Migros <MGROS> — 3Ç26 BİLANÇO ANALİZİ

Reel satış büyümesine rağmen faaliyet kalemlerinde baskı devam ediyor

Migros, 3Ç26'da satış gelirlerini yıllık reel %3,3 artırarak 143,28 milyar TL'ye yükseltti. FAVÖK %2,5 azalışla 11,91 milyar TL, ana ortaklık net kârı %31,2 düşüşle 3,53 milyar TL oldu. FAVÖK marjının ikinci çeyrekteki %4,3'ten %8,3'e yükselmesi operasyonel toparlanmaya işaret ediyor. Ancak geçen yılın %8,8'lik marjının altında kalınması ve reel büyüme beklentisinin aşağı çekilmesi, sonuçların temkinli değerlendirilmesini gerektiriyor. Brüt kârın yatay kalmasına karşılık faaliyet giderlerinin %6,6 artması operasyonel kârlılığı baskıladı. Diğer faaliyet gelir ve giderleri öncesinde 5,18 milyar TL pozitif sonuç oluşurken, ağırlıklı olarak vadeli alımlardan kaynaklanan 5,51 milyar TL net diğer faaliyet gideri sonrasında 335 milyon TL esas faaliyet zararı kaydedildi.

Brüt marj gerilerken gider disiplini destek verdi

Üçüncü çeyrekte brüt kâr %0,2 artarken brüt marj %25,1'den %24,4'e geriledi. Faaliyet giderleri %6,6 artarak 29,74 milyar TL'ye ulaştı; ciroya oranı %20,1'den %20,8'e yükseldi. Buna karşılık amortisman hariç giderlerin satışlara oranı %16,3'ten %16,1'e indi. Amortisman ve itfa giderlerinin %28,1 artması, gider disiplininin raporlanan kârlılığa katkısını sınırladı.

Düzeltilmiş marjda daha sınırlı aşınma

Vadeli alımlarda uygulanan faiz oranı ve stok enflasyon düzeltmesi etkileri hariç tutulduğunda, çeyreklik FAVÖK marjı %6,4'ten %6,3'e geriledi. Dokuz ayda ise raporlanan marj %6,4'ten %5,9'a düşerken aynı düzeltmeler sonrası marj %4,4'ten %4,3'e indi. Bu ayrım, raporlanan marj daralmasının tamamının ana faaliyetteki bozulmayla açıklanamayacağını gösteriyor. Söz konusu oranlar, TMS 29'un tüm etkilerinden arındırılmış sonuçlar olarak değerlendirilmemeli.

Büyüme mağaza ve dijital kanallarla destekleniyor

İlk dokuz ayda satışlar reel %4,1 artışla 398,01 milyar TL'ye ulaştı. Benzer mağazalarda reel büyüme %1,4 olurken sepet büyüklüğü %2,0 arttı, müşteri trafiği %0,6 geriledi. Dolayısıyla büyüme yalnızca müşteri sayısındaki artışa dayanmıyor. Dokuz ayda 154 mağaza açıldı ve toplam mağaza sayısı 3.827'ye ulaştı; bu sayı yıllık net 97 mağaza artışını ifade ediyor. Toplam FMCG pazar payı %9,9'dan %9,8'e, modern FMCG payı %15,9'dan %15,8'e geriledi.

Online büyümenin kârlılığa katkısı izlenmeli

Online kanalların tütün ve alkollü içecekler hariç satışlardaki payı %22,6'ya ulaştı. Migros One brüt işlem hacmi dokuz ayda reel %21 büyürken aktif müşteri sayısı 1,1 milyon artışla 6,9 milyona çıktı. Migros Yemek siparişleri %50, brüt işlem hacmi reel %60 arttı. MoneyPay kullanıcı sayısı 5,7 milyona ulaştı. Bu faaliyetler müşteri erişimini destekliyor; ancak özellikle yemek platformundaki indirim ve kampanyaların marj etkisi, hacim büyümesinin yanında izlenmeli.

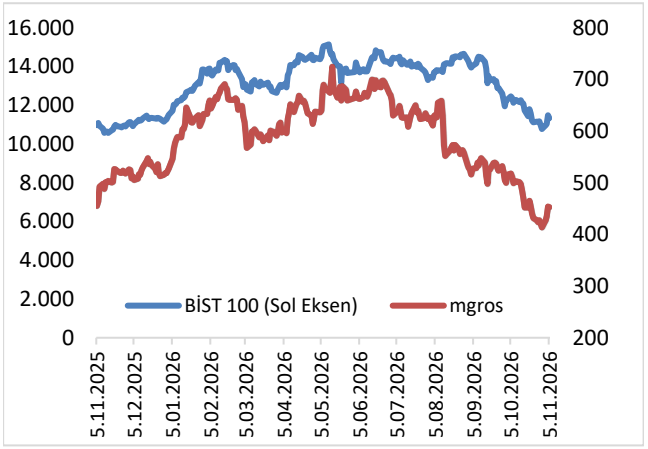
Net kârda finansman ve parasal kazanç etkisi

Üçüncü çeyrekte net finansman gideri %75,1 artışla 1,62 milyar TL'ye çıktı. Mevduat faiz gelirindeki düşüş, finansman giderlerindeki azalışın üzerinde kaldı. Parasal kazancın 7,17 milyar TL'den 5,25 milyar TL'ye gerilemesiyle vergi öncesi kâr %54,8 düştü. Önceki yılki 2,05 milyar TL vergi giderine karşılık bu çeyrekte 0,38 milyar TL vergi geliri oluşması net kârdaki düşüşü sınırladı. Bu nedenle net kârın seviyesini, faaliyet performansının yanında enflasyon muhasebesi ve vergi etkileriyle birlikte değerlendiriyoruz.

NÖTR

Kapanış, TL (05.11.2026)	452,50 TL
Bugünkü Sermaye (bin TL)	181.054
Halka Açık Sermaye (bin TL)	88.843
Halka Açıklık Oranı	49,07%
Piyasa Çarpanları	
F/K	14,46
PD/DD	0,81
FD/FAVÖK	2,62

Özet Gelir Tablosu (milyon TL)	3Ç26	3Ç25	Değ.(%)
Net Satışlar	143.276	138.661	3,3
Brüt satış karı	34.911	34.841	0,2
Faaliyet Giderleri	29.736	27.884	6,6
Finansal Gelir/Gider	−1.621	−926	a.d.
Esas Faaliyet Karı	−335	997	a.d.
FAVÖK	11.907	12.211	-2,5
Ana Ortaklık Net Kar	3.526	5.123	-31,2
Oranlar	**3Ç26**	**3Ç25**	**Fark**
Brüt Kar Marjı (%)	24,37	25,13	-0,8
Esas Faa.Kar Marjı (%)	-0,23	0,72	a.d.
FAVÖK Marjı (%)	8,31	8,81	-0,5
Net Kar Marjı (%)	2,46	3,69	-1,2



Özet finansallar

Gösterge (milyon TL)	3Ç26	3Ç25	9A26	9A25
Net satışlar	143.276	138.661	398.014	382.512
Brüt kâr	34.911	34.841	93.769	93.468
Faaliyet giderleri	29.736	27.884	88.921	83.534
Esas faaliyet kârı / zararı	−335	997	−11.799	−7.978
FAVÖK	11.907	12.211	23.486	24.629
Net finansman gideri	−1.621	−926	−5.070	−3.552
Ana ortaklık net kârı	3.526	5.123	4.593	6.966
FAVÖK marjı	%8,3	%8,8	%5,9	%6,4

Nakit üretimi güçlü, serbest nakit akışı geriliyor

Dokuz aylık işletme faaliyetlerinden nakit akışı %1,6 azalarak 28,46 milyar TL oldu. Stok hareketleri 2,57 milyar TL nakit sağlarken ticari borçlardaki değişim 8,00 milyar TL nakit çıkışına yol açtı. Yatırım harcamaları %22,0 düşüşle 8,61 milyar TL'ye gerilese de şirket tanımıyla serbest nakit akışı %10,9 azalarak 9,70 milyar TL oldu. Bu hesaplama, işletme ve yatırım nakit akışlarına alınan faizi ekleyip ödenen finansman faizini ve kira anapara ödemelerini düşürüyor. Kira anapara ödemelerinin 9,64 milyar TL'ye yükselmesi ve faiz tahsilatının azalması, serbest nakit akışını sınırlayan unsurlar oldu.

Net nakit tanımında kiralama farkı önemli

Eylül sonunda 36,01 milyar TL nakit ve 0,03 milyar TL kısa vadeli finansal yatırıma karşılık banka borcu 0,87 milyar TL düzeyinde. Bu kapsamda şirketin kira hariç net nakdi, yıl sonundaki 33,74 milyar TL'den 35,16 milyar TL'ye yükseldi. Buna karşılık 39,07 milyar TL kiralama yükümlülüğü de eklendiğinde yaklaşık 3,90 milyar TL net borç oluşuyor. Dolayısıyla güçlü nakit pozisyonu, gelecekteki kira ödemeleriyle birlikte değerlendirilmeli. Stoklar yıl sonuna göre %5,3, ticari borçlar %7,3 azalırken cari oran 0,79'dan 0,82'ye çıktı. Perakendeye özgü negatif işletme sermayesi yapısında tedarikçi vadeleri ve stok devri önemini koruyor.

2026 beklentileri ve revizyonlar

Gösterge	Önceki hedef	Güncel hedef	9A26
Reel satış büyümesi	%5–7	%4–5	%4,1
FAVÖK marjı	%6–7	%6–7	%5,9
Düzeltilmiş FAVÖK marjı[1]	%4–5	%4–5	%4,3
Yeni mağaza açılışı	180–200	180–200	154
Yatırım harcaması / satışlar	%2,5–3,0	%2,5–3,0	%2,2

[1] Vadeli alımlarda uygulanan faiz oranı ve stok enflasyon düzeltmesi etkileri hariç.

Reel satış büyümesi hedefinin %5–7'den %4–5'e çekilmesi, talep görünümünün önceki öngörülerden daha zayıf seyrettiğini gösteriyor. Hedef aralığının orta noktası %6'dan %4,5'e gerilerken FAVÖK marjı beklentisinin korunması, yönetimin maliyet disiplini ve operasyonel verimlilikle marjları desteklemeyi öngördüğüne işaret ediyor. Ancak satışlardaki revizyon nedeniyle, aynı marj hedefi korunmuş olsa da mutlak FAVÖK için önceki satış patikasına kıyasla daha düşük bir baz söz konusu.

Dokuz aylık %5,9 FAVÖK marjı yıllık hedefin alt sınırına yakın, düzeltilmiş %4,3 marj ise hedef bandı içinde. Üçüncü çeyrekteki %8,3 marjın yılın tamamına taşınacağı varsayılmamalı; son çeyrekte mevsimsellik, ürün karması, ücret ve kampanya giderleri belirleyici olacak. Dokuz ayda 154 açılışa karşılık yıllık 180–200 mağaza hedefi, son çeyrek için 26–46 brüt açılış gerektiriyor. 9A26 Bilgilendirme Notu'nda açıklanan ekim ayındaki 17 mağaza açılışı, bu planın ilerlediğini gösteriyor.

Yatırımların dağılımı verimlilik odağını gösteriyor

Yatırımların satışlara oranı %2,2 ile yıllık %2,5–3,0 hedefinin altında bulunuyor. Harcamaların %38'i bilgi teknolojileri, jet kasalar ve elektronik etiketlere, %32'si mağaza yenilemelerine ayrıldı. Toplam %70'lik bu pay, büyümenin yanında mevcut ağın verimliliğine odaklanıldığını gösteriyor. Yeni mağazaların payı %21 oldu. Yatırım temposunun son çeyrekte artması, faaliyet nakit üretimi korunmadığı takdirde serbest nakit akışını sınırlayabilir.

Değerlendirme

Migros'un 3Ç26 sonuçlarını, cirodaki büyümeye ragmen ana kalemlerdeki faaliyet gider baskısı nedeniyle temkinli değerlendiriyoruz. Reel satış büyümesi ve amortisman hariç gider disiplinini olumlu bulurken, brüt marjdaki daralma, finansman gelirindeki azalış ve büyüme hedefindeki indirim kârlılık görünümünü sınırlıyor. Güçlü kira hariç net nakit ve pozitif serbest nakit akışı bilanço dayanıklılığını destekliyor. Görüşümüzün iyileşmesi için müşteri trafiğinin dengelenmesini, düzeltilmiş marjın korunmasını ve nakit üretiminin kira ödemeleri ile yatırımları karşılamaya devam etmesini takip edeceğiz.

Sermaye Piyasası Kurulunun Seri:V, No:55 Yatırım Danışmanlığı Faaliyetine ve Bu Faaliyette Bulunacak Kurumlara İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ'i Uyarınca Yayımlanan Uyarı Notu:

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.

Çekince: Bu bilgiler ve görüşler önceden haber vermeksizin değiştirilebilir. İntegral Yatırım Menkul Değerler A.Ş. bilgilerin ve ifade edilen görüşlerin doğru, eksiksiz ve güncelleştirilmiş olduğuna dair (açıkça ifade edilmiş veya ima edilmiş) hiçbir beyan ve taahhütte bulunmaz. Herhangi bir yatırım konulu karar almadan önce bir uzmandan görüş alınmalıdır.

Sorumluluğun Sınırlandırılması: İntegral Yatırım Menkul Değerler A.Ş. herhangi bir sınırlandırma olmaksızın, dolaylı, direkt veya bir fiilin sonucu olarak ortaya çıkan zararlar da dâhil olmak üzere her türlü kayıp ve hasarla ilgili sorumluluk kabul etmez. Bu rapor tarafımızca doğruluğu ve güvenilirliği kabul edilmiş kaynaklar kullanılarak hazırlanmış olup yatırımcılara kendi oluşturacakları yatırım kararlarında yardımcı olmayı hedeflemekte ve herhangi bir yatırım aracını alma veya satma yönünde yatırımcıların kararlarını etkilemeyi amaçlamamaktadır. Yatırımcıların verecekleri yatırım kararları ile bu raporda bulunan görüş, bilgi ve veriler arasında bir bağlantı kurulamayacağı gibi, söz konusu kararların neticesinde oluşabilecek yanlışlık veya zararlardan kurum çalışanları ile Ulukartal Holding A.Ş. ve İntegral Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin herhangi bir sorumluluğu bulunmamaktadır.

İntegral Yatırım Araştırma

Sevgül YIRTAR
Araştırma Müdürü
sevgulyirtar@integralyatirim.com.tr
+90 212 329 3289
SORUMLU OLDUĞU SEKTÖRLER
Bankacılık, Holding, Savunma

Harun Raşit DEMİRCAN
Araştırma Uzmanı
harundemircan@integralyatirim.com.tr
+90 212 329 3288
SORUMLU OLDUĞU SEKTÖRLER
Enerji-Üretim, Perakende, GYO, İnşaat, Sigorta

Sena ÇOBAN
Araştırma Uzman Yardımcısı
senacoban@integralyatirim.com.tr
0212 329 3286
SORUMLU OLDUĞU SEKTÖRLER
Enerji - Dağıtım, İlaç - Sağlık, Teknoloji, Gıda

Ertuğrul AKSOY
Araştırma Uzman Yardımcısı
ertugrulaksoy@integralyatirim.com.tr
+90 212 329 3285
DESTEK VERDİĞİ SEKTÖRLER
Demir-Çelik, Çimento

Ahmet Server DEDE
Araştırma Uzman Yardımcısı
ahmetserverdede@integralyatirim.com.tr
+90 212 329 3287
DESTEK VERDİĞİ SEKTÖRLER
Otomotiv, Petrokimya, Telekom, Havacılık

www.integralyatirim.com.tr