok devir hızı nedeniyle 36 milyar TL'ye (3Ç25'te 38 milyar TL'den) yükseldi.** Bu arada, şirket son 12 çeyreğin en yüksek seviyesi olan 4,9 milyar TL'lik yatırım harcaması kaydetti; bu da serbest nakit akışını (marj: %0,6) olumsuz etkiledi. Sonuç olarak, net borç önceki çeyrekteki net nakit pozisyonundan 3,9 milyar TL'ye yükseldi. Net borç/VAFÖK oranı 0,1x ile düşük seviyede kaldı. Hatırlatmak gerekirse, şirket 14 Kasım 2025 tarihinde 650 milyon TL'lik avans temettü ödemesi gerçekleştirdi.

- Yönetim, 2026 yılına ilişkin beklentilerini açıkladı. Buna göre: **i)** %5-7 gelir artışı (YKYt: %4,4), **ii)** %6-7 VAFÖK marjı, %4-5 düzeltilmiş (YKYt: sırasıyla %7,1 ve %5,5), **iii)** 180-200 yeni mağaza açılışı (YKYt: 202), **iv)** %2,5-3,0 yatırım harcaması/satış oranı (YKYt: %3,2).

Özet Görüşümüz

4Ç25 sonuçlarını olumlu olarak değerlendiriyoruz ve beklentilerin üzerinde net kar, güçlü gelir artışı ve devam eden dijitalleşme ve verimlilik girişimleriyle destekleneceğine inandığımız iyileşen VAFÖK marjı ile benzer bir piyasa tepkisi bekliyoruz. Ayrıca, 2026 beklentileri, Migros için olumlu görüşümüzü genel olarak destekliyor. 4Ç25 sonuçları ve bugünkü analist toplantısının ardından model varsayımlarımızı gözden geçireceğiz. Şimdilik, Model Portföyümüzün bir üyesi olan Migros için 12 aylık 940 TL/hisse hedef fiyatımızı ve AL önerimizi koruyoruz. 2026 tahminlerimize göre, hisse manşet 2,7x FD/VAFÖK çarpanından işlem görüyor.

MGROS - Çeyreklik Finansal Sonuçlar

Gelir Tablosu (çeyreklik)					
TLmn	4Ç24	1Ç25	2Ç25	3Ç25	4Ç25
Gelirler	97.573	93.280	102.870	111.538	105.068
Brüt Kar	23.790	22.616	24.543	28.026	25.162
Faaliyet Giderleri	-20.980	-21.982	-22.782	-22.430	-21.903
Net Faaliyet Karı	2.810	634	1.760	5.596	3.259
VAFÖK (diğ. gel (gid) hariç)	6.652	4.384	5.604	9.822	7.509
VAFÖK (diğ. gel (gid) dahil)	782	143	232	5.028	2.415
Net Finansman Gelir (Gider)****	3.787	6.057	3.951	5.020	2.446
Vergi Öncesi Kar Zarar	275	2.442	356	5.856	657
Vergi	729	-1.215	63	-1.647	282
Azınlık Hissedarları	48	60	104	88	75
Net Kar	957	1.167	315	4.121	864

Gelir Tablosu (Son 4Ç Toplam)					
TLmn	2024/12	2025/03	2025/06	2025/09	2025/12
Gelirler	384.534	391.810	397.334	405.262	412.756
Brüt Kar	88.787	94.005	96.249	98.975	100.347
Faaliyet Giderleri	-81.171	-83.777	-86.285	-88.174	-89.097
Net Faaliyet Karı	7.616	10.228	9.964	10.801	11.250
VAFÖK (diğ. gel (gid) hariç)	20.676	24.032	24.549	26.463	27.320
VAFÖK (diğ. gel (gid) dahil)	657	3.181	3.723	6.185	7.817
Net Finansman Gelir (Gider)	22.446	20.072	19.790	18.816	17.474
Vergi Öncesi Kar Zarar	10.396	9.800	9.243	8.928	9.310
Vergi	-1.837	-2.043	-1.990	-2.069	-2.517
Azınlık Hissedarları	307	326	422	299	326
Net Kar	8.252	7.431	6.830	6.560	6.467

Bilanço					
TLmn	2024/12	2025/03	2025/06	2025/09	2025/12
Dönen Varlıklar	75.517	67.923	72.760	73.331	76.260
Nakit ve Nakit Benzerleri	29.483	23.111	24.857	32.387	27.784
Ticari Alacaklar	1.830	2.006	2.289	2.274	2.508
Stoklar	40.776	38.280	39.792	35.887	41.241
Duran Varlıklar	120.898	125.218	127.979	130.577	133.323
Finansal Varlıklar	4.454	4.393	4.367	4.295	4.119
Maddi Duran Varlıklar	42.309	42.528	43.999	45.414	48.302
Kullanım Hakkı Varlıkları	42.973	47.112	48.354	49.704	49.814
Serfeffe	26.267	26.268	26.267	26.268	26.267
Toplam Varlıklar	196.415	193.141	200.739	203.908	209.583
KV Yükümlülükler	92.951	85.227	93.641	90.825	96.259
KV Finansal Borçlar	1.301	1.007	528	520	96
KV Kiralama Borçları	5.012	5.180	5.697	5.553	6.027
Ticari Borçlar	75.536	68.087	76.166	76.062	79.823
UV Yükümlülükler	27.963	31.274	31.475	33.349	33.411
UV Finansal Borçlar	280	267	218	26.196	677
UV Kiralama Borçları	21.019	23.701	24.467	0	25.001
Azınlık Hissedarları	488	548	652	740	879
Toplam Özkaynaklar	75.013	76.091	74.972	78.994	79.034
Toplam Yükümlülükler	196.415	193.141	200.739	203.908	209.583

Nakit Akım Tablosu (çeyreklik)					
TLmn	4Ç24	1Ç25	2Ç25	3Ç25	4Ç25
Faaliyetlerden Nakit	7.530	-201	10.035	13.025	5.796
Yatırım Faaliyetlerinden Nakit	-5.573	-1.941	-3.269	-3.535	-5.217
Finansal Faaliyetlerden Nakit	-2.519	-1.874	-3.944	-710	-2.748
Toplam Nakit Girişi	-562	-4.017	2.822	8.780	-2.169
Serbest Nakit Akımı (SNA)	1.957	-2.143	6.766	9.490	579
Gelirlere Oranı	2%	-2%	7%	9%	1%

Nakit Akım Tablosu (Son 4Ç Toplam)					
TLmn	2024/12	2025/03	2025/06	2025/09	2025/12
Faaliyetlerden Nakit	35.816	27.796	27.497	30.389	28.655
Yatırım Faaliyetlerinden Nakit	-12.214	-11.268	-11.318	-14.319	-13.963
Finansal Faaliyetlerden Nakit	-8.830	-8.160	-8.747	-9.047	-9.276
Toplam Nakit Girişi	14.773	8.368	7.432	7.023	5.416
Serbest Nakit Akımı (SNA)	23.602	16.528	16.179	16.070	14.692
Gelirlere Oranı	6%	4%	4%	4%	4%

Çeyreklik Büyüme & Marjlar					
Önceki Yılın Aynı Çeyreğine Göre Büyüme (%)	4Ç24	1Ç25	2Ç25	3Ç25	4Ç25
Gelirler	14	8	6	8	8
VAFÖK (diğ. gel (gid) hariç)	-8.918	327	10	24	13
VAFÖK (diğ. gel (gid) dahil)	-126	-106	-175	96	209
Net Kar	-37	-43	-66	-6	-9
Çeyreklik Marjlar (%)	4Ç24	1Ç25	2Ç25	3Ç25	4Ç25
Brüt Kar Marjı	24,4	24,2	23,9	25,1	23,9
VAFÖK (diğ. gel (gid) hariç)	6,8	4,7	5,4	8,8	7,1
VAFÖK (diğ. gel (gid) dahil)	0,8	0,2	0,2	4,5	2,3
Net Faaliyet Karı	2,9	0,7	1,7	5,0	3,1
Vergi Öncesi Kar Marjı	0,3	2,6	0,3	5,3	0,6
Net Kar Marjı	1,0	1,3	0,3	3,7	0,8

Yıllıklandırılmış Büyüme & Marjlar					
Son 4Ç Büyüme (%)	2024/12	2025/03	2025/06	2025/09	2025/12
Gelirler	12,1	11,3	9,9	8,7	7,3
VAFÖK (diğ. gel (gid) hariç)	248,2	349,6	249,4	89,7	32,1
VAFÖK (diğ. gel (gid) dahil)	-171,3	-183,9	-160,6	-295,7	1.090,3
Net Kar	-50,3	-49,8	-40,6	-25,9	-22,1
Son 4Ç Marjlar (%)	2024/12	2025/03	2025/06	2025/09	2025/12
Brüt Kar Marjı	23,1	24,0	24,2	24,4	24,3
VAFÖK (diğ. gel (gid) hariç)	5,4	6,1	6,2	6,5	6,6
VAFÖK (diğ. gel (gid) dahil)	0,2	0,8	0,9	1,5	1,9
Net Faaliyet Karı	2,0	2,6	2,5	2,7	2,7
Vergi Öncesi Kar Marjı	2,7	2,5	2,3	2,2	2,3
Net Kar Marjı	2,1	1,9	1,7	1,6	1,6

Nakit Döngüsü & NİS					
	2024/12	2025/03	2025/06	2025/09	2025/12
Net Nakit Döngüsü (Gün)	-41	-35	-42	-46	-43
Ticari Alacak Tahsilatı	2	2	2	2	2
Stok Döngüsü	50	47	48	43	48
Ticari Borç Ödemesi	93	83	92	91	93
Net İşletme Sermayesi (Ana) (*)	-32.930	-27.801	-34.085	-37.901	-36.074
Gelirlere Oranı	-9%	-7%	-9%	-9%	-9%

Borçluluk					
	2024/12	2025/03	2025/06	2025/09	2025/12
Net Borç (Nakit)	-1.898	7.018	6.029	-166	3.891
Net Borç / Özkaynaklar (x)	-	0x	0x	-	0x
Net Borç / VAFÖK (x)	-	0,2x	0,2x	-	0,1x
Esas Faal.Kar / Net Fin.Gel. (Gid.) (x)	-	-	-	-	-
Borç / (Borç + Özkaynak)	27%	28%	29%	29%	29%

Getiri Metrikleri					
	2024/12	2025/03	2025/06	2025/09	2025/12
Özkaynak Karlılığı	11%	10%	9%	8%	8%
Net Kar Marjı	2%	2%	2%	2%	2%
Varlık Devir Hızı (x)	195,8	202,9	197,9	198,7	196,9
Finansal Kaldrac Oranı (x)	261,8	253,8	267,8	258,1	265,2
ROIC (**)	a.d.	a.d.	a.d.	a.d.	a.d.

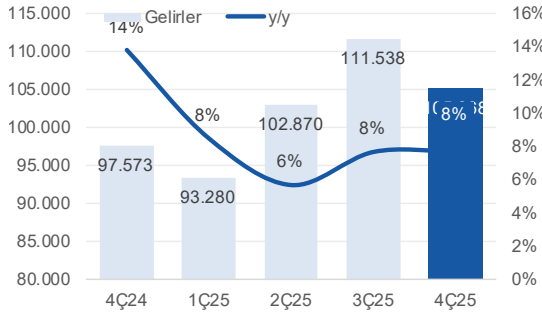
YKY Tahminler (Sonuçlar Öncesi)					
	Son 4Ç	2026T	reel Δ	2027T	reel Δ
Gelirler	412.756	533.313	4%	652.887	3%
VAFÖK (diğ. gel (gid) hariç)	27.320	37.996	12%	56.285	25%
Serbest Nakit Akımı (SNA)	14.692	16.494	-9%	23.123	18%
Net Kar	6.467	9.693	21%	19.969	74%
Toplam Özkaynaklar	79.034	113.681	16%	156.144	16%

Piyasa Çarpanları (x) (***)			
	Son 4Ç	2026T	2027T
FD / Gelirler	0,27	0,2	0,2
FD / VAFÖK	4,14	3,0	2,0
FD / SNA	7,70	6,9	4,9
F/K	17,39	11,6	5,6
F/DD	1,42	1,0	0,7

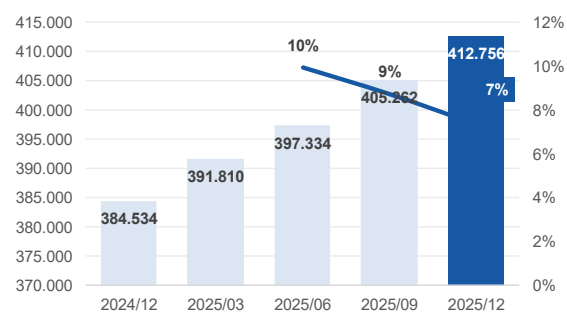
Kaynak: KAP, KYK Araştırma (*) Sadece Ticari Alacaklar, Stoklar ve Ticari Borçlar (**) Net Faaliyet Karı (Diğ. Dahil) / Net Operasyonel Varlıklar (***) FD ilgili yılın değerleri dikkate alınarak hesaplanmıştır (****) Net finansman gelir/gider kalemi parasal kazanç/kayıp içermektedir.

MGROS - Çeyrekssel ve Son 12 Aylık Finansallar

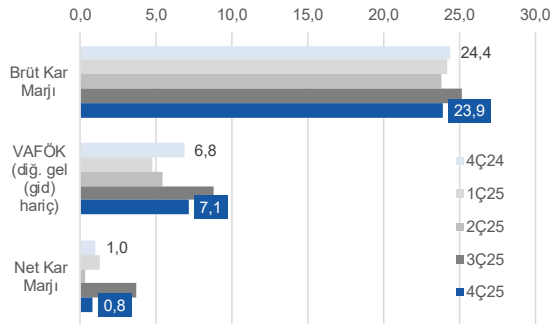
Önceki Yılın Aynı Çeyreğine Göre Büyüme (%)



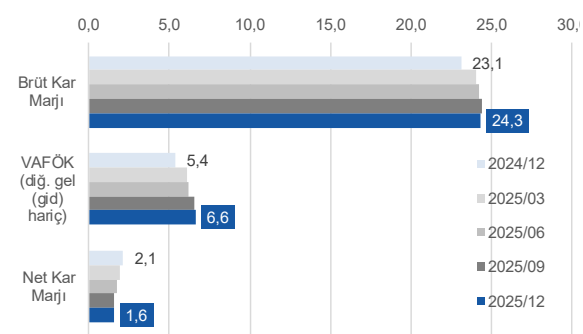
Son 4Ç Büyüme (%)



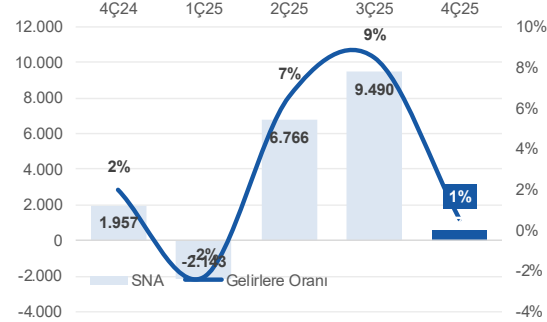
Çeyrekssel Marjlar (%)



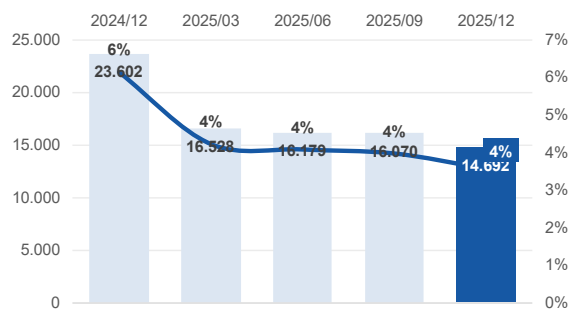
Son 4Ç Marjlar (%)



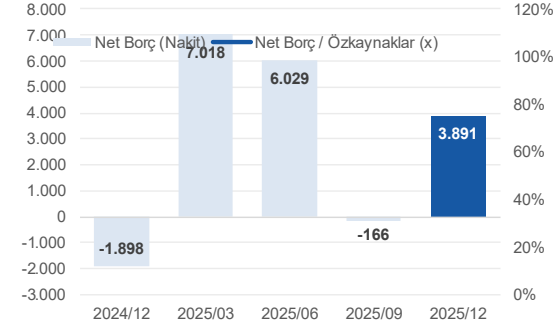
Çeyrekssel SNA (TLmn) & SNA Marjı



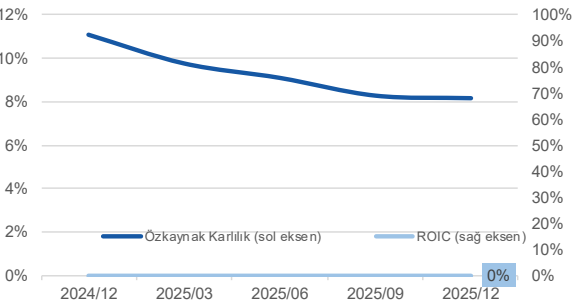
Son 4Ç SNA (TLmn) & SNA Marjı



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 dayanarak 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 dayanarak 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.