

## Perakende

## Migros

## 2Ç25 Finansal Sonuçlar – Sınırlı Negatif

✓ **Hem bizim hem piyasa beklentisinin altında net kar.** Migros, 2Ç25'te beklentimiz olan 1,06 mlr TL ve piyasa ortalama beklentisi olan 1,02 mlr TL'nin oldukça altında yıllık bazda %65,6 düşüşle 281 mn TL ana ortaklık net karı açıkladı. Beklentimizin altında kalan net karda, artan finansman giderleri ve beklentimizden daha yüksek gerçekleşen diğer faaliyetlerden giderler kalemi etkili oldu. Öte yandan TMS 29 uygulaması kapsamında endeksleme etkisi sonucu kaydedilen parasal kazancı bu yılın ilk çeyreğinde kaydedilen 3,78 mlr TL seviyesinden, 4,79 mlr TL seviyesine yükseldi. Operasyonel tarafta ise ağırlıklı olarak ilk çeyrekteki ücret artışlarından kaynaklı operasyonel giderler üzerindeki enflasyonist baskının, ikinci çeyrekte nispeten azaldığını takip ettik. Migros 2Ç25'te yıllık %10 artışla 4,99 mlr TL FAVÖK kaydetti (2Ç24: 4,53 mlr TL). Şirketin 2Ç25'te %5,4'e ulaşan FAVÖK marjı, yıllık bazda 0,2 puan, yılın ilk çeyreğine kıyasla ise 0,7 puan iyileşme gösterdi. 2025'in ikinci çeyreğinde, 2Ç24'e kıyasla vadeli alımlarda uygulanan faiz oranının daha düşük olmasına rağmen, stoklardaki enflasyon düzeltilmesi etkisinin yıllık bazda azalması, FAVÖK marjındaki artışta etkili oldu. Özetle; ciro ve operasyonel karlılık tarafında piyasa beklentisi ile uyumlu, net kar tarafında beklentilerin altında açıklanan finansal sonuçların hisse performansına yansımaları 'sınırlı negatif' olarak değerlendiriyoruz.

✓ **Kurum beklentimizi karşılayan satış gelirleri.** Migros, 2Ç25'te hem bizim hem piyasa ortalama beklentisi ile uyumlu, yıllık %5,7 reel büyüme kaydederek 91,7 mlr TL net satış geliri kaydetti. Beklentimiz 91,52 mlr TL, piyasa ortalama beklentisi 92,09 mlr TL net satış geliri kaydedilmesi yönünde bulunuyordu. Geçen yılın yüksek bazına rağmen, birebir mağazalarda (LFL) müşteri trafiğinde %1,6 artış, birebir mağazalarda sepet büyüklüğünde reel olarak %1,3 artış kaydedildi. Fiyat indirimleri, etkili promosyon kampanyaları ve online kanallar aracılığıyla daha fazla müşteriye ulaşılması bu artışta etkili oldu.

✓ **2025 yılı ikinci çeyrekte 66 yeni mağaza açılışı gerçekleşti.** Yılın ikinci çeyreğinde 66 yeni mağaza açılışı ile yılın ilk yarısında açılan yeni mağaza sayısı 122'ye ulaştı. 2025 yılının ilk yarısında farklı formatlarda açılan 122 yeni fiziksel mağaza ile, Migros'un mağaza portföyü Haziran 2025 sonu itibarıyla 3.683'e ulaştı. Online hizmet veren mağaza sayısı ise yıllık bazda 1.185'ten 1.553'e yükseldi. İlk yarıda net satış alanında yıllık bazda %3,7 büyüme kaydedildi.

✓ **FAVÖK, beklentimiz ile uyumlu piyasa beklentisinin ise hafif altında gerçekleşti.** Migros'un FAVÖK'ü kurum beklentimiz olan 5,06 mlr TL'ye yakın, piyasa ortalama beklentisi olan 5,18 mlr TL'nin ise %3,6 altında yıllık bazda %10 artışla 4,99 mlr TL seviyesinde gerçekleşti (2Ç24: 4,53 mlr TL). 2Ç24'te %5,2 olan FAVÖK marjı, 2Ç25'te %5,4'e yükseldi. 2025'in ikinci çeyreğinde, 2Ç24'e kıyasla vadeli alımlarda uygulanan faiz oranının daha düşük olmasına rağmen, stoklardaki enflasyon düzeltilmesi etkisinin yıllık bazda azalması, FAVÖK marjındaki artışta etkili oldu. Vadeli alımlarda uygulanan faiz oranı ile stoklardaki enflasyon düzeltilmesi etkileri hariç tutulduğunda ise, FAVÖK marjı 2Ç25'te 2Ç24'e göre 0,1 puan, 1Y25'te ise 1Y24'e göre 0,3 puan geriledi.

✓ **Yıllık bazda net nakitten net borca geçilirken, çeyrek bazda net borçta gerileme kaydedildi.** 2025 yılının ikinci çeyreğinde Migros, ağırlıklı olarak mevduat faiz geliri kaynaklı olarak 1,76 mlr TL finansman geliri elde etti. 2Ç25'te finansman giderleri %10,6 artarak 2,79 mlr TL oldu. Finansman giderlerindeki artışta, özellikle yeni dağıtım merkezlerinin uzun dönemli kira kontratları sebebiyle, kiralama yükümlülüklerine ilişkin faiz giderlerindeki (TFRS 16) yükseliş etkili oldu. Dolayısıyla 2Ç25'te net finansman giderleri yıllık bazda %45,6 artışla 1,03 mlr TL'ye yükseldi. Öte yandan, Migros 2Ç24'teki 2,04 mlr TL net nakit seviyesinden 2Ç25'te 5,37 mlr TL net borç pozisyonuna geçerken, ilk çeyrek sonundaki 5,9 mlr TL net borç seviyesine kıyasla ise net borcunda %9 gerileme kaydedildi.

✓ **Migros 2025 yılı beklentilerini korudu.** TMS 29 enflasyon muhasebesine göre, 2025 yılı konsolide satış büyümesinin %8-10 mertebesinde olmasının beklendiğini, ancak bu beklentide hafif aşağı yönlü bir risk bulunduğu belirtildi. Buna rağmen, Şirketin TMS 29'a göre konsolide FAVÖK marjı için belirlenen yaklaşık %6,0 hedefi korundu. Migros'un bu yıl için yeni mağaza açılış hedefi yaklaşık 250 yeni mağaza ve yatırım harcamalarının satışlara oranının %2,5-3,0 mertebesinde olması bekleniyor.

✓ **Migros için 884,35 TL seviyesinde bulunan hedef fiyatımızı 818,80 TL'ye revize ediyor, 'AL' yönünde bulunan tavsiyemizi koruyoruz.** Ciro ve FAVÖK tarafında beklentilerimiz karşılanırsa da, beklentimizin altında kalan net kar doğrultusunda finansalların ardından tahminlerimizi revize ediyoruz. Bu doğrultuda, Migros için 884,35 TL seviyesinde bulunan hedef fiyatımızı 818,80 TL'ye revize ediyor, 'AL' tavsiyemizi koruyoruz.

## AL

Hisse Fiyatı: 543,00 TL

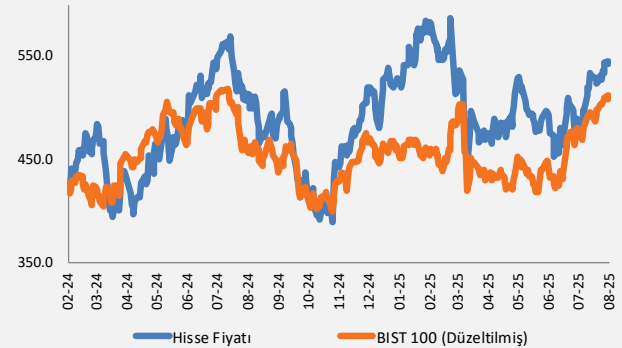
Hedef Fiyat: 818,80 TL

Getiri Potansiyeli: %51

## Özet Veriler

|                         |                      |
|-------------------------|----------------------|
| Hisse Kodu              | MGROS                |
| Cari Fiyat (TL)         | 543.00               |
| 52H En Yüksek (TL)      | 600.00               |
| 52H En Düşük (TL)       | 397.00               |
| Piyasa Değeri (mn TL)   | 98,312               |
| Piyasa Değeri (mn USD)  | 2,413                |
| Halka Açıklık Oranı (%) | 36.00                |
| Konsensus HF (TL)       | 754.49               |
| Konsensus Tavsiye       | 100% B / 0% H / 0% S |
| 3A Hacim (mn USD)       | 19.4                 |
| HLV HBK (2025T)         | 41.5                 |
| Konsensus HBK (2025T)   | 44.7                 |

## Fiyat Performansı



# Özet Finansallar

| MGROS (Mn TL) | 2Ç25   | 2Ç24   | Yıllık<br>değişim | HLY Araştırma<br>Beklentisi | Ortalama Piyasa<br>Beklentisi* |
|---------------|--------|--------|-------------------|-----------------------------|--------------------------------|
| Net satışlar  | 91.696 | 86.771 | 5,7%              | 91.524                      | 92.093                         |
| FAVÖK         | 4.996  | 4.535  | 10,1%             | 5.065                       | 5.184                          |
| FAVÖK marjı   | 5,4%   | 5,2%   | 0,2%              | 5,5%                        | 5,6%                           |
| Net kâr       | 281    | 816    | -65,6%            | 1.062                       | 1.019                          |
| Net kâr marjı | 0,3%   | 0,9%   | -0,6%             | 1,2%                        | 1,1%                           |

Kaynak: MGROS, HLY Araştırma, \*Rasyonet Research Turkey Anketi



# Künye ve Çekince

## Halk Yatırım Araştırma – Öneri Listesi Tanımları

(Aksi belirtilmedikçe önümüzdeki 12 ay için beklenen performans)

AL: %20 ve üzeri artış

TUT: %0 ile %20 aralığında artış

SAT : %0'ın altında azalış

## Halk Yatırım Araştırma

[Halkyatirimarastirma@halkyatirim.com.tr](mailto:Halkyatirimarastirma@halkyatirim.com.tr)

+90 216 285 09 00

İlknur TURHAN

Müdür

Perakende, Cam, Çimento, GYO, Mobilya, Gıda

[ITurhan@halkyatirim.com.tr](mailto:ITurhan@halkyatirim.com.tr)

+90 216 547 81 85

Ayşegül BAYRAM

Yönetmen

Strateji, Telekom, Madencilik, Savunma, Yazılım, Teknoloji, Enerji, Tarım, Mühendislik - Taahhüt

[ABayram@halkyatirim.com.tr](mailto:ABayram@halkyatirim.com.tr)

+90 216 547 87 30

Kerem DEMİRTAŞ

Uzman

Havacılık, Demir-Çelik, Enerji

[KDemirtas@halkyatirim.com.tr](mailto:KDemirtas@halkyatirim.com.tr)

+90 216 547 87 45

Mücahid YILDIRIM

Uzman Yardımcısı

Bankacılık

[mucahidy@halkyatirim.com.tr](mailto:mucahidy@halkyatirim.com.tr)

+90 216 547 81 70

Görkem Alper ÖREN

Uzman Yardımcısı

Piyasalar ve Strateji

[Goren@halkyatirim.com.tr](mailto:Goren@halkyatirim.com.tr)

+90 216 547 81 70

### 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 içerisinde 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. Bu rapor ve yorumlardaki yazılar, bilgiler ve grafikler, ulaşılabilen ilk kaynaklardan iyi niyetle ve doğruluğu, geçerliliği, etkinliği velhasıl her ne şekil, suret ve nam altında olursa olsun herhangi bir karara dayanak oluşturması hususunda herhangi bir teminat, garanti oluşturmadan, yalnızca bilgi edinilmesi amacıyla derlenmiştir. Bu nedenle, iş bu raporlardaki yorumlardan; eksik bilgi ve/veya güncellenme gibi konularda ortaya çıkabilecek zararlardan Halk Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ve çalışanları sorumlu değildir. Genel anlamda bilgi vermek amacıyla genel yatırım tavsiyesi niteliğinde hazırlanmış olan iş bu rapor ve yorumlar, kapsamlı bilgiler, tavsiyeler hiçbir şekil ve surette Halk Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin herhangi bir taahhüdünü içermediğinden, bu bilgilere istinaden her türlü özel ve/veya tüzel kişiler tarafından alınacak kararlar, varılacak sonuçlar, gerçekleştirilecek işlemler ve oluşabilecek her türlü riskler bizatihi bu kişilere ait ve raci olacaktır. Bu nedenle, işbu rapor, yorum ve tavsiyelerde yer alan bilgilere dayanarak özel ve/veya tüzel kişiler tarafından alınacak kararlar, varılacak sonuçlar, gerçekleştirilecek işlemler nedeniyle oluşabilecek her türlü maddi ve manevi zarar, kar mahrumiyeti, her ne nam altında olursa olsun ilgililer veya 3. kişilerin uğrayabileceği doğrudan ve/veya dolayısıyla oluşacak zarar ve ziyandan hiçbir şekil ve surette Halk Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ve çalışanları sorumlu olmayacak olup, ilgililer, uğranılan/uğranılacak zararlar nedeniyle hiçbir şekil ve surette her ne nam altında olursa olsun Halk Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ve çalışanlarından herhangi bir tazminat talep etme hakkı bulunmadıklarını bilir ve kabul ederler. Halk Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından farklı bölümlerde istihdam edilen kişilerin veya Halk Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin ortaklarının ve iştiraklerinin bu raporda yer alan tavsiyelerle veya görüşlerle hem fikir olmaması mümkündür. Halk 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. Bu rapor, sadece gönderildiği kişilerin kullanımı içindir. Bu raporun tümü veya bir kısmı Halk Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin yazılı izni olmadan çoğaltılamaz, yayınlanamaz veya üçüncü kişilere gösterilemez, ticari amaçla kullanılamaz.



HalkYatirimMenkulDegerlerA.S



company/halk-yatirim-menkul-degerler



halkyatirim



halkyatirim