

Marjların dirençli kalmasıyla nakit yaratımı öne çıkıyor

AL (önceki AL)

Kapanış Fiyatı (TL)	52,20	Hedef Fiyat – 12ay (TL/pay)	90,00				
Piyasa Değeri (TL / US\$ mn)	30.970 / 648	Nominal / Görece Getiri – 12ay (%)	34 / 1				
Halka Açıklık Oranı	51	Ort. İşlem Hacmi – 3ay (TLmn)	317				
TMS/TFRS- TL milyon	2Ç26	2Ç25	Yıllık Δ	1Ç26	Çeyreklik Δ	YKYt	Piyasa Beklentisi
Net Satışlar	86.110	80.758	%6,6	81.669	%5,4	85.989	86.000
VAFÖK	918	878	%4,6	488	%88,0	983	934
Net Kar	-564	-455	a.d	-787	a.d.	-610	-579
VAFÖK Marjı	%1,1	%1,1	0pp	%0,6	0,4pp	%1,1	%1,1

Kaynak: YKY Araştırma, Şirket, KAP

2Ç26 Sonuçları

Şok Marketler <SOKM TI> 2Ç26'da, hem bizim hem de piyasa beklentisine paralel, 564 milyon net zarar açıkladı. Bu esasen, toplam nakit giderler büyük ölçüde yatay kalırken, daha uzun süredir elde tutulan stokların elden çıkarılmasıyla, brüt kar marjındaki yıllık 0,5 puanlık düşüş (vadeli alımlara ilişkin faiz giderinden arındırılmış yıllık 0,2 puan düşüş), amortismandaki yıllık %24'lük artış ve geçen seneki 328 milyon TL'lik ertelenmiş vergi gelirine kıyasla bu çeyrekteki 169 milyon TL'lik daha düşük ertelenmiş vergi gelirinden kaynaklandı. VAFÖK yıllık %4,6 artarak büyük ölçüde hem piyasa hem de bizim beklentilerimize paralel 918 milyon TL oldu ve VAFÖK marjı yatay kaldı. Gelirler bizim ve piyasa beklentilerine paralel yıllık %6,6 arttı ve 86 milyar TL oldu. Ayrıca, stoklar tarafında yapılan düzeltmelerle beraber özellikle güçlü nakit yaratımını vurguluyoruz.

Temel notlar ve Öne Çıkanlar

- Artan SOK 2.0 katkısıyla benzer mağaza performansı güçlü kaldı.** Gelirler yıllık %6,6 artarken şirketin toplam mağaza sayısı yıllık %1,3 arttı. Bu şirketin mevcut mağazalarının katkısını destekler niteliktedir. Şirketin benzer mağaza (10.362 adet) satışları yıllık %5,1 arttı (benzer mağaza trafiği: yıllık %0,3 düşüş; benzer mağaza sepet büyüklüğü: yıllık %5,4 artış). Süregelen promosyon dönemine rağmen, şirketin fiyatlama yapabilmesini önemli bir husus olarak görüyoruz. Bunu, sayısı 850'nin üzerine çıkan SOK 2.0 mağazalarının (~%40 daha geniş mağaza) mağaza başı (%10-20 daha fazla SKU) sepet büyüklüğüyle daha fazla ciro üretebilmesine bağlıyoruz. Daha da önemlisi, büyüme mağaza açılışlarına daha az bağımlı hale geliyor ve giderek mevcut ağın verimliliğinden kaynaklanıyor; bunu daha sağlıklı bir büyüme dinamiği olarak görüyoruz. SOK 2.0'ı uzun vadeli yatırım tezimizin temel destekleyicilerinden biri olarak görmeye devam ediyoruz ve 2026 gelir tahminimizi şimdilik değiştirmeden bırakıyoruz.
- Mevcut promosyon ortamına rağmen korunan marjlar.** Şirketin VAFÖK marjı %1,1 ile yatay kaldı. Şirketin vadeli alım faiz giderinden arındırılmış VAFÖK marjı yıllık 0,3 puan artarak %0,8 oldu. SOK 2.0 mağazalarının etkisiyle benzer mağaza sepet büyüklüğündeki artışa rağmen, düzeltilmiş VAFÖK marjındaki sınırlı artışı, standart mağazalardaki artan promosyon ve artan gıda girdi maliyetlerine bağlıyoruz. Mevcut promosyon döneminde, şirketin VAFÖK marjını korumasını olumlu buluyoruz. Hatta, şirketin TMS29 etkisinden arındırılmış VAFÖK marjı 2Ç26'da 1,3 puan artarak %5,8 oldu. Bu operasyonel anlamda, sepet büyüklüğündeki artışın yansıdığını ancak, muhasebesel etkilerin bunu baskıladığını kanıtlar niteliktedir. Ayrıca, bunun çeyrek boyunca stok yükü daha yüksek olan ürünlerin elden çıkarılması stratejisiyle gerçekleştirildiğini vurguluyoruz. Şimdilik VAFÖK marjı tahminimizde bir değişiklik yapmıyoruz.
- Nakit yaratımı oldukça güçlü kaldı.** Dönem sonu itibarıyla, stoklarda yapılan düzeltmelerden kaynaklı, geçen çeyreğe göre 7,6 milyar TL düşen (yıllık 5,5 milyar TL düşüş) net işletme sermayesi sayesinde şirket yıllık %32 artışla 8,6 milyar TL serbest

nakit yarattı (%10 marj). Böylece şirketin (UFRS-16 hariç) net nakdi geçen çeyreğe göre 4,2 milyar TL artarak 17,2 milyar TL oldu.

- **Şirket 2026 beklentilerini değiştirmedir.** Yönetim 2026 için %5 gelir büyümesi (+/- %1), %3 VAFÖK marjı (+/- %0,5), ~%2 yatırım harcamaları satışlar oranı. Biz, 2026'da %6 gelir büyümesi %3 VAFÖK marjı ve %2 yatırım harcamaları/satışlar oranı bekliyoruz.

Özet Görüşümüz

Sok Marketler'in <SOKM Tı> 2Ç26 sonuçlarını, olumlu olarak değerlendiriyoruz. Ancak, sonuçlar büyük ölçüde beklentilerle uyumlu olduğundan nötr bir piyasa tepkisi bekliyoruz. Yılbaşındaki beklentilerimize kıyasla mevcut makroekonomik ortamın perakendeciler açısından daha zor olduğunu görüyoruz. Öte yandan, SOKM'in bu duruma rağmen manşet marjlarını korumasını, şirketin mevcut uyguladığı stratejisinin bir göstergesi olarak değerlendiriyoruz. Yönetim bugün 15.00'da (TSİ) bir analist toplantısı yapacak. Toplantıda yönetimi dinledikten sonra, tahminlerimizi gözden geçireceğiz. **Ancak, finansallar tek başına büyük bir değişim gerekmediğine işaret etmektedir. SOKM için 12 aylık 90TL/hisse hedef fiyatımız ve AL önerimiz mevcut. Hisse, 2027 tahminlerimize göre 1,9x FD/VAFÖK çarpanıyla işlem görmektedir.**

SOKM - Özet Finansal Sonuçlar

Gelir Tablosu (Çeyreksel)							
TLmn	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26
Gelirler	77.924	75.992	80.758	87.094	84.480	81.669	86.110
Brüt Kar	16.031	14.731	15.605	18.551	18.548	16.233	16.237
Faaliyet Giderleri	-16.524	-17.979	-17.757	-18.835	-17.297	-19.001	-19.062
Net Faaliyet Karı	-493	-3.248	-2.152	-284	1.251	-2.769	-2.825
Diğer Faaliyet Gelir (Gider)	-1.231	-679	-550	-945	-1.065	-1.220	-600
Esas Faaliyet Karı	-1.725	-3.927	-2.703	-1.230	186	-3.988	-3.425
VAFÖK (diğ. gel (gid) hariç)	2.719	44	878	3.804	4.423	488	918
VAFÖK (diğ. gel (gid) dahil)	1.488	-635	328	2.858	3.358	-731	318
Net Finansman Gelir (Gider)	-1.698	-2.284	-2.370	-2.559	-2.610	-2.420	-2.507
Parasal Kazanç (Kayıp)	1.857	5.313	3.471	4.044	2.013	5.513	4.141
Vergi Öncesi Kar Zarar	-1.673	-458	-782	1.172	160	-383	-733
Vergi	1.424	-43	328	-847	-1.800	-405	169
Azınlık Hissedarları	0	0	0	0	0	0	0
Net Kar	-249	-500	-455	325	-1.641	-787	-564

Gelir Tablosu (Son 12 Ay)							
TLmn	2024/12	2025/03	2025/06	2025/09	2025/12	2026/03	2026/06
Gelirler	311.624	315.434	317.808	321.769	328.324	334.001	339.353
Brüt Kar	56.961	58.357	60.704	64.917	67.434	68.936	69.568
Faaliyet Giderleri	-69.011	-69.937	-70.348	-71.095	-71.868	-72.890	-74.195
Net Faaliyet Karı	-12.050	-11.580	-9.644	-6.178	-4.434	-3.955	-4.627
Diğer Faaliyet Gelir (Gider)	-1.391	-1.950	-2.974	-3.406	-3.240	-3.780	-3.830
Esas Faaliyet Karı	-13.440	-13.530	-12.618	-9.584	-7.673	-7.735	-8.457
VAFÖK (diğ. gel (gid) hariç)	6	983	3.014	7.445	9.149	9.594	9.634
VAFÖK (diğ. gel (gid) dahil)	-1.384	-967	40	4.039	5.909	5.813	5.803
Net Finansman Gelir (Gider)	-7.312	-8.735	-9.015	-7.567	-8.341	-9.958	-10.095
Parasal Kazanç (Kayıp)	17.753	17.104	15.474	14.685	14.842	15.042	15.712
Vergi Öncesi Kar Zarar	-1.625	-2.658	-3.717	-1.741	92	167	216
Vergi	1.719	2.272	2.562	862	-2.363	-2.724	-2.883
Azınlık Hissedarları	0	0	0	0	0	0	0
Net Kar	94	-386	-1.154	-879	-2.271	-2.558	-2.667

Bilanço							
TLmn	2024/12	2025/03	2025/06	2025/09	2025/12	2026/03	2026/06
Dönen Varlıklar	50.501	52.675	52.173	54.893	55.828	55.391	54.583
Nakit ve Nakit Benzerleri	8.913	9.532	11.191	14.219	10.980	13.081	17.241
Ticari Alacaklar	403	392	456	490	383	521	496
Stoklar	36.581	38.803	37.037	37.510	41.425	40.017	35.089
Diğer Dönen Varlıklar	4.604	3.949	3.489	2.675	3.039	1.772	1.756
Duran Varlıklar	65.936	65.845	66.436	67.046	68.606	68.506	69.551
Finansal Varlıklar & Equity Pick L	0	0	0	0	0	0	0
Maddi Duran Varlıklar	24.981	25.044	25.344	25.528	26.147	25.985	27.160
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	2.279	2.266	2.373	2.360	2.385	2.363	2.466
Kullanım Hakkı Varlıkları	26.943	26.808	26.984	27.427	28.341	28.435	28.205
Şerefiye	11.581	11.581	11.581	11.581	11.581	11.581	11.581
Ertelenmiş Vergi Varlığı	0	0	0	0	0	0	0
Diğer Duran Varlıklar	152	146	155	150	151	142	138
Toplam Varlıklar	116.437	118.521	118.609	121.938	124.434	123.897	124.134
KV Yükümlülükler	57.895	60.315	60.883	62.335	64.815	65.258	68.470
KV Borçlar	4.403	3.898	3.705	3.677	5.123	5.689	6.854
Ticari Borçlar	46.984	48.937	51.035	52.616	53.867	51.947	54.598
Diğer KV Yükümlülükler	6.507	7.480	6.143	6.042	5.826	7.623	7.019
UV Yükümlülükler	14.113	14.373	14.541	16.184	17.860	17.833	15.618
UV Borçlar	10.204	10.328	11.010	11.715	11.870	11.116	9.990
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	2.249	2.260	1.889	2.706	4.479	4.828	4.593
Diğer UV Yükümlülükler	1.660	1.785	1.641	1.763	1.511	1.888	1.035
Azınlık Hissedarları	0	0	0	0	0	0	0
Toplam Özkaynaklar	44.429	43.833	43.186	43.419	41.759	40.807	40.045
Toplam Yükümlülükler	116.437	118.521	118.609	121.938	124.434	123.897	124.134

Nakit Akım Tablosu (Çeyreksel)							
TLmn	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26
Faaliyetlerden Nakit	8.422	6.645	6.966	5.659	6.975	7.149	9.595
Yatırımlardan Nakit	-1.338	-845	-465	-527	-1.380	-785	-1.028
Finansal Faaliyetlerden Nakit	-7.784	-4.208	-4.512	-1.287	-8.344	-3.395	-3.521
Toplam Nakit Girişi	-700	1.592	1.988	3.845	-2.748	2.969	5.046
Toplam SNA Girişi	7.084	5.800	6.500	5.132	5.595	6.364	8.567
Gelirlere Oranı	9%	8%	8%	6%	7%	8%	10%

Nakit Akım Tablosu (Son 12 Ay)							
TLmn	2024/12	2025/03	2025/06	2025/09	2025/12	2026/03	2026/06
Faaliyetlerden Nakit	28.290	23.597	23.682	27.691	26.245	26.749	29.378
Yatırımlardan Nakit	-5.805	-6.197	-4.841	-3.175	-3.217	-3.157	-3.720
Finansal Faaliyetlerden Nakit	-19.122	-18.441	-20.081	-17.791	-18.351	-17.538	-16.547
Toplam Nakit Girişi	3.363	-1.040	-1.240	6.726	4.677	6.054	9.111
Toplam SNA Girişi	22.485	17.401	18.841	24.516	23.028	23.591	25.658
Gelirlere Oranı	7%	6%	6%	8%	7%	7%	8%

Çeyreksel Büyüme ve Marjlar							
Çeyreksel Büyüme (y/y) (%)	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26
Gelirler	7	5	3	5	8	7	7
Brüt Kar	10	10	18	29	16	10	4
VAFÖK (diğ. gel (gid) hariç)	59	n.m.	n.m.	n.m.	63	1.022	5
VAFÖK (diğ. gel (gid) dahil)	237	n.m.	n.m.	n.m.	126	n.m.	-3
Vergi Öncesi Kar Zarar	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.
Net Kar	n.m.	n.m.	n.m.	553	n.m.	n.m.	n.m.
Çeyreksel Marjlar (%)	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26
Brüt Kar	20,6	19,4	19,3	21,3	22,0	19,9	18,9
VAFÖK (diğ. gel (gid) hariç)	3,5	0,1	1,1	4,4	5,2	0,6	1,1
VAFÖK (diğ. gel (gid) dahil)	1,9	-0,8	0,4	3,3	4,0	-0,9	0,4
Net Finansman Gelir (Gider)	-2,2	-3,0	-2,9	-2,9	-3,1	-3,0	-2,9
Parasal Kazanç (Kayıp)	2,4	7,0	4,3	4,6	2,4	6,8	4,8
Vergi Öncesi Kar Zarar	-2,1	-0,6	-1,0	1,3	0,2	-0,5	-0,9
Net Kar	-0,3	-0,7	-0,6	0,4	-1,9	-1,0	-0,7

Son 12 Ay Büyüme ve Marjlar							
Son 12 Büyüme (y/y) (%)	2024/12	2025/03	2025/06	2025/09	2025/12	2026/03	2026/06
Gelirler	5	5	6	5	5	6	7
Brüt Kar	-3	1	6	17	18	18	15
VAFÖK (diğ. gel (gid) hariç)	-100	-80	36	n.m.	n.m.	876	220
VAFÖK (diğ. gel (gid) dahil)	n.m.	n.m.	-98	n.m.	n.m.	n.m.	14.488
Vergi Öncesi Kar Zarar	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.
Net Kar	-99	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.
Son 12 Ay Marjlar (%)	2024/12	2025/03	2025/06	2025/09	2025/12	2026/03	2026/06
Brüt Kar	18,3	18,5	19,1	20,2	20,5	20,6	20,5
VAFÖK (diğ. gel (gid) hariç)	0,0	0,3	0,9	2,3	2,8	2,9	2,8
VAFÖK (diğ. gel (gid) dahil)	-0,4	-0,3	0,0	1,3	1,8	1,7	1,7
Net Finansman Gelir (Gider)	-2,3	-2,8	-2,8	-2,4	-2,5	-3,0	-3,0
Parasal Kazanç (Kayıp)	5,7	5,4	4,9	4,6	4,5	4,5	4,6
Vergi Öncesi Kar Zarar	-0,5	-0,8	-1,2	-0,5	0,0	0,0	0,1
Net Kar	0,0	-0,1	-0,4	-0,3	-0,7	-0,8	-0,8

Nakit Döngü & NİS							
	2024/12	2025/03	2025/06	2025/09	2025/12	2026/03	2026/06
Net Nakit Döngüsü (Gün)	-9	-14	-19	-21	-16	-16	-26
Ticari Alacak Tahsilat (Gün)	0	0	1	1	0	1	1
Stok Döngü (Gün)	55	55	53	53	55	55	47
Ticari Borç Ödeme (Gün)	65	69	72	75	71	71	74
Net İşletme Sermayesi (Ana) (T)	-10.000	-9.742	-13.542	-14.617	-12.058	-11.408	-19.012
Gelirlere Oranı	-3%	-3%	-4%	-5%	-4%	-3%	-6%
Brüt Kara Oranı	-18%	-17%	-22%	-23%	-18%	-17%	-27%

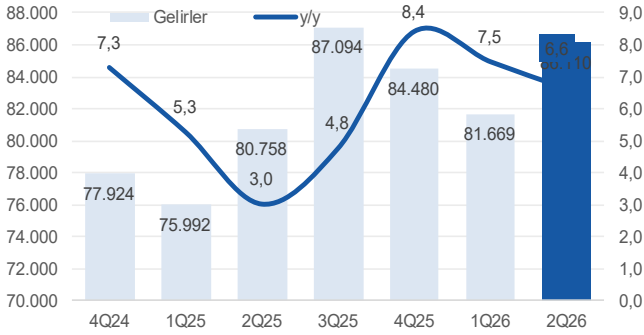
Borçluluk							
	2024/12	2025/03	2025/06	2025/09	2025/12	2026/03	2026/06
Net Borç (Nakit) (TLmn)	5.694	4.694	3.524	1.173	6.013	3.724	-398
Net Borç / Özkaynaklar (x)	0,1	0,1	0,1	0,0	0,1	0,1	n.m.
Net Fin. Borç / VAFÖK (x)	n.m.	n.m.	88,6	0,3	1,0	0,6	n.m.
Esas Faal.Kar / Net Fin.Gel. (Gic)	1,8x	1,5x	1,3x	1,2x	0,9x	0,7x	0,8x
Borç / (Borç + Özkaynak)	25%	25%	25%	26%	29%	29%	30%

Getiri (%)							
	2024/12	2025/03	2025/06	2025/09	2025/12	2026/03	2026/06
Özkaynak Karlılığı (%)	0%	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.
Net Kar Marjı (%)	0%	0%	0%	0%	-1%	-1%	-1%
Varlık Devir Hızı	265%	265%	261%	269%	273%	276%	280%
Finansal Kaldıraç Oranı	264%	259%	276%	271%	279%	286%	292%
ROIC (**)	-25%	-26%	-25%	-19%	-15%	-15%	-18%
Net Faaliyet Varlıkları (TLmn)	52.890	52.147	49.588	50.077	52.312	50.073	46.420

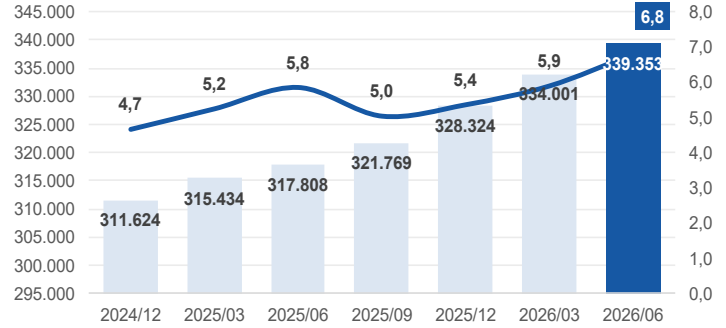
Geriye Dönük Çarpanlar (Sonuçlar Öncesi ve Sonrası)			
	Pre	Post	Chg.
Gelirler	334.001	339.353	2%
VAFÖK (diğ. gel (gid) hariç)	9.594	9.634	0%
VAFÖK (diğ. gel (gid) dahil)	5.813	5.803	0%
Toplam SNA Girişi	23.591	25.658	9%
Net Kar	-2.558	-2.667	n.m.
Toplam Özkaynaklar	40.807	40.045	-2%
Piyasa Çarpanları (x) (***)	Pre	Post	
FD / Gelirler	0,1	0,1	
FD / VAFÖK ('Diğer Gel. (Gid.) F	3,6	3,2	
FD / VAFÖK ('Diğer Gel. (Gid.) C	5,9	5,3	
FD/Net Faaliyet Varlıkları	0,7	0,7	
FD/SNA	1,5	1,2	
F/K	n.m.	n.m.	
F/D	0,8	0,8	

SOKM - Özet Finansal Sonuçlar

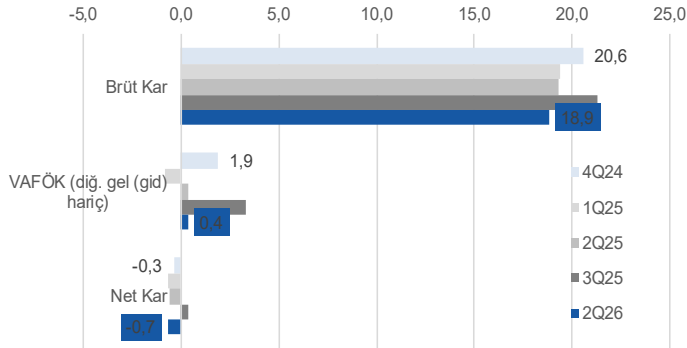
Çeyreklik Büyüme (y/y) (%)



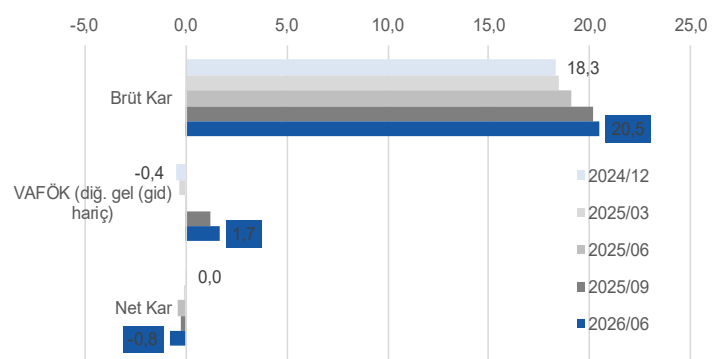
Son 12 Büyüme (y/y) (%)



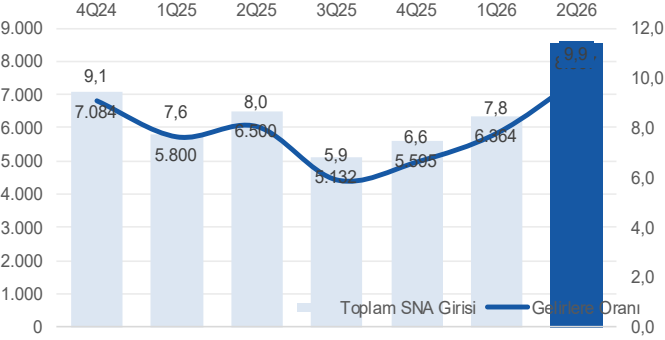
Çeyreklik Marjlar (%)



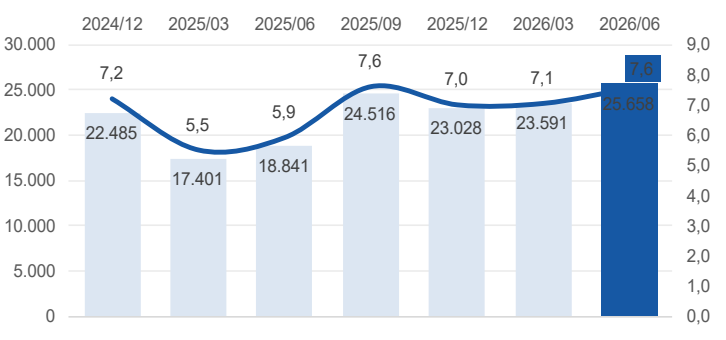
Son 12 Ay Marjlar (%)



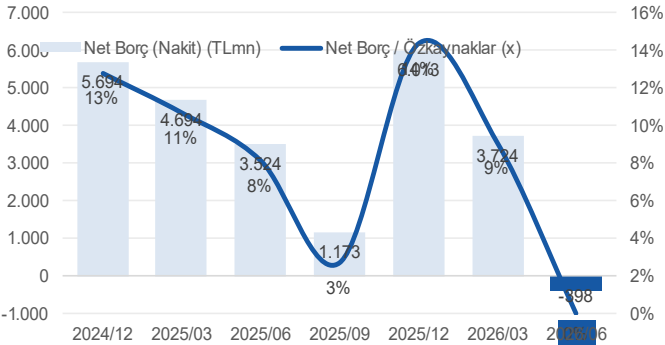
Çeyreklik SNA (TLmn) ve SNA Marjı (%)



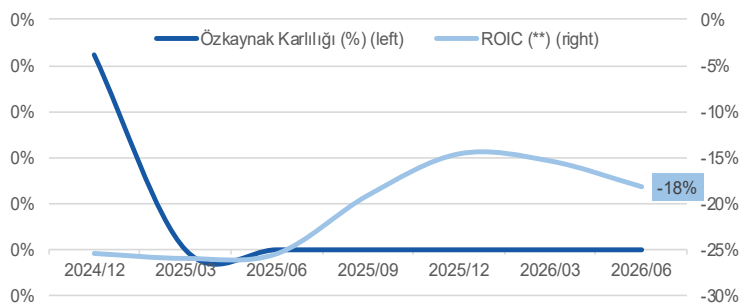
Son 12 Ay SNA (TLmn) ve SNA Marjı (%)



Borçluluk



Getiri (%)



Kaynak: KAP, YKY Araştırma