



# **ŞOK Marketler Ticaret A.Ş.**

## **Fiyat Tespit Raporuna İlişkin Görüş**

Mayıs 2018

**İŞ YATIRIM**

## İçindekiler

---

|   |   |    |
|---|---|----|
| 1 | Halka Arza İlişkin Genel Bilgiler.....                | 4  |
| 2 | Şirket Hakkında Özet Bilgi .....                      | 5  |
| 3 | Finansal Durum ve Değerleme Hakkında Özet Bilgi ..... | 8  |
| 4 | Görüş .....   | 13 |

## **Önemli Not**

İşbu rapor, Sermaye Piyasası Kurulu'nun 12 Şubat 2013 tarih ve 5/145 sayılı ilke kararına dayanılarak, İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("İş Yatırım") Kurumsal Finansman Müdürlüğü tarafından, Garanti Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("Garanti Yatırım") Konsorsiyum Lideri olduğu Şok Marketler Ticaret A.Ş. ("Şok Marketler", "Şirket") paylarının halka arzı kapsamında hazırladığı fiyat tespit raporunu değerlendirmek amacıyla hazırlanmış olup, yatırımcıların pay alım satımına ilişkin herhangi bir tavsiye veya teklif içermemektedir. Yatırım kararlarının ilgili izahnamenin incelenmesi sonucu verilmesi gerekmektedir. Rapor içerisinde bulunabilecek hata ve noksanlıklardan dolayı İş Yatırım hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz.

## 1 Halka Arza İlişkin Genel Bilgiler

Tablo 1: Halka Arza İlişkin Genel Bilgiler

|   |   |
|---|---|
| <b>Halka Arz Öncesi Sermaye</b>             | 360.000.000 TL  |
| <b>Halka Arz Sonrası Sermaye</b>            | 578.500.000 TL  |
| <b>Halka Arz Toplamı (Nominal)</b>          | 218.500.000 TL  |
| <b>Halka Açıklık Oranı</b>                  | % 37,77   |
| <b>Ek Satış</b>                             | -   |
| <b>Konsorsiyum Lideri</b>                   | Garanti Yatırım Menkul Değerler A.Ş.  |
| <b>Halka Arz Yöntemi</b>                    | Sermaye Artırımı  |
| <b>Halka Arz Satış Yöntemi</b>              | Fiyat Aralığı ile Talep Toplama   |
| <b>İşlem Göreceği Pazar</b>                 | Borsa İstanbul Yıldız Pazarı  |
| <b>Fiyat Aralığı</b>                        | 12,0 TL – 14,4 TL   |
| <b>Taahhütler</b>                           | <p>Şirket 180 gün boyunca, bedelli sermaye artırımı yapmayacağını, dolaşımdaki pay miktarının artmasına sebep olmayacağını, payları satmayacağını ve devretmeyeceğini taahhüt etmiştir.</p> <p>Şirket ortaklarından Turkish Retail ve Uğur Demirel (CEO), 18 ay boyunca paylarını satmayacaklarını, devretmeyeceklerini ve dolaşımdaki pay miktarının artmasına sebep olmayacaklarını taahhüt etmişlerdir.</p> <p>Şirket ortaklarından Templeton, Gözde Girişim ve Turkish Holdings, 180 gün boyunca paylarını satmayacaklarını, devretmeyeceklerini ve dolaşımdaki pay miktarının artmasına sebep olmayacaklarını taahhüt etmişlerdir.</p> <p>Turkish Retail, Turkish Holdings, Templeton, Gözde Girişim ve Uğur Demirel sahip oldukları payları 1 yıl boyunca halka arz fiyatının altında bir fiyattan borsada satmayacaklarını taahhüt etmiştir.</p> |
| <b>Talep Toplama Tarihleri</b>              | 8-9 Mayıs 2018  |
| <b>Borsa İstanbul'da İşlem Görme Tarihi</b> | 16 Mayıs 2018   |
| <b>Halka Arz Tutarı</b>                     | 2.622.000.000 TL – 3.146.400.000 TL   |

Kaynak: Garanti Yatırım ve İzahname

**Tablo 2: Arz Öncesi ve Sonrası Ortaklık Yapısı**

| Ortaklık Yapısı                                   | Arz Öncesi Yapı    |                | Arz Edilen Paylar  |               | Arz Sonrası Yapı   |                |
|---|--------------------|----------------|--------------------|---------------|--------------------|----------------|
|   | Nominal Değer (TL) | Sermaye Payı   | Nominal Değer (TL) | Sermaye Payı  | Nominal Değer (TL) | Sermaye Payı   |
| Turkish Retail Investments B.V.*                  | 144.000.000        | 40,00%         | 0                  | 0,00%         | 144.000.000        | 24,89%         |
| Gözde Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş.    | 140.400.000        | 39,00%         | 0                  | 0,00%         | 140.400.000        | 24,27%         |
| Turkish Holdings IV Coöpeatief U.A.               | 36.000.000         | 10,00%         | 0                  | 0,00%         | 36.000.000         | 6,22%          |
| Templeton Strategic Emerging Markets Fund IV, LDC | 36.000.000         | 10,00%         | 0                  | 0,00%         | 36.000.000         | 6,22%          |
| Hüseyin Avni Metinkale                            | 720.000            | 0,20%          | 0                  | 0,00%         | 720.000            | 0,12%          |
| Yasemin Tokuş                                     | 900.000            | 0,25%          | 0                  | 0,00%         | 900.000            | 0,16%          |
| Yahya Ülker                                       | 288.000            | 0,08%          | 0                  | 0,00%         | 288.000            | 0,05%          |
| Uğur Demirel                                      | 1440000            | 0,40%          | 0                  | 0,00%         | 1.440.000          | 0,25%          |
| Mustafa Yaşar Serdengeçti                         | 252.000            | 0,07%          | 0                  | 0,00%         | 252.000            | 0,04%          |
| Halka Açık  | 0                  | 0,00%          | 218.500.000        | 60,69%        | 218.500.000        | 37,77%         |
| <b>TOPLAM</b>                                     | <b>360.000.000</b> | <b>100,00%</b> | <b>218.500.000</b> | <b>60,69%</b> | <b>578.500.000</b> | <b>100,00%</b> |

*Kaynak: Garanti Yatırım ve İzahname*

\* %100'ü Arlington üzerinden Yıldız Holding'e aittir.

Şirket'in mevcut çıkarılmış sermayesi 360.000.000 TL olup, beher payının nominal değeri 1,00 TL'dir. Tamamı sermaye artışı ile %37,77 pay halka arz edilecektir.

## 2 Şirket Hakkında Özet Bilgi

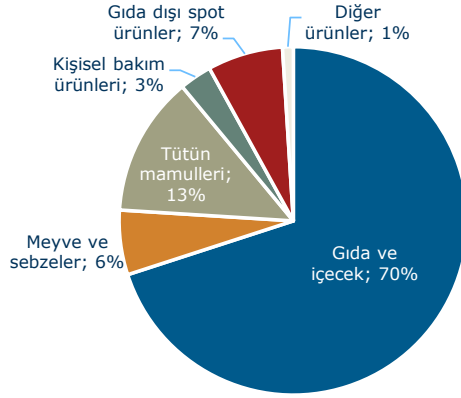
Şok, Türkiye'de gıda perakende sektöründe faaliyet gösteren bir indirim marketi zinciridir. 31 Aralık 2017 itibari ile 5.100'ü Şok olmak üzere toplam 5.598 mağazası ve 24 adet dağıtım merkezi bulunmaktadır. 2015 ile 2017 arasında Şirket satışlarını %36,9 YBBO ile artırarak 9,5 milyar TL net satış elde etmiştir.

Şirket müşterilerine 1.500 adet stok kalemi (SKU) ile seçenek sunmaktadır. Sunulan ürün portföyü hem uluslararası ve ulusal markalardan hem de Şirket'e ait özgün markalı ürünlerden oluşmaktadır. 31 Aralık 2017 itibariyle ulusal markalı ürünlerin toplam hasıllata oranı %46 olarak gerçekleşmiştir.

Şirket sahip olduğu özgün markalı ürünleri muhtelif tedarikçilere ürettirmektedir. Sahibi olduğu özgün markalar arasında Mis, Piyale, Mintax, Evin ve Amigo bulunmaktadır. Şirket 31 Aralık 2017 itibariyle bu markaların Türkiye içindeki kullanım haklarına sahiptir ve markalardan elde edilen satış, toplam satışların %27'sini oluşturmaktadır.

Şirket'in sunduğu ürün portföyü 6 kategoriye ayrılmaktadır: Gıda ve içecek, meyve ve sebzeler, tütün mamulleri, kişisel bakım ürünleri, gıda dışı spot ürünler (promosyonlarla müşterilere sunulan ürünler) ve diğer ürünler (çoğunlukla telefon hattı kontrolleri).

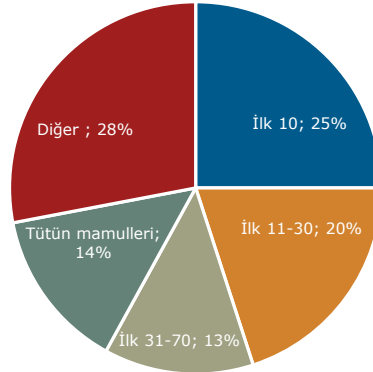
**Tablo 3: Ürün kategorisi bazında 2017 yılı satışları**



*Kaynak: Garanti Yatırım*

Tütün mamulleri dışında Şirket'in ilk 10 tedarikçisi toplam satın alımların %25'ini ve toplam ulusal marka satın alımlarının %30'unu oluşturmaktadır. 31 Aralık 2017 itibariyle Şirket'in ilişkili taraflardan (çoğunlukla Yıldız Holding şirketleri) alımları, satış maliyetinin %18,5'ini oluşturmaktadır. Tedarikçi gruplarının toplam satın alım içindeki payları aşağıdaki tabloda gösterilmiştir.

**Tablo 4: Tedarikçi Gruplarının toplam satın alım içindeki payı**



*Kaynak: Garanti Yatırım*

Şirket'in mağazaları Türkiye'nin tüm şehirlerinde bulunmaktadır. Şirket'in 31 Aralık 2017 itibariyle 5.598 adet mağazasının içinde her biri yaklaşık 80 m<sup>2</sup> olan ve çoğu İstanbul'da bulunan mini formatlı UCZ mağazalar da dahildir.

Şirket 2015, 2016 ve 2017 yıllarında sırası ile 699, 1.000 ve 1.100 mağaza açmıştır. Şirket 2018 yılında ağırlıklı olarak büyük şehirlerde olmak üzere 1.100 yeni mağaza açılışı hedeflemektedir.

Şirket'in 31 Aralık 2017 itibariyle mağazalarının %58'i 3 yaşın altındadır. Şirket'in son 3 yıla ait performans bilgileri aşağıdaki tabloda gösterilmektedir.

**Tablo 5: Mağaza Performans Bilgileri**

|  | 2015  | 2016  | 2017  |
|--|-------|-------|-------|
| Ortalama sepet büyüklüğü (TL)                | 10,7  | 11,7  | 12,9  |
| Mağaza başına günlük ortalama müşteri sayısı | 469,5 | 462,0 | 446,4 |
| Like-for-like satış büyümesi (%)             | 10,4  | 11,7  | 15,5  |

*Kaynak: Garanti Yatırım*

**Tablo 6: Mağaza FAVÖK Performansı**

| Mağazanın açıldığı yıl | Yeni açılan Şok mağaza sayısı | 31 Aralık itibari ile |             |             |
|------------------------|-------------------------------|-----------------------|-------------|-------------|
|                        |                               | 2015                  | 2016        | 2017        |
| 2017                   | 1.198                         | 0,0%                  | 0,0%        | 0,1%        |
| 2016                   | 1.002                         | 0,0%                  | -1,9%       | 1,7%        |
| 2015                   | 771                           | -5,4%                 | -0,2%       | 3,3%        |
| 2014                   | 347                           | -1,2%                 | 2,4%        | 4,9%        |
| 2013 ve öncesi         | 1.782                         | 1,5%                  | 3,5%        | 5,5%        |
| <b>TOPLAM</b>          | <b>5.100</b>                  | <b>-0,1%</b>          | <b>1,8%</b> | <b>3,8%</b> |

Not: Yukarıdaki FAVÖK marjları düzeltilmiş FAVÖK marjlarını temsil etmekte olup Garanti Yatırım tarafından hazırlanan Fiyat Tespit Raporu'nda yapılan açıklamaya göre düzeltilmiş FAVÖK marjı hesaplaması, faaliyetlerden diğer gelir/(giderler), amortisman ve itfa payları, satın alınan markalar için geçmiş yıllarda yapılan kullanım hakkı ödemeleri ve Teközel'in Şok harici gelirleri öncesi faaliyet gelirlerinin hasıllata bölünmesi ile elde edilmiştir.

*Kaynak: Garanti Yatırım*

## 3 Finansal Durum ve Değerleme Hakkında Özet Bilgi

### 3.a Finansal Durum

Tablo 7: Şok Marketler Gelir Tablosu

| Gelir Tablosu (milyon TL)                         | 2015           | 2016           | 2017           |
|---|----------------|----------------|----------------|
| <b>Satış Gelirleri</b>                            | <b>5.071,9</b> | <b>6.726,1</b> | <b>9.512,3</b> |
| Satışların Maliyeti                               | -4.160,9       | -5.401,5       | -7.478,7       |
| <b>Brüt Kar</b>                                   | <b>911,0</b>   | <b>1.324,6</b> | <b>2.033,6</b> |
| Pazarlama Giderleri                               | -959,0         | -1.283,4       | -1.811,4       |
| Genel Yönetim Giderleri                           | -43,7          | -43,9          | -65,2          |
| Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler                | 69,6           | 87,8           | 93,1           |
| Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler                | -167,1         | -216,6         | -292,8         |
| <b>Esas Faaliyet Karı</b>                         | <b>-189,2</b>  | <b>-131,5</b>  | <b>-42,7</b>   |
| Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler                 | 0,4            | 1,4            | 3,1            |
| Yatırım Faaliyetlerinden Giderler                 | -3,8           | -3,1           | -22,4          |
| <b>Finansman Gideri Öncesi Esas Faaliyet Karı</b> | <b>-192,7</b>  | <b>-133,2</b>  | <b>-62,0</b>   |
| Finansman Giderleri                               | -160,7         | -237,2         | -367,2         |
| <b>Sürdürülen Faaliyetler Vergi Öncesi Karı</b>   | <b>-353,4</b>  | <b>-370,3</b>  | <b>-429,2</b>  |
| Vergiler  |                |                |                |
| Dönem Vergi Gideri                                | -0,2           | -0,4           | -2,1           |
| Ertelenmiş Vergi Gideri                           | -19,1          | -4,0           | -2,4           |
| <b>Sürdürülen Faaliyetler Dönem Karı</b>          | <b>-372,6</b>  | <b>-374,8</b>  | <b>-433,7</b>  |
| <b>Dönem Karı/Zararı</b>                          | <b>-372,6</b>  | <b>-374,8</b>  | <b>-433,7</b>  |
| <b>Ana ortaklık payları</b>                       | <b>-372,7</b>  | <b>-361,5</b>  | <b>-389,8</b>  |
| Kontrol gücü olmayan paylar                       | 0,0            | -13,3          | -43,8          |
| <i>Amortisman Gideri</i>                          | <i>87,6</i>    | <i>110,4</i>   | <i>165,0</i>   |
| <b>FAVÖK</b>                                      | <b>-101,6</b>  | <b>-21,1</b>   | <b>122,3</b>   |
| <b>Brüt Kar Marjı</b>                             | <b>18,0%</b>   | <b>19,7%</b>   | <b>21,4%</b>   |
| <b>FAVÖK Marjı</b>                                | <b>-2,0%</b>   | <b>-0,3%</b>   | <b>1,3%</b>    |

Kaynak: Bağımsız Finansal Denetim Raporu

Şirket'in satış gelirleri son iki yılda %36,7 YBBO ile büyüyerek 2017 yılında 9.512,3 bin TL'ye ulaşmıştır. Yıllar itibarıyla Şirket'in brüt kar marjı %18,0-%21,4 seviyelerindedir.

Mağazalardaki net LFL satışları 2017 yılında 2016'ya kıyasla %15,5 artmış, bu artış oranı 2016 yılında 2015'e kıyasla %11,7 olarak gerçekleşmiştir. Şirket'in her iki yıl da ortalama sepet büyüklüğü ve LFL satışlarındaki artışlar, mağazalardaki taze ürünlerin bulunurluğu, verimli promosyon aktiviteleri ve yeni mağaza formatı ile geniş ürün seçeneği sunulmasından kaynaklanmıştır.

Şirket, Esas Faaliyetlerinden elde ettiği zarar 3 yıl boyunca azalırken artan finansman giderlerinin etkisi ile 3 yılda da net dönem zararı kaydetmiştir.



**Tablo 8: Düzeltilmiş Finansal Bilgiler**

| <b>Düzeltilmiş Finansal Bilgiler (milyon TL)</b> | <b>2015</b>    | <b>2016</b>    | <b>2017</b>    |
|--|----------------|----------------|----------------|
| <b>Net satış gelirleri</b>                       | <b>5.071,9</b> | <b>6.726,1</b> | <b>9.512,3</b> |
| (-) Teközel satışlar                             | -610,1         | -575,4         | -620,0         |
| <b>Düzeltilmiş net satış gelirleri</b>           | <b>4.461,8</b> | <b>6.150,7</b> | <b>8.892,3</b> |
| <b>Brüt kar</b>                                  | <b>911,0</b>   | <b>1.324,6</b> | <b>2.033,6</b> |
| Teközel etkisi (-)                               | -5,3           | -5,0           | -7,2           |
| <b>Düzeltilmiş Brüt Kar</b>                      | <b>905,8</b>   | <b>1.319,6</b> | <b>2.026,4</b> |
| <b>FAVÖK</b>                                     | <b>-101,6</b>  | <b>-21,1</b>   | <b>122,3</b>   |
| Düzeltilme etkisi                                | 100,9          | 131,4          | 203,9          |
| <b>Düzeltilmiş FAVÖK</b>                         | <b>-0,7</b>    | <b>110,3</b>   | <b>326,2</b>   |
| Brüt kar marjı                                   | 18,0%          | 19,7%          | 21,4%          |
| <b>FAVÖK marjı</b>                               | <b>-2,0%</b>   | <b>-0,3%</b>   | <b>1,3%</b>    |
| <i>Düzeltilmiş Brüt Kar Marjı</i>                | <i>20,3%</i>   | <i>21,5%</i>   | <i>22,8%</i>   |
| <b>Düzeltilmiş FAVÖK Marjı</b>                   | <b>0,0%</b>    | <b>1,8%</b>    | <b>3,7%</b>    |

*Kaynak: Garanti Yatırım*

Şirket'in net satışları ve brüt karına yapılan Teközel düzeltmesinin içeriği ile Düzeltilmiş FAVÖK hesaplamasının detayları (düzeltmeye konu olan kalemler ve tutarları) Garanti Yatırım tarafından hazırlanmış olan Fiyat Tespit Raporunda açıklanmamıştır. Bu yüzden düzeltme etkilerine yorum yapılması mümkün değildir.

**Tablo 9: Şok Marketler Bilanço**

| <b>Bilanço (milyon TL)</b>                 | <b>2015/12</b> | <b>2016/12</b>  | <b>2017/12</b>  |
|--|----------------|-----------------|-----------------|
| Nakit ve Nakit Benzerleri                  | 32,8           | 60,8            | 92,1            |
| Ticari Alacaklar                           | 285,9          | 336,9           | 267,2           |
| Diğer Alacaklar                            | 20,4           | 22,2            | 36,9            |
| Stoklar                                    | 418,2          | 503,4           | 636,2           |
| Peşin Ödenmiş Giderler                     | 4,3            | 9,0             | 8,4             |
| Diğer Dönen Varlıklar                      | 1,8            | 10,2            | 35,3            |
| <b>Dönen Varlıklar</b>                     | <b>763,5</b>   | <b>942,4</b>    | <b>1.076,2</b>  |
| Diğer Alacaklar                            | 3,3            | 4,0             | 5,7             |
| Maddi Duran Varlıklar                      | 344,1          | 607,6           | 849,5           |
| Maddi Olmayan Duran Varlıklar              | 672,8          | 672,1           | 677,0           |
| Şerefiye                                   | 578,9          | 578,9           | 578,9           |
| Diğer Maddi Olmayan Duran Varlıklar        | 93,9           | 93,2            | 98,1            |
| Diğer Duran Varlıklar                      | 0,5            | 0,1             | 0,0             |
| <b>Duran Varlıklar</b>                     | <b>1.020,7</b> | <b>1.283,9</b>  | <b>1.532,3</b>  |
| <b>TOPLAM VARLIKLAR</b>                    | <b>1.784,1</b> | <b>2.226,3</b>  | <b>2.608,4</b>  |
| Kısa Vadeli Borçlanmalar                   | 873,6          | 1.099,6         | 1.402,4         |
| UV Borçlanmaların Kısa Vadeli Kısımları    | 284,0          | 57,1            | 102,4           |
| Ticari Borçlar                             | 1.154,2        | 1.664,9         | 2.193,1         |
| Diğer Borçlar                              | 147,6          | 600,9           | 645,7           |
| Çalışanlara Sağ. Fayd. Kaps. Borçlar       | 22,7           | 48,5            | 79,1            |
| Ertelenmiş Gelirler                        | 2,0            | 2,6             | 8,7             |
| Diğer Kısa Vadeli Karşılıklar              | 30,4           | 36,7            | 43,0            |
| Diğer KV Yükümlülükler                     | 7,9            | 15,8            | 17,7            |
| <b>Kısa Vadeli Yükümlülükler</b>           | <b>2.522,4</b> | <b>3.526,2</b>  | <b>4.492,2</b>  |
| Uzun Vadeli Borçlanmalar                   | 80,7           | 153,5           | 204,2           |
| Çalışanlara Sağ. Fayd. İlişkin Karşılıklar | 20,5           | 30,5            | 40,1            |
| Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü               | 44,0           | 46,2            | 47,0            |
| Ertelenmiş Gelirler                        | 0,0            | 0,0             | 9,5             |
| Diğer Borçlar                              | 0,5            | 0,6             | 0,7             |
| <b>Uzun Vadeli Yükümlülükler</b>           | <b>145,6</b>   | <b>230,8</b>    | <b>301,6</b>    |
| Ödenmiş Sermaye                            | 360,0          | 360,0           | 360,0           |
| Diğer Kapsamlı Giderler                    | 0,1            | -9,0            | -15,3           |
| Kısıtlanmış Yedekler                       | 0,2            | 0,2             | 0,3             |
| İşletme Birleşme Etkisi                    | 1,0            | -156,6          | -438,3          |
| Geçmiş Yıllar Kar/Zararı                   | -872,6         | -1.245,3        | -1.539,7        |
| Net Dönem Karı                             | -372,7         | -361,5          | -389,8          |
| <b>Ana ortaklığa ait özkaynaklar</b>       | <b>-883,9</b>  | <b>-1.412,1</b> | <b>-2.022,9</b> |
| Kontrol gücü olmayan paylar                | 0,1            | -118,6          | -162,4          |
| <b>TOPLAM KAYNAKLAR</b>                    | <b>1.784,1</b> | <b>2.226,3</b>  | <b>2.608,4</b>  |

Kaynak: Bağımsız Finansal Denetim Raporu

Şirket'in 31.12.2017 itibarıyla aktif büyüklüğü 2.608,4 milyon TL'dir. Stoklar, Maddi Duran Varlıklar ve Şerefiye bilanço varlıklarının önemli kısmını, Kısa ve Uzun Vadeli Borçlanmalar, Ticari Borçlar ve Diğer Borçlar (ağırlıklı İlişkili Taraflara) bilanço yükümlülüklerinin önemli kısmını oluşturmaktadır.

**Tablo 10: Net Finansal Borç Durumu**

| <b>Net Finansal Borç Durumu (milyon TL)</b>      | <b>31.12.2017</b> |
|--|-------------------|
| Kısa Vadeli Borçlanmalar                         | 1.402,4           |
| Uzun Vadeli Borçlanmaların Kısa Vadeli Kısımları | 102,4             |
| Uzun Vadeli Borçlanmalar                         | 204,2             |
| İlişkili Taraflara Ticari Olmayan Borçlar        | 645,4             |
| <b>Toplam Finansal Borç</b>                      | <b>2.354,4</b>    |
| (-) Nakit ve Nakit Benzerleri                    | -92,1             |
| (-) İlişkili Taraflardan Diğer Alacaklar         | -32,1             |
| <b>Net Finansal Borç</b>                         | <b>2.230,2</b>    |

*Kaynak: Garanti Yatırım*

ŞOK Marketler'in 31.12.2017 itibarıyla net finansal borcu 2.230,2 milyon TL'dir. Net Finansal Borç / FAVÖK oranı 18,2(x), Net Finansal Borç / Düzeltilmiş FAVÖK oranı 6,8 (x)'tir.

Şirket'in banka kredi borçlarının tamamı TL ve kısa vadeli krediler olup, uzun vadeli krediler 1 ile 5 yıl arasında vadeye sahip finansal kiralama borçlarında oluşmaktadır.

Ticari olmayan borçların 321,5 milyon TL'si Yıldız Holding A.Ş.'ye olan finansal borçlardan oluşmaktadır. Yıldız Holding A.Ş.'ye ilişkin ticari olmayan borçların 183,0 milyon TL tutarındaki kısmı marka alımıyla 56,8 milyon TL'si ise Teközel'in hisselerinin alımına ilişkindir. İlgili borçlara ilişkin faiz işletilmemektedir.

Ticari olmayan borçların 13,3 milyon TL'si marka alımına ilişkindir. İlgili borçlara ilişkin faiz işletilmemektedir.

### **3.b Değerleme Hakkında Özet Bilgi**

Garanti Yatırım tarafından hazırlanan fiyat tespit raporuna göre Şirket'in değerlemesinde piyasa çarpanları yöntemi kullanılmıştır.

- ŞOK marketler ile aynı sektörde faaliyet gösteren halka açık uluslararası şirketler ve,
- Borsa İstanbul'da işlem gören ve benzer alanda faaliyet gösteren şirketler olan BİM Birleşik Mağazalar A.Ş. ("BİM") ve Migros Ticaret A.Ş. ("Migros") kullanılmıştır.

FD/Satışlar ve FD/FAVÖK çarpanları verileri kullanılarak analiz yapılmış ve bu yöntemlerin ağırlıklı ortalaması alınarak nihai piyasa değeri tespit edilmiştir.

Benzer Şirketlerin çarpan değerleri Garanti Yatırım'a göre 18.04.2018 kapanışı itibarıyla "Bloomberg" platformundan elde edilmiştir.

**Tablo 11: Garanti Yatırım - Değerlemede Esas Alınan Benzer Şirketler**

| #  | Benzer Şirket               | Ülke         |
|----|-----------------------------|--------------|
| 1  | Axfood AB                   | İsveç        |
| 2  | Jeronimo Martins            | Portekiz     |
| 3  | Dairy Farm Int Hldgs Ltd    | Hong Kong    |
| 4  | Cencosud SA                 | Şili         |
| 5  | Shoprite Holdings Ltd       | Güney Afrika |
| 6  | Siam Makro Public Co Ltd    | Tayland      |
| 7  | E-Mart Inc                  | Güney Kore   |
| 8  | President Chain Store Corp  | Tayvan       |
| 9  | Bim Birleşik Magazalar      | Türkiye      |
| 10 | CP All PCL                  | Tayland      |
| 11 | Walmart De Mexico Sub De Cv | Meksika      |
| 12 | Dino Polska SA              | Polonya      |
| 13 | Migros Ticaret A.Ş.         | Türkiye      |

Kaynak: Garanti Yatırım

**Tablo 12: Belirlenen Piyasa Değeri**

| ŞOK Marketler Piyasa Değeri   | Ağırlık % | milyon TL      |
|-------------------------------|-----------|----------------|
| FD/Satışlar Çarpanı Yöntemi   | 50%       | 7.921,4        |
| FD/FAVÖK Çarpanı Yöntemi      | 50%       | 3.016,5        |
| <b>Ortalama Piyasa Değeri</b> |           | <b>5.469,0</b> |

Kaynak: Garanti Yatırım

Değerlemede son 12 aylık döneme ait Düzeltilmiş Net Satış ve son 12 aylık Düzeltilmiş FAVÖK sonuçları dikkate alınmıştır.

Halka arz fiyat aralığı olarak 12,0 TL - 14,4 TL belirlenmiş olup, halka arz iskontosu, sırasıyla %21,0 ve %5,2 olarak hesaplanmaktadır.

**Tablo 13: Halka Arz Sermaye Artışı Öncesi İskonto Oranları**

| TL  | Sonuç         |               |
|---|---------------|---------------|
| Nominal Sermaye Tutarı  | 360.000.000   | 360.000.000   |
| Halka Arz Fiyatı (TL/Pay) (Taban ve Tavan)                        | 12,0          | 14,4          |
| Halka Arz Fiyatları ile Sermaye Artışı Öncesi Piyasa Değeri       | 4.320.000.000 | 5.184.000.000 |
| Değerleme Yöntemleriyle Hesaplanan Halka Arz Öncesi Piyasa Değeri | 5.468.964.872 | 5.468.964.872 |
| <b>Halka Arz Sermaye Artışı Öncesi İskonto Oranları</b>           | <b>-21,0%</b> | <b>-5,2%</b>  |

Kaynak: Garanti Yatırım

**Tablo 14: Halka Arz Sonrası Piyasa Değeri Hesabı**

| TL  | Sonuç                |                      |
|---|----------------------|----------------------|
| Nominal Sermaye Artışı                                      | 218.500.000          | 218.500.000          |
| Halka Arz Sonrası Nominal Sermaye                           | 578.500.000          | 578.500.000          |
| Halka Arz Fiyatı (TL/Pay) (Taban ve Tavan)                  | 12,0                 | 14,4                 |
| Halka Arzda Girecek Nakit                                   | 2.622.000.000        | 3.146.400.000        |
| <b>Halka Arz Fiyat Aralığı ile Hesaplanan Piyasa Değeri</b> | <b>6.942.000.000</b> | <b>8.330.400.000</b> |

Kaynak: Garanti Yatırım

## 4 Görüş

İş Yatırım tarafından gerçekleştirilen değerleme çalışmasında piyasa arpanları yöntemi kullanılmıştır.

Çarpan analizi yöntemine temel oluşturan şirketleri belirlenirken, daha uygun benzer şirketler kümesi oluşturmak amacıyla, Garanti Yatırım değerleme çalışmasındaki 13 şirket arasından süpermarket perakendeciliğine ilave operasyonları olan yurtdışından  şirket (Dairy Farm International Holdings Ltd, Cencosud SA ve Shoprite Holdings Ltd) ve yurtiçinden indirimli market olmaması sebebiyle Migros çıkartılmış, toplam 9 adet şirketin çarpan verilerinden yararlanılmıştır.

**Tablo 15: Değerlemede Esas Alınan Benzer şirketler**

|   | BENZER şİRKETLER             |            | Mn. US\$      | Mn. US\$     | Mn. US\$  | %     |
|---|------------------------------|------------|---------------|--------------|-----------|-------|
| # | şİRKET                       | ÜLKE       | Piyasa Değeri | Firma Değeri | İRO      | FAVÖK |
| 1 | Axfood AB                    | İsveç      | 3.802,9       | 3.845,8      | 5.613,86  | 5,7%  |
| 2 | Jeronimo Martins SGPS SA     | Portekiz   | 10.504,3      | 10.665,0     | 19.664,3  | 5,5%  |
| 3 | Siam Makro PCL               | Tayland    | 7.195,3       | 7.356,7      | 5.480,12  | 5,6%  |
| 4 | E-MART Inc                   | Gney Kore | 6.862,3       | 9.111,2      | 14.048,4  | 6,6%  |
| 5 | President Chain Store Corp   | Tayvan     | 10.146,8      | 9.345,1      | 7.270,26  | 7,2%  |
| 6 | BİM Birlesik Magazalar AS    | Türkiye    | 4.866,5       | 4.607,6      | 6.803,1   | 5,3%  |
| 7 | CP ALL PCL                   | Tayland    | 24.818,3      | 29.167,8     | 13.893,75 | 8,7%  |
| 8 | Wal-Mart de Mexico SAB de CV | Meksika    | 46.774,8      | 45.748,1     | 31.652,5  | 9,7%  |
| 9 | Dino Polska SA               | Polonya    | 2.701,1       | 2.840,9      | 1.198,98  | 8,6%  |

şOK Marketler ile aynı sektörde faaliyet gösteren halka açık şirketlerin Son 12 ay dönemine ait çarpan verileri, Bloomberg veri tabanı kullanılarak elde edilmiştir.

**Tablo 16: Değerlemede Esas Alınan Benzer Şirketler Çarpan Verileri**

| BENZER ŞİRKETLER |                              | FD/NET SATIŞLAR | FD/FAVÖK  |
|------------------|------------------------------|-----------------|-----------|
| #                | ŞİRKET                       | Son 12 ay       | Son 12 ay |
| 1                | Axfood AB                    | 0,7 (x)         | 12,0 (x)  |
| 2                | Jeronimo Martins SGPS SA     | 0,5 (x)         | 9,8 (x)   |
| 3                | Siam Makro PCL               | 1,3 (x)         | 24,0 (x)  |
| 4                | E-MART Inc                   | 0,6 (x)         | 9,8 (x)   |
| 5                | President Chain Store Corp   | 1,3 (x)         | 17,9 (x)  |
| 6                | BİM Birlesik Magazalar AS    | 0,7 (x)         | 12,8 (x)  |
| 7                | CP ALL PCL                   | 2,1 (x)         | 24,2 (x)  |
| 8                | Wal-Mart de Mexico SAB de CV | 1,4 (x)         | 14,8 (x)  |
| 9                | Dino Polska SA               | 2,4 (x)         | 27,5 (x)  |

|                 | FD/NET SATIŞLAR | FD/FAVÖK        |
|-----------------|-----------------|-----------------|
|                 | Son 12 ay       | Son 12 ay       |
| En düşük        | 0,5             | 9,8             |
| En yüksek       | 2,4             | 27,5            |
| Ortanca         | 1,3 (x)         | 14,8 (x)        |
| <b>Ortalama</b> | <b>1,2 (x)</b>  | <b>17,0 (x)</b> |

Kaynak: Bloomberg, 07.05.2018

Analiz yapılırken halka açık şirketler öncelikli olarak yurtiçi ve yurtdışı olarak gruplanmıştır. Yurtdışı için kullanılan benzer şirketlerin gelişmekte olan ülkelerde bulunmaları ve finansal sonuçlarına büyüme etkisini yansıttıkları için kullanılmalrı makul görülmüştür. Öte yandan, ŞOK Marketler'in faaliyetlerinin tamamının yurtiçinde olması sebebiyle değerlendirme hesaplamasında operasyonlarına çok büyük ölçüde benzeyen BİM çarpanlarından daha yüksek oranda etkilenmesinin doğru olduğuna kanaat getirilmiştir. Buna göre,

- 1) Yurtiçi ve yurtdışı benzer şirketlerin ortalama çarpanları ayrı ayrı hesaplanmış,
- 2) Bu hesaplamalar %50-%50 dikkate alınarak nihai değer bulunmuştur.

Şirket'in FD/Satışlar ve FD/FAVÖK çarpanlarının ortalama değerleri esas alınmıştır.

**Tablo 17: ŞOK Marketler için Kullanılan Gösterge Çarpanlar**

| Ortalama Çarpan                | FD/NET SATIŞLAR | Ağırlık | FD/FAVÖK        | Ağırlık |
|--------------------------------|-----------------|---------|-----------------|---------|
| Yurtiçindeki Benzer Şirketler  | 0,7 (x)         | %50     | 12,8 (x)        | %50     |
| Yurtdışındaki Benzer Şirketler | 1,3 (x)         | %50     | 17,5 (x)        | %50     |
| <b>Ortalama Çarpan</b>         | <b>1,0 (x)</b>  |         | <b>15,1 (x)</b> |         |

Kaynak: Bloomberg, 07.05.2018 ve İş Yatırım

ŞOK Marketler'in 2017 yılı düzeltilmiş net satış gelirleri ve Düzeltilmiş FAVÖK tutarları değerlendirilmede kullanılmıştır.

**Tablo 18: ŞOK Marketler Özsermaye Değeri**

| Son 12 Ay - Milyon TL   | FD/NET SATIŞLAR | FD/FAVÖK       |
|---|-----------------|----------------|
| Şok Marketler Mali Göstergeleri                               | 8.892,3         | 326,2          |
| Gösterge Çarpanlar  | 1,0 (x)         | 15,1 (x)       |
| <b>ŞOK Marketler Firma Değeri</b>                             | <b>8.801,2</b>  | <b>4.932,6</b> |
| Net Borç (-)  | -2.230,2        | -2.230,2       |
| <b>ŞOK Marketler Sermaye Artırımı Öncesi Özsermaye Değeri</b> | <b>6.571,0</b>  | <b>2.702,4</b> |

Kaynak: Bloomberg, 07.05.2018 ve İş Yatırım

Değerleme çalışmasında her bir yöntemle göre (FD/Satışlar ve FD/FAVÖK) ŞOK Marketler Özsermaye Değeri hesaplanmıştır. Her bir yöntemin "Son 12 ay" çarpanları ile ulaşılan değerlerin ortalaması alınmıştır.

**Tablo 19: ŞOK Marketler Sermaye Artımı Öncesi Özsermaye Değeri**

| <b>Sermaye Artırımı Öncesi Özsermaye Değeri</b> | <b>Milyon TL</b> | <b>Ağırlık</b> |
|---|------------------|----------------|
| FD/Net Satışlara göre Hesaplanan                | 6.571,0          | 50%            |
| FD/FAVÖK göre hesaplanan                        | 2.702,4          | 50%            |
| <b>Nihai Özsermaye Değeri</b>                   | <b>4.636,7</b>   |                |

*Kaynak: Bloomberg, 07.05.2018 ve İş Yatırım*

Analizlerimiz sonucunda ŞOK Marketler'in özsermaye değerinin sermaye artımı öncesi 4.636,7 milyon TL olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Değerleme çalışmamızda elde ettiğimiz Sermaye Artımı Öncesi Özsermaye Değeri, Garanti Yatırım tarafından gerçekleştirilen değerlendirme çalışmasında elde edilen Sermaye Artımı Öncesi Özsermaye değerinden (5.469,0 milyon TL) %15,2 oranında düşüktür.

Halka arz fiyat aralığı 12,0 TL - 14,4 TL olarak belirlenmiş olup, fiyat aralığının alt bandına göre sermaye artışı öncesi özsermaye değeri (4.320,0 milyon TL) değerlendirme çalışmamızla elde ettiğimiz özsermaye değerinin altında, üst bandına göre sermaye artışı öncesi özsermaye değeri (5.184,0 milyon TL), değerlendirme çalışmamızla elde ettiğimiz özsermaye değerinin üzerinde olduğu görülmüştür.

#### **SONUÇ OLARAK;**

Hesapladığımız özsermaye değeri ile halka arz fiyat aralığını karşılaştırdığımızda, halka arz fiyat aralığının alt bandına göre %7,3 oranında iskontolu ve üst bandına göre %10,6 oranında primli olduğu görülmüştür.