

Bilanço Analizi – 2Ç26

14 Ağustos 2026

TACİRLER YATIRIM

Migros

Migros, 2Ç26'da satış tarafında beklentilere paralel 124.399 mn TL satış geliri açıklarken, FAVÖK beklentilerin %17 altında 5.307 mn TL, net kar tarafında ise 407 mn TL kar beklentilerine karşılık 699 mn TL net zarar açıkladı (2Ç25: 371 mn TL net kar; 1Ç26: 1.710 mn TL net kar). Satış gelirleri yıllık bazda %3, çeyreklik bazda %6 artarken; yoğunlaşan promosyonlar ve dağıtım merkezi personel maliyetlerindeki artış FAVÖK'ü yıllık %20 aşağı çekerek FAVÖK marjını 1,2 puan düşüşle %4,3'e getirdi, net zarar ise brüt marj daralması ve artan net finansman giderinden kaynaklandı. FAVÖK'ün beklenti altında kalması ve net zarar nedeniyle sonuçları sınırlı negatif değerlendiriyoruz; güçlü serbest nakit akışı, 31,8 mlr TL net nakit pozisyonu (TFRS 16 hariç) ve korunan yıl sonu beklentileri olumsuz tarafı sınırlıyor. Bu doğrultuda MGROS için 12 aylık hedef fiyatımızı 1.039 TL'den 979 TL'ye revize ediyor, "AL" tavsiyemizi sürdürüyor ve şirketi model portföyümüzde tutmaya devam ediyoruz.

Reel satış büyümesini alan genişlemesi taşırken birebir taraf yataya yakın kaldı; zayıf talep ve geç gelen yaz sezonu büyümeyi sınırladı... 2Ç26'da satışlar reel bazda %2,7 arttı; büyümeye alan (yeni mağaza) büyümesi 2,3 puan katkı sağlarken, birebir mağaza satış büyümesi 1Ç26'daki %3,1 seviyesinden -%0,1'e geriledi. Online kanalların desteğiyle sepet büyümesi +%0,7 ile pozitif kalsa da müşteri trafiği -%0,8 daraldı. Okul takviminin geç kapanması Haziran'da sezonluk mağaza performansını baskılayarak talebin bir kısmını Temmuz'a kaydirdi. Tütün ve alkol hariç online kanalların toplam satış içindeki payı %20,7'den %23,1'e yükseldi. Raporlanan toplam FMCG pazar payı Haziran 2026'da %9,8'den %9,7'ye hafif geriledi. Şirket 2Ç26'da 7'si Macrocenter olmak üzere 64 yeni mağaza açtı ve toplam mağaza sayısı 3.830'a ulaştı.

FAVÖK marjındaki daralma yoğunlaşan promosyonlar ve dağıtım merkezi personel maliyetlerinden kaynaklandı... Brüt marj 2Ç26'da %23,9'dan %22,7'ye 120 baz puan gerilerken, FAVÖK marjı %5,4'ten %4,3'e düştü. Vadeli alım faizi ve stok enflasyon düzeltmesi etkileri hariç brüt marj 60 baz puan, düzeltilmiş FAVÖK marjı ise %3,3'ten %2,8'e (50 baz puan) geriledi. Dağıtım merkezi çalışanlarının kadroya geçişi depo maliyetlerini yükseltirken, amortisman ve itfa hariç faaliyet giderleri/satışlar oranının %18,4 ile yatay kalması maliyet disiplinini teyit etti.

Nakit yaratımı ve TFRS 16 hariç net nakit pozisyonu bilanço tarafını destekledi... Net finansman gideri 2Ç26'da 1.580 mn TL'ye yükselirken (2Ç25: 1.365 mn TL), kredi kartı komisyon giderlerindeki azalışa rağmen mevduat faizi ve kur farkı gelirlerindeki gerileme belirleyici oldu. Buna karşın şirket 2Ç26'da 4.522 mn TL (1Y26: 5.766 mn TL) serbest nakit akışı yaratırken, net nakit pozisyonu reel %12 artışla 31,8 mlr TL'ye ulaştı. Yıl sonu beklentilerini koruyan şirket, TMS 29 dahil satış büyümesini %5-7 (alt banda yakın), FAVÖK marjını %6-7 ve yatırım harcamaları/satışlar oranını %2,5-3,0 öngörmektedir. Migros One (brüt işlem hacmi reel +%21) ve MoneyPay (toplam ödeme hacmi reel +%105) iş kollarının karlılığa net katkı vermeye başlaması orta vadeli görünümü destekliyor.

MGROS

AL

Hedef fiyat
Getiri potansiyeli

TL 979
%77

Pay bilgileri

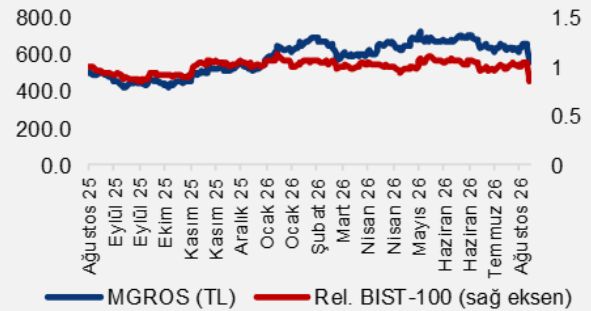
Pay Kodu	MGROS TI
Pay fiyatı (13.08.2026)	552.00
Pay fiyatı aralığı (52 haftalık)	416 / 724
Piyasa Değeri (TL mn - mn USD)	99941.9 - 2095.8
Pay adedi (mn) & halka açıklık oranı	181.1 - 51%
Yabancı Takas Oranı	39.63%
Pazar	Yıldız
Sektör	Perakende

Ortalama işlem hacmi	1 Ay	3 Ay	12 Ay
milyon ABD doları	40.2	32.8	39.6

Fiyat performansı	1 Ay	3 Ay	YBB
TL	-12%	-21%	6%
USD	-13%	-25%	-4%
BIST-100'e göre performans	-12%	-19%	-15%

Tahminler (TL mn)	2024	2025	2026T
Net satışlar	452,821	486,056	555,370
FAVÖK	24,347	32,173	36,789
Net kâr	9,772	7,616	5,401

Değerleme	2024	2025	2026T
F/K	10.2x	13.1x	18.5x
F/DD	1.1x	1.1x	1.0x
FD/FAVOK	4.4x	3.3x	2.9x



Deniz Altıay
+90 212 355 2637
deniz.altıay@tacirler.com.tr

Berk Demirpolat
+90 212 355 2602
berk.demirpolat@tacirler.com.tr

Finansal Tablolar

Bilanço	2024	2025	2026T
Nakit ve benzerleri	34,718	32,718	32,499
Ticari alacaklar	2,155	2,953	3,375
Stoklar	48,017	48,565	55,454
Finansal yatırımlar	33	149	164
Maddi duran varlıklar	53,005	61,030	64,081
Diğer duran varlıklar	93,367	101,387	112,367
Toplam varlıklar	231,295	246,801	267,939
	0	0	0
Kısa vadeli borçlanmalar	7,435	7,210	8,238
Ticari borçlar	88,950	93,998	109,633
Uzun vadeli borçlanmalar	25,081	30,239	29,205
Diğer uzun vadeli yükümlülükler	21,495	22,285	24,281
Uzun vadeli yükümlülükler	142,961	153,732	171,358
Özkaynaklar	88,334	93,069	96,581
Ödenmiş sermaye	213	181	181
Diğer özkaynaklar	88,121	92,888	96,400
Toplam kaynaklar	231,295	246,801	267,939
	0	0	0
Net borç	-2,202	4,731	4,945
Net işletme sermayesi	-38,778	-42,480	-50,805

Oranlar

Karlılık			
Özkaynak karlılığı	%11.3	%8.4	%5.7
Net kâr	%2.2	%1.6	%1.0
Aktif devri	1.5x	2.0x	2.2x
Kaldıraç	3.5x	2.6x	2.7x
Aktif kârlılığı	%3.3	%3.2	%2.1

Kaldıraç

Finansal borç/toplam varlıklar	%14	%15	%14
Net borç/özsermaye	-0.02	0.05	0.05
Net borç/FAVÖK	-0.09	0.15	0.13

Hisse başına (TL)

Net kâr	53.97	42.06	29.83
Özkaynak	487.89	514.04	533.43
Temettü	-17.14	-13.39	-10.44

Gelir tablosu	2024	2025	2026T
Net satışlar	452,821	486,056	555,370
Brüt kâr	104,554	118,167	135,296
Faaliyet giderleri	-95,586	-104,918	-120,992
Esas faaliyet kârı	8,968	13,249	14,304
FAVÖK	24,347	32,173	36,789
Net diğer gelir	-23,574	-22,966	-28,829
Net finansman geliri	26,432	20,577	22,401
Vergi öncesi kâr	12,242	10,964	7,995
Vergi gideri	-2,163	-2,964	-2,321
Net kâr	9,772	7,616	5,401

Nakit akış tablosu

FAVÖK	24,347	32,173	36,789
Vergi gideri	-937	-3,312	-3,576
Yatırımlar	-4,081	-16,070	-17,806
İşletme sermayesi değişimi	569	-3,701	-8,325

Büyüme ve marjlar

Net satışlar	%11	%7	%14
FAVÖK	-%25	%32	%14
Net kâr	-%54	-%22	-%29
Brüt marj	%23.1	%24.3	%24.4
Esas faaliyet kâr marjı	%2.0	%2.7	%2.6
FAVÖK marjı	%5.4	%6.6	%6.6
Net marj	%2.2	%1.6	%1.0
Serbest nakit akışı marjı	%0.7	%3.4	%4.3

Değerleme

F/K	10.2x	13.1x	18.5x
F/DD	1.1x	1.1x	1.0x
FD/FAVÖK	4.4x	3.3x	2.9x

Kaynak: Tacirler Yatırım Araştırma

* Bütün rakamlar milyon TL olarak ifade edilmiştir.

**Tablodaki veriler enflasyon endeksi ile düzeltilmiştir.

Yatırım Merkezlerimiz

Genel Müdürlük

Nispetiye Cad. B-3 Blok Kat: 9 Akmerkez Etiler - İSTANBUL
0 212 355 46 46

Adana	Cemal Paşa Mah. Gazipaşa Bul. Cemal Uğurlu Apt. Kat: 1 D: 4	(0 322) 457 77 55
Akatlar İrtibat Bürosu	Esentepe Mahallesi Büyükdere Caddesi Levent N199 İç Kapı N16 Şişli - İstanbul	(0 212) 355 46 46
Alsancak	Şehit Nevres Bulvarı Eczacıbaşı Apartmanı No: 7 Kat: 2 Daire: 5 Pasaport Alsancak - Konak	(0 232) 241 24 50
Ankara	Remzi Oğuz Arık Mah. Tunalı Hilmi Cad. Yaprak Apt. No: 94 Kat: 2 D: 9 Kavaklıdere Çankaya	(0 312) 435 18 36
Antalya	Şirinyalı Mah. İsmet Gökşen Cad. Özden Apt. No:82/6 Muratpaşa	(0 242) 248 45 20
Bakırköy	İstanbul Cad. Bakırköy İş Merkezi No: 6 Kat: 4 D: 14 Bakırköy	(0 212) 570 52 59
Bodrum	Konacık Mahallesi, Atatürk Bulvarı, Arbor-Abdullah Ünal Çabuk İş Merkezi No: 285/1-A6 Bodrum	(0 212) 355 46 46
Bursa	Konak Mah. Barış (120) Sokak , Ofis Artı Binası, Dış kapı No:3 Daire:33 Nilüfer-BURSA	(0 224) 225 64 10
Çankaya	Çankaya Mahallesi Cinnah Caddesi Cinnah Apartmanı No: 55 D: 7-8 Çankaya / ANKARA	(0 212) 355 46 46
Çukurambar	Kızılırmak Mah.Ufuk Üniversitesi Cad. Next Level Loft Ofis No: 4/65 Kat: 24 Söğütözü Çankaya	(0 312) 909 87 70
Denizli	Urhan İş Merkezi 2. Ticari Yol Daire 26 Kat: 6 Bayramyeri	(0 258) 265 87 85
Erenköy	Bağdat Cad. Çubukçu Apt. No: 333 Kat: 2 D: 4 Kadıköy	(0 216) 348 82 82
Gaziantep	İncilipinar Mah. Gazimuhtarpaşa Bul. Kepkepzade Park İş Merkezi B Blok No: 18 Kat: 1 D: 5	(0 342) 232 35 35
Girne	Ziya Rızki Cad. Şehit Necati Gürkaya Sok. Kat: 1 D: 1 Girne - KKTC	(0 392) 815 14 55-0533 889 15 51
İzmir	Kültür Mahallesi, Cumhuriyet Bulvarı No:137 Cumhuriyet Apt. K:5 D:12 Konak – İzmir	(0 232) 445 01 61
İzmit	Hürriyet Cad. Kaya İşhanı No: 39/5 İzmit	(0 262) 323 11 33
Karadeniz Ereğli	Bağlık Mahallesi Karanfil Sokak No:16/A Karadeniz Ereğli – Zonguldak	(0 372) 316 40 50
Karşıyaka	Yalı Mahallesi Ahmet Kemal Baysak Bulvarı No:42 D:11	(0 232) 241 19 24
Kartal	Üsküdar Cad. Cevat Kayacan Apt. No: 26 Kat: 4 D: 8 Kartal	(0 216) 306 22 71-306 22 06
Kayseri	Hunat Mah. Nuh Mehmet Baldöktü Sok. Gürcüoğlu Plaza No: 5 K: 3 D: 11 Melikgazi	(0 352) 221 08 68-222 82 51
Marmaris İrtibat Bürosu	Kemeraltı Mah. Orgeneral Mustafa Muğlalı Cad. Güven Apt. No: 22 D: 2 Marmaris	(0 252) 321 08 00
Merkez Şube	Akat Mahallesi Meydan Caddesi B Blok No: 16 D: 7 (Eski No D: 9) Beşiktaş	(0 212) 355 46 46
Mersin	İnönü Mah. 1401 Sok. No:32 Pozcu Evo Kat:2 No:10-11 Yenişehir Mersin	(0 324) 238 11 89
Trabzon İrtibat Bürosu	Kemerkaya Mahallesi Halkevi Cad. Mandıralı İş Merkezi No: 4 Daire: 4 Ortahisar	(0 462) 432 24 50

Uyarı Notu

Bu raporda yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmakta olup finansal bilgi ve genel yatırım tavsiyesi kapsamında hazırlanmıştır ve hiçbir şekilde 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.

Yatırım Danışmanlığı hizmeti talep edilmesi halinde; yatırımcının Tacirler Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ile Yatırım Danışmanlığı sözleşmesi imzalamış olması, Yerindelik Testi'ni tamamlamış ve risk grubunun belirlemiş olması zorunludur.

Bu raporda yer alan her türlü bilgi, yorum ve tavsiye uygunluk testi ile tespit edilecek risk grubunuz ve getiri beklentiniz ile uyumlu olmayabilir. Dolayısıyla, 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 herhangi bir sürede belirli bir getirinin sağlanacağına dair bir taahhüt içermemekte olup, zaman içerisinde piyasa koşullarında meydana gelen değişiklikler nedeniyle yorum ve tavsiyelerde değişiklikler söz konusu olabilir. Bu raporda bahsedilen yatırım araçlarının fiyatları ve değerleri yatırımcıların menfaatlerine aykırı olarak hareket edebilir ve netice itibarıyla yatırımcılar anaparalarını kaybetme riski ile karşı karşıya kalabilirler. Bu raporda yer alan geçmiş performans verileri gelecekte elde edilecek sonuçların bir garantisi olarak kabul edilemez.

Bu raporda yer alan tüm bilgiler ve görüşler yatırımcıları bilgilendirmek amacıyla, Tacirler Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından güncel ve güvenilir kaynaklardan temin edilmiş olmakla beraber, Tacirler Yatırım Menkul Değerler A.Ş. söz konusu bilgilerin doğru ve tam olduğunu taahhüt etmemektedir. Raporlardaki yorumlardan, bilgilerin tam veya doğru olmaması ve/veya güncellenme nedeniyle doğabilecek maddi ve manevi zararlardan Tacirler Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ve çalışanları sorumlu tutulamaz.

Bu rapor, sadece gönderildiği kişilerin kullanımı içindir. Bu raporun tümü veya bir kısmı Tacirler Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin yazılı izni olmadan çoğaltılamaz, yayınlanamaz veya üçüncü kişilere gösterilemez, ticari amaçla kullanılamaz. Aksi halde, Tacirler Yatırım Menkul Değerler A.Ş. uğramış olduğu bütün zarar ve ziyana talep etme hakkını saklı tutar.