

## Türkiye – Perakende

# ŞOK Marketler

### Olumlu görünüm fiyatlanmış

**Takibe TUT tavsiyesi ile başlıyoruz.** Ulusal indirimli perakende zinciri ŞOK Marketler'i Tut tavsiyesi ile takibe başlıyoruz. ŞOK'un son yıllardaki hızlı büyüme, borçlarını ödeme, kârlılığa geçme ve hatta temettü dağıtma gibi atılımlarını olumlu buluyoruz. Ancak indirgenmiş nakit akımı (İNA) hesaplarımıza göre bu gelişmeler hisse senedinde fiyatlanmış görünüyor. Ayrıca, beklenti üstünde tahminlerimizle bile ŞOK'un benzer şirketlere göre ucuz olmadığını düşünüyoruz. İNA analizine göre belirlediğimiz 15.45TL hedef fiyatı yaklaşık %29 potansiyel getiri sunmaktadır.

**Bol seçenek ve yakınlık.** Yıldız Holding tarafından satın alınmasından sonra iş modelini yenileyen ŞOK, 2015 yılından itibaren yeni mağaza düzeni ile organik büyümeyi hedefledi. Tüketicinin bütün temel ihtiyaçlarını en yakın noktada karşılama fikrinden yola çıkan perakendeci, 2021 yılı itibarıyla 8,145 mağaza ağıyla üçüncü büyük perakende zincir konumundadır. 2020 yılı cirosu 21.4 milyar TL ve FAVOK marjı 9.8% olan şirket 35 bin kişi çalıştırmaktadır.

**Çevrimiçi alışveriş.** Pandemi koşullarında mağazalarından çevrimiçi, telefon veya mobil uygulamalarla alışveriş olanağı sağlayan ŞOK, bu hizmetiyle geniş bir ürün ağını müşterilerine sunmaya başladı. Az bir yatırım ve sınırlı sayıda çalışan ile yürütülen bu yeni atılım, şirket yönetimine göre daha şimdiden kârlılığı ve getirisi yüksek bir operasyon olmuş durumda. Özellikle asgari 50 TL harcama zorunluluğu, hâlihazırda mağazadaki ortalama 27.6 TL'lik sepet büyüklüğü göz önüne alındığında ciroyu ve kârlılığı destekliyor.

**Gözle görülür finansal iyileşme.** 2020 yılında ilk kez gerçek anlamda hem operasyonel hem de net kâra ulaşmasının yanında ŞOK, ilk kez temettü açıklarak da bir ilke imza attı. 2020 yılı net kârı üstünden yaklaşık %30'luk bir dağıtım oranına denk gelen 80 mn TL'lik temettünün verimi yaklaşık %1'e denk gelmektedir. 2018 halka arz sonrası banka borçlarının ödenmesiyle ve nakit üretim oranının artmasıyla bilançosu da rahatlayan şirketin Net borç/FAVOK oranı 0.6x gibi bir dengeli bir orandadır.

**Hissedar satış baskısı.** Analist beklentilerine göre 2021 ve 2022 yılları için 22x ve 15x çarpanlarıyla işlem gören ŞOK'un, yatırımcılar tarafından başarılı atılımları için ödüllendirildiğini söylemek yanlış olmayacaktır. Bunun yanında hissedarları arasında % 12'lik payı bulunan finansal yatırımcıların satma olasılıkları hisse senedi fiyatı üstünde bir baskı yaratması da söz konusudur.

**Yüksek beklentilerimize rağmen ucuz değil.** Pandemi koşullarının beklenenden uzun devam etmesiyle bağlantılı olarak, sektörde beklenen "normalleşmenin" ileriye atılacağını düşünüyoruz. Buna bağlı olarak ŞOK ciro tahminlerimiz ve dolaylı olarak da net kâr beklentilerimiz analist beklentilerden oldukça yukarı çıkmaktadır: 2021 ve 2022 yılları için net kâr tahminlerimiz analist beklentilerinin ortalama % 40 üstündedir. Böyle bir durumda bile, ŞOK'un BIM gibi benzer şirketlere göre çok da ucuz olmadığını düşünüyoruz. Bundan dolayı ŞOK'u Tut tavsiyesi ile takibe alıyoruz.

SOKM	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
Net Kar (TL mn)	67	-299	273	472	726	1,186
Konsensus Tahmin Net Kar (TL m)	67	-299	273	317	493	692
Net Satışlar (TL mn)	12,061	16,052	21,354	26,710	34,244	42,508
FAVÖK (TL mn)	630	1,470	2,099	2,479	3,180	4,118
Net Borç/FAVÖK (x)	-0.11	1.12	0.61	0.50	0.19	0.03

Kaynak: Şirket belgeleri, INFO ARAŞTIRMA tahminleri

## TUT

Fiyat: TL11.95

Hedef Fiyat: TL15.45

### Şirket Bilgileri

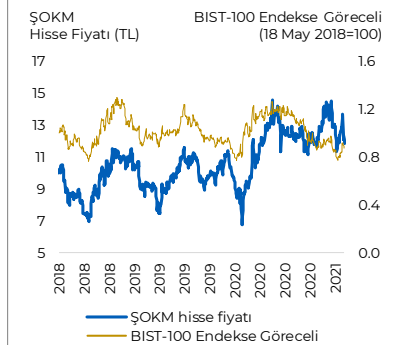
Hisse Kodu	SOKM
Hisse Öneri	HOLD
Hedef Fiyat (TL)	15.45
Hedef Getiri	29%
Hisse Fiyatı (TL)	11.95
52 hafta fiyat aralığı	11.0 -12.0
Hisse Adedi (mn)	612
HAO	36%
Piyasa Değeri (TL mn)	7,313
Piyasa Değeri (USD mn)	882
Firma Değeri (TL mn)	8,453
Firma Değeri (USD mn)	1,015
Net Borç (TL mn)	1,269
3A OİH (USD mn)	17
3A OİH/HA Piyasa Değ. (%)	5.4%

### Değerleme

	2020	21E	22E	23E
F/K (x)	26.8	15.5	10.1	6.2
FD/VAFÖK (x)	4.1	3.5	2.7	2.1
FD/Net Satışlar (x)	0.4	0.3	0.3	0.2
Temettü Verimi (%)	1.1	1.9	7.0	11.4

Source: INFO ARAŞTIRMA tahminleri

### Fiyat Performansı



### INFO Araştırma Ekibi

**Araştırma:** +90 (212) 700-3769  
research@infoyatirim.com.tr

**Kurumsal Satış:** +90 (212) 700-3770  
cenkerdal@infoyatirim.com.tr

Lütfen raporun sonunda yer alan uyarı notunu okuyunuz.

## Finansal Özet

## Gelir Tablosu

(TL mn)	2020	2021E	2022E	2023E
Net Satışlar	21,354	26,710	34,244	42,508
Satışların Maliyeti	-16,318	-20,512	-26,299	-32,519
Brüt Kar/Zarar	5,036	6,198	7,945	9,989
Faaliyet Giderleri	-3,634	-4,424	-5,682	-6,918
Esas Faaliyet Kar/Zarar	1,402	1,774	2,263	3,071
Diğer Faaliyetlerden Gelir/Giderler	-553	-635	-814	-1,011
Faaliyet Kar/Zararı	849	1,139	1,448	2,060
Finansman Giderleri	-577	-579	-588	-512
Diğer Gelirler	22	-3	-3	-4
Vergi Öncesi Kar/Zarar	294	557	857	1,544
Dönem Vergi Gideri	-22	-84	-129	-355
Sürdürülen Faaliyetlerden Kar/Zarar	272	473	728	1,189
Net Kar/Zarar	273	472	726	1,186
VAFÖK	2,099	2,479	3,180	4,118

## Bilanço

(TL mn)	2020	2021E	2022E	2023E
Dönen Varlıklar	3,377	3,843	5,257	6,403
Nakit ve Finansal Yatırımlar	1,149	1,535	2,442	3,010
Ticari Alacaklar	117	146	188	233
Stoklar	2,090	2,136	2,594	3,118
Diğer Dönen Varlıklar	20,984	26,247	33,65	41,772
Duran Varlıklar	4,385	5,218	6,242	7,575
Maddi Duran Varlıklar	3,468	4,241	5,180	6,420
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	691.96	695.84	700.56	706.79
Ticari Alacaklar	27.58	34.497	44.228	54.902
Diğer Duran Varlıklar	197.62	247.19	316.91	393.4
Toplam Varlıklar	7,762	9,062	11,499	13,978
Kısa Vadeli Yükümlülükler	5,746	6,359	7,966	9,659
Finansal Yükümlülükler	778.06	845.48	897.89	915.54
Ticari Borçlar	4,604	5,058	6,485	8,018
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	364	455	584	725
Uzun Vadeli Yükümlülükler	1,762	2,057	2,302	2,411
Finansal Yükümlülükler	1,660	1,929.4	2,139	2,210
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	100.59	125.82	161.31	200.24
Özkaynaklar	253	647	1,233	1,914
Ödenmiş Sermaye	612	612	612	612
Geri Alınmış Paylar	-180.7	-180.7	-180.7	-180.7
Geçmiş Yıl Kar/zararları	402	796	1,382	2,063
Yedek Akçeler	-580	-580	-580	-580
Toplam Yükümlülükler	7,762	9,062	11,499	13,978

## Nakit Akış Tablosu

(TL mn)	2020	2021E	2022E	2023E
Düzeltilme Öncesi Kar	272	472	726	1,186
Amortisman ve İtfa Payları	698	705	918	1,047
Diğer Düzeltilmeler	635	547	549	460
İşletme Sermayesindeki Değişiklikler	544	465	1,048	1,097
Esas Faaliyet İlgili Oluşan Nakit	2,149	2,189	3,241	3,789
Yatırım Faaliyetlerinden Kaynaklanan Nakit	-493	-654	-892	-1,097
İşletme Yatırımları	-517	-605	-822	-1,020
Diğer İşletme Yatırımları	25	-50	-70	-76
Finansman Faaliyetlerinden Kaynaklanan Nakit	-939	-1,148	-1,443	-2,124
Mali Borçlardaki Değişim	0	0	0	0
Sermaye Artırımı	0	0	0	0
Temettü Ödemeleri	0	-80	-142	-508
Diğer Finansman Faaliyetlerinden Nakit	-939	-1,068	-1,301	-1,615

## Finansal Analiz

	2020	2021E	2022E	2023E
<b>Büyüme (%)</b>				
Net Satışlar	33.0	25.1	28.2	24.1
Esas Faaliyet Kar/Zararı	60.8	26.5	27.6	35.7
VAFÖK	42.8	18.1	28.3	29.5
Net Kar/Zarar	-191.3	73.2	53.9	63.2
<b>Marjlar (%)</b>				
Brüt Kar Marjı	23.6	23.2	23.2	23.5
VAFÖK Marjı	9.8	9.3	9.3	9.7
Esas Faaliyet Kar Marjı	6.6	6.6	6.6	7.2
Net Kar Marjı	1.3	1.8	2.1	2.8
<b>Verimlilik</b>				
Alacak Devir Hızı (gün)	1.7	2.0	2.0	2.0
Stok Devir Hızı (gün)	38.2	38.0	36.0	35.0
Ticari Borç Devir Hızı (gün)	89.5	90.0	90.0	90.0
Faaliyet Giderleri/Net Satışlar (%)	17.0	16.6	16.6	16.3
<b>Karlılık</b>				
Aktif Karlılığı (%)	3.5	5.2	6.3	8.5
Özkaynak Karlılığı (%)	107.7	73.0	58.9	62.0
Yatırılan Sermaye Getirisi (%)	51.0	51.3	67.3	78.2
<b>Kaldıraç</b>				
Varlıklar/Özsermaye (x)	30.7	14.0	9.3	7.3
Net Borç/Özsermaye (x)	5.1	1.9	0.5	0.1
Net Borç/VAFÖK (x)	0.6	0.5	0.2	0.0

## Seçilmiş Operasyonel Göstergeler

	2020	2021E	2022E	2023E
Aynı mağaza satışları (mağaza/gün)	8,041	9,217	9,968	11,407
<i>değişim, yıllık</i>	15%	15%	8%	14%
Aynı mağaza sepet	23.5	27.6	29.5	33.4
<i>değişim, yıllık</i>	42%	17%	7%	13%
Aynı mağaza müşteri	342	334	338	341
<i>değişim, yıllık</i>	-20%	-2%	1%	1%
Mağaza sayısı	8,145	9,106	9,926	10,720
<i>değişim, yıllık</i>	13%	12%	9%	8%

## Makroekonomik Tahminler

	2020	2021E	2022E	2023E
GSYİH reel büyüme oranı (yıllık)	1.8%	4.0%	3.0%	3.0%
TÜFE (yıl sonu)	14.6%	13.5%	11.0%	10.0%
Ortalama USDTL	7.86	8.02	7.91	8.80
Dönem Sonu USDTL	7.42	8.40	9.20	9.98

Kaynak: Şirket bilgileri, INFO ARAŞTIRMA tahminleri

## İndirgenmiş Nakit Akımları (INA) Değerlemesi

TL mn	2020A	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
Satışlar	21,354	26,710	34,244	42,508	51,449	61,253	71,548	82,374	94,380	107,599	122,067
Büyüme oranı	33%	25%	28%	24%	21%	19%	17%	15%	15%	14%	13%
FAVÖK	2,099	2,479	3,180	4,118	4,989	5,946	6,952	8,004	9,171	10,456	11,861
<i>FAVÖK marjı</i>	9.8%	9.3%	9.3%	9.7%	9.7%	9.7%	9.7%	9.7%	9.7%	9.7%	9.7%
Net kar	273	472	726	1,186	1,598	2,017	2,334	2,628	2,937	3,266	3,618
<i>Net kar marjı</i>	1.3%	1.8%	2.1%	2.8%	3.1%	3.3%	3.3%	3.2%	3.1%	3.0%	3.0%
+ Amortisman	698	705	918	1,047	1,208	1,436	1,771	2,157	2,593	3,070	3,581
+ Yatırımlar	-517	-605	-822	-1,020	-1,183	-1,348	-1,431	-1,565	-1,510	-1,506	-1,465
Yatırımlar/Satıs	2.4%	2.3%	2.4%	2.4%	2.3%	2.2%	2.0%	1.9%	1.6%	1.4%	1.2%
- İşletme sermayesindeki değişim	544	465	1,048	1,097	1,125	1,234	1,296	1,363	1,511	1,664	1,821
+ Net borç alınan/(odenen)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
- Finansal kiralama için düzeltme	-418	-540	-778	-1,184	-1,582	-2,023	-2,421	-2,829	-3,266	-3,729	-4,216
Sermayeye serbest nakit akışı	579	497	1,092	1,125	1,167	1,316	1,549	1,754	2,265	2,764	3,339
İskonto oranı	0	0.88	0.71	0.57	0.46	0.38	0.30	0.25	0.20	0.16	0.13
Tahmin Aralığı İçin İndirgenmiş Nakit Akışı	5,121	435	774	645	541	494	470	431	450	445	435
Uç Değer İçin İndirgenmiş Nakit Akışı	4,334										
Hedef piyasa değeri	9,455										
<b>Hedef Hisse Fiyatı</b>	<b>15.5</b>										
Hedef Getiri	29%										
<b>AOSM</b>											
Risksiz Getiri Oranı	18.0%										
Beta	0.80										
Risk Primi	7.0%										
Sermaye maliyeti	23.6%										
Vergi Sonrası Borçlanma Maliyeti	15.0%										
Sermayelendirme Oranı	75.0%										
Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti	17.2%										
Uzun Dönemli Büyüme Oranı	12.3%										

Kaynak: Şirket verileri, INFO ARAŞTIRMA tahminleri

## ŞOK Karşılaştırmalı Değerleme

Şirket Adı	Ülke	Piyasa Değeri (USD mn)	F/K		FD/VAFÖK		FD/Net Satışlar		Temettü Verimi	
			2021E	2022E	2021E	2022E	2021E	2022E	2021E	2022E
Walmart Mexico	Mexico	54,613	25.3	22.4	13.6	12.5	1.5	1.4	2.6%	1.4%
Jeronimo Martins	Poland	12,065	23.6	21.1	7.9	7.3	0.6	0.6	2.2%	0.6%
Pick n Pay	South Africa	1,940	21.4	17.8	7.5	6.6	0.5	0.4	3.2%	0.4%
Magnit	Russia	7,074	14.3	12.8	5.1	4.6	0.6	0.5	10.5%	0.5%
X5 Retail	Russia	8,586	13.1	11.6	3.8	3.5	0.5	0.4	8.4%	0.4%
Migros	Turkey	810	28.1	12.6	3.9	3.5	0.3	0.3	0.0%	0.3%
BIM	Turkey	4,752	14.9	12.7	7.7	6.6	0.6	0.5	5.1%	0.5%
<b>Ortanca değer</b>			<b>21.4</b>	<b>12.8</b>	<b>7.5</b>	<b>6.6</b>	<b>0.6</b>	<b>0.5</b>	<b>3.2%</b>	<b>0.5%</b>
SOK	Turkey	882	15.5	10.1	3.5	2.7	0.3	0.2	1.9%	7.0%
<b>Prim/İskonto</b>										
Türkiye perakende			-28%	-21%	-40%	-46%	-47%	-49%	-0.2x	16.4x
Gelişen ülkeler			-28%	-43%	-54%	-59%	-58%	-63%	-40%	11.7x

Kaynak: FactSet tahminleri, EquityRT, INFO ARAŞTIRMA tahminleri

## UYARI NOTU

Bu raporda yer alan her türlü bilgi, değerlendirme, yorum, istatistiki şekil ve bilgiler hazırlandığı tarih itibari ile mevcut piyasa koşulları ve güvenilirliğine inanılan kaynaklardan elde edilerek derlenmiştir ve İno Yatırım Menkul Değerler A.Ş. Tarafından genel bilgilendirme amacı ile hazırlanmıştır. Sunulan bilgilerin doğruluğu ve bunların yatırım kararlarına uygunluğu tarafımızca garanti edilmemektedir. Bu bilgiler belli bir getirinin sağlanmasına yönelik olarak verilmemekte olup alım satım kararını destekleyebilecek yeterli bilgiler burada bulunmayabilir. 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. Sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Bu nedenle bu sayfalarda yer alan bilgilerdeki hatalardan, eksikliklerden ya da bu bilgilere dayanılarak yapılan işlemlerden, yorum ve bilgilerin kullanılmasından doğacak her türlü maddi/manevi zararlardan ve her ne şekilde olursa olsun üçüncü kişilerin uğrayabileceği her türlü doğrudan ve/veya dolaylı zararlardan dolayı İno Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ile bağlı kuruluşları, çalışanları, yöneticileri ve ortakları sorumlu tutulamaz. Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir.

## INFO YATIRIM ARAŞTIRMA EKİBİ

Oytun Altaşlı Widmer– Araştırma Direktörü

Ercan Uysal– YK Danışmanı

Bartu Çolak– Yardımcı Uzman Analist

Kutay Ağırbaş– Yardımcı Uzman Analist