

MİGROS

Zayıf operasyonel performans nedeniyle net zarar açıklandı

Migros, TMS29 finansallarına göre 2Ç26'da 699mn TL net zarar açıkladı. Bu rakam, 177mn TL net kâr yönündeki tahminimizin ve 407mn TL net kâr seviyesindeki piyasa beklentisinin altında gerçekleşti. Sapmanın temel nedeni, 5.307mn TL ile beklentimizin altında kalan FAVÖK (konsensüsün %17, AK tahmininin %9 altında) ile beklenenden yüksek finansman ve vergi giderleri oldu. 124 milyar TL seviyesindeki gelirler ise tahminlerin %1 altında gerçekleşti.

Gelir büyümesi beklentisinin alt bandı ulaşılabilir görünüyor: Migros, %5–7 reel gelir büyümesi (AK: %5) ve %6–7 FAVÖK marjı (AK: %6) beklentilerini korudu. Bununla birlikte yönetim, mevcut eğilimlerin gelir büyümesinin hedef aralığın alt bandına (%5) yakın gerçekleşebileceğine işaret etti. Temmuz ve ağustos aylarında reel gelir büyümesi 1Y26'ya kıyasla iyileşmiş görünse de (1Y26: %4,5), mevcut enflasyonist ortam nedeniyle geçen yıla kıyasla daha yoğun promosyon faaliyetlerinin devam etmesi bekleniyor.

Reel gelir büyümesi 2Ç26'da yıllık %2,7'ye yavaşladı (1Ç26: %6,4): Devam eden promosyonlar ve turizm sezonunun gecikmesi, reel sepet büyüklüğü artışının 1Ç26'daki %4,2 seviyesinden 2Ç26'da %0,7'ye yavaşlamasına neden oldu. Aynı mağaza trafiği 2Ç26'da yıllık %0,8 gerilerken (1Ç26: %1,1), alkol hariç aynı mağaza müşteri trafiği hem 2Ç26'da hem de Temmuz ayında pozitif gerçekleşti. Aynı mağaza satış büyümesi 2Ç26'da %0,1 oldu. Haziran 2025'ten bu yana açılan 147 mağazanın (2Ç26'da 18) katkısıyla satış alanı yıllık %2,3 büyüdü.

FAVÖK yıllık %20 gerileyerek, 2Ç26'da yıllık bazda 118 baz puan marj daralmasına işaret etti (TMS29 sonrası). Reel gelir büyümesindeki yavaşlama ve artan depo personeli maliyetleri brüt marj üzerinde baskı yarattı (60 baz puan daralma). TFRS-16 ve hesaplanan faiz gideri etkisinden arındırılmış FAVÖK marjı ise yıllık 70 baz puan gerileyerek %0,5 oldu. Net sonuç, zayıflayan operasyonel kârlılık ve artan vergi giderleri nedeniyle 2Ç25'teki 371mn TL net kârdan 2Ç26'da 699mn TL net zarara geriledi.

12 aylık hedef fiyatımızı 901 TL'ye revize ediyoruz: FMCG kategorilerinde devam eden düşük fiyatlı ürünlere yönelim eğiliminin 2Y26 büyümesini sınırlamaya devam edeceğini düşünüyoruz. Bu nedenle 2026 reel gelir büyümesi tahminimizi %6,2'den %5'e, FAVÖK marjı beklentimizi ise 60 baz puan düşürerek %6'ya indiriyoruz. Revize ettiğimiz makro varsayımlar ve 2Ç26'daki zayıf sonuçları yansıtarak 12 aylık hedef fiyatımızı 917 TL'den 901 TL'ye düşürüyoruz.

Çeyrek Özet - TMS29 Sonrası

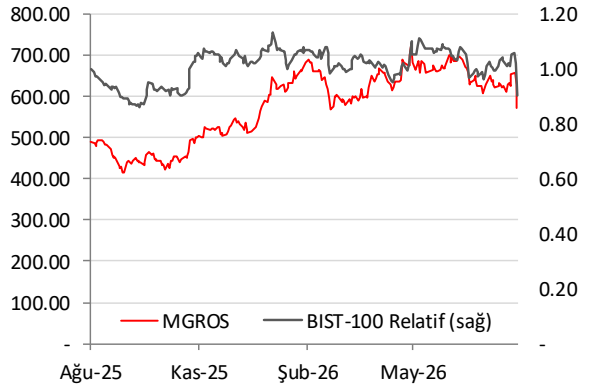
milyon TL	Özet Finansallar					Beklentilerle Karşılaştırma		
	2Ç26	2Ç25	y/y	1Ç26	ç/ç	Piyasa	AK	Piyasa Fark
Net Satışlar	124,399	121,138	3%	116,899	6%	126,066	126,106	-1%
FAVÖK	5,307	6,600	-20%	5,661	-6%	6,425	5,801	-17%
FAVÖK Marjı	4.3%	5.4%	-118 bps	4.8%	-58 bps	5.1%	4.6%	-83 bps
Net Kar	-699	371	-288%	1,710	-141%	407	177	-272%

Kaynak: Şirket, Rasyonet, AK Yatırım

Endeksin Üzerinde Getiri

Analist: Ece Mandacı, CFA
ece.mandaci@akyatirim.com.tr

Bloomberg Kodu	MGROS TI			
Tavsiye	Endeks Üz. Getiri			
Hedef Fiyat, TL	901.00			
Güncel Fiyat, TL	572.00			
Getiri Potansiyeli	58%			
Halka Açıklık Oranı	51%			
Piyasa Değeri, mn TL	103,563			
Firma Değeri, mn TL	111,027			
Finansal Veriler	2025	2026T	2027T	2028T
Özet UFRS Finansallar				
Ciro, mn TL	412,756	564,008	756,617	999,346
FAVÖK, mn TL	27,320	33,936	51,092	66,503
Net Kâr, mn TL	6,467	7,487	10,998	12,579
Borçluluk				
Net Borç, mn TL	3,891	6,672	3,864	614
Net Borç/FAVÖK	0.1	0.2	0.1	0.0
Kârlılık				
FAVÖK Marjı	6.6%	6.0%	6.8%	6.7%
Net Marj	1.6%	1.3%	1.5%	1.3%
Temettü Verimi	2.1%	0.8%	1.4%	2.1%
Büyüme				
Ciro, y/y	40.5%	36.6%	34.2%	32.1%
FAVÖK, y/y	73.0%	24.2%	50.6%	30.2%
Net Kâr, y/y	2.0%	15.8%	46.9%	14.4%
Değerleme Verisi	2025	2026T	2027T	2028T
F/K	14.1	13.8	9.4	8.2
FD/FAVÖK	3.5	3.3	2.1	1.6
FD/Ciro	0.2	0.2	0.1	0.1
Hisse Verileri	1A	3A	12A	YBG
Nominal Getiri	-8.6%	-15.1%	6.8%	10.3%
BİST-100 Relatif	-7.2%	-11.1%	-17.1%	-12.0%
AOİH, mn TL	1,763	1,534	1,580	1,784



Piyasa verileri 12 Ağustos 2026 tarihli.

Değerleme verileri dolar cinsindendir.

Tütün ve alkollü içecekler hariç tutulduğunda **online kanalın gelir payı %23,1** olarak gerçekleşti. Online hizmet sunan mağazaların oranı ise çeyrekse bazda 100 baz puan artarak 2Ç26 itibarıyla %67'ye yükseldi.

Kiralama yükümlülükleri hariç **net nakit pozisyonu** ise yatırım harcamalarının satışlara oranındaki düşüş ve işletme sermayesi/satışlar oranındaki sınırlı çeyrekse iyileşme sayesinde çeyrekse bazda %8 artarak 682mn dolara yükseldi.

TMS29 öncesi finansallara göre gelirler yıllık %36 artarak 123 milyar TL'ye ulaştı. FAVÖK marjı yıllık 160 baz puan gerileyerek %6,8 olarak gerçekleşti. Net zarar ise 1Ç26'daki 379mn TL'den 2Ç26'da 795mn TL'ye yükseldi.

Migros 2Ç26 Telekonferans Notları

Temmuz ve ağustos aylarında reel gelir büyümesi, 1Y26'ya kıyasla iyileşmiş görünmektedir (1Y26: yıllık %4,5). Ancak mevcut enflasyonist ortam nedeniyle geçen yıla kıyasla daha yoğun promosyon faaliyetlerinin devam etmesi beklenmektedir. Bu nedenle yönetim, %5–7 reel gelir büyümesi beklentisinin alt bandına (%5) ulaşılabilceğini değerlendirmektedir (AK: %5 reel büyüme). 2Ç26'da tüketiciler harcamalarında temkinli davranmaya devam ederken, paketli gıda ve tüm hızlı tüketim ürünleri kategorilerinde daha düşük fiyatlı ürünlere yönelim gözlemlendi. Migros, taze meyve ve sebze kategorisinde fiyatlarının semt pazarlarına kıyasla rekabetçi olmaya devam ettiğini belirtti.

Buna ek olarak, alkollü içecekler ve meşrubat satışları, turizm sezonunun Haziran 2025'te daha erken başlaması nedeniyle oluşan yüksek baz etkisi sonucunda haziran ayında daha zayıf gerçekleşti. Alkollü içeceklerin 2025 yılında toplam gelirlerin %7–8'ini oluşturduğunu hesaplıyoruz.

2Ç26'da brüt marjdaki yıllık 60 baz puanlık daralmanın (hesaplanan faiz gideri ve stok enflasyonu etkisine göre düzeltilmiş) 20 baz puanı artan depo personeli maliyetlerinden kaynaklanırken, kalan kısmı promosyon faaliyetlerinin etkisini yansıtmaktadır. Mevsimsel mağazaların katkısının artmasıyla daha olumlu kategori karmasının 3Ç26'da brüt marjı desteklemesi beklenmektedir.

Faaliyet giderleri tarafında ise kira giderlerinin satışlara oranındaki 24 baz puanlık ve enerji giderlerinin satışlara oranındaki 23 baz puanlık düşüş, personel giderlerinin satışlara oranındaki artışı dengeledi. 3Ç26'da mevsimsel olarak daha güçlü ciro ve dijitalleşme girişimlerinden sağlanacak ilave verimlilik kazanımlarının desteğiyle yönetim marj performansında iyileşme beklenmektedir. Bu doğrultuda yönetim, 2Y26'da beklenen mevsimsel kârlılık toparlanmasına güvenerek (1Y26 FAVÖK marjı: %4,5), 2026 yılı için %6–7 FAVÖK marjı beklentisini korudu (AK: %6).

TRY milyon	2025	Eski Tahminler		Yeni Tahminler		Fark	
		2026B	2027B	2026B	2027B	2026B	2027B
Net Satışlar	412,756	569,578	761,171	564,008	756,617	-1%	-1%
FAVÖK	27,320	37,310	51,582	33,936	51,092	-9%	-1%
Net Kar	6,467	7,966	10,453	7,487	10,998	-6%	5%
FAVÖK Marjı	6.6%	6.6%	6.8%	6.0%	6.8%	-0.5pp	0.0pp
Net Marj	1.6%	1.4%	1.4%	1.3%	1.5%	-0.1pp	0.1pp

Kaynak: Şirket Verisi, Ak Yatırım Araştırma

Çeyrekssel Özet -TRYmn¹	1Ç25	2Ç25	3Ç25	4Ç25	1Ç26	2Ç26
TMS29 sonrası						
Net Satışlar	78,437	91,696	106,883	105,068	109,237	124,399
Büyüme	50%	43%	43%	41%	39%	36%
Büyüme - Reel	8.4%	5.6%	7.7%	7.7%	6.4%	2.7%
Metrekare Bazında Satış	38,496	44,762	51,910	50,598	52,279	59,365
Büyüme - Yıllık	42%	37%	39%	37%	36%	33%
Birebir Mağaza Büyümesi - Reel	6.4%	3.0%	4.3%	4.1%	3.1%	-0.1%
Sepet -Reel	5.7%	1.3%	3.4%	3.6%	4.2%	0.7%
Trafik	0.7%	1.7%	0.9%	0.5%	-1.1%	-0.8%
Satış Alanı (Bin Metrekare)	2,043	2,054	2,064	2,089	2,090	2,101
Büyüme - Yıllık	5%	4%	3%	3%	2%	2%
Mağaza Sayısı	3,642	3,683	3,730	3,792	3,812	3,830
Büyüme - Yıllık	8%	6%	5%	5%	5%	4%
Mağaza Açılışları (çeyrekssel)	21	41	47	62	20	18
Brüt Kar Marjı	19,017	21,877	26,856	25,162	25,735	28,213
Faaliyet Gideri	-18,484	-20,308	-21,494	-21,903	-25,498	-28,776
Faaliyet Karı	533	1,569	5,363	3,259	237	-563
FAVÖK	3,687	4,996	9,412	7,509	5,290	5,307
FAVÖK Düzeltilmiş ²	482	1,138	4,565	2,318	748	603
Diğer Gelir/Gider	-3,566	-4,789	-4,594	-5,094	-4,906	-5,299
Finansal Gelir/Gider	-809	-1,018	-681	-725	-1,583	-1,518
Parasal Kazanç/Kayıp	5,895	4,555	5,524	3,217	9,068	7,028
VÖK	2,053	318	5,611	657	2,816	-352
Vergi	-1,021	56	-1,578	282	-1,206	-293
Net Kar	981	281	3,949	864	1,598	-699
İşletme Sermayesi	-23,377	-30,383	-36,319	-36,074	-34,306	-38,187
Yatırım Harcaması	-1,587	-2,962	-3,388	-4,900	-2,659	-3,354
Net Borç	5,902	5,374	-159	3,891	7,604	6,450
Net Borç (TFRS16 hariç)	-18,383	-21,513	-29,894	-27,137	-28,142	-31,755
Brüt Kar	24.2%	23.9%	25.1%	23.9%	23.6%	22.7%
Faaliyet Gideri	-23.6%	-22.1%	-20.1%	-20.8%	-23.3%	-23.1%
Faaliyet Kar Marjı	0.7%	1.7%	5.0%	3.1%	0.2%	-0.5%
FAVÖK Marjı	4.7%	5.4%	8.8%	7.1%	4.8%	4.3%
FAVÖK Marjı Düzeltilmiş	0.6%	1.2%	4.3%	2.2%	0.7%	0.5%
VÖK Marjı	2.6%	0.3%	5.3%	0.6%	2.6%	-0.3%
Net Marj	1.3%	0.3%	3.7%	0.8%	1.5%	-0.6%
İşletme Sermayesi/Satış	-29.8%	-33.1%	-34.0%	-34.3%	-31.4%	-30.7%
Yatırım/Satış	-2.0%	-3.2%	-3.2%	-4.7%	-2.4%	-2.7%
TMS29 öncesi	1Ç25	2Ç25	3Ç25	4Ç25	1Ç26	2Ç26
Net Satışlar	76,599	90,242	103,968	104,467	106,912	122,876
Büyüme - Yıllık	49%	45%	44%	43%	40%	36%
FAVÖK	5,777	7,613	11,242	9,567	8,234	8,300
Net Kar (Azınlık Payı Düzeltmesi Öncesi)	86	642	3,322	1,615	-379	-795
FAVÖK Marjı	7.5%	8.4%	10.8%	9.2%	7.7%	6.8%
Net Marj	0.1%	0.7%	3.2%	1.5%	-0.4%	-0.6%

Kaynak: Şirket Verisi, AK Yatırım Araştırma

¹ 2024 sonrası tahminler her ilgili yılın yıl sonu itibarıyla TL satın alma gücü cinsinden ifade edilmiştir

² FAVÖK, uygulanan faiz oranı etkisi, stoklarda enflasyon düzeltmesi etkisi ve TFRS 16 etkisine göre düzeltilmiştir.

AKYatırım

Bu rapor, Ak Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından, güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan elde edilen bilgi ve veriler kullanılarak hazırlanmıştır. Raporda yer alan ifadeler, hiçbir şekilde veya suretle alış veya satış teklifi olarak değerlendirilmemelidir. Ak Yatırım, bu bilgilerin doğru, eksiksiz ve değişmez olduğunu garanti etmemektedir. Bu sebeple, okuyucuların, bu raporlardan elde edilen bilgilere dayanarak hareket etmeden önce, bilgilerin doğruluğunu teyit ettirmeleri önerilir ve bu bilgilere dayanılarak aldıkları kararlarda sorumluluk kendilerine aittir. Bilgilerin eksikliği ve yanlışlığından Ak Yatırım hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. Ayrıca, Ak Yatırım'ın ve Akbank'ın tüm çalışanları ve danışmanlarının, herhangi bir şekilde bilgiler dolayısıyla ortaya çıkabilecek, doğrudan veya dolaylı zararlarla ilgili herhangi bir sorumluluğu yoktur. Burada yer alan bilgiler, bir yatırım tavsiyesi, yatırım aracının alım-satım önerisi ya da getiri vaadi değildir ve Yatırım Danışmanlığı kapsamında yer almamaktadır. Yatırım Danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak Yatırım Danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde sunulmaktadır. Bunlara ilaveten, Ak Yatırım, raporların Internet üzerinden e-mail yoluyla alınması durumunda virüs, hatalı gönderim veya diğer herhangi bir teknik sebepten dolayı alıcının donanımına veya yazılımına gelebilecek herhangi bir zarardan dolayı sorumlu tutulamaz.