

Şirket Bilgileri

Migros Ticaret A.Ş., Türkiye genelinde gıda ve hızlı tüketim ürünlerinin perakende ve perakende tüketimine yönelik toptan satışını gerçekleştiren çok formatlı ve omnichannel iş modeliyle faaliyet gösteren lider perakende şirketlerinden biridir. Şirket, fiziksel mağazacılıktaki güçlü konumunu dijital kanallarla entegre ederek müşteri deneyimini genişletmekte olup online gıda perakendeciliği, hazır yemek, ödeme ve elektronik para hizmetleri ile motosikletli lojistik çözümleri üzerinden hızlı teslimat kabiliyetini artırmaktadır. Bununla birlikte medya varlıklarının pazarlanması, elektrikli araç şarj hizmetleri, kurumsal ödeme sistemleri ve alışveriş merkezi işletmeciliği gibi tamamlayıcı iş kollarında da faaliyet göstererek ekosistemini desteklemekte olup Türkiye’de en yüksek müşteri işlem hacmine ulaşmayı ve dijitalleşmenin payını artırarak tüm hanelere kısa sürede erişim sağlayan yeni nesil perakendeci olma vizyonunu sürdürmektedir.

**MGROS
AL**

Hedef fiyat (TL):	966,43
Kapanış (TL):	517,50
Prim potansiyeli (%):	87
Sektör:	Perakende Ticaret
BIST pazarı:	Yıldız
Piyasa değeri (mn TL):	93.966
Pay adedi (mn):	181
Fiili dolaşım pay oranı (%):	49,06
Hisse performansı (%):	
1 ay:	-1,90
3 ay:	-18,19
YBB:	-0,67
12 ay:	11,89

Şirket’in ana ortağı AG Anadolu Grubu Holding A.Ş.’dir. Doğrudan ortaklık yapısında MH Perakendecilik ve Ticaret A.Ş. ve halka açık payları temsil eden diğer yatırımcılar yaklaşık %49,18’er paya sahipken, şirketin kendi payı (birleşme nedeniyle ilgili SPK tebliğleri gereğince kendi paylarının satın alınması) %1,64 seviyesindedir. Dolaylı ortaklık yapısında ise AG Anadolu Grubu Holding A.Ş.’nin Migros üzerindeki payı %50 olup kalan %50 pay diğer yatırımcılara aittir. Nihai kontrol yapısında AG Anadolu Grubu Holding A.Ş., AG Sınai Yatırım ve Yönetim A.Ş. tarafından kontrol edilmekte olup söz konusu yapı ise Süleyman Kâmil Yazıcı Ailesi ve Özilhan Ailesi tarafından eşit temsil ve eşit yönetim prensibi çerçevesinde yönetilmektedir.

Doğrudan ortaklık yapısı		Dolaylı ortaklık yapısı	
MH Perakendecilik ve Ticaret A.Ş.	%49,18	AG Anadolu Grubu Holding A.Ş.	%50,00
↳ AG Anadolu Grubu Holding A.Ş. (MH’nin %100’ü)		Diğer (halka açık ve diğer yatırımcılar)	%50,00
Diğer (halka açık ve diğer yatırımcılar)	%49,18		
Migros Ticaret A.Ş. (kendi payı)*	%1,64		

Kaynak: Kamuyu Aydınlatma Platformu

Mağaza Ağı ve Format Kırılımı

Şirket, 3.830 mağazadan oluşan yaygın mağaza ağı ve 64 binden fazla çalışanı ile Türkiye perakende sektörünün en büyük oyuncularında yer alırken 2.000’in üzerinde tedarikçi ile geniş bir tedarik zinciri ekosistemine sahiptir. Şirket aynı zamanda Migros One, Paket Taxi, GurmePack, MoneyPay,

UYARI: Burada yer alan 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. 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.

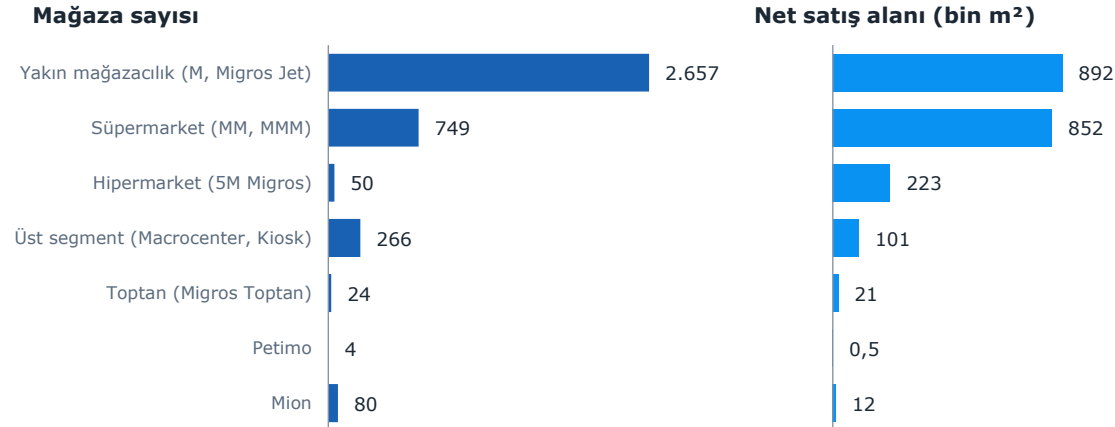
Nakitera, Mimedra ve Migen gibi iştirakleriyle de faaliyet alanını desteklemektedir. Şirket'in sadakat programı olan Money Card'ın 14 milyon aktif üyeye ulaşması müşteri bağlılığı ve veri odaklı büyüme stratejisinin önemli bir göstergesi olarak öne çıkmaktadır.

Şirket'in konsolide satışları 2Ç26 itibarıyla 124,4mlr TL, 2026 yılının ilk yarısında ise TMS 29 enflasyon muhasebesine göre reel olarak yıllık bazda %4,5 artarak 241,3mlr TL'ye ulaşmıştır. Çeyrekteki reel büyüme %2,7 olurken TMS 29 FAVÖK marjı %4,3 olarak gerçekleşmiştir (2Ç25: %5,4). Bire bir mağaza satışları enflasyondan arındırılmış bazda %0,1 daralırken sepet büyümesi %0,7 olmuştur. Pazar araştırmacısı Nielsen'in verilerine göre Şirket'in modern FMCG pazar payı %15,3, toplam FMCG pazar payı %9,7'dir.

Dijital ve büyüme göstergelerinde e-ticaretin toplam satışlar içindeki payı (tütün ve alkol hariç) %23,1'e, aktif tekil müşteri sayısı 6,6 milyona (2Ç25: 5,8 milyon) yükselmiştir. Migros One GMV'si reel bazda %21 artışla 28,5mlr TL'ye, günlük sipariş sayısı %24 artışla 327 bine çıkmış; MoneyPay'de günlük işlem sayısı %60, toplam ödeme hacmi reel bazda %105 artmıştır. İkinci çeyrekte 64 yeni mağaza açılmış olup toplam mağaza sayısı 3.830'a, net satış alanı 2.101 bin m²'ye ulaşmıştır.

Format bazında mağaza portföyü (1YY26)

- 2 -



Kaynak: 2Ç26 Şirket Sunumu

Şirket'in mağaza ağı Haziran 2026 itibarıyla 3.830 mağaza ve 2.101 bin m² net satış alanına ulaşmıştır. Mağaza portföyünün en büyük ayağını anlık ihtiyaçlara yönelik yakın mağazacılık formatı (M ve Migros Jet) oluşturmakta olup bu format 2.657 mağaza ve 892 bin m² satış alanına sahiptir. Süpermarket formatında (MM ve MMM) 749 mağaza ile 852 bin m² satış alanı, hipermarket formatında (5M Migros) 50 mağaza ile 223 bin m² satış alanı, üst segmentte (Macrocenter ve Macrocenter Kiosk) 266 mağaza ile 101 bin m² satış alanı ve toptan formatında (Migros Toptan) 24 mağaza ile 21 bin m² satış alanı bulunmaktadır. Şirket, mağaza portföyünü kişisel bakım konseptli

UYARI: Burada yer alan 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. 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.

Mion (80 mağaza, 12 bin m²) ve evcil hayvan konseptli Petimo (4 mağaza, 0,5 bin m²) tamamlamaktadır.

Mağaza sayısı 1YY25'teki 3.683'ten 147 artışla 3.830'a, net satış alanı ise %2,3 oranında artışla 2.054 bin m²'den 2.101 bin m²'ye yükselmiştir. Şirket, ağı genişlemesinin ağırlıklı olarak Macrocenter ve yakın mağazacılık formatlarındaki açılışlarla desteklendiğini belirtmektedir. Online operasyonların yürütüldüğü mağaza sayısı aynı dönemde 1.024 mağaza artışla 1.553'ten 2.577'ye çıkmış olup artışın büyük bölümü yalnızca Tıkla Gel AI hizmeti veren mağazalardan (527'den 1.450'ye) gelmiştir. Online teslimat hizmeti veren mağaza sayısı ise 1.026'dan 1.127'ye yükselmiştir.

1YY26'da toplam 115 yeni mağaza açılmış, bunların 64'ü 2Ç26'da devreye alınmıştır. Açılışların 95'i Migros (61) ve Migros Jet (34) formatlarında gerçekleşirken Macrokiosk (9), Macrocenter (7), Mion (2) ve Petimo (2) formatları toplam 20 mağazayla tabloyu tamamlamıştır. Format optimizasyon programı kapsamında görece düşük performans gösteren 19 Mion mağazası kapatılmıştır. Şirket, 2026 için 180-200 yeni mağaza açılış hedefini korumaktadır.

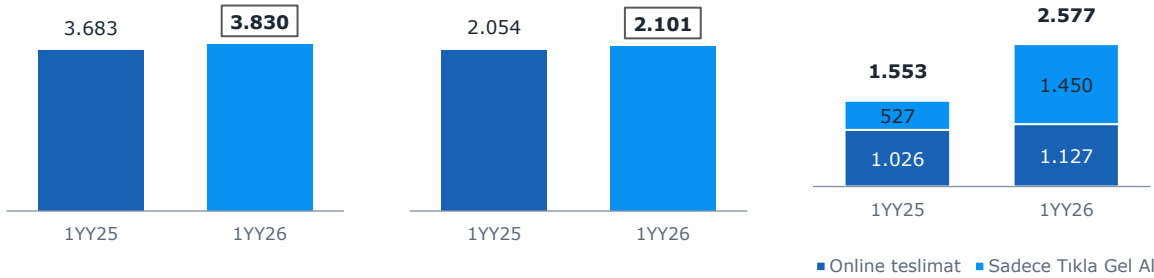
Mağaza ağı, satış alanı ve online hizmet veren mağaza sayısı

1YY25 - 1YY26

Mağaza sayısı
+147

Satış alanı (bin m²)
+%2,3

Online mağaza sayısı*
+1.024



* Online operasyonların yürütüldüğü fiziksel mağazalar.
Kaynak: 2Ç26 Şirket Sunumu

Migros Ekosistemi

Şirket, ana faaliyet alanı olan gıda perakendeciliğini desteklemek ve müşteri erişimini artırmak amacıyla tamamlayıcı iş kolları üzerinden entegre bir ekosistem inşa etmektedir. Online operasyonlar tarafında Migros One ile online gıda perakendeciliği ve yemek hizmetleri sunulurken, Paket Taxi hızlı teslimat çözümleriyle son kilometre lojistiğinde ölçek ve hız avantajı sağlamaktadır. Şirket'in dijitalleşme stratejisinin önemli bir ayağını oluşturan bu kanal müşteri deneyimini iyileştirirken aynı zamanda yüksek frekanslı sipariş akışı ile ciro büyümesine katkı sağlamaktadır.

UYARI: Burada yer alan 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. 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.

Fintek çözümleri tarafında MoneyPay (Nakitera) üzerinden sunulan e-cüzdan, "şimdi al sonra öde" (BNPL) ve B2B ödeme/tahsilat hizmetleri, Şirket'in finansal hizmetler alanında da konumlanmasını mümkün kılmaktadır. Bu sayede Şirket yalnızca ürün satışı yapan bir perakendeci olmanın ötesine geçerek müşteri ve tedarikçi ekosistemine entegre finansal çözümler sunan bir platforma dönüşmektedir. Medya tarafında ise Mimedra aracılığıyla dijital, mağaza içi ve online mecralarda reklam ve veri odaklı pazarlama hizmetleri sunularak yüksek marjlı yeni gelir kalemleri yaratılmaktadır.

Öte yandan GurmePack markası altında paketlenmiş hazır yemek üretimi ve catering hizmetleri ile müşteri sepetini genişleten Şirket, enerji tarafında ise Migen ile elektrikli araç şarj altyapısı ve enerji tedariki alanlarına yatırım yaparak sürdürülebilirlik odağını güçlendirmektedir.

Online Operasyonlar (Migros One)

Migros'un e-ticaret ve dijital hizmetlerini tek bir çatı altında toplayan Migros One, Şirket'in online gıda ve yemek teslimat platformu olup dijital dönüşümün merkezinde yer almaktadır. Platformun GMV'si (brüt ticaret hacmi) 2019-2025 döneminde enflasyondan arındırılmış bazda yaklaşık 12 kat (11,9x) büyümüş, günlük sipariş sayısı 13 binden 268 bine yükselmiştir. 2Ç26'da GMV reel bazda yıllık %21 artışla 28,5mlr TL'ye ulaşmıştır. Bunun 5,0mlr TL'sini oluşturan Migros Yemek'te GMV %70 büyümüşür.

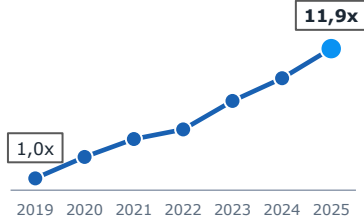
Günlük sipariş sayısı 2Ç26'da %24 artışla 263 binden 327 bine çıkmış olup bunun 91 bini yemek siparişlerinden oluşmaktadır. Son 12 ayda aktif kullanıcı sayısı tekil müşteri bazında yaklaşık 900 bin artışla 6,6 milyona ulaşmış, 2Ç26'da 677 bin yeni müşteri kazanılmıştır. Bu müşterilerin %55'i ekosisteme Migros Yemek üzerinden dahil olmuştur.

Online kanalın toplam satışlar içindeki payı (tütün ve alkol hariç) 2019'daki %3,5'ten 2025'te %21'e, 2Ç26'da ise %23,1'e yükselmiştir. Siparişlerin %57'si 45 dakikadan kısa sürede teslim edilirken Şirket, online market operasyonlarının artık kârlılığa net katkı sağladığını belirtmektedir.

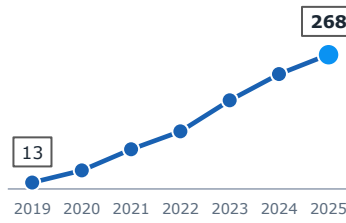
Migros One: Hızlı ve istikrarlı büyüme (2019 – 2025)

E-ticaret payı tütün ve alkol hariç, (Enflasyondan arındırılmış, yıllık)

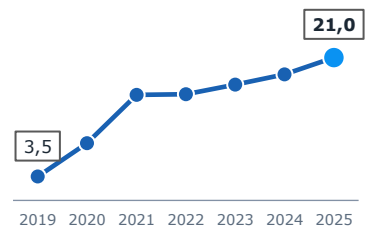
GMV endeksi (2019 = 1x)



Günlük sipariş (bin)



E-ticaret payı (%)



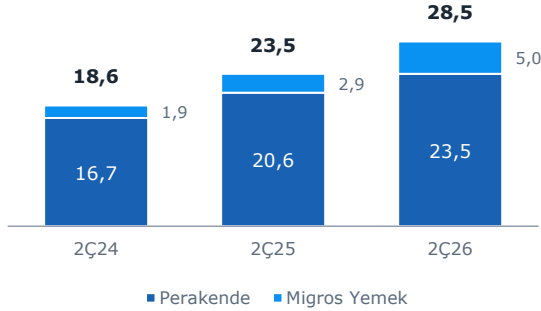
2030 hedefi: Migros'ta e-ticaret payı %27,5.

Kaynak: CMD'26 Sunumu

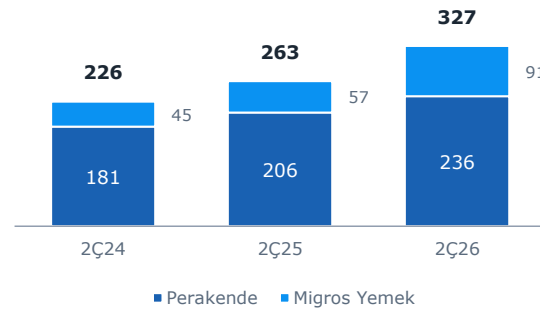
Online operasyonlar (TÜFE'den arındırılmış)

2Ç25 – 2Ç26; yıllık değişim başlıklarda gösterilmiştir

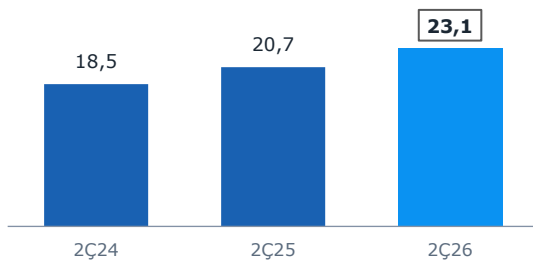
Migros One GMV (mlr TL) +%21



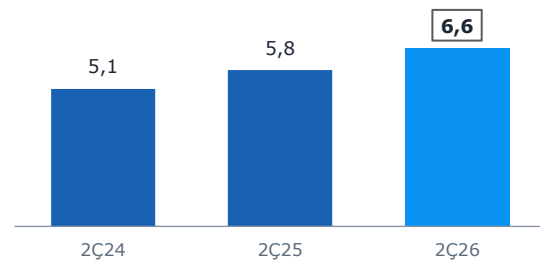
Günlük sipariş (bin) +%24



E-ticaret payı (%)* +%240 bp



Aktif kullanıcı (mn) ~+900 bin**



* Toplam online gıda satışlarının Migros toplam satışlarına oranı (tütün ve alkol hariç).

** Yıllıklandırılmış (son 12 ay), tekil müşteri.

Kaynak: 2Ç26 Şirket Sunumu

Hibrit Model Performansı

Şirket'in online operasyonları hibrit mağaza modeli sayesinde yalnızca büyüme değil aynı zamanda güçlü bir kârlılık ve verimlilik profili ortaya koymaktadır. Geçtiğimiz yılın sonuna göre hibrit mağazalar, geleneksel mağazalara kıyasla %35 daha yüksek sepet büyüklüğü yaratırken brüt kârlılık tarafında yaklaşık 200 baz puanlık ek katkı sağlamaktadır. Bunun yanı sıra operasyonel disiplin ve stok yönetimi tarafında da iyileşmeler dikkat çekmekte olup, shrinkage (kayıp/kaçak) oranında 20bp düşüş ve stok devir süresinde 9 gün iyileşme sağlanmıştır.

Bu göstergeler Şirket'in online ve fiziksel kanalları entegre ettiği hibrit modelin ölçek ekonomisi yaratarak hem gelir kalitesini hem de operasyonel verimliliği artırdığını ortaya koymaktadır. Özellikle daha yüksek sepet büyüklüğü ve daha düşük stok gün sayısı kombinasyonu nakit dönüş süresini iyileştirirken marj genişlemesi ile birlikte online kanalın sürdürülebilir kârlılık üretme kapasitesini güçlendirmektedir.

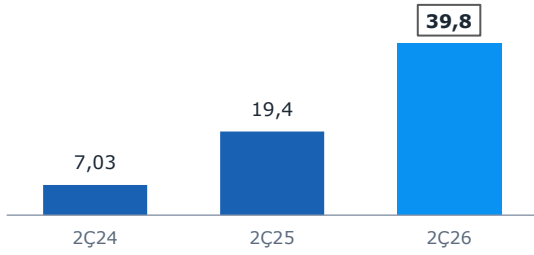
Fintek: MoneyPay

Fintek iştiraki MoneyPay, 2Ç26'da toplam ödeme hacmini (TPV) reel bazda yıllık %105 artırarak 39,8mlr TL'ye yükseltmiştir. Günlük işlem sayısı %60 artışla 266 binden 427 bine çıkmış, tüm zamanların en yüksek günlük işlem adedi ise 500 bine ulaşmıştır. Hâsılat reel bazda %80 artışla 495,0mln TL'den 893,0mln TL'ye yükselmiştir.

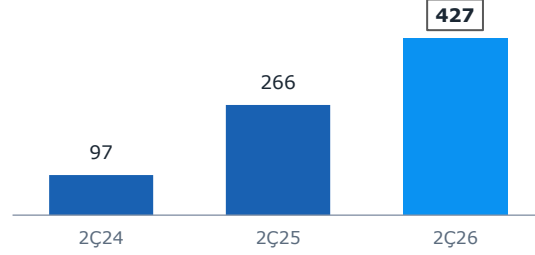
Kayıtlı kullanıcı sayısı bir yılda 1,5 milyon artışla 4,0 milyondan 5,5 milyona çıkmıştır. Şirket, MoneyPay'in FAVÖK ve net kâr düzeyinde artık pozitif sonuç ürettiğini, fintek iş kolunun büyümesini kârlı biçimde sürdürdüğünü belirtmektedir.

MoneyPay operasyonları (TÜFE'den arındırılmış)

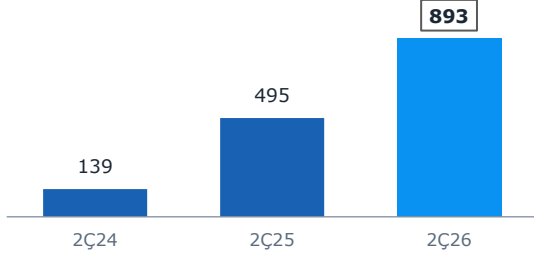
Ödeme hacmi (mlr TL) +%105



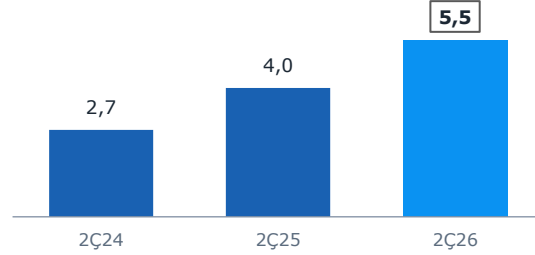
Günlük işlem sayısı (bin) +%60



Hasılat (milyon TL) +%80



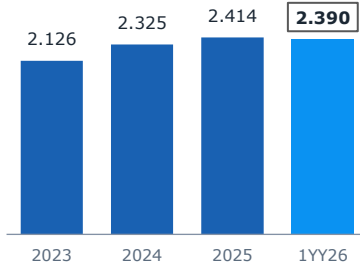
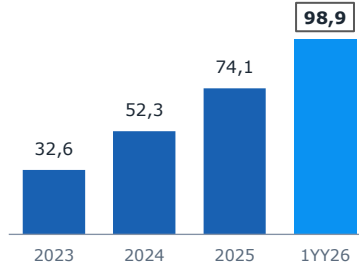
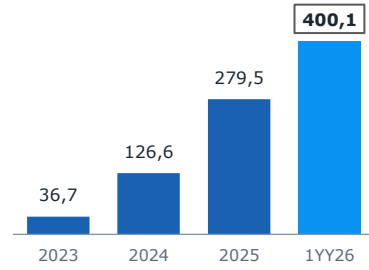
Kayıtlı kullanıcı (milyon) +1,5 mn



Kaynak: 2Ç26 Şirket Sunumu

Ekosistem Trafiği

Ekosistemdeki günlük ortalama işlem sayısı ana perakende ve online tarafında 2023'teki 2.126 binden 2025'te 2.414 bine yükselmiş, 1Y26'da 2.390 bin olmuştur. Yemek iş kolunda (Gurmepack ve Migros Yemek) günlük işlem sayısı aynı dönemde 32,6 binden 74,1 bine ve 1Y26'da 98,9 bine, fintek iş kolunda ise 36,7 binden 279,5 bine ve 1Y26'da 400,1 bine çıkmıştır.

Ekosistem trafiğindeki büyüme**Ana perakende ve online müşteri trafiği (bin)****Yemek iş kolu¹ işlem sayısı (bin)****Fintek iş kolu işlem sayısı (bin)****Günde 2.600 bin işlem****Günde 100 bin işlem****Günde 400 bin işlem****2026T günlük işlem sayısı (kümülatif): ~3,1 milyon**

¹ Gurmepack ve Migros Yemek'i içerir.
Kaynak: 2Ç26 Şirket Sunumu

Bire Bir Mağaza Performansı

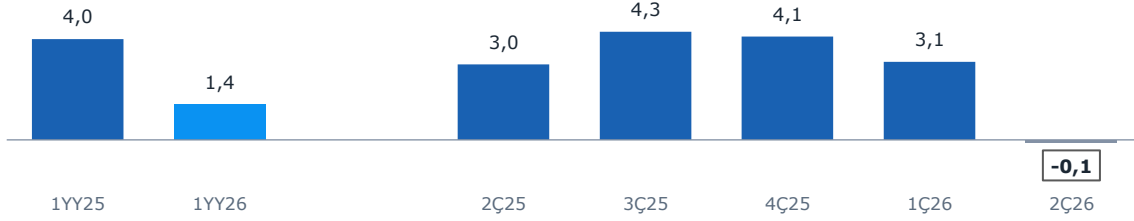
Enflasyondan arındırılmış bire bir mağaza satış büyümesi 2Ç26'da %0,1 daralmış, 1Y26'da ise %1,4 olmuştur. Sepet büyümesi 2Ç26'da %0,7, 1Y26'da %2,4 seviyesinde kalırken trafik 2Ç26'da %0,8, 1Y26'da %0,9 azalmıştır. TMS 29 hariç (nominal) tarafta ise birebir satış büyümesi 2Ç26'da %32,2, 1Y26'da %33,5'tir.

Şirket, okulların geçen yıla göre geç kapanmasının haziran ayında sezonluk mağazaların performansını baskıladığını ve talebin bir kısmının Temmuz'a kaydığını belirtmektedir. 2Ç26 ve Temmuz 2026'da alkol hariç birebir mağaza müşteri trafiği pozitifdir. 1YY26 konsolide satış büyümesinde %2,3'lük katkı satış alanı büyümesinden gelirken geri kalanı birebir mağazalardaki reel sepet büyümesinden gelmiştir. Sepet büyümesinde yoğun promosyonlar ve online kanalların artan satış katkısı etkili olmuştur.

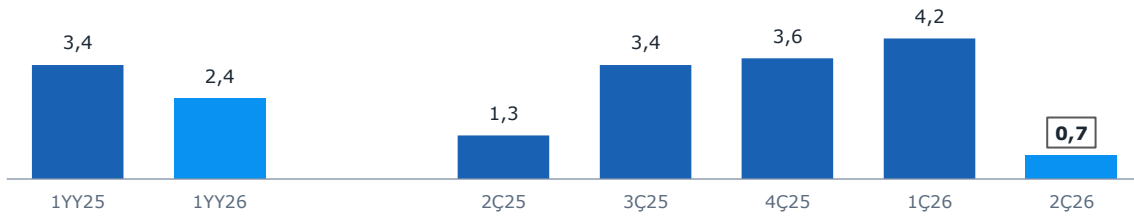
Birebir mağaza performansı (TÜFE'den arındırılmış)

Yıllık değişim, %; solda 1Y26, sağda net çeyreklik

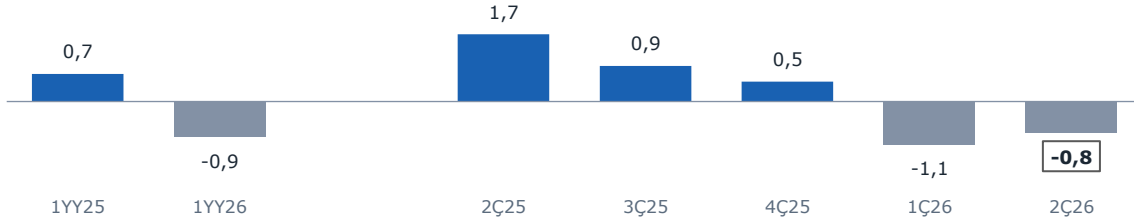
Bire bir mağaza satış büyümesi (%)



Bire bir mağaza sepet büyümesi (%)



Bire bir mağaza trafik büyümesi (%)



Yalnızca perakende satışlar dikkate alınmıştır (toptan hariç). Birebir satışlar, raporlama döneminden önceki son 12 ay içinde açık olan mağazaların net satışlarıdır.

Kaynak: 2Ç26 Şirket Sunumu

Yatırım Harcamaları ve Temettü Politikası

1Y26'da TMS 29 dahil yatırım harcamaları yatay bir seyirle 6,3mlr TL olmuş, satışlara oranı %2,6'ya gerilemiştir.

Yatırım harcamalarının %41'i BT, jet kasa ve elektronik fiyat etiketlerine, %32'si mağaza ve dağıtım merkezlerinin bakım-onarımına, %19'u yeni mağazalara, %5'i iştiraklere ve %3'ü yeni dağıtım merkezlerine yönlendirilmiştir. Şirket dört stratejik önceliğini (ana perakende büyümesi, mağaza içi verimlilik, mağaza ve dağıtım merkezi renovasyonları, dijital ekosistem) sürdürmüş olup elektronik fiyat etiketi ve jet kasa gibi verimlilik yatırımları 1Y26'da faaliyet giderlerinde 42bp tasarruf

UYARI: Burada yer alan 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. 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.

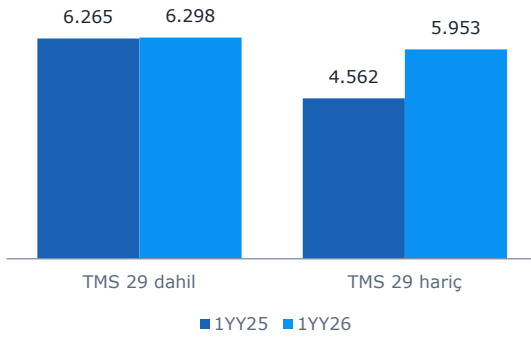
sağlamıştır. Kurulu güneş enerjisi kapasitesi elektrik tüketiminin yaklaşık %22'sini karşılamaktadır.

Sermaye tahsisi tarafında Şirket, 2025 yılı için 1,48mlr TL brüt nakit temettü dağıtmıştır. Bunun 650,0mln TL kısmı Kasım 2025'te avans olarak ödenmiş, kalan 825,0mln TL kısmı ise 13-15 Mayıs 2026'da pay sahiplerine dağıtılmıştır.

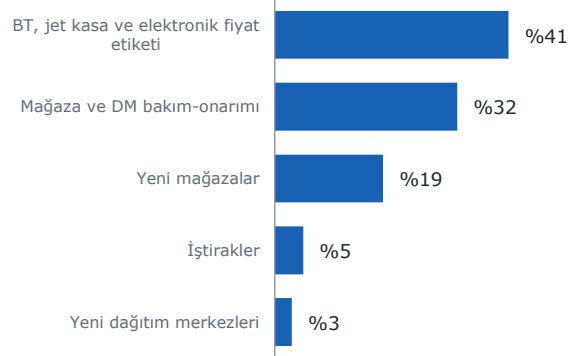
Yatırım harcamaları

1Y25 - 1Y26

Yatırım harcaması (mn TL)



Yatırım harcamaları kırılımı (1Y26)



Yatırım harcamaları/satışlar: TMS 29 dahil %2,7 → %2,6; TMS 29 hariç %2,7 → %2,6.

Kaynak: 2Ç26 Şirket Sunumu

Sektörel Görünüm ve Pazar Payının Gelişimi

Perakende sektörü, hane halkı tüketiminin doğrudan yansıdığı ve üretimden dağıtıma pek çok sektörün işleyişini belirleyen bir alandır. Türkiye'de toplam perakende satışlar 2025 yılında vergiler hariç yaklaşık 224mlr USD seviyesinde gerçekleşmiş olup bunun %53,7'sine karşılık gelen 120,2mlr USD'lik bölümü gıda perakendesinden oluşmaktadır. Yaklaşık 370 bin satış noktasının bulunduğu sektörde beş ve üzeri mağazası olan 200'ün üzerinde zincir faaliyet göstermektedir.

Sektörün yapısal eğilimi organize perakendenin pay kazanması ve geleneksel kanalın pay kaybetmesi yönündedir. Organize perakendenin gıda perakendesi içindeki payı 2014'teki %41,8'den 2025'te %67,3'e yükselirken bakkal, kasap, manav ve pazar gibi geleneksel kanalların payı %58,2'den %32,7'ye gerilemiştir. Kanal kırılımında indirim marketleri %32,2, süpermarketler ise %28,7 paya sahiptir. Yüksek seyreden gıda enflasyonu tüketiciyi fiyat odaklı alışverişe ve özel markalı ürünlere yönlendirmekte, bu durum indirim marketlerinin büyümesini desteklemektedir. 2024-2025 döneminde en büyük on zincir toplam 3.055 yeni mağaza açmıştır.

Sektörde yoğunlaşma yüksektir. BİM (%18,4), Migros (%9,2), A101 (%7,8) ve Şok (%6,0) toplam

UYARI: Burada yer alan 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. 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.

gıda perakende satışlarının %41,4'ünü gerçekleştirmektedir. Migros, indirim formatının ağırlık kazandığı bu yapıda süpermarket kanalının en büyük oyuncusu konumundadır. 31 Temmuz 2026'da A101'in sahibi Yeni Mağazacılık A.Ş.'nin CarrefourSA'nın %89,28'ini devralmasıyla sektörde konsolidasyon hızlanmış olup iki şirketin 2025 verilerine göre birleşik pazar payı %9,6'dır.

Türkiye İstatistik Kurumu (TÜİK) verilerine göre perakende satış hacmi Temmuz 2026'da yıllık %10,4, aylık %0,2 artmıştır. Aynı dönemde toplam ticaret satış hacmi yıllık %0,6 gerilemiş, toptan ticaret %4,2, motorlu kara taşıtları ticareti ise %9,8 daralmıştır. Perakende satış hacmindeki artışa karşın Şirket'in birebir mağaza satışlarının 2Ç26'da reel bazda yatay seyretmesi, büyümenin kanallar ve kategoriler arasında eşit dağılmadığına işaret etmektedir.

E-ticaretin Görünümü

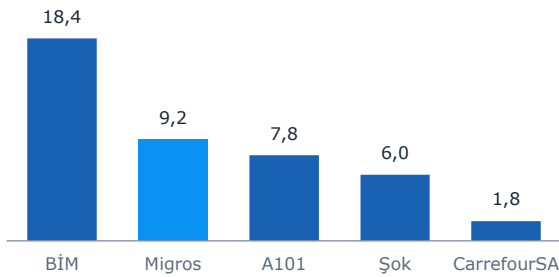
Ticaret Bakanlığı verilerine göre Türkiye'de e-ticaret hacmi 2025 yılında %52,2 artışla 4,57trln TL'ye ulaşmış, işlem sayısı yaklaşık 6 milyar olmuştur. Perakende e-ticaret hacmi %51,8 artışla 2,46trln TL'ye yükselmiştir. Aynı gün teslimata dayanan hızlı ticaretin hacmi %55,6 artışla 388,7mlr TL'ye çıkmış, e-ticaret içindeki payı 2019'daki %1,6'dan %8,5'e yükselmiştir. Bu hacmin yaklaşık %70'i gıda teslimatlarından oluşmaktadır.

- 11 -

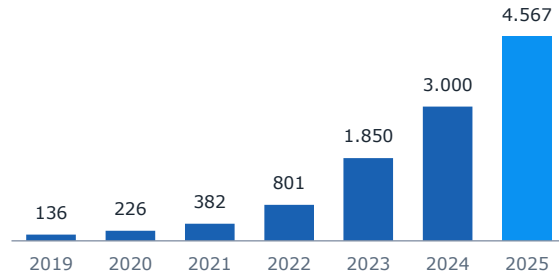
Buna karşın online kanalın gıda perakendesi içindeki payı sınırlıdır. USDA verilerine göre bu pay 2019'daki %1,2'den 2025'te %2,1'e yükselmiştir. Migros'un online satışlarının toplam satışları içindeki payının (tütün ve alkol hariç) 2Ç26'da %23,1 olması, hesaplama yöntemleri farklı olmakla birlikte, Şirket'in online gıda perakendesinde sektör geneline kıyasla belirgin biçimde önde olduğunu göstermektedir.

Gıda perakendesinde pazar payları ve e-ticaret hacmi

Gıda perakendesinde pazar payı (%)



Türkiye'de e-ticaret hacmi (mlr TL)



Kaynak: USDA Foreign Agricultural Service (Haziran 2026), Ticaret Bakanlığı

UYARI: Burada yer alan 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. 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.

Perakende Ticaret Sektöründe Faaliyet Gösteren Şirketler

Türkiye gıda perakendesinde ulusal ölçekte faaliyet gösteren şirketler indirim marketleri (BİM, A101, Şok), çok formatlı süpermarket zincirleri (Migros, CarrefourSA) ve organize toptan satış mağazaları (Bizim Toptan, Metro) olarak gruplanabilir. Bu şirketlerin yanında çok sayıda yerel ve bölgesel zincir faaliyet göstermektedir. Başlıca şirketlere ilişkin göstergeler aşağıda özetlenmiştir.

Başlıca gıda perakendecileri

2025 yılı gıda perakende satışları içindeki pazar payı

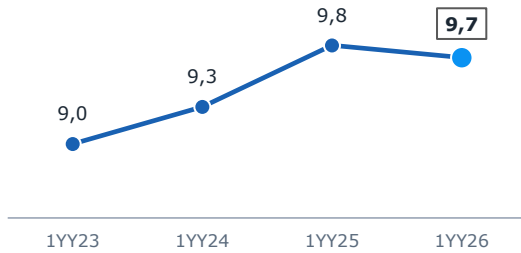
Şirket	Format	Pazar payı	BIST kodu
BİM	Yüksek indirim	%18,4	BIMAS
Migros	Süpermarket, çok formatlı	%9,2	MGROS
A101	Yüksek indirim	%7,8	Halka açık değil
Şok	İndirim	%6,0	SOKM
CarrefourSA	Süpermarket, hipermarket	%1,8	CRFSA

Nielsen verilerine göre Migros'un toplam FMCG pazar payı 1YY26'da %9,7, modern FMCG pazar payı %15,3 olmuştur. Her iki pay da 1YY23'ten 1YY25'e kadar art arda yükselirken 1YY26'da ise sınırlı geri çekilmiştir. 1YY23'e göre kümülatif kazanım toplam FMCG'de 76, modern FMCG'de 116 baz puanıdır.

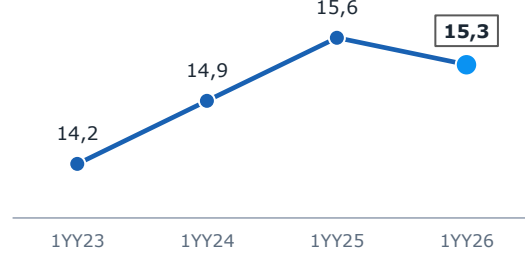
Şirket, alkollü içecek kategorisi hariç tutulduğunda toplam FMCG pazar payının yıllık bazda 10 baz puanı arttığını belirtmektedir. Bu durum toplam paydaki sınırlı gerilemenin ağırlıklı olarak alkol kategorisinden geldiğine işaret etmektedir. Yaz sezonunun geçen yıla göre geç başlaması sezonluk mağazaların müşteri trafiğini olumsuz etkilemiş, temmuz ayında bu mağazalarda trafikte iyileşme gözlenmiştir.

Migros pazar payı gelişimi (Nielsen, 1YY26)

Toplam FMCG payı (%) +76 bp*



Modern FMCG payı (%) +116 bp*



Kaynak: 2Ç26 Şirket Sunumu

UYARI: Burada yer alan 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. 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.

Borsa İstanbul'da İşlem Gören Perakende Ticaret Şirketleri

- BİM Birleşik Mağazalar A.Ş. (BIMAS): Türkiye'nin en büyük gıda perakendecisi olan şirket yüksek indirim formatında faaliyet göstermektedir. Haziran 2026 itibarıyla toplam mağaza sayısı 14.851'dir (Türkiye'de 13.032 BİM ve 364 FILE, Fas'ta 999, Mısır'da 456). 2Ç26'da satışları 221,9mlr TL, FAVÖK marjı %6,1, net kârı 8,0mlr TL olmuş, 1YY26 satışları 449,7mlr TL'ye ulaşmıştır. Satışların yaklaşık %95'i yurt içi operasyonlardan gelmektedir.
- Şok Marketler Ticaret A.Ş. (SOKM): Yıldız Holding iştiraki olan indirim zinciri Haziran 2026 itibarıyla 11.175 mağaza ve 52.790 çalışanla faaliyet göstermektedir. 1Y26 satışları reel bazda %7 artışla 167,8mlr TL olmuş, şirket 2Ç26'da 563,8mn TL net zarar açıklamıştır.
- CarrefourSA Carrefour Sabancı Ticaret Merkezi A.Ş. (CRFSA): Süpermarket ve hipermarket formatlarında faaliyet gösteren şirket Haziran 2026 itibarıyla 77 ilde 1.264 mağaza, 527,7 bin m² satış alanı ve 9.385 çalışana sahiptir. Şirketin %89,28'i 31 Temmuz 2026'da A101'in sahibi Yeni Mağazacılık A.Ş.'ye devredilmiştir. Rekabet Kurulu işleme, 38'i CarrefourSA ve 10'u A101 olmak üzere 48 mağazanın elden çıkarılması koşuluyla izin vermiştir.
- Bizim Toptan Satış Mağazaları A.Ş. (BIZIM): Yıldız Holding iştiraki olan şirket 73 ilde 169 mağazayla organize toptan satış (cash & carry) alanında faaliyet göstermektedir. Seç Market iş ortaklığı modeli ve ev dışı tüketim kanalına hizmet veren g2m diğer iş kollarıdır. 1Y26'da net satışları %16,6 gerilemiş, FAVÖK 592,7 mn TL olmuştur.
- Bölgesel zincirler (MOPAS, GMTAS, KIMMR): Mopaş Mart 2026 itibarıyla İstanbul ve Kocaeli'de 131 mağazayla, Gimat Mağazacılık Ankara merkezli olarak, Ersan Alışveriş ise Kim Market markasıyla bölgesel ölçekte faaliyet göstermektedir.

- 13 -

Yabancı Borsalarda İşlem Gören Perakende Ticaret Şirketleri

- Jiajiayue Group (Çin): Merkezi Shandong eyaletinin Weihai kentinde bulunan ve payları Şanghay Borsası'nda işlem gören şirket süpermarket zinciri işletmektedir. 2025 sonu itibarıyla 907'si doğrudan işletilen, 167'si franchise olmak üzere 1.074 mağazası bulunmaktadır. Mağazalar Shandong ile Hebei, İç Moğolistan, Pekin, Anhui ve Jiangsu'da yoğunlaşmaktadır.
- Grupo Comercial Chedraui (Meksika): Meksika ve ABD'de faaliyet gösteren şirketin 2025 sonu itibarıyla 683'ü Meksika'da, 384'ü ABD'de olmak üzere 1.067 mağazası bulunmaktadır. Meksika'da Chedraui, Super Chedraui ve Supercito, ABD'de El Super, Fiesta ve Smart & Final markalarıyla faaliyet göstermektedir. 2025 yılında konsolide net satışları %4,8 artışla 295,3mlr MXN olmuş, bunun 140,6mlr MXN'si Meksika operasyonlarından gelmiştir. Şirket 2025 yılında Meksika'da 142, ABD'de 1 yeni mağaza açmıştır.

UYARI: Burada yer alan 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. 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.

- Cencosud (Şili): Şili, Arjantin, ABD, Brezilya, Peru ve Kolombiya olmak üzere altı ülkede faaliyet göstermektedir. Jumbo, Santa Isabel, Disco, Wong, Metro, Easy, Paris ve The Fresh Market başlıca markalarıdır. Şirketin 2Ç26 sonuç duyurusuna göre 1.367 mağazası ve 69 alışveriş merkezi bulunmaktadır.

Finansal Analiz

Şirket, 2Ç26'da TMS 29 kapsamında konsolide net satışlarını reel bazda yıllık %2,7 artışla 124,4mlr TL'ye yükseltmiş olup satışlar beklentilerin hafifçe altında kalmıştır. İlk altı ayda konsolide satışlar reel %4,5 artışla 241,3mlr TL olmuştur. 1YY26 büyümesinde net satış alanı genişlemesinin katkısı %2,3 olurken kalan kısım birebir mağazalardaki reel sepet büyümesinden gelmiştir. Birebir mağaza satışları 2Ç26'da %0,1 azalmış olup sepet büyümesi %0,7 ile pozitif kalırken müşteri trafiği %0,8 gerilemiştir. Okulların geç kapanması nedeniyle Haziran'da sezonluk mağazalardaki talebin bir kısmı Temmuz'a kaymış, Şirket Temmuz'da sezonluk mağazalarda trafikte iyileşme gözlemlemiştir.

Brüt kâr 2Ç26'da %2,4 azalışla 28,2mlr TL'ye gerilemiş, brüt kâr marjı 1,2 puan daralarak %22,7 olmuştur. 1YY26'da brüt kâr %0,4 artışla 55,8mlr TL olurken marj %24,0'dan %23,1'e inmiştir. Vadeli alımlarda uygulanan faiz ve stoklardaki enflasyon düzeltmesi etkileri hariç brüt marj 2Ç26'da 60 baz puan (%21,8'den %21,2'ye), 1YY26'da 50 baz puan (%22,1'den %21,6'ya) düşmüştür. Şirket, daralmanın başlıca nedenlerini geçen yıla göre yoğunlaşan promosyon kampanyaları ve dağıtım merkezi çalışanlarının kadroya geçirilmesinin depo maliyetlerinde yarattığı 20 baz puanlık artış olarak açıklamaktadır. 1YY26'daki 50 baz puanlık daralma, amortisman ve itfa payları hariç faaliyet giderlerinin satışlara oranındaki 39 baz puanlık iyileşmeyle büyük ölçüde dengelenmiştir.

Konsolide FAVÖK 2Ç26'da yıllık %19,6 azalışla 5,3mlr TL'ye gerilemiş, FAVÖK marjı %5,4'ten %4,3'e düşmüş ve beklentilerin altında kalmıştır. 1YY26'da FAVÖK %6,8 azalışla 11,0mlr TL, marj ise %4,5 olmuştur. Vadeli alım faizi ve stok enflasyon düzeltmesi etkileri hariç FAVÖK marjı 2Ç26'da %3,3'ten %2,8'e gerilerken 1YY26'da %3,1'den %3,0'a yatay seyretmiştir; çeyrekteki 50 baz puanlık daralma promosyonların brüt marj üzerindeki baskısından kaynaklanmıştır. Faaliyet giderleri 2Ç26'da %7,3 artışla 28,8mlr TL'ye çıkmıştır. Esas faaliyet zararı 5,9mlr TL'ye genişlemiş 7,0mlr TL'lik net parasal pozisyon kazancı bu zararı büyük ölçüde dengelemiştir.

Net finansman gideri 2Ç26'da %15,8 artışla 1,58mlr TL'ye, 1YY26'da ise %31,3 artışla 3,27mlr TL'ye yükselmiştir. Finansman gelirleri mevduat faiz gelirlerindeki %32,0 ve kur farkı gelirlerindeki %76,5'lik düşüşle 2Ç26'da %39,0 azalarak 1,42mlr TL'ye gerilemiştir. Finansman giderleri ise %18,7 azalışla 3,0mlr TL olmuş; bankalarla ertesi gün tahsilat modelinden vadeli tahsilat modeline geçilmesinin ardından kredi kartı komisyon giderleri %35,1 düşmüştür. Buna karşın kiralama yükümlülüğü faiz giderleri %8,2 artışla 1,6mlr TL'ye çıkarken banka kredisi faiz giderleri 9 milyon TL ile ihmal edilebilir düzeye inmiştir.

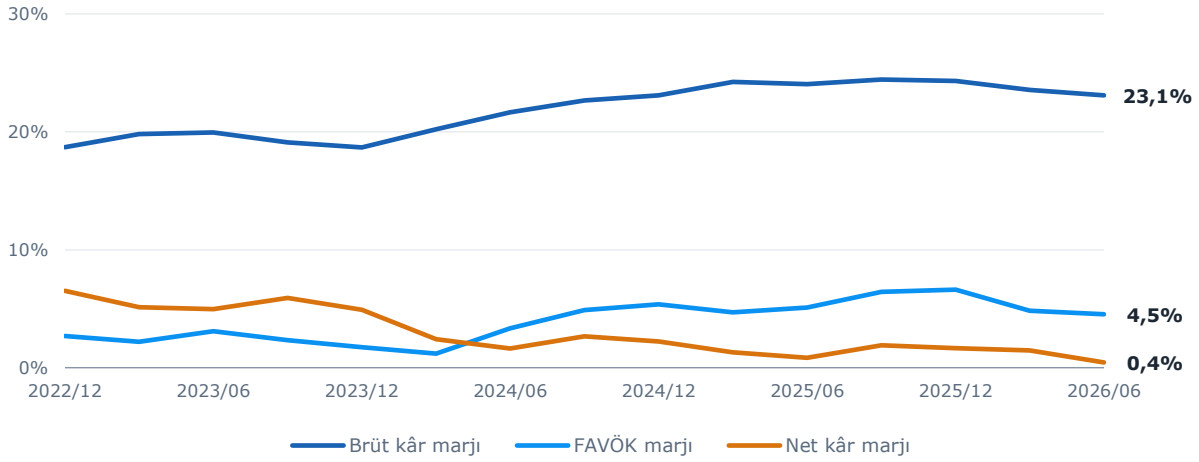
Şirket, 2Ç26'da 645 milyon TL net dönem zararı açıklamıştır. Net kâr marjı %-0,5'e gerilemiştir. Zararın nedenleri, etkiler hariç brüt marjdaki 60 baz puanlık düşüş, amortisman, net parasal kazanç

ve vergi kaynaklı 20 baz puanlık olumsuz etki ile net finansman giderlerindeki 14 baz puanlık artıştır. İlk altı ayda net dönem kârı %44,4 azalışla 1,08mlr TL'ye, net kâr marjı %0,4'e gerilemiştir.

Kâr marjlarının çeyreklik seyri incelendiğinde brüt kâr marjının 3Ç24-4Ç25 döneminde %23,9-25,1 bandında seyrettiği, 2026'nın ilk iki çeyreğinde ise %23,6 ve %22,7'ye gerilediği görülmektedir. FAVÖK marjı, sezonluk mağazaların katkısıyla üçüncü çeyreklerde en yüksek seviyesine ulaşmakta (3Ç24: %7,6; 3Ç25: %8,8), yılın ilk yarısında ise %4-5 bandına inmektedir. 2Ç26'daki %4,3'lük FAVÖK marjı ve %-0,5'lik net kâr marjı son sekiz çeyreğin en düşük seviyeleridir.

Kâr marjlarının seyri

Kümülatif, TMS 29 dahil, %



Kaynak: Şirket finansal raporları

Bilanço ve Nakit Yönetimi

Haziran 2026 itibarıyla TMS 29'a göre toplam varlıklar Aralık 2025'e kıyasla %1,3 artışla 246,8mlr TL'den 250,1mlr TL'ye yükselmiştir. Toplam yükümlülükler %2,3 artışla 152,7mlr TL'den 156,1mlr TL'ye çıkarken özkaynaklar %0,2 azalışla 94,1mlr TL'den 93,9mlr TL'ye gerilemiştir. Özkaynakların toplam kaynaklar içindeki payı %38,1'den %37,6'ya inmiştir.

Dönen varlıklar %1,6 azalışla 89,8mlr TL'den 88,4mlr TL'ye gerilemiş, toplam varlıklar içindeki payı %36,4'ten %35,3'e inmiştir. Duran varlıklar ise %3,0 artışla 161,7mlr TL'ye yükselmiştir. Nakit ve nakit benzerleri 32,7mlr TL'den 32,6mlr TL'ye gerileyerek dönen varlıkların yaklaşık %37'sini oluşturmaya devam etmektedir. Stok devir süresi yaklaşık 49 gün olup perakende sektörü ortalamasıyla (48 gün) paraleldir. Ticari alacaklar ise perakende iş modelinin bir yansıması olarak yalnızca yaklaşık 2 günlük satışa karşılık gelmektedir (alacak devir süresi 2,2 gün; sektör ortalaması 10,6 gün).

UYARI: Burada yer alan 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. 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.

Kısa vadeli yükümlülükler %2,5 azalışla 113,4mlr TL'den 110,6mlr TL'ye inerken uzun vadeli yükümlülükler %15,9 artışla 39,3mlr TL'den 45,6mlr TL'ye yükselmiş böylece kısa vadeli yükümlülüklerin toplam yükümlülükler içindeki payı %74,2'den %70,8'e gerilemiştir. TFRS 16 hariç finansal borçlar ise yıllık %6,4 azalışla yalnızca 823 milyon TL olup banka kredilerine ilişkin faiz gideri 1YY26'da 18 milyon TL'ye inmiştir. Dolayısıyla finansal borcun yaklaşık %98'i kiralama yükümlülüklerinden oluşmaktadır. Ticari borç devir süresi yaklaşık 95 gündür ve perakende sektörü ortalamasının (75 gün) belirgin üzerindedir. Şirket işletme sermayesini büyük ölçüde tedarikçi vadesiyle finanse etmektedir.

Cari oran Aralık 2024'teki 0,81 seviyesinden Aralık 2025'te 0,79'a gerilemiş, Haziran 2026'da 0,80'e hafifçe toparlanmıştır. Likit oran aynı dönemde 0,37'den 0,36'ya, nakit oran ise 0,32'den 0,29'a gerilemiş; nakit oran Haziran 2026'da 0,29 ile yatay seyretmiştir. Cari oranın 1'in altında olması, negatif işletme sermayesi ve uzun tedarikçi vadesi nedeniyle perakende sektörünün yapısal bir özelliğidir.

1Y26'da işletme faaliyetlerinden sağlanan net nakit %46,5 artışla 12,2mlr TL'den 17,8mlr TL'ye yükselmiş olup net işletme sermayesi değişiminin nakit akışına katkısının 0,3mlr TL negatiften 1,9mlr TL pozitif dönmeye dönüşmesi artışın önemli bir bölümünü açıklamaktadır. Yatırım faaliyetlerinde 6,6mlr TL, finansman faaliyetlerinde 6,4mlr TL nakit çıkışı olmuştur. Serbest nakit akışı 898 milyon TL'den 5,8mlr TL'ye çıkmış, 2Ç26'da ise %16,6 azalışla 4,5mlr TL olmuştur. Negatif net işletme sermayesi Aralık 2025'ten bu yana 23,6mlr TL'den 22,2mlr TL'ye daralmıştır.

- 16 -

Riskler ve Fırsatlar

Sektöre Özgü Riskler

- Talep yönlü riskler: Yüksek enflasyon ve sıkı finansal koşullar hane halkının alım gücünü baskılamakta, tüketiciyi daha seçici davranmaya ve düşük fiyatlı ürünlere yöneltmektedir. Fiyat artışları nominal ciroyu desteklese de reel satış hacmi ve sepet büyüklüğü üzerinde baskı yaratabilmektedir.
- Rekabet ve konsolidasyon: İndirim marketlerinin gıda perakendesindeki payı %32,2'ye ulaşmış olup yoğun mağaza açılışları ve promosyon rekabeti sektör genelinde kâr marjlarını baskılamaktadır. A101'in CarrefourSA'yı devralması, indirim formatındaki bir şirketin süpermarket ve hipermarket formatlarına da girmesi anlamına gelmekte ve rekabet dengelerini değiştirebilecek bir gelişme olarak öne çıkmaktadır.
- Maliyet enflasyonu: Emek yoğun bir sektör olan perakendede asgari ücret ve toplu iş sözleşmesi kaynaklı ücret artışları ile kira, enerji ve lojistik maliyetlerindeki yükselişler faaliyet giderlerini doğrudan etkilemektedir.
- Tedarik ve gıda fiyatları: Tarımsal üretimdeki dalgalanmalar, iklim koşulları ve döviz kurundaki

UYARI: Burada yer alan 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. 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.

hareketler tedarikçi fiyatlarına yansımaktadır. Maliyet artışlarının raf fiyatlarına tam olarak aktarılamaması brüt kâr marjını olumsuz etkileyebilmektedir.

- Yasal düzenlemeler ve denetimler: Sektör, Rekabet Kurumu incelemelerine ve Ticaret Bakanlığı'nın fiyat denetimlerine konu olmaktadır. Fiyatlama, mağaza açılışları, çalışma saatleri veya tedarikçi ödeme vadelerine ilişkin olası yeni düzenlemeler sektörün kârlılığını ve işletme sermayesi yapısını etkileyebilir.
- E-ticaret ve hızlı ticaret rekabeti: Hızlı ticaret hacminin 2025'te %55,6 büyümesi, yalnızca online faaliyet gösteren platformların gıda ve market teslimatında mağazalı perakendecilerle rekabetini artırmaktadır.

Şirkete Özgü Riskler

- Marj baskısı: Zayıf seyreden tüketici talebi ortamında yoğunlaşan promosyon faaliyetleri brüt kâr marjı üzerindeki baskısını sürdürmekte olup bu durum 2Ç26'da piyasa beklentisinin belirgin altında bir net zarara yol açmıştır. Vadeli alım faizi ve stok enflasyon düzeltilmesi etkileri hariç brüt kâr marjı 2Ç26'da 60bp gerilemiştir.
- Büyüme hedefleri ve pazar payı: Şirket, mevcut eğilimlerin 2026 yılı için hedeflenen %5-7 satış büyümesi aralığının alt bandına yakın bir gerçekleşmeye işaret ettiğini belirtmektedir. Toplam ve modern FMCG pazar paylarının 1Y23-1Y25 döneminde kesintisiz yükselmesinin ardından 1Y26'da sınırlı da olsa gerilemesi, önceki dönemlerdeki kazanımların kalıcılığının yakından izlenmesi gerektiğine işaret etmektedir.
- Format kaynaklı rekabet riski: Şirket'in net satış alanının yaklaşık %83'ü süpermarket ve yakın mağazacılık formatlarından oluşmaktadır. Tüketicinin fiyat odaklı tercihlerinin kalıcı hale gelmesi ve A101'in CarrefourSA'yı devralmasının ardından süpermarket formatında rekabetin artması, Şirket'in pazar payı ve fiyatlama gücü üzerinde baskı yaratabilir.
- Personel maliyetleri: Dağıtım merkezi çalışanlarının Şirket kadrosuna geçirilmesi depo maliyetlerinde 20 baz puanlık artışa yol açmıştır. 64.708 çalışanı bulunan ve 2026'da 9.000'den fazla ilave istihdam planlayan Şirket'te enflasyon üzerinde seyreden toplu iş sözleşmesi kaynaklı ücret artışları faaliyet giderleri üzerindeki baskının sürmesine neden olabilir.
- Kiralama yükümlülükleri ve finansman giderleri: Finansal borcun yaklaşık %98'i kiralama yükümlülüklerinden oluşmaktadır. Kiralama yükümlülüğü faiz giderlerinin 2Ç26'da yıllık %8,2 artışla 1,6mlr TL'ye çıkması ve net finansman giderinin 1Y26'da %31,3 artması, finansman maliyetlerinin TL faiz ortamına ve kira artışlarına duyarlılığını göstermektedir.
- İşletme sermayesi yapısı: Şirket işletme sermayesini büyük ölçüde tedarikçi vadesiyle finanse etmektedir. Ticari borç devir süresi yaklaşık 95 gün ile sektör ortalamasının üzerinde, cari oran

ise 0,80 seviyesindedir. Tedarikçi vadelerinin kısalması veya vadeli alım koşullarının değişmesi nakit akışını olumsuz etkileyebilir.

- Enflasyon muhasebesi kaynaklı oynaklık: TMS 29 kapsamında vadeli alım faizi ve stok enflasyon düzeltmesi etkileri raporlanan kâr marjlarını dönemsel olarak dalgalandırmakta, çeyrekler arası karşılaştırmaları ve marj eğiliminin okunmasını güçleştirmektedir. 2Ç26'da 5,9mlr TL'lik esas faaliyet zararının 7,0mlr TL'lik net parasal pozisyon kazancıyla büyük ölçüde dengelenmesi, net kârın bu kaleme duyarlılığını göstermektedir.
- Yeni iş kollarına ilişkin riskler: Online gıda ve yemek teslimatında (Migros One, Migros Yemek) yalnızca online faaliyet gösteren platformlarla, ödeme hizmetlerinde (MoneyPay) ise bankalar ve diğer fintek şirketleriyle rekabet edilmektedir. Bu alanlarda büyümenin kârlılıkla birlikte sürdürülmesi ve ödeme hizmetlerine ilişkin düzenlemelerdeki olası değişiklikler izlenmesi gereken unsurlardır.

2026 Beklentileri

Migros, 2026 yılı beklentilerini korumuştur. TMS 29 dahil konsolide satış büyümesinin %5-7 (2025: %7,3), TMS 29 FAVÖK marjının yaklaşık %6-7 (2025: %6,6), vadeli alım faiz etkisi ile stok enflasyon düzeltmesi hariç FAVÖK marjının ise %4-5 (2025: %4,4) aralığında gerçekleşmesi beklenmektedir. Yıllık beklentide değişiklik yapılmamakla birlikte mevcut trendler satış büyümesinin hedef aralığın alt bandına yakın gerçekleşebileceğine işaret etmektedir. 1YY26'da satış büyümesi %4,5, TMS 29 FAVÖK marjı %4,5, etkiler hariç FAVÖK marjı %3,0 olmuştur.

Büyüme ve yatırım tarafında 180-200 yeni mağaza hedefi (2025: 259) ile %2,5-3,0 yatırım harcamaları/satışlar oranı (2025: %3,3) korunmuştur. 1YY26'da 115 mağaza açılmış, yatırım harcamalarının satışlara oranı %2,6 olmuştur. Temmuz ayındaki 15 açılışla yılbaşından bu yana açılan mağaza sayısı 130'a ulaşmıştır. Şirket, genişleyen mağaza ağını desteklemek için 2026'da 9.000'den fazla ilave çalışan işe almayı planlamaktadır.

Yönetim, temmuz ayında sezonluk mağazalarda gözlenen müşteri trafiği iyileşmesinin yıl sonu beklentilerine ulaşılacağına yönelik güvenini güçlendirdiğini ifade etmektedir. Orta vadede (2027-2030) ise Şirket'in daha önce paylaştığı çerçevede yıllık düşük-orta tek haneli reel büyüme, yaklaşık %2,5 yatırım harcaması/satış oranı, online payın %27,5'e yükselmesi ve FAVÖK marjında en az 100bp iyileşme öngörülmektedir.

ÖZET FİNANSAL TABLOLAR

MİGROS TİCARET A.Ş.

Konsolide Finansal Durum Tablosu (bin TL)

Bilanço (Seçilmiş Kalemler, bin TL)	2026/06	2025/12
VARLIKLAR		
Dönen Varlıklar	88.377.363	89.802.756
Nakit ve Nakit Benzerleri	32.550.445	32.717.829
Finansal Yatırımlar	27.126	148.974
Ticari Alacaklar	2.498.840	2.953.454
Stoklar	48.763.579	48.564.643
Peşin Ödenmiş Giderler	2.686.307	2.123.668
Duran Varlıklar	161.696.317	156.998.322
Maddi Duran Varlıklar	58.247.203	56.879.804
Kullanım Hakkı Varlıkları	61.204.484	58.660.259
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	35.879.839	35.081.724
Toplam Varlıklar	250.073.680	246.801.078
KAYNAKLAR		
Kısa Vadeli Yükümlülükler	110.563.173	113.353.114
Uzun Vadeli Borçlanmaların Kısa Vadeli Kısımları	4.974.529	7.210.140
Ticari Borçlar	89.449.319	93.997.670
Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kapsamında Borçlar	5.169.541	3.583.482
Diğer Borçlar	4.860.748	3.240.585
Ertelenmiş Gelirler	2.608.602	2.584.875
Uzun Vadeli Yükümlülükler	45.582.133	39.344.360
Uzun Vadeli Borçlanmalar	34.053.178	30.238.941
Ertelenmiş Gelirler	1.608.372	41.390
Uzun Vadeli Karşılıklar	1.251.416	1.759.976
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	8.623.006	7.261.646
Toplam Yükümlülükler	156.145.306	152.697.474
Özkaynaklar	93.928.374	94.103.604
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	92.914.971	93.068.887
Ödenmiş Sermaye	181.054	181.054
Sermaye Düzeltme Farkları	5.276.201	5.276.201
Geçmiş Yıllar Kârları	83.445.854	77.275.850
Net Dönem Kârı	1.010.950	7.615.563
Kontrol Gücü Olmayan Paylar	1.013.403	1.034.717
Toplam Kaynaklar	250.073.680	246.801.078

*Tutarlar, 30 Haziran 2026 tarihi itibarıyla satın alma gücü esasına göre bin TL olarak ifade edilmiştir.

UYARI: Burada yer alan 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. 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.

MİGROS TİCARET A.Ş.

Konsolide Kâr veya Zarar Tablosu (bin TL)

Gelir Tablosu (Seçilmiş Kalemler, bin TL)	1Y26	1Y25
Hasılat	241.298.039	230.984.750
Satışların Maliyeti (-)	(185.545.479)	(175.451.172)
Brüt Kâr	55.752.560	55.533.578
Genel Yönetim Giderleri (-)	(4.872.157)	(4.457.601)
Pazarlama Giderleri (-)	(51.189.855)	(48.256.163)
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	2.104.642	1.862.335
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler (-)	(12.653.727)	(13.183.202)
Esas Faaliyet Zararı	(10.858.537)	(8.501.053)
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	91.673	40.630
Yatırım Faaliyetlerinden Giderler (-)	(36.983)	(30.870)
Finansman Gideri Öncesi Faaliyet Zararı	(10.803.847)	(8.491.293)
Finansman Gelirleri	2.670.976	4.626.153
Finansman Giderleri (-)	(5.938.018)	(7.113.922)
Net Parasal Pozisyon Kazançları	16.733.047	14.273.667
Faaliyetler Vergi Öncesi Kâr/(Zarar)	2.662.158	3.294.605
Dönem Vergi Gideri (-)	(168.451)	(274.545)
Ertelenmiş Vergi Geliri/(Gideri)	(1.415.451)	(1.081.551)
Net Dönem Kârı/(Zararı)	1.078.256	1.938.509
-Ana ortaklık payları	1.010.950	1.745.354

*Tutarlar, 30 Haziran 2026 tarihi itibarıyla satın alma gücü esasına göre bin TL olarak ifade edilmiştir.

- 20 -

UYARI: Burada yer alan 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. 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.

DEĞERLEME

Migros Ticaret A.Ş. değerleme çalışmasında Gelir Yaklaşımı ve Pazar Yaklaşımı yöntemleri kullanılmıştır.

Gelir yaklaşımı: İndirgenmiş Nakit Akımı (İNA) analizi, değerleme konusu şirketin gelecek dönemlerde elde edebileceği net nakit akımlarının bugüne indirgenmesine dayalı bir değer hesaplama yöntemidir. Çalışmada, risksiz getiri oranı ilgili yıllar için sırasıyla %38,32, %31,40, %28,75, %26,10 ve %23,45; nihai dönem için ise %10,44 olarak varsayılmıştır. Piyasa risk primi %8,65, hisse senedi betası (β) 0,89 ve nihai büyüme oranı %6,00 olarak belirlenmiştir. Hisse senedi betası, MGROS'un XU100 Endeksi'ne göre 5 yıllık tarihsel betası esas alınarak ve uzun dönem ortalamasına yakınsama eğilimini yansıtmak amacıyla Blume düzeltmesi uygulanarak hesaplanmıştır. Nihai büyüme oranı ise TCMB'nin orta-uzun vadeli enflasyon varsayımı ile Şirket için öngörülen uzun vadeli reel büyüme oranının toplamı esas alınarak belirlenmiştir. Nihai değer, Gordon büyüme modeli ile FD/FAVÖK exit çarpanı yöntemlerinin eşit ağırlıklı ortalaması olarak hesaplanmıştır.

Kiralama yükümlülükleri sermaye yapısında finansal borç olarak değerlendirilmiştir. İleriye dönük borç maliyeti, geçmiş kira sözleşmelerinin UFRS 16 kapsamında oluşan tarihsel efektif faiz oranı yerine, risksiz getiri oranına Şirket'in kredi riskini yansıtan temerrüt risk primi (default spread) eklenerek hesaplanmıştır. Şirket kredi riski için JCR Eurasia Rating'ın 15.06.2026 tarihli değerlendirmesinde teyit edilen uzun vadeli uluslararası ihraççı kredi notu BB esas alınmış ve söz konusu not Damodaran'ın Ocak 2026 tarihli Ratings, Spreads and Interest Coverage Ratios tablosuyla eşleştirilmiştir.

İNA Özeti

İndirgenmiş Nakit Akımları (bin TL)	Güncel	2Y26T	2027T	2028T	2029T	2030T	Exit/Terminal
Dönem	2026/06	2026/12 - 2026/06	2027/12	2028/12	2029/12	2030/12	2030/12
İskonto dönemi/Yıl kesiri	0,00	0,50	1,50	2,50	3,50	4,50	4,50
Net satışlar		₺ 318.440.954	₺ 720.328.111	₺ 918.706.472	₺ 1.147.372.513	₺ 1.402.548.160	
FVÖK	-₺ 309.452	₺ 17.071.583	₺ 21.571.187	₺ 27.511.892	₺ 34.359.601	₺ 42.001.177	
Eksi: Dönemde ödenen vergi	-₺ 1.583.902	-₺ 4.267.896	-₺ 5.392.797	-₺ 6.877.973	-₺ 8.589.900	-₺ 10.500.294	
NOPAT	-₺ 1.893.354	₺ 12.803.687	₺ 16.178.390	₺ 20.633.919	₺ 25.769.701	₺ 31.500.883	
Artı: Amortisman & itfa		₺ 8.692.361	₺ 25.698.471	₺ 32.775.829	₺ 40.933.733	₺ 50.037.396	
Eksi: CapEx		-₺ 10.785.433	-₺ 21.857.500	-₺ 27.877.056	-₺ 34.815.655	-₺ 42.558.657	
Eksi: ΔNWC		-₺ 9.596.855	-₺ 13.709.159	-₺ 16.935.149	-₺ 19.520.745	-₺ 21.783.815	
Unlevered FCFF		₺ 20.307.470	₺ 33.728.520	₺ 42.467.841	₺ 51.408.524	₺ 60.763.436	₺ 508.147.394
Discounted FCFF		₺ 17.080.293	₺ 21.021.879	₺ 19.977.562	₺ 18.597.215	₺ 17.229.109	₺ 144.082.154

Pazar Yaklaşımı: Piyasa çarpanları analizi, değerleme konusu şirkete benzer, yurt içi ve yurt dışında faaliyet gösteren şirketlerin uygun görülen piyasa çarpanlarına dayalı bir değer hesaplama yöntemidir.

Çalışmada, yurt içinde Borsa İstanbul'da (BIST) işlem gören BİM Birleşik Mağazalar A.Ş. (BIMAS), Ersan Alışveriş Hizmetleri ve Gıda Sanayi Ticaret A.Ş. (KIMMR), Mepet Metro Petrol ve Tesisleri Sanayi Ticaret A.Ş. (MEPET), Mopaş Marketcilik Gıda Sanayi ve Ticaret A.Ş. (MOPAS) ve Şok Marketler Ticaret

UYARI: Burada yer alan 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. 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.

A.Ş. (SOKM) benzer şirketler olarak değerlendirilmiştir. Yurt dışında faaliyet gösteren Jiajiayue Group Co., Ltd. (603708.SS: Refinitiv, Çin borsası), Grupo Comercial Chedraui, S.A.B. de C.V. (CHDRAUIB.MX: Refinitiv, Meksika borsası) ve Cencosud S.A. (CENCOSUD.SN: Refinitiv, Şili borsası) şirketleri seçilmiştir.

Kod	Ad	Merkez Ülke	Piyasa Değeri
BIMAS	BİM Birleşik Mağazalar	Türkiye	496.200 mn TL
KIMMR	Ersan Alışveriş	Türkiye	2.630 mn TL
MEPET	Mepet Metro Petrol	Türkiye	1.748 mn TL
MOPAS	Mopaş Marketcilik	Türkiye	5.182 mn TL
SOKM	Şok Marketler	Türkiye	33.521 mn TL
603708.SS	Jiajiayue Group	Çin	856 mn USD
CHDRAUIB.MX	Grupo Comercial Chedraui	Meksika	4.582 mn USD
CENCOSUD.SN	Cencosud	Şili	5.397 mn USD

Söz konusu şirketlerin Fiyat/Kazanç (F/K), piyasa değeri/defter değeri (PD/DD) ve Firma Değeri/Net Satışlar (FD/Net Satış) çarpanlarının medyan değerleri kullanılmıştır. Net dönem zararı bulunan SOKM, F/K çarpanı hesaplamasına dahil edilmemiştir. Negatif özkaynakları bulunan BİZİM ve CRFSA ile çarpanları uç değer kabul edilen GMTAS hesaplamaya dahil edilmemiştir.

F/K, PD/DD ve FD/Net Satış çarpanları ile elde edilen değerlere eşit ağırlık (%33,3) verilmiştir. Nihai olarak Borsa İstanbul'da işlem gören benzer şirketlerin piyasa çarpanları baz alınarak hesaplanan ağırlıklı ortalama değere %75, yabancı borsalarda işlem gören şirketlerin piyasa çarpanları baz alınarak hesaplanan ağırlıklı ortalama değere ise %25 ağırlık verilmiştir.

SONUÇ

Gelir yaklaşımı çerçevesinde, 2026-2030 projeksiyon dönemine dayalı İNA analizi hesaplamasında 235.352.350.947TL, Pazar Yaklaşımı doğrultusunda piyasa çarpanlarına dayalı değer hesaplamasında ise 114.600.206.286TL özsermaye değeri elde edilmiştir. İNA analizine %50 ve piyasa çarpanları analizine %50 ağırlık verilmiş olup 174.976.278.617TL ağırlıklı özsermaye değeri ve 181.054.233 pay adedi üzerinden **pay başına 966,43TL 12-aylık hedef fiyat tespit edilmiştir**. 05.10.2026 kapanış fiyatına göre %86,7 prim potansiyeli hesaplanmıştır.

Değerleme Yöntemi	Ağırlık	Hisse senedi değeri
İNA değerlendirme	50%	235.352.350.947 ₺
Pazar çarpanları analizi	50%	114.600.206.286 ₺
Toplam	100%	174.976.278.617 ₺
Pay adedi		181.054.233
Hedef fiyat		966,43 ₺
Güncel fiyat (05.10.2026 kapanış)		517,50 ₺
Prim potansiyeli		86,7%
Tavsiye		AL

UYARI: Burada yer alan 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. 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.

PİRAMİT MENKUL KIYMETLER A.Ş.

Ömer Avni Mah. İnönü Cad. No:36 (Tümşah Han) İç Kapı No:10 Beyoğlu/İstanbul
Tel:0212 293 95 00 Faks:0212 293 95 60

Balıkesir İrtibat Bürosu

Altıeylül Mah. Keçeci Sok. Özcaner İş Merkezi No:17 K:1 Altıeylül/Balıkesir
Tel:0266 280 15 00 Faks:0266 245 23 34

Araştırma Bölümü

arastirma@piramitmenkul.com.tr

