

Migros

AL

2026 2.Ç Mali Tablo Analizi

Yükselme Potansiyeli 68%

Gerçekleşen Rakamlar ve Tahminler

UMS-29 etkisi hariç

UMS-29 etkisi hariç bakıldığında Migros, 2Ç26'da 795 mn TL net zarar açıkladı (2Ç25: 642 mn TL net kâr). Böylece 1Y26 net zararı 1.174 mn TL'ye ulaşırken, geçen yılın aynı döneminde 728 mn TL net kâr elde edilmişti. 2Ç26 gelirleri yıllık %36 artışla 122.876 mn TL'ye ulaştı. Brüt kâr %27 artarak 30.921 mn TL olurken, brüt marj yıllık 1,7 puan daralarak %25,2'ye geriledi. Vade farkı geliri etkisi hariç düzeltilmiş brüt marj ise yıllık 60 baz puan düşüşle %21,2 olarak gerçekleşti (2Ç25: %21,8). Vade farkı geliri etkisi hariç düzeltilmiş FAVÖK marjı %3,3'ten %2,8'e geriledi. Marjdaki bozulma ağırlıklı olarak zayıflayan brüt kârlılıktan kaynaklanırken, daha sınırlı ölçüde zayıflayan faaliyet kaldırıcı da baskı yarattı.

UMS-29 etkisi dahil

Net kâr beklentilerin altında kaldı. Beklentilerin oldukça altında kalan (İş Yatırım: 305 mn TL; piyasa beklentisi: 407 mn TL) Migros, 2Ç26'da 699 mn TL net zarar açıkladı. Net zarara geçişte zayıflayan operasyonel kârlılık, artan amortisman giderleri ve ertelenmiş vergi gelirinin tersine dönmesi etkili oldu. Net finansman giderleri ise daha yüksek kiralama yükümlülükleri ve azalan kur farkı gelirleri nedeniyle yıllık %15,8 artarak 1.580 mn TL'ye yükseldi. Şirketin kredi kartı tahsilatlarında ertesi gün tahsilat sisteminden vadeli tahsilata geçmesi sayesinde faiz gelirleri kredi kartı komisyon giderlerini sınırlı da olsa aştı.

Çeyrekte Öne Çıkanlar

Ciro büyümesi müşteri trafiğindeki zayıflama nedeniyle yavaşladı. Beklentilerin hafif altında kalan (İş Yatırım: 125.664 mn TL; piyasa beklentisi: 126.066 mn TL) Migros, 2Ç26'da yıllık %2,7 artışla 124.399 mn TL gelir elde etti. Reel benzer mağaza satış büyümesi, sepet büyüklüğündeki %0,7 artışın müşteri trafiğindeki %0,8 düşüşle dengelenmesi sonucu %3,0'dan %0,1'e geriledi. Okulların geç kapanması Haziran ayında sezonluk ürün satışlarını olumsuz etkilerken, talebin bir kısmı Temmuz ayına kaydı. Alan büyümesi 2Ç26'da büyümeye %2,3 katkı sağladı. Şirket çeyrek boyunca 64 yeni mağaza açarak toplam mağaza sayısını 3.830'a çıkarırken, performansı zayıf olan 19 Mion mağazasını kapattı. Online satışların toplam satışlar içindeki payı %23,1'e yükseldi (1Y25: %20,7). Haziran 2026 itibarıyla toplam FMCG pazar payı %9,7 (Haziran 2025: %9,8), modern FMCG pazarındaki payı ise %15,6'dan %15,3'e geriledi.

FAVÖK beklentilerin altında kaldı. Brüt marj yıllık 120 baz puan daralarak %22,7'ye, düzeltilmiş bazda ise 60 baz puan gerileyerek %21,2'ye indi. Marjdaki daralmada artan promosyonlar ve dağıtım merkezi çalışanlarının Migros bordrosuna geçirilmesi sonrası yükselen depolama maliyetleri etkili oldu.

Lütfen son sayfada yer alan önemli yasal uyarıya bakınız.

Fiyat Bilgileri

TL

Kapanış	630.00
12 Aylık Hedef Fiyat*	1,057.19
12 Aylık Önc.Hedef Fiyat	1,057.19
Piyasa Değeri (mn)	114,064
Halka Açık PD (mn)	57,865
Ort. İşlem Hacmi (3Ay)	1568.5
Hisse sayısı (Adet mn)	181
Takas Saklama Oranı (%)	51
Yabancı Oranı (%)	48

Fiyat Perf. (%)

1 Ay

Yıllık

12 Ay

TL	0.7	21.5	17.2
ABD \$	-1.1	9.2	0.0
BIST-100 Relatif	5.3	-0.2	-5.6

Çarpanlar (\$)

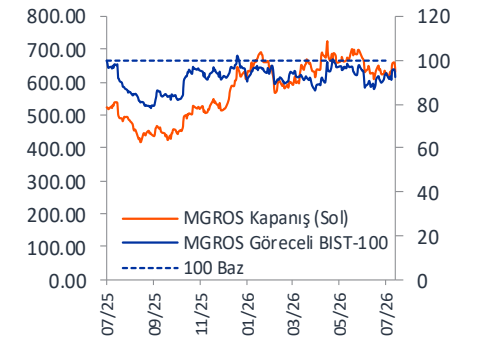
2026

2027

2028

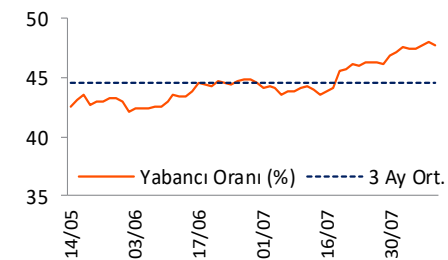
F/K	16.2	13.3	3.3
PD/DD	1.2	1.1	0.8
FD/FAVÖK	3.6	3.0	2.8

Fiyat / BIST-100'e Göreceli Fiyat



3 Aylık Fiyat Aralığı (₺) 608.00 699.00

Yabancı Oranı (%) Cari (%) 47.80



Ezgi Akalan

eakalan@isyatirim.com.tr

+90 212 350 25 86

FAVÖK, piyasa beklentisinin %17 altında kalarak yıllık %19,6 düşüşle 5.307 mn TL olarak gerçekleşirken, düzeltilmiş FAVÖK marjı yıllık 50 baz puan gerileyerek %2,8'e indi. Faaliyet giderlerinin satışlara oranı amortisman giderlerindeki artış nedeniyle yaklaşık 100 baz puan yükselirken, amortisman hariç bakıldığında %18,4 ile yatay kaldı. Bu da operasyonel zayıflığın esas olarak brüt marjdaki baskıdan kaynaklandığını gösteriyor.

Net nakit pozisyonu korundu. IFRS-16 hariç net nakit pozisyonu 2Ç26 sonunda 31,8 mlr TL ile yıllık reel bazda %12 arttı ve 2025 yıl sonundaki 32,0 mlr TL seviyesine yakın seyretti. IFRS-16 dahil bakıldığında ise şirketin 6,4 mlr TL net borç pozisyonu bulunuyor. Migros 2Ç26'da 4.522 mn TL serbest nakit akışı yarattı (yıllık %17 düşüş), 1Y26 serbest nakit akışı ise 5.766 mn TL oldu (1Y25: 898 mn TL). Nakit dönüşüm döngüsü yıllık 4,2 gün kötüleşerek -37,7 güne yükseldi.

Değerleme Üzerindeki Etki ve Görünüm

Beklentiler: Migros, IAS-29 kapsamında 2026 yılı beklentilerini korudu. Şirket, %5-7 reel ciro büyümesi, %6-7 FAVÖK marjı (vade farkı geliri ve stok enflasyon düzeltmesi etkileri hariç %4-5), 180-200 yeni mağaza açılışı ve satışlara oranla %2,5-3,0 yatırım harcaması hedeflerini yineledi. Yönetim, ciro büyümesinin hedef aralığının alt bandına yakın gerçekleşmesini beklediğini belirtirken, zayıf ilk yarı performansına rağmen marj görünümüne ilişkin güvenini korudu.

Yorum: Sonuçları operasyonel açıdan zayıf değerlendiriyoruz. Hem ciro büyümesi hem de marjlar beklentilerin altında kalırken, serbest nakit akışı da geçen yılın aynı dönemine göre zayıfladı. Genel olarak sonuçlar temel operasyonel göstergelerde beklentilerin altında bir performansa işaret ediyor. Yönetimin marj beklentisini koruması ikinci yarıda ilk yarıya kıyasla daha güçlü bir operasyonel performansa işaret etse de, %7 reel ciro büyümesi ve %4,5 düzeltilmiş FAVÖK marjı öngören 2026 tahminlerimizin aşağı yönlü risk taşıdığını düşünüyoruz. Bugün saat 14.00'te gerçekleştirilecek analist toplantısının ardından tahminlerimizi gözden geçirmeyi planlıyoruz. Sonuçlara piyasa tepkisinin olumsuz olmasını bekliyoruz. Hisse, IAS 29 ve IFRS 16 etkileri hariç tutulduğunda 2026T 6,7x Düzeltilmiş FD/FAVÖK çarpanıyla işlem görmektedir.

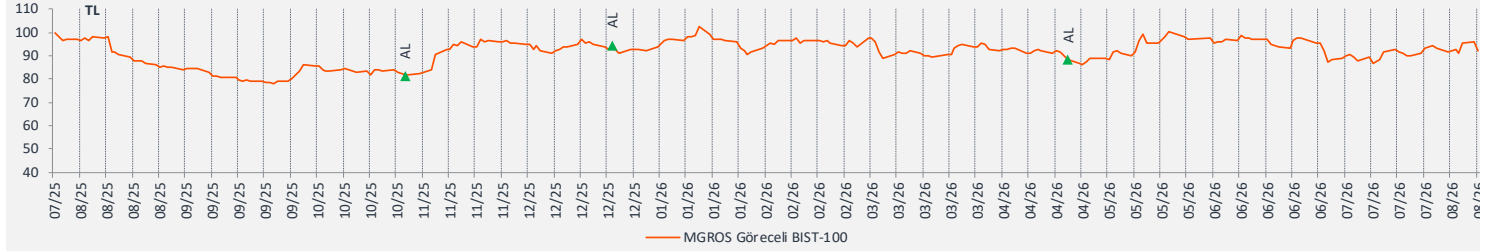
UMS29				Çeyreksele Finansallar		6A Finansallar			Tahminler	
TL mn	2Ç26	2Ç25	Y/Y Δ	1Ç26	Ç/Ç Δ	6A26	6A25	6A Y/Y Δ	Piyasa Tahmini	İş Yatırım Tahmini
Ciro	124,399	121,138	3%	116,899	6%	241,298	230,985	4%	126,066	125,664
Brüt Kar	28,213	28,901	-2%	27,540	2%	55,753	55,534	0%		
Brüt Kar Marjı	22.7%	23.9%	-1.2ppt	23.6%	-0.9ppt	23.1%	24.0%	-0.9ppt		
Faaliyet Giderleri*	-28,776	-26,828	7%	-27,286	5%	-56,062	-52,714	6%		
Faaliyet Gideri/Ciro	-23.1%	-22.1%	-1.0ppt	-23.3%	0.2ppt	-23.2%	-22.8%	-0.4ppt		
Faaliyet Karı	-563	2,073	-127%	253	-322%	-309	2,820	-111%		
Amortisman	5,870	4,527	30%	5,053	16%	11,277	8,943	26%		
FAVÖK*	5,307	6,600	-20%	5,306	0%	10,967	11,763	-7%	6,425	6,636
FAVÖK Marjı	4.3%	5.4%	-1.2ppt	4.5%	-0.3ppt	4.5%	5.1%	-0.5ppt		
Finansman Gelir (Gider), net	-1,580	-1,365	16%	-1,687	-6%	-3,267	-2,488	31%		
Parasal Kazanç (Kayıp)	7,028	6,018	17%	9,705	-28%	16,733	14,274	17%		
VÖK	-352	419	-184%	3,014	-112%	2,662	3,295	-19%		
VÖK Marjı	-0.3%	0.3%	-0.6ppt	2.6%	-2.9ppt	1.1%	1.4%	-0.3ppt		
Vergi Gelir/ Gider	-293	74	-494%	-1,291	-77%	-1,584	-1,356	17%		
Net Kar	-645	494	-231%	1,723	-137%	1,078	1,939	-44%		
Ana Ortaklık Net Karı	-699	371	-288%	1,710	-141%	1,011	1,745	-42%	407	305
Net Kar Marjı	-0.5%	0.4%	-0.9ppt	1.5%	-2.0ppt	0.4%	0.8%	-0.4ppt		

* Faaliyet Giderleri = Satış, Genel Yönetim ve Ar-Ge giderleri.

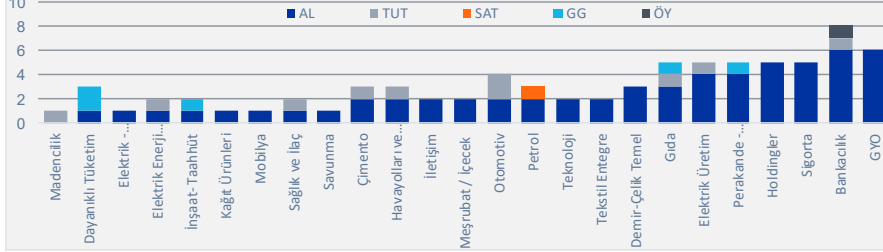
* FAVÖK = Faaliyet Karı + Amortisman.

Migros

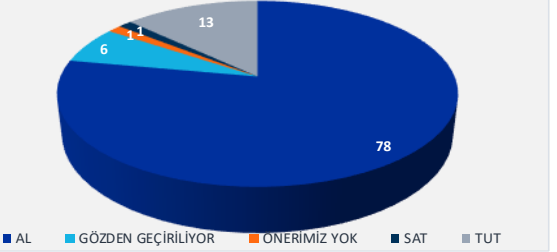
Göreceli Getiri / Öneriler



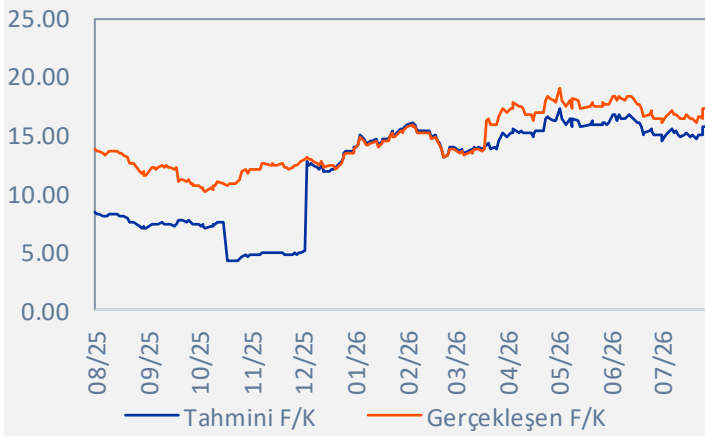
Şirket Sayısı



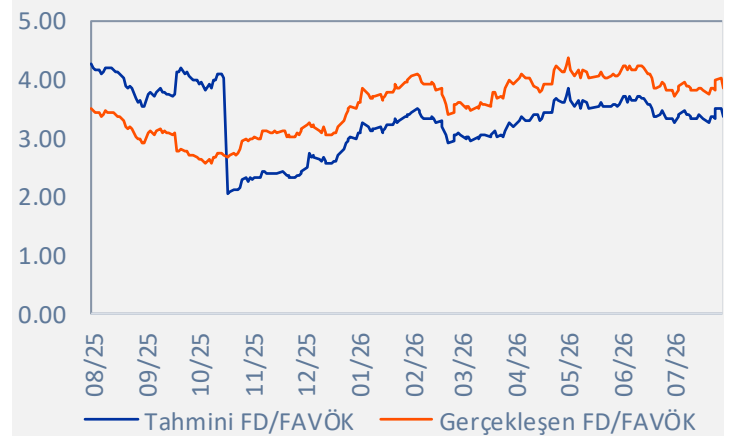
Yatırı Listesi Dağılımı



Tahmini F/K & Gerçekleşen F/K



Tahmini FD/FAVÖK & Gerçekleşen FD/FAVÖK



Burada yer alan bilgiler İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından bilgilendirme amacı ile hazırlanmıştır. Yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Herhangi bir yatırım aracının alım-satım önerisi ya da getiri vaadi olarak yorumlanmamalıdır. Bu görüşler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

Burada yer alan fiyatlar, veriler ve bilgilerin tam ve doğru olduğu garanti edilemez; içerik, haber verilmeksizin değiştirilebilir. Tüm veriler, İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan alınmıştır. Bu kaynakların kullanılması nedeni ile ortaya çıkabilecek hatalardan İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş. sorumlu değildir.

Bu içeriğe ilişkin tüm telif hakları İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'ye aittir. Bu içerik, açık iznimiz olmaksızın başkaları tarafından herhangi bir amaçla, kısmen veya tamamen çoğaltılamaz, dağıtılamaz, yayımlanamaz veya değiştirilemez.