

Şok Marketler

AL

Hedef Fiyat Değişikliği

Yükselme Potansiyeli 73%

Revize edilmiş tahminlerimizi ve makro varsayımlarımızı yansıtarak, Şok Marketler için hedef fiyatımızı 90 TL'den 79 TL'ye düşürüyoruz. Yeni hedef fiyatımız %73 yukarı yönlü potansiyele işaret ederken, hisse için AL tavsiyemizi sürdürüyoruz. Hisse hala önemli ölçüde artış potansiyeli sunsa da, operasyonel ve karlılık görünümündeki iyileşmenin zaman alabileceğini düşünüyoruz.

2Ç24 Kar Analizi

UMS-29 kapsamında

Şok Marketler, UMS-29 2Ç24 finansallarını kapsamında açıkladı. Konsolide bazda gelir artışı yıllık bazda yalnızca %1 seviyesinde gerçekleşerek 43,9 milyar TL'ye ulaşmıştır. Konsolide brüt kar marjı 2Ç24'te %16,9 ile 2Ç23'e kıyasla 0,8 puan daha düşük gerçekleşmiştir.

FAVÖK marjı ise yüksek faaliyet giderleri nedeniyle yıllık bazda 3,4 puan ve çeyreklik bazda 0,1 puan gerileyerek %-1,5 seviyesinde gerçekleşmiştir. Asgari ücrete 1Ç24'te yapılan %100'lük zammın (nominal olarak) ardından normalleşmenin sınırlı olması marjlar üzerinde baskı yaratmaktadır. Nitekim, personel giderleri yıllık bazda reel olarak %24 oranında artarak toplam faaliyet giderlerinin %55'ini oluşturmuştur. Bu arada, UMS-29 kapsamında FAVÖK marjından daha iyi bir gösterge olan faaliyetlerden elde edilen nakit akışı, daha yüksek parasal kazanç düzeltilmesi ve işletme sermayesi ihtiyacındaki iyileşmenin desteğiyle 2Ç23'teki 6,7 milyar TL'den 2Ç24'te 10,3 milyar TL'ye yükselerek yıllık bazda %53 artış göstermiştir. Buna ek olarak, Şok Marketler 6A23'te %6,1 olan serbest nakit akış marjını 6A24'te %9,7'ye çıkarmayı başarmıştır.

UMS-29 kapsamında kaydedilen 2,9 milyar TL'lik parasal kazançta rağmen, net kâr %63 oranında sert bir düşüşle 176 milyon TL'ye gerilemiş ve net kâr marjı 0,7 puan azalmıştır. Düşük vergi gelirleri ve üç katına çıkan POS tahsilat maliyetlerinin finansman giderlerine yansımaları da kârlılığı olumsuz etkilemiştir.

UMS-29 Hariç Sonuçlar

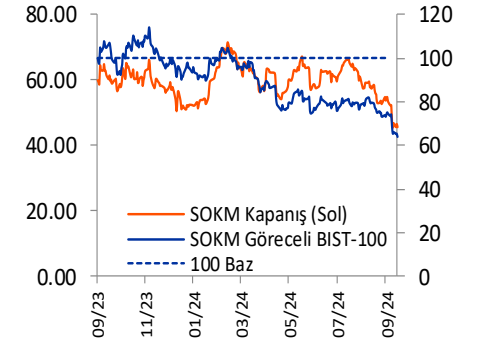
Şok Marketler UMS 29 öncesi sonuçlarını yayınlamaya da yeniden başladı. Şirket 2Ç24'te %73,6'lık bir büyüme kaydederek 43 milyar TL'ye ulaştı. Şirket, hem mağaza başına ortalama satış hem de sepet büyüklüğü açısından güçlü benzer market rakamlarına ulaştı ve her ikisi de %64 oranında arttı.

Fiyat Bilgileri	TL
Kapanış	45.80
12 Aylık Hedef Fiyat*	79.46
12 Aylık Önc.Hedef Fiyat	90.32
Piyasa Değeri (mn)	27,173
Halka Açık PD (mn)	12,426
Ort. İşlem Hacmi (3Ay)	550.9
Hisse sayısı (Adet mn)	593
Takas Saklama Oranı (%)	46
Yabancı Oranı (%)	36

Fiyat Perf. (%)	1 Ay	Yılıçi	12 Ay
TL	-21.7	-12.8	-25.3
ABD \$	-22.6	-24.6	-40.8
BIST-100 Relatif	-19.5	-33.3	-40.5

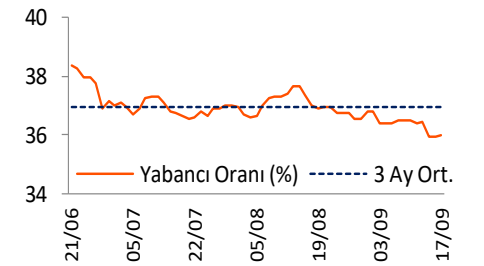
Çarpanlar (\$)	2023	2024	2025
F/K	4.6	19.8	5.4
PD/DD	0.8	0.8	0.7
FD/FAVÖK	5.4	m.d.	4.4

Fiyat / BIST-100'e Göreceli Fiyat



52 Hafta Fiyat Aralığı (₺) 45.66 71.19

Yabancı Oranı (%) Cari (%) : 35.96



Emin Yetkin Ertürk

eyerturk@isyatirim.com.tr

+90 212 350 25 04

Şok Marketler

Ortaklık Yapısı (%)	Faaliyet Konusu
Diğer	46.35
Türkish Retail Investments	24.27
Gözde Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı Anonim Ş	23.66
European Bank For Reconsrtruction And Development	5.72

Gelir Tablosu (mn ₺)	2022G	2023G	2024T	2025T	2026T	Bilanço (mn ₺)	2022G	2023G	2024T	2025T	2026T
Net Satış Gelirleri	161,834	191,485	216,012	226,400	241,194	Dönen Varlıklar	28,875	42,094	42,740	43,744	43,868
Brüt Kar (Zarar)	32,762	37,683	37,178	45,605	51,474	Nakit ve Nakit Benzerleri	2,038	6,965	5,021	4,713	4,957
Operasyonel Giderler	-31,243	-38,744	-43,366	-44,273	-46,127	Ticari Alacaklar	287	262	776	882	968
Esas Faaliyet Karı	1,519	-1,061	-6,188	1,331	5,347	Stoklar	22,630	30,423	32,499	33,705	34,610
Fa. Diğer Gelirler (Giderler)	-1,467	-765	-1,220	515	551	Diğer Dönen Varlıklar	3,919	4,444	4,444	4,444	3,333
Net Yatırım Gelirleri (Giderleri)	195	480	1,458	1,130	972	Duran Varlıklar	38,500	45,829	46,922	53,342	61,706
Net Finansman Gelir (Gideri)	-4,579	-4,151	-4,884	-4,612	-4,508	Özkaynak Yönt. Değ. Yat.	0	0	0	0	0
Vergi Öncesi Kar (Zarar)	10,436	8,493	1,986	7,311	9,222	Maddi Duran Varlıklar	13,469	15,862	20,618	25,790	33,030
Vergi Giderleri (Gelirleri)	422	2,090	497	1,828	2,306	Maddi Olmayan Duran Varlıklar	1,216	1,555	5,443	5,443	5,443
Net Kar	10,014	6,403	1,490	5,483	6,917	Diğer Uzun Vadeli Varlıklar	140	121	121	153	153
FAVÖK	7,251	5,558	-39	6,810	9,433	Toplam Varlıklar	67,374	87,923	89,662	97,086	105,574
Büyümler & Opr. Perf.	2022G	2023G	2024T	2025T	2026T	Kısa Vadeli Yükümlülükler	32,704	40,242	40,440	42,094	42,302
Büyümler						Finansal Borçlar	0	0	0	0	0
Net Satışlar	-	18.3%	12.8%	4.8%	6.5%	Ticari Borçlar	26,646	32,332	32,332	32,332	32,332
Faaliyet Karı	-	n.a	n.a	n.a	302%	Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükle	2,583	4,262	4,262	5,690	5,690
FAVÖK	-	-23%	n.a	n.a	39%	Uzun Vadeli Yükümlülükler	8,965	11,893	14,365	14,771	16,208
Net Kar	-	-36%	-77%	268%	26%	Finansal Borçlar	0	0	0	0	0
Operasyonel Performans						Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükle	2,295	5,098	7,200	7,186	8,235
Brüt Marj	20.2%	19.7%	17.2%	20.1%	21.3%	Özkaynaklar	25,705	35,788	34,857	40,221	47,064
Faaliyet Kar Marjı	0.9%	-0.6%	-2.9%	0.6%	2.2%	Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	25,705	35,788	34,857	40,221	47,064
FAVÖK Marjı	4.5%	2.9%	0.0%	3.0%	3.9%	Rezerv ve Diğer Kalemler	14,837	28,531	32,774	34,264	39,746
Efektif Vergi Oranı	-5.8%	-35.4%	-25.0%	-20.0%	-16.9%	Dönem Net Karı (Zararı)	10,014	6,403	1,490	5,483	6,917
Net Kar Marjı	6.2%	3.3%	0.7%	2.4%	2.9%	Azınlık Payları	0	0	0	0	0
Özkaynak Karlılığı	-	20.8%	4.2%	14.6%	15.8%	Toplam Kaynaklar	67,374	87,923	89,662	97,086	105,574
Aktif Karlılığı	-	8.2%	1.7%	5.9%	6.8%	Nakit Akım (mn ₺)	2022G	2023G	2024T	2025T	2026T
Yatırım Sermayesi Karlılığı	-	-15.1%	-23.9%	-1.5%	8.8%	İşletme Faal. Kay. Net Nakit	9,716	9,748	9,440	8,660	10,614
Operasyonel Nakit Akışı / Satış	6.0%	5.1%	4.4%	3.8%	4.4%	Düzeltilme Öncesi Kar	7,414	2,559	1,490	5,483	6,917
Serbest Nakit Akışı / Satışlar	4.5%	4.6%	3.8%	3.1%	3.5%	Amortisman & İtfa Payları	4,570	4,873	6,150	5,479	4,086
						İşletme Sermayesindeki Değ.	-13,005	-16,615	-18,744	-24,359	-33,392
						Diğer Faaliyetlerden Nakit Akışı	10,737	18,931	20,544	22,057	33,004
						Yatırım Faal. Kay. Nakit	-2,509	-880	-1,262	-1,639	-2,247
						Sabit Sermaye Yatırımları	-2,602	-1,119	-1,262	-1,640	-2,248
						Serbest Nakit Akım	7,207	8,868	8,178	7,021	8,367
						Finansman Faal. Kay. Nakit	-7,812	-7,183	-7,994	-6,325	-7,388
						Finansal Borçlardaki Değişim	0	0	0	0	0
						Temettü Ödemeleri	0	-183	-2,160	-725	-1,718
						Diğer Fin. Faal. Nakit Akışı	-9387	-8,868	-5834	-5,599	-5,670
						Net Nakit Değişimi	-2,179	-183	184	696	980

Not: Rasyolar dolar bazında hesaplanmıştır.

Not: Tahminler ve açıklanan geçmiş finansal sonuçlar, 2024 yıl sonu itibarıyla TL'nin satın alma gücüne göre düzenlenmiştir. Enflasyon muhasebesine tabii şirketler finansal sonuçlarını, ilgili dönem sonundaki satın alma gücüne göre endekslenmiş halini paylaşmaktadır. Finansal sonuçlar, enflasyon tahminlerimizi baz alarak oluşturduğumuz aşağıdaki katsayılar kullanılarak ilgili yıl sonunun satın alma gücüne göre endekslenir.

2024: 1.44

2025: 1.8

2026: 2.13

Trafik büyümesi ise geçen yıla paralel seyretmiştir. Brüt kar yıllık bazda %68 artarak 9,34 milyar TL'ye ulaşırken, brüt kar marjı 0,7 puan azalmıştır. Faaliyet giderleri %97 oranında keskin bir artış göstererek 2Ç24'te faaliyet giderlerinin gelire oranında 2,1 puanlık bir artışa neden olmuştur. Sonuç olarak, UMS-29 öncesi FAVÖK yıllık bazda yatay seyretmiş ve marj 2,8 puan azalarak %3,9'a gerilemiştir. Ayrıca, net kar %49 oranında daralarak 379 milyon TL'ye gerilemiş ve net kar marjı %0,9 oranında azalmıştır.

Net borç: Şirket, 1Ç24 sonunda 6,9 milyar TL olan net nakit pozisyonunu UFRS-16 hariç 8,1 milyar TL'ye yükseltmiştir.

2024 Yılı Beklentileri: UMS-29 kapsamında, şirket %5 (+/-%2,5) reel satış büyümesi ve yaklaşık %0,5 (+/-%0,5) FAVÖK marjı beklemektedir (2023'te %2,9). 2024E'de yatırım harcamalarının UMS-29'a göre düzeltilmiş finansallarda satışların %2,5-3'ü seviyesinde kalması bekleniyor (2023: %1,8). Öte yandan şirket, FAVÖK marjı beklentisini %2,5'ten %0,5'e düşürdü. UMS-29 düzeltilmesi hariç tutulduğunda, şirket satış ve yatırım harcaması hedeflerini korurken, FAVÖK marjı beklentisini 2 puan düşürerek %6'dan (+/- %0,5) %4'e (+/- %0,5) indirdi.

Zorlu makro koşullar belirleyici oldu. 2014 yılının ikinci çeyreğinde nominal asgari ücrete yapılan %100'lük zam 2. çeyrekte de marjlar üzerinde baskı yaratmaya devam ederken, satın alma gücündeki düşüş nedeniyle ciro büyümesi de zarar gördü.

Marjlar baskı altında kalmaya devam ediyor. Şirketler, yoğun rekabette ayakta kalabilmek ve pazar paylarını koruyabilmek için daha derin indirim kampanyaları uygulayarak marjlarından feragat etmesi sonucunda marjlar daralmıştır. Yılsonu beklentisi olan %65'in (+/-%5) üzerinde gerçekleşen 1Y24'teki yıllık %73'lük ciro büyümesine rağmen, brüt kâr 1Y24'te yıllık %69,5 oranında artmıştır. Artan personel giderlerinin de etkisiyle FAVÖK marjı Şirket beklentisinin altında gerçekleşirken, yılsonu FAVÖK marjı hedefi yılın geri kalanında sınırlı bir toparlanma beklentisiyle %6'dan %4'e (UMS-29 hariç) düşürülmüştür.

Öte yandan, kısa vadedeki karamsar görünüme rağmen, SOKM.IS'nin rekabetçi fiyatlandırması ve yeni mağaza konsepti (Sok 2.0) sayesinde gelecekte karlılığını artırabileceğine inanıyoruz. Ancak, iç talepteki yavaşlama ve zorlu makroekonomik ortam nedeniyle toparlanmanın biraz zaman almasını bekliyoruz. Şirketin marj beklentilerindeki aşağı yönlü revizyonu, 1Y24 gerçekleştirmelerini ve makro tahminlerimizdeki değişiklikleri yansıtarak, Şok Marketler için hedef fiyatımızı 90 TL'den 79 TL'ye indirdik.

Değerleme

Beklentilere paralel olarak, 2024 yılında %66 nominal ciro büyümesi öngörüyoruz; bunun %18'i yeni mağaza ilavelerinden, kalan %82'si ise benzer market büyümesinden kaynaklanıyor. Yine beklentilere paralel olarak, 2024 yılında FAVÖK marjının %4 seviyesinde gerçekleşmesini bekliyoruz; bu da yılın başındaki asgari ücret artışının olumsuz etkisinin normalleşmesiyle birlikte 2Y24'te hafif bir iyileşmeye işaret ediyor.

Finansal ve Değerleme Metrikleri

	Reel Ciro Büyümesi				Satış Alanı Büyümesi			
	2022	2023	1Ç24	2Ç24	2022	2023	1Ç24	1Y24
BIMAS	n.a.	17.6%	17.1%	n.a.	9.7%	8.4%	2.5%	-
MGROS	n.a.	29.3%	11.6%	11.1%	13.4%	15.6%	0.7%	3.0%
SOKM	n.a.	18.3%	3.8%	1.7%	11.2%	4.3%	0.6%	1.3%

	UFRS-16 Kapsamındaki Kira Giderleri / Satışlar				Yatırım Harcamaları / Satışlar			
	2022	2023	1Ç24	2Ç24	2022	2023	1Ç24	2Ç24
BIMAS	1.3%	1.4%	1.3%	0.0%	2.9%	3.0%	3.3%	n.a.
MGROS	1.6%	1.4%	1.3%	0.8%	2.8%	2.8%	3.1%	3.0%
SOKM	1.5%	1.3%	3.4%	2.2%	2.9%	1.6%	1.8%	2.5%

	Faaliyetlerden Elde Edilen Nakit Akışı Marjı				FD / Faaliyetlerden Elde Edilen Nakit Akışı			
	2022	2023	1Ç24	2Ç24	2022	2023	1Ç24	2Ç24
BIMAS	7.8%	7.4%	7.4%	n.a.	14.6x	13.0x	9.2x	n.a.
MGROS	13.3%	11.8%	12.1%	14.4%	3.9x	3.4x	2.4x	2.5x
SOKM	8.4%	11.0%	15.0%	13.2%	2.6x	1.7x	1.3x	1.0x

	Serbest Nakit Akımı Getirisi			
	2022	2023	1Ç24	2Ç24
BIMAS	0.2%	0.3%	0.4%	n.a.
MGROS	1.1%	1.0%	1.3%	0.9%
SOKM	2.2%	4.5%	5.5%	7.5%

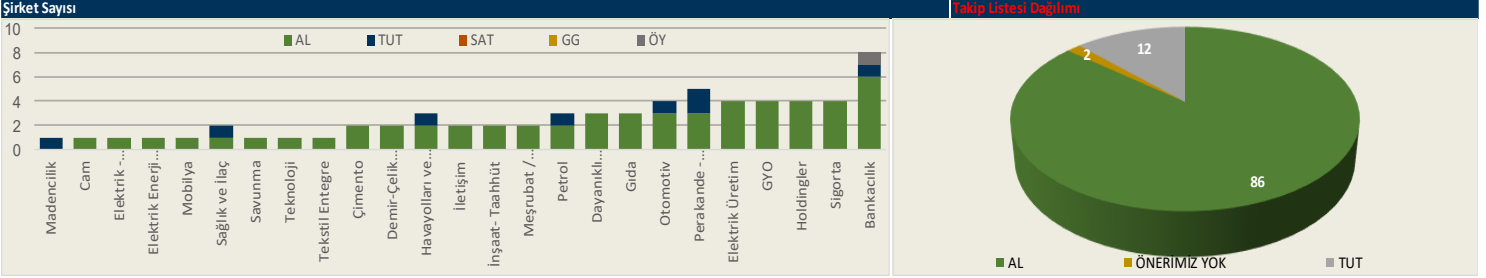
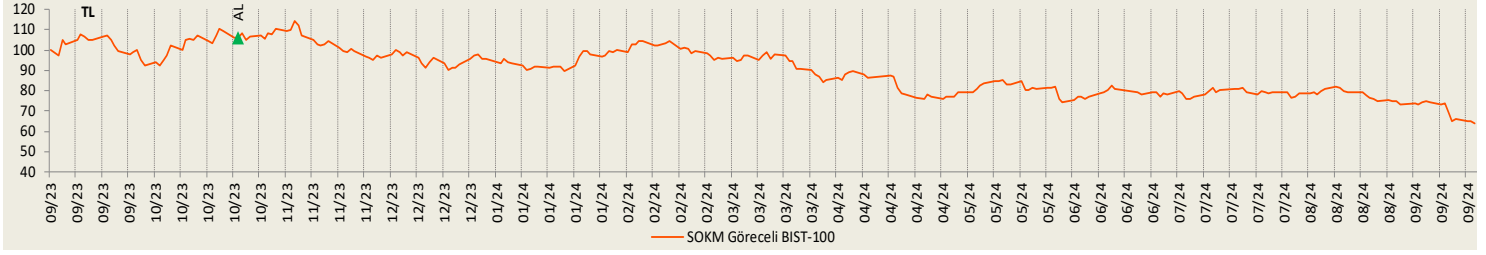
	SOKM 2024 Beklentileri			
	UMS - 29		UMS - 29 Hariç	
	Önceki	Son Güncelleme	Önceki	Son Güncelleme
Satış Büyümesi	%5 (+/- %2,5)	%5 (+/- %2,5)	%65 (+/-%5)	%65 (+/-%5)
FAVÖK Marjı	%2,5 (+/- %1)	%0,5 (+/- %0,5)	%6 (+/- %0,5)	%4 (+/- %0,5)
Yatırım Harcaması/Satışlar	%2,5-%3	%2,5-%3	%2,5-%3	%2,5-%3

	2024 Yılı Sonu Beklentileri		
	Satış Büyümesi	Marjlar	Genişleme & Yatırım Harcamaları
MGROS	%10 reel, %75 nominal satış büyümesi	%8 - %8,5 UMS29 Önesi FAVÖK Marjı	350 yeni mağaza, 8 milyar TL yatırım harcaması
BIMAS	%75 (+/- %5) nominal satış büyümesi	%7,5 - %8 UMS29 Öncesi FAVÖK Marjı	%3,0 - %3,5 Yatırım Harcaması/Satışlar, 1000 yeni mağaza
SOKM	%5 (+/- %2,5) reel, %65 (+/- %5) nominal satış büyümesi	%4 (+/-%0,5) UMS29 Öncesi FAVÖK Marjı	%2,5 - %3 Yatırım Harcaması/Satışlar

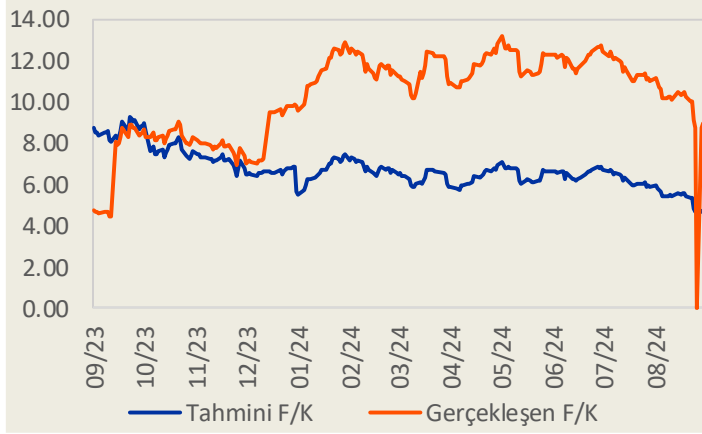
Kaynak: Şirket Sunumları, Rasyonet, İş Yatırım

Şok Marketler

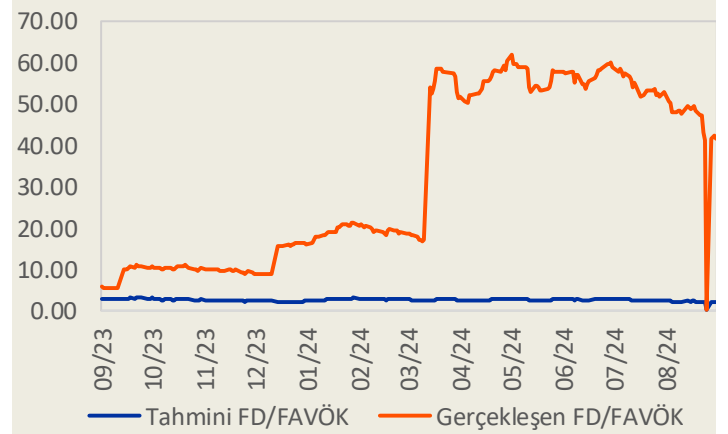
Göreceli Getiri / Öneriler



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.