



ŞOK MARKETLER TİCARET A.Ş.

FİYAT TESPİT RAPORU

19 NİSAN 2018



İçindekiler

Kısaltmalar	4
Şirket Hakkında Bilgi	5
Sektör Hakkında Bilgi	11
Büyüme Desteklemesi Beklenen Unsurlar	14
Değerleme Yöntemleri	17
Benzer Şirketler	17
Değerleme	19
Sonuç	21



Şekiller

Şekil 1 Hissedarlık Yapısı	6
Şekil 2 Ürün Gruplarının Toplam Satışa Oranı	7
Şekil 3 Tedarikçi Gruplarının Toplam Satın Alma İçindeki Payı	8
Şekil 4 Mağazaların Türkiye İllerinde Dağılımı	8
Şekil 5 Mağaza Sayıları	9
Şekil 6 Mağaza Ekonomisi	9
Şekil 7 Mağaza FAVÖK Performansı	10
Şekil 8 Net Satış ve Brüt Kar Marj Gelişimi	11
Şekil 9 Seçilmiş Finansallar	11
Şekil 10 Türkiye Gıda Perakende Pazarı	12
Şekil 11 Modern ve Geleneksel Kanal Verileri	13
Şekil 12 Önemli Oyuncuların Mağaza Sayıları	13
Şekil 13 Benzer Şirketler	18
Şekil 14 Değerlemede Esas Alınan Finansal Veriler	18
Şekil 15 Net Finansal Borç Durumu	19
Şekil 16 Benzer Şirketler FD / Net Satışlar Çarpanı	19
Şekil 17 FD / Net Satışlar Çarpanına göre Özsermaye Değeri Hesabı	20
Şekil 18 Benzer Şirketler FD / FAVÖK Çarpanı	20
Şekil 19 FD/ FAVÖK Çarpanına göre Özsermaye Değeri Hesabı	20
Şekil 20 Çarpan Analizi Sonuçları	21
Şekil 21 Halka Arz Sermaye Artışı Öncesi İskonto Hesabı	21
Şekil 22 Halka Arz Sonrası Piyasa Değeri Hesabı	21


GARANTİ YATIRIM
MENKUL KIYMETLER A.Ş.
Etiler Mahallesi, No: 12, Kat: 11
Beşiktaş / İstanbul

Kısaltmalar

KISALTMALAR	TANIMLAR
A.Ş.	Anonim Şirket
ABD\$	Amerika Birleşik Devletleri resmi para birimi
Borsa İstanbul	Borsa İstanbul A.Ş.
BT	Bilgi Teknolojileri
Düzeltilmiş Brüt Kar	Brüt kar tutarından Teközel toptan satış (Şok dışı faaliyetler) faaliyetlerine (**) ilişkin brüt kar tutarının çıkartılmasıyla hesaplanmaktadır.
Düzeltilmiş FAVKÖK	Düzeltilmiş FAVÖK üzerine kira giderlerini ilave ederek hesaplanmaktadır.
Düzeltilmiş FAVÖK	FAVÖK tutarından Esas faaliyetlerden diğer gelirler / giderler, isim hakkı gideri(*) ve Teközel toptan satış faaliyeti kar (**) tutarlarının çıkartılmasıyla hesaplanmaktadır.
Düzeltilmiş Hasılat	Hasılat tutarından Teközel toptan satış (Şok dışı faaliyetler) faaliyetlerine (**) ilişkin hasılat tutarının çıkartılmasıyla hesaplanmaktadır.
FAVÖK	Konsolide Kar veya zarar tablosundaki dönem zararı tutarından vergi gideri, finansman giderleri ve yatırım faaliyetlerinden giderleri çıkartılıp, amortisman gideri ve itfa paylarını ilave edilerek hesaplanmaktadır.
Gözde Girişim	Gözde Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş.
Grup	Şirket ve Bağlı Ortaklıkları
LFL	2017 yılı için, 31 Aralık 2015 tarihinde açık olup 31 Aralık 2017 tarihinde de faaliyetlerine devam eden mağazalar baz alınarak hesaplanan değişim
Mevsim Taze	Mevsim Taze Sebze Meyve Sanayi ve Ticaret A.Ş.
MK Novo Raporu	MK Novo Yönetim Danışmanlığı AŞ. Tarafından hazırlanan 13.02.2018 tarihinde hazırlanan Grocery Retail Market and Whitespace Analysis Report.
Müşteri Trafığı	Mağaza başına günlük ortalama müşteri sayısı
SKU	Stok Kalemi
Şirket veya Şok	Şok Marketler Ticaret A.Ş.
Teközel	Teközel Gıda Temizlik Sağlık Marka Hizmetleri Sanayi ve Ticaret A.Ş.
Templeton	Templeton Strategic Emerging Markets Fund IV. LDC
TL	T.C. resmi para birimi
Turkish Retail	Turkish Retail Investments B.V.
UCZ	UCZ Mağazacılık Ticaret A.Ş.
YBBO	Yıllık Bileşik Büyüme Oranı
Yıldız Holding	Yıldız Holding A.Ş.

* İsim hakkı gideri: Grup'un cari ve geçmiş yıllarda kullanım karşılığı isim hakkı gideri ödediği markalar artık Grup'un varlığında olduğu ve isim hakkı giderine katlanmayacağı için, 2017, 2016 ve 2015 yıllarına ilişkin isim hakkı giderleri düzeltilmiş FAVÖK hesaplamasında hariç tutulmuştur.

** Teközel toptan satış (Şok dışı işlemleri) faaliyeti: Grup yönetimi Aralık 2017'de hisselerini satın almış olduğu Teközel şirketinin Şok Marketler Ticaret A.Ş. dışındaki müşterilerine olan satış faaliyetini ("Şok Dışı Faaliyetler"), 2018 yılı boyunca aşamalı olarak durdurma kararı almıştır. Bu kapsamda Teközel'in 2017,2016 ve 2015 yıllarına ilişkin ŞOK dışındaki müşteriler için yapılan toptan satış faaliyetlerine ilişkin hasılat, brüt kar ve faaliyet kar tutarları düzeltilmiş Hasılat, düzeltilmiş Brüt Kar ve düzeltilmiş FAVÖK hesaplamasında hariç tutulmuştur.



Şirket Hakkında Bilgi

Şok, Türkiye’de gıda perakende sektöründe faaliyet gösteren bir indirim marketi zinciridir. 31 Aralık 2017 itibarı ile 5.598 mağazası (5.100’ü Şok mağazası olmak üzere) ve 24 dağıtım merkezi bulunmaktadır. Şirket MK Novo raporuna göre 2015 ile 2017 yılları arasında Türkiye’de gerek hasılat gerekse mağaza sayısı bakımından en hızlı büyüyen perakende market zinciridir. 2015 ile 2017 arasında, Şirket satış hasılatını %36,9 YBBO ile artırarak, 2017’de yaklaşık 650 milyon adet işlem gerçekleştirmiş ve konsolide bazda 9,5 milyar TL hasılat elde etmiştir. Türkiye’de yayınlanan Capital 500 araştırmasına göre, 2016’da, toplam gelir açısından Türkiye’nin en büyük 39. şirkettir. 2015, 2016 ve 2017’de, sırasıyla net olarak, 699, 1.000 ve 1.100 yeni mağaza açmıştır. Şirket’in, 5.598 mağazalık mağaza ağına; 2017 yılında satın alınan mini formatlı gıda perakende mağazaları da dahildir.

Şirket müşterilerine mümkün olduğu kadar yakın olabilmek için mağaza ağını hızlı bir şekilde büyütüştür. Türkiye’nin bütün şehirlerinde mağazası bulunmakta ve mağaza başına 218 m² ortalama satış alanı ile ülke çapında yeni mağaza açılacak yerler arasında seçeneklerini olabilecek en yüksek sayıya çıkarma ve mağaza formatını nüfusu yoğunluğa fazla olan alanlarda kolayca uygulama kabiliyetine sahiptir. Şirket, ürünlerinin fiyatlarını rakiplerinin sunduğundan daha düşük veya aynı seviyede olacak şekilde belirlemekte ve çok çeşitli promosyonlar sunmaktadır.

Şirket, müşterilerine yaklaşık 1.500 stok kalemi (SKU) ile seçenek sunmakta ve müşterilerin alışveriş ihtiyacının büyük çoğunluğunu karşıladığına inanmaktadır. Sunulan ürün portföyü hem uluslararası ve ulusal markalardan hem de Şirket’e ait özgün markalı ürünlerden oluşmaktadır. 31 Aralık 2017 itibarı ile ulusal markalı ürünler toplam hasılatın %46’sını oluşturmaktadır.

Şirket, satın alma operasyonlarında çoklu aracı kullanmadan, doğrudan alım iş modeli ile tedarik ettiği çok geniş taze meyve ve sebze portföyüne sahiptir. Ayrıca, tütün mamullerinin Türkiye’deki indirim marketleri arasında satışını yapan tek kurumdur.

Şirket sahip olduğu özgün markalı ürünleri muhtelif tedarikçilere ürettirerek tedarik etmektedir. Sahibi olduğu özgün markalardan Mis, Piyale, Mintax, Evin ve Amigo markaları tüketici hafızasında tarihçesi olan ve geçmişte ulusal marka niteliğine sahip markalardır. Şirket, 31 Aralık 2017 itibarı ile tüm özgün markalarının Türkiye içindeki tüm kullanım haklarına sahiptir ve bu markalar toplam hasılatının %27’sini oluşturmaktadır.

Mağazalar, müşteriler için keyifli bir atmosfer yaratıp onlara kolay bir alışveriş deneyimi yaşatmak amacıyla dizayn edilmiştir. Bu ortamı tüm mağaza ağına sunabilmek için Şirket, standart bir mağaza ve raf planı geliştirmiş ve bu sayede ürünlerin müşteriler tarafından kolayca bulunabilmesi sağlanmaktadır. Ayrıca bu standart mağaza planı sayesinde yenilenmesi gereken ürünler kolaylıkla tespit edilebilmekte ve mağazalarda stok ve personel verimliliği sağlanmaktadır.

Hissedarlık Yapısı

Şirket’in 08.03.2018 tarihli genel kurul toplantısı itibarıyla, sermayedeki paylarının %5 veya fazlasına doğrudan sahip olan kişiler; Turkish Retail, Gözde Girişim ve Templeton’dır. Son durum itibarıyla ise, Şirket’in toplam sermayesinin %5 ve fazlasına doğrudan sahip olan kişiler; Turkish Retail, Gözde Girişim, Turkish Holdings ve Templeton’dır.

Turkish Retail’in %100’ü Arlington üzerinden Yıldız Holding’e aittir. Yıldız Holding ve Gözde Girişim üzerinden gerçek kişi nihai ortaklık payları ise; Murat Ülker %43,73, Ali Ülker %8,67 ve Ahmet Özokur %7,33’dür.

Şekil 1 Hissedarlık Yapısı

Ticaret Unvanı / Ad Soyad	Hisse Oranı
Turkish Retail Investments B.V.	%40,00
Gözde Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş.	%39,00
Turkish Holdings IV Coöpeatief U.A.	%10,00
Templeton Strategic Emerging Markets Fund IV, LDC	%10,00
Hüseyin Avni Metinkale	%0,20
Yasemin Tokuş	%0,25
Yahya Ülker	%0,08
Uğur Demirel	%0,40
Mustafa Yaşar Serdengeçti	%0,07
TOPLAM	%100,00

Ürün Portföyü

Şirket, müşterilerine taze ürünlerden ambalajlı ürünlere, içeceklerden tütün mamulleri ve kişisel bakım ürünlerine kadar bütün temel ihtiyaçları için düşük fiyatlara sahip tek bir satış noktası ve modern bir alışveriş deneyimi sunmayı hedeflemektedir.

Ürün çeşitleri müşterilerin en çok ihtiyaç duyduğu ve istediği ürünlerden oluşacak şekilde belirlenmiştir. Sunulan 1.500 SKU içinde bulunan 738 günlük temel ihtiyaç ürününün ortalama bir tüketicinin ana alışveriş ihtiyaçlarının büyük çoğunluğunu karşıladığı düşünülmektedir. Şirket'in ürünleri 6 ana kategoriye ayrılmaktadır.

Gıda ve İçecek

Kırmızı et ve kümes hayvanları eti, süt ve süt ürünleri, pişirilmiş ürünler, yağ ve margarinler, baharatlar, atıştırmalıklar, konserve gıda, alkolsüz içecekler, çay ve kahve, donmuş gıda, şekerleme gibi ürünler bu kategoriye dahil edilmektedir. 31 Aralık 2017'de biten mali yılda gıda ve içecek satışları toplam satışların %70'ini oluşturmaktadır.

Meyve ve Sebzeler

Şok bu alanda, taze olarak sunulan yüksek sayıda stok kalemine sahiptir. Her ne kadar süpermarketler ve hipermarketlerde de taze meyve ve sebze seçeneği sunulsa da mağazaları Şok mağazaları kadar kolay ulaşılabilir yerlerde veya fiyatlandırmaları Şok kadar avantajlı olmayabilmektedir. Bu sebeplere bağlı olarak müşteriler diğer indirim marketlerine ya da süpermarketler ve hipermarketler yerine Şok'u tercih edebilmekte ve bu da müşteri trafiğinin artmasını sağlayabilmektedir. Ek olarak, taze meyve ve sebzeler, müşteriler bu ürünlerin yanında pişirecekleri ek ürünler de aldığı için ortalama sepet büyüklüğünü artırmaktadır. Şirket içerisinde bu alanda uzmanlaşmış bir satın alım fonksiyonu yer almakta ve çoklu aracı sistemi kullanılmadan direkt alıma olanak sağlamaktadır. Bu da taze meyve ve sebzelerin dağıtım merkezinden mağazaya 24 saat içerisinde ulaşmasını sağlamaktadır. 31 Aralık 2017'de biten yıl için taze meyve ve sebzeler toplam hasılatın %6'sını oluşturmaktadır.

Tütün Mamulleri

Şirket indirim marketlerinin arasında tütün mamulleri satışı yapan tek kurumdur. Halihazırda sadece sigaralardan oluşan 55 SKU ile tütün mamulleri ürün grubunun müşteri trafiği ve sepet büyüklüğüne olumlu katkısı olduğuna inanılmaktadır. 31 Aralık 2017'de biten mali yılda tütün mamulleri satışları toplam satışların %13'ünü oluşturmaktadır.

Kişisel Bakım Ürünleri

Her gün kullanılan kişisel temizlik ve makyaj malzemelerinden oluşmaktadır. Şirket bu alanda Türkiye'nin en önemli 3 perakendecisinden biri olduğunu düşünmektedir. Şirket, müşterilerinin tercihleriyle uyumlu olarak, Gillette, Pantene, Head&Shoulders ve diğer tanınan ulusal ve uluslararası ürünleri sunmaktadır. 31 Aralık 2017'de biten mali yılda kişisel bakım ürünleri satışları toplam hasılatın %3'ünü oluşturmaktadır. Kişisel bakım ürünlerinin müşteri trafiğine ve sepet büyüklüğüne olumlu katkı yaptığı düşünülmektedir.

Gıda Dışı Spot Ürünler

Haftada belli sayıda düzenlenen promosyonlarla müşterilere sunulan kaliteli tüketici ürünleridir. Düzenli olarak stoklarda bulundurulanan ürünlere ek olarak mağazalardaki müşteri trafiğini arttırmak amacıyla sunulan bu ürün grubu saç kurutma makinesi ve su ısıtıcıları gibi küçük ev aletleri, televizyon gibi büyük ev aletleri, mutfak eşyaları, ev eşyaları, oyuncak ve giysileri içerebildiği gibi aralarından bazıları Şirket'e ait özgün markalı gıda dışı ürünler de olabilmektedir. Gıda dışı spot ürünleri için promosyon alanı, ödeme yerine yakın ve kırmızı renkle kolayca ayırt edilecek şekilde yerleştirilmektedir. 31 Aralık 2017'de biten mali yılda gıda dışı spot ürün satışları toplam hasılatın %7'sini oluşturmaktadır.

Diğer Ürünler

Çoğunlukla telefon hattı kontörlerinden oluşmaktadır. 31 Aralık 2017'de biten mali yılda bu tür ürünlerin satışları toplam hasılatın %1'ini oluşturmaktadır.

Sekil 2 Ürün Gruplarının Toplam Satışa Oranı

Ürün Grubu	Toplam Solo Hasılatı Oranı (%)
Gıda ve İçecek	%70
Tütün Mamülleri	%13
Gıda Dışı Spot Ürünler	%7
Taze Meyve ve Sebzeler	%6
Kişisel Bakım	%3
Diğer	%1
TOPLAM	%100

Tedarikçiler ve Satın Alma

31 Aralık 2017 itibarı ile Şirket'e ait özgün markalı ürünler için yaklaşık 130 tedarikçi; satılan ulusal markalı ürünler, gıda dışı spot ürünler ve telefon hattı kontörleri için yaklaşık 550; meyve ve sebze için yaklaşık 315; tütün mamülleri için ise 4 tedarikçi ile çalışılmaktadır. Tütün mamüllerinin dışında, Şirket'in ilk on tedarikçisi, toplam satın alımlarının %25'ini ve toplam ulusal marka satın alımlarının %30'unu oluşturmaktadır; aynı tarih itibarı ile en büyük tedarikçi tek başına toplam satın alımların %6,5'ini temsil etmektedir. 31 Aralık 2017 itibarı ile Grup'un ilişkili taraflardan (çoğunlukla Yıldız Holding şirketleri) alımları, satış maliyetinin %18,5'ini oluşturmaktadır.

31 Aralık 2017 itibarıyla Şirket'e ait özgün markalı ürünler toplam satın alımların %27'sini oluşturmaktadır. Bu ürünler yüksek kaliteli ulusal ürünlerin üreticilerine ürettirilmektedir. Bu sayede tedarikte ve ürün kalitesinde süreklilik sağlanmakta ve herhangi bir ürün için alternatif tedarikçiler kullanılabilir.

Şirket, tazeliğin en önemli öncelik olduğu meyve ve sebze ürünlerini hisselerinin %80'ine sahip

olduğu bağı ortaklığı Mevsim Taze aracılığı ile sağlamaktadır. Mevsim Taze sayesinde meyve ve sebzeler dağıtım merkezinden çoklu aracı kullanımına gerek kalmadan 24 saat içerisinde taze olarak mağazalara sunulabilmektedir. Ek olarak siparişlerin verilmesinde kullanılan otomatik stok yenileme araçları ile Şirket'in diğer indirim marketlerine göre avantajlı konumda olduğu düşünülmektedir. Aşağıdaki tablo Şirket'in 31 Aralık 2017 itibarı ile tedarikçi gruplarının toplam satın alımlar içerisindeki payını göstermektedir.

Şekil 3 Tedarikçi Gruplarının Toplam Satın Alma İçindeki Payı

Tedarikçi Grubu	Toplam Satın Alımlara Oranı (%)
İlk 10	%25
İlk 11-30	%20
İlk 31-70	%13
Tütün mamulleri	%14
Diğer	%28
TOPLAM	100%

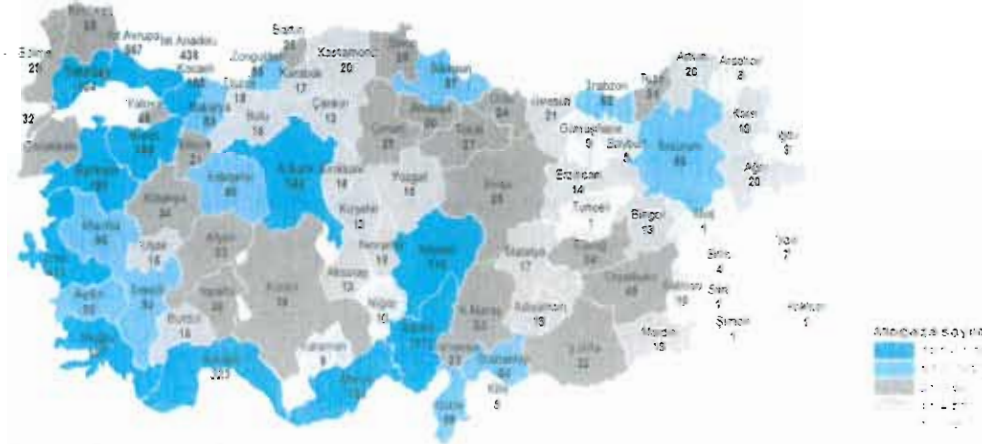
Tedarikçiler ile kurulan ilişkilerin sayısı göz önüne alındığında, Şirket'in tek bir tedarikçiye olan bağımlılığının sınırlı olduğu ve ilişkilerden herhangi birinin kesintiye uğraması halinde, Şirket'in işleri üzerinde olumsuz etki olmaksızın alternatif bir tedarikçi bulunabileceği düşünülmektedir.

Grup'un satın alma stratejisi brüt kar marjında iyileşmelere yol açarak 31 Aralık 2017 itibarı ile marjın %21,4'e ulaşmasını sağlamıştır (2016: %19,7; 2015: %18,0). Şirket büyüyen mağaza ağı ve bunu destekleyen verimli lojistik sistemleri sayesinde ölçek ekonomisinden daha fazla faydalanmaya başlamış ve tedarikçilerle daha avantajlı anlaşmalar yapabilme kapasitesini artırmıştır.

Mağaza Ağı

Şirket'in 31 Aralık 2017 itibarı ile Türkiye'nin tüm şehirlerinde toplamda 5.598 mağazası bulunmaktadır. Bu sayıya, her biri yaklaşık 80 m² ve çoğu İstanbul'da yer alan mini formatlı marketler zinciri UCZ'den 2017 yılında satın alınan ve "Şok Mini" mağazalarına dönüştürülmeye başlanan mağazalar dahildir. Aksinin belirtildiği haller dışında, UCZ ve Şok Mini mağazaları, toplam mağaza sayısına ve mağaza seviyesindeki diğer istatistiki bilgilere dahil edilmemiştir. Aşağıdaki harita, 31 Aralık 2017 itibarı ile Şok mağazalarının bölgeye göre dağılımını göstermektedir.

Şekil 4 Mağazaların Türkiye İllerinde Dağılımı



31 Aralık 2017 itibarı ile, mağazaların ortalama toplam satış alanı 218 m². Bu mağaza büyüklüğünün yeni mağazalar için uygun yerleri daha kolay belirleme konusunda esneklik kazandırdığı

düşünülmektedir. Hipermarketler ve büyük süpermarketler ve diğer indirim marketlerinin aksine; Şirket'in mağazalarının nüfusun yoğun olduğu yerlerde daha kolay konumlandırılabilirdiği düşünülmektedir. Şok mağazaları çoğunlukla apartmanlar ve ticari binaların altında yer almaktadır. Türkiye'de hızla artan kentleşmenin de etkisiyle bu tip binaların sayısının hızla artması Şirket'e müşterilere yakın olma konusunda bir avantaj sağlamaktadır. Aşağıda, 2011'de Şirket'in Yıldız Holding tarafından satın alınmasından sonra her dönemde açılan veya satın alınan mağaza sayısı (dönem içerisinde kapanan mağazalar düşüldükten sonra) ve yılsonu işletilen mağaza toplamı verilmektedir.

Şekil 5 Mağaza Sayıları

Yıl	Açılan Mağazaların Sayısı	Yılsonu Mağaza sayısı
2017	1.100	5.100
2016	1000	4.000
2015 ⁽¹⁾	699	3.000
2014	258	2.301
2013 ⁽²⁾	199	2.043
2012	9	1.144

- (1) 2015 yılında meydana gelen yönetim değişikliği, genişleme stratejisinde önemli bir değişikliğe yol açmıştır.
(2) 2013'te, Dia S.A.'nın Türkiye'deki mağazalarının %100'ü (toplam 584 mağaza) ile Onurex mağazaları satın alınmıştır (toplam 116 mağaza), her iki durumda da verilen rakamlar, kapanan mağazalar düşüldükten sonradır.

2015, 2016 ve 2017'de, kapanan mağaza sayısı düşüldükten sonra, sırasıyla 699, 1.000 ve 1.100 yeni mağaza açılmıştır. Genişleme stratejisine uygun olarak 2018 yılında ağırlıklı büyük şehirlerde olmak üzere yaklaşık 1.100 yeni mağaza açılışı hedeflenmektedir.

Son birkaç yılda gerçekleştirilen çok sayıdaki mağaza açılışının sonucu olarak (2015'ten beri günde ortalama 3 mağaza), çok kısa bir süre içerisinde yeni mağaza açmak konusunda deneyim kazanılmıştır. Yeni mağazalar için yer belirlenmesi, bu yerlerin onaylanması ve sonrasında kira sözleşmelerinin imzalanması ortalama olarak 2-3 ay sürmektedir. Genellikle kira sözleşmesinin imzalanmasını takiben yaklaşık 15 gün içerisinde yeni mağaza faaliyete geçirilmektedir.

Mağaza Ekonomisi

31 Aralık 2017 itibarı ile mağazaların %58'i 3 yaşın altındadır. Yeni mağazaların, mağaza başına müşteri adedi ve sepet büyüklüğü açısından ürün çeşitliliği, fiyatlandırma politikası ve keyifli alışveriş deneyimi sayesinde, artarak devam eden müşteri sadakati ve marka bilinirliği sayesinde ciddi bir büyüme potansiyeli kazandırdığı düşünülmektedir.

Son 3 yılda Şirket'in, LFL tanımına giren mağazaların olgunlaşmasına bağlı olarak günlük ziyaretçi sayısında (müşteri trafiği), ortalama sepet büyüklüğünde ve karlılık konusunda belirgin bir artış yaşadığı düşünülmektedir. Aşağıdaki tablo, 31 Aralık itibarıyla belirtilen yıllarda ortalama sepet büyüklüğü, müşteri trafiği ve LFL satış büyümlerini göstermektedir.

Şekil 6 Mağaza Ekonomisi

	2017	2016	2015
Ortalama sepet büyüklüğü (TL)	12,9	11,7	10,7
Müşteri trafiği (Mağaza başına günlük ortalama müşteri sayısı)	446,4	462	469,5
Like-for-like satış büyümesi ⁽¹⁾ (%)	%15,5	%11,7	%10,4

- (1) 2015 ve 2014 yılları LFL karşılaştırmasında mağaza başına günlük ortalama müşteri sayısı 451,3'den 469,5'e, 2016 ve 2015 yılları LFL karşılaştırmasında 451,8'den 462'ye, 2017 ve 2016 yılları LFL karşılaştırmasında 426,9'dan 446,4'e artmıştır.

Daha eski mağazalar, ne kadar uzun süre faal kalırlarsa, karlılık oranları o kadar artış göstermektedir. Daha yeni mağazalar ise, gerek pazarlamaya gerek diğer marka farkındalığı girişimlerine yapılan yatırımların sonucu olarak ve mağaza ağının büyümesiyle tedarik ve dağıtım kapasitelerinin ölçek ekonomisinden daha fazla faydalanmasıyla daha da hızlı bir karlılık oranı büyümesi yakalamaktadır.

Şekil 7 Mağaza FAVÖK Performansı

Mağazanın Açıldığı Yıl	Açılan Yeni ŞOK Mağazası Sayısı	31 Aralık itibarı ile Düzeltilmiş FAVÖK Marjı ¹		
		2017	2016	2015
2017	1.198	%0,1	-	-
2016	1.002	%1,7	-%1,9	-
2015	771	%3,3	-%0,2	-%5,4
2014	347	%4,9	%2,4	-%1,2
2013 ve öncesi	1.782	%5,5	%3,5	%1,5
TOPLAM	5.100	%3,8	%1,8	-%0,1

(1) Düzeltilmiş FAVÖK marjı faaliyetlerden diğer gelirler/(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 edilmektedir.

Yeni mağazalar, satın alma yerine kiralamaya dayanan mağaza geliştirme modeli sayesinde düşük ön maliyetler ile kurulabilmektedir. 31 Aralık 2017'de biten mali yıl için LFL mağazalarının kira giderleri toplam hasıllatın %4,2'sine tekabül etmektedir. 31 Aralık 2017 itibarı ile mağaza başına bütçelenmiş yatırım harcaması; çoğunlukla soğutma ve buzdolabı üniteleri, inşaat işleri, vitrin teçhizatı, raf üniteleri ve BT altyapı maliyetleri olmak üzere yaklaşık olarak 208 bin TL'dir. Yeni mağazalar için yapılan yatırım harcamalarının yaklaşık %60'ı TL üzerinden finansal kiralama sözleşmeleri ile finanse edilmektedir. Bunun dışında, mağaza başına yatırım harcamalarının %50'si yabancı para cinsinden olup buna karşı borçlanmalar TL cinsinden yapılmaktadır.

Mağaza ağının büyüklüğü nedeni ile herhangi bir mağaza kapandığında, genellikle demirbaş ve diğer teçhizatlar başka bir mağazaya taşınabilmekte olup, bir mağazanın kapatılma maliyeti yaklaşık 40 bin TL'dir. Bir mağazanın yerinin değiştirilmesi veya kapatılması halinde, mağazanın açılması için harcanan sermayenin yaklaşık %80'i geri alınabilir masraflardan oluşmaktadır.

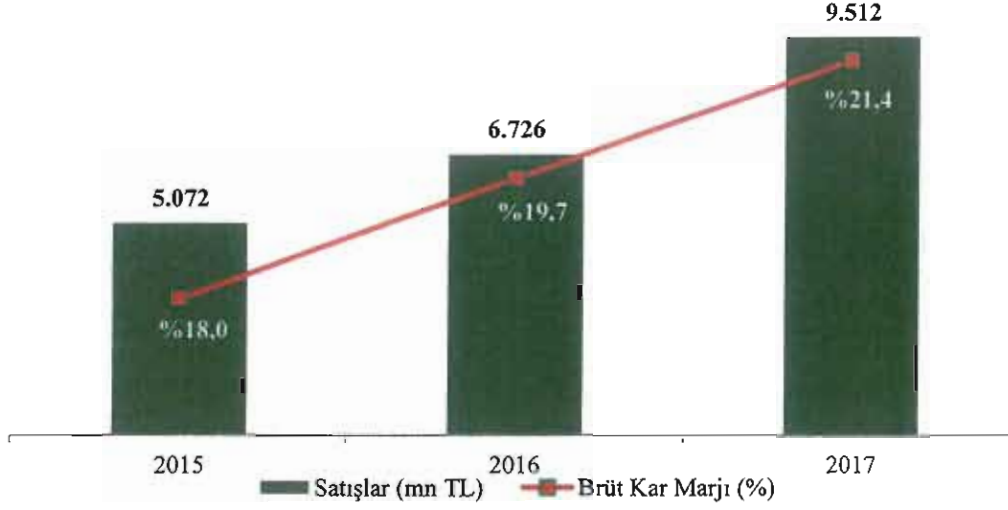
Finansal Bilgiler

Şirket'in hasıllatı, mağazalardan yapılan net satışlardan oluşmakta ve bu da malların faturalandırılan değeri eksi satış iadelerini temsil etmektedir. 2017 yılı için, Grup'un hasıllatı 2016'daki 6.726 milyon TL'den 2.786 milyon TL veya %41,4 artışla 9.512 milyon TL'ye yükselmiştir. Bu rakam 2015 yılında 5.072 milyon TL olarak gerçekleşmiştir.

Mağazalardaki net LFL satışları, 2017'de 2016'ya kıyasla %15,5 artmış bu artış oranı 2015 – 2016 yılları arasında %11,7 olmuştur. LFL uygulamasına göre Şirket'in mağaza başına günlük ortalama işlem sayısı 2017 yılında bir önceki yıla göre %4,6, günlük ortalama sepet büyüklüğü %10,7 artmıştır. 2016 yılında ise bu rakamlar sırasıyla %2,3 ve %9,2 artış göstermiştir. Müşteri trafiği ve sepet büyüklüğündeki artışlar, mağazalardaki taze ürünlerin mevcudiyeti, verimli promosyon aktiviteleri ve yeni mağaza formatı ile geniş ürün seçeneğinin portföyünün tercih edilirliliğinin artmasından kaynaklanmaktadır.

Garanti Yatırım
Menkul Kıymetler A.Ş.
Ticaret Sicil No: 270806
Mersis No: 08010012708060000001
Kısmi Ortaklık

Şekil 8 Net Satış ve Brüt Kar Marj Gelişimi



Grup'un TFRS uyarınca hazırlanan ve bağımsız denetimden geçmiş mali tablolar ve dipnotları uyarınca hesaplanan düzeltilmiş hasılat, düzeltilmiş brüt kar ile düzeltilmiş FAVÖK ve FAVKÖK verileri aşağıdaki tabloda sunulmaktadır.

Şekil 9 Seçilmiş Finansallar

31 Aralık itibarıyla

bin TL	2017	Yeniden Düzenlenmiş 2016	Yeniden Düzenlenmiş 2015
Konsolide Hasılat	9.512.254	6.726.103	5.071.943
Teközel Hasılat	-620.044	-575.410	-610.102
Düzeltilmiş Hasılat	8.892.210	6.150.693	4.461.841
Brüt Kar	2.033.591	1.324.567	911.031
Teközel	-7.173	-4.957	-5.277
Düzeltilmiş Brüt Kar	2.026.418	1.319.610	905.754
Düzeltilmiş FAVÖK	326.196	110.325	-759
Düzeltilmiş FAVKÖK	737.169	402.285	222.498

2015-2017 arası Grup'un düzeltilmiş hasılatı %36,9 YBBO ile; düzeltilmiş brüt karı %50 YBBO ile artış göstermiştir

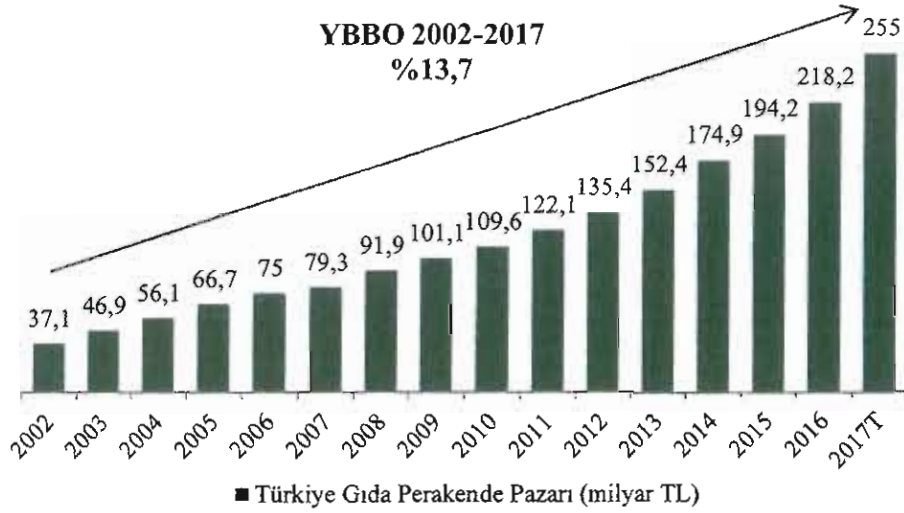
2015 yılında negatif olan Düzeltilmiş FAVÖK iyileşme göstererek 2017 yılında 326,2 milyon TL seviyesine ulaşmış, Düzeltilmiş FAVKÖK ise aynı dönemde %82 YBBO ile artış göstererek 737,2 milyon TL olmuştur.

Sektör Hakkında Bilgi

Genel Bakış

Türkiye gıda perakende pazarı 2016'da 218 milyar TL'ye ulaştı. Aşağıdaki tablo, yıllık hane halkı tüketim seviyesine göre Türkiye gıda perakende pazarının büyüklüğünü göstermektedir.

Şekil 10 Türkiye Gıda Perakende Pazarı



Kaynak: TÜİK, MK Novo

Nüfus artışı, şehirleşme, artan alım gücünden, fazla harcamaya istekli genç nüfus ve benzer başka etkenler bu sektörde büyümenin sürekliliğine yardımcı olmuştur.

Rekabet Ortamı

Türk perakende market sektörü, organize zincir mağazalar (modern alışveriş kanalları) ile bağımsız - çoğunlukla aileler tarafından işletilen - bakkallar, büfeler, açık pazarlar, özel mağazalar ve diğer formatlardan oluşan tek başına mağazalar (geleneksel alışveriş kanalları) olarak ayrılabilir. Modern alışveriş kanallarının oyuncuları şu şekilde tanımlanabilir:

İndirim mağazaları

Süpermarketler ile karşılaştırıldıklarında, mağaza başına daha küçük satış alanı ve sınırlı sayıda SKU ile (genellikle 1.000'den az) indirim mağazaları düşük maliyetli satış politikaları benimsemektedir. İndirim mağazaları genellikle buzdolabında tutmayı gerektirmeyen paketli market ürünleri satma eğiliminde olup meyve ve sebzeleri sınırlı miktarda satmaktadır. Kişisel bakım ürünleri de sınırlı olup pek çoğu, tüketicilerin tercih ettikleri ve görmeyi bekledikleri ulusal markaları satmamaktadır. İndirim mağazalarının satışları öz markalı ürünlere yüksek oranda bağımlıdır. En önemli indirim mağazaları arasında A101, BİM ve Şok gelmektedir. Şok mağaza başına yüksek miktarda SKU bulundurarak daha geniş meyve, sebze ve kişisel bakım ürün çeşidi ve ulusal markalı ürün sunarak pazarda kendisini ayrı konumlandığını düşünmektedir.

Süpermarketler

İndirim mağazalarına göre daha geniş yelpazede SKU sunmaktadır. Süpermarketlerin ortalama satış alanları 300 ile 6 bin m² arasında değişmekte olup mağaza başına ortalama SKU sayısı 15 bindir.

- **Ulusal süpermarketler** daha geniş bir coğrafi alana hitap etmekte olup pek çok formatta karşımıza çıkabilir (hipermarketler, süpermarketler, daha küçük formattaki marketler vb.). Türkiye'deki en önemli ulusal süpermarketler Migros ve Carrefour'dur.
- **Yerel süpermarketler** belirli bölgelere hitap eder ve ulusal süpermarketlerin ufak iş modelleri sayılabilir. Bazılarının 200'den fazla mağazası bulunur. Ortalama satış alanı 650 m²'dir Türkiye'de bu segmentteki süpermarketlere Altunbilekler, Pehlivanoglu, Adese, Onur,

Özkuruşlar ve Hakmar örnek verilebilir.

Türkiye'deki modern ve geleneksel alışveriş kanallarına dair ek bilgi aşağıdaki tabloda sunulmuştur.

Şekil 11 Modern ve Geleneksel Kanal Verileri

	Modern Kanal Süpermarketler			Geleneksel Kanal
	Ulusal	Yerel	İndirim Mağazaları	Bakkallar vb.
Büyük oyuncu sayısı	2	~400	3	~166.000
Toplam mağaza sayısı	2.271	8.100	18.250	~166.000
Toplam satış alanı (m ²)	2.265.000	5.500.000	4.340.000	7.111.000
Ortalama mağaza büyüklüğü (m ²)	997	679	238	43
Satışlar (milyar TL)	19	37	45	154
Satış Büyümesi (2012-2017,%)	%17,0	%12,0	%28,0	%11,0
Pazar Payı (%)	%7,5	%14,5	%18,0	%60,0
Pazar Payı Değişimi (2012-2017,%)	%1,1	-%1,3	%8,0	-%7,8

Kaynak: TÜİK, MK Novo

Yukarıdaki tabloda görüldüğü üzere, Türkiye'de geleneksel satış kanalı hala geniş bir yer tutmaktadır. Bunun yanı sıra modern kanallar, hızla pazar payı kazanmaya devam etmektedir.

Önemli Oyuncular

Modern alışveriş kanalı oyuncularını arasındaki rekabet zorludur. Oyuncuların her biri her yıl mağaza sayılarını ve gelirlerini arttırmaktadır. İndirim mağazalarının mağaza açılışları ile ulusal süpermarketlerin küçük formatlı mağazaları büyümenin en önemli itici güçleridir.

Küçük yerel zincirleri satın almak, modern alışveriş kanalı oyuncularını için pazar payı kazanmak ve hızlı büyümek için iyi bir seçenek haline gelmiştir. Mağaza lokasyonu için yerleşke seçimi indirim mağazaları için yeni bir mağaza açarken dikkat edilecek en önemli etkidir.

Aşağıdaki tablolar, BİM, A101, Şok, Migros ve Carrefour'un ilgili yılların sonunda sahip oldukları mağaza sayısını göstermektedir.

Şekil 12 Önemli Oyuncuların Mağaza Sayıları

Mağaza Sayısı	2012	2013	2014	2015	2016	2017	YBBO (*12-17)
BİM (Yurtiçi)	3.655	4.000	4.502	4.972	5.602	6.074	10,69%
İndirim Mağazası	1.802	2.703	4.166	5.588	6.400	7.084	31,49%
Şok	1.144	2.043	2.301	3.000	4.000	5.100	34,84%
Migros (Yurtiçi)	614	743	908	1.305	1.527	1.652	21,89%
Carrefour	243	244	333	779	656	625	20,80%
Diğer	6.290	6.184	6.183	6.908	7.322	7.516	3,63%
Toplam	13.748	15.917	18.393	22.552	25.507	28.051	15,33%

Mevcut indirim mağazaları pazar payında rekabet etmek için, hem müşteri trafiğini hem de ziyaret sıklığını arttırmak ve geleneksel alışveriş kanallarının oyuncularından pazar payı almak için taze ve günlük ürünler dahil olmak üzere, daha fazla sayıda temel tüketim ürünü satmaya başlamıştır. Bunların dışında haftalık promosyon ürünleri de bu amaca hizmet etmektedir. Büyük indirim mağazaları aynı zamanda, tüketicilerin günlük tüketiminden daha fazla pay almak için fırından yeni çıkmış unlu mamullerin satışlarını da denemektedir.

temin edilen günlük taze meyve ve sebzeleri 24 saat içinde müşterilerine ulaştırmaktadır. Bu durumun Türkiye perakende pazarında Şirket'e önemli bir rekabet avantajı sağladığı düşünülmektedir. Stratejik olarak konumlandırılmış 24 adet dağıtım merkezinden oluşan dağıtım ağı, Şirket'e verimli bir şekilde ürünleri mağazalara dağıtma olanağı vermektedir. Bir dağıtım merkezinin hizmet verdiği mağaza sayısı ortalama 213'tür. Son 3 mali yıla bakıldığında, Grup'un 31 Aralık 2015'te 37 gün olan stok gün sayısı 31 Aralık 2017 itibarıyla 31 güne gerilemiş; mağazadaki stok bulunurluk yüzdesi 31 Aralık 2015'te %97,3 iken, 31 Aralık 2017'de %98,6'ya yükselmiştir.

Artan Marka Bilinirliğini Destekleyen Güçlü Pazarlama Çalışmaları

Şok, farklılaştırılmış iş modelini müşteri gözünde vurgulama hedefi ile marka ve pazarlama stratejisini yeniden konumlandırmıştır. Şirket 360° iletişim stratejisi altında televizyon, radyo, reklam panoları ve sosyal medya gibi her türlü medya kanalında pazarlama kampanyaları uygulamaktadır. Pek çok gıda perakende firmasının yaptığı gibi şirketin marka ve logosuna alışveriş torbalarında yer verilmektedir. Şirket müşterilerin günlük ihtiyaçlarının tamamına yakınına karşılamayı hedeflemiş olup, bu stratejinin müşteri ile iletişimini "Yeter de Artar" mottosu ile yapmaktadır.

Şirketin 2018 yılı iletişim kampanyası olan "Bugün Ne Pişirsem", özellikle taze meyve ve sebze ürünlerini kullanarak hazırlanabilecek çeşitli yemek tarifleri üzerine kurgulanmıştır. Şirket'in akılda kalma skoru 2013'de 6 puan iken 2017'de 22 puan ile Türkiye'de en yüksek 2. akılda kalma oranına sahip indirimli perakende şirkettir.

Ciro Büyümesi ve Nakit Yaratma Potansiyeli

2015-2017 yılları arasında, her yıl yaklaşık 1.000 yeni mağaza açılması ve halihazırda bulunan mağazaların LFL bazında olgunlaşması sebebiyle Grup'un konsolide cirosu %36,9 YBBO ile artmıştır. 2015, 2016 ve 2017 yıllarında, LFL satışlarında yıllık bazda, sırasıyla %10,4, %11,7 ve %15,5 oranında büyüme gerçekleşmiştir. Bu artışlar hem müşteri trafiği hem de müşterilerin sepet büyüklüğündeki artıştan kaynaklanmaktadır.

Grup brüt kar marjı 2015 yılında %18,0 iken 2017 yılında 340 baz puan artarak %21,4 olarak gerçekleşmiştir ve düzeltilmiş FAVÖK marjı 2015 yılında -%0,11 iken 2017 yılında %3,84 olarak gerçekleşmiştir. Grup'un net dönem zararı 31 Aralık 2015, 2016 ve 2017 itibarıyla biten mali yıllar için sırasıyla 373, 375 ve 434 milyon TL olarak gerçekleşmiştir.

Yapılan pazarlama yatırımları, satın alma ve maliyet verimlilik artışları ile "yeni mağazaların eski mağazalara kıyasla başa baş karlılığa çok daha hızlı ulaşması sağlanmıştır. Şirket, alımlarında yakaladığı ölçek ekonomisinin olumlu etkisi, ürün portföyü ve karlılığında yapılan iyileşmeler ve etkin gider yönetimi ile brüt kar marjı oranını 2015'te %20,3'ten 2017'de %22,7'e çıkarmıştır. Tüm mağazalar, dağıtım merkezleri, bölge ve merkezi ofisler ile dağıtım yapan kamyonların tamamı kiralıktır. Şirket 2015 yılında 222,5 milyon TL düzeltilmiş FAVKÖK elde etmiş iken bu rakam 2017'de 737,2 milyon TL'ye ulaşmıştır.

Bilgi İşlem, stok temini ve dağıtım ile lojistik sistemleri ve süreçlerine yapılan önemli yatırımlar sayesinde Şirket'in faaliyet giderleri ciroya oranla azalmış ve bu sayede Şirket iş büyüklüğünün artmasıyla birlikte ölçek ekonomisinden faydalanmaya başlamıştır. Grup'un ciro ve faaliyet zararındaki düşüş aynı zamanda serbest nakit akışlarında da iyileşme yaratmış, 2016 yılında 21 milyon TL olan serbest nakit akış rakamı 2017 yılında 199 milyon TL olarak gerçekleşmiştir. Serbest nakit akışları işletme sermayesi pozisyonunun verimli yönetilmesi sayesinde de gelişme göstermiştir. Net işletme sermayesi gün sayısı yapılan iyileştirmeler sonucunda 2015 yılında negatif olarak 44 gün; 2017 yılında 66 gün olarak gerçekleşmiştir.

Değerleme Yöntemleri

Şirket'in pay başına değerinin belirlenebilmesi amacıyla aşağıda belirtilen değerlendirme yöntemleri incelenmiştir.

Defter Değeri Yöntemi

Defter değeri yöntemi, bir şirketin varlıklarının piyasa değerinden, pasif değerlerin çıkartılması yöntemi kullanılarak hesaplanan bir değerlendirme yöntemidir. Varlık temelli bir değerlendirme yöntemi olan defter değeri, şirketin maddi ve maddi olmayan tüm varlıklarını oluşturan aktiflerini ve pasiflerini, piyasa değeri veya uygun başka bir cari değerden rapor eden, bilançosunu inceleyen bir değerlendirme yaklaşımıdır.

Defter değeri yöntemi ağırlıklı olarak gayrimenkul şirketleri, yatırım veya holding şirketleri ile gayri faal ve tasfiye halindeki şirketlerin değerlemesinde kullanılmaktadır. Ayrıca bu yöntem, ağırlıklı olarak mevcut durumu yansıtmakta olup geleceğe yönelik büyüme ve Şirket'in operasyonlarından elde ettiği katma değeri ve büyüme beklentileri ile pazardaki konumu gibi parametreleri yansıtmamaktadır. Bu nedenle defter değeri yöntemi, söz konusu değerlendirme çalışmasında kullanılmamıştır.

İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi

Şirket'in geleceğe dönük faaliyetlerine ve finansal durumuna ilişkin projeksiyonları İzahname kapsamında yatırımcılar ile paylaşmadığı için bu raporda da indirgenmiş nakit akımları yönteminde kullanılabilecek ölçüde geleceğe dönük tahminlere yer verilmemiş ve indirgenmiş nakit akımları analizine yönelik bir değerlendirme çalışması yapılmamıştır.

Piyasa Çarpanları Yöntemi

Piyasa çarpanları yönteminde aşağıda belirtilen iki farklı çarpan kullanılmış ve 31.12.2017 tarihinde sona eren son 12 aylık (01.01.2017-31.12.2017 arası) net satışlar ile faiz, amortisman ve vergi öncesi kar ("FAVÖK") tutarları esas alınarak piyasa değeri hesaplanmıştır.

- Firma Değeri / Net Satışlar (FD/Net Satışlar) Çarpanı
- Firma Değeri / FAVÖK (FD/FAVÖK) Çarpanı

Benzer Şirketler

Gıda perakende sektöründe faaliyet gösteren Şok, aynı sektörde faaliyet gösteren halka açık uluslararası şirketler ve payları Borsa İstanbul'da işlem gören benzer şirketler ile karşılaştırılmıştır. Değerlemeye baz oluşturacak çarpanların bulunmasında kullanılacak şirketlerin belirlenmesinde ilgili şirketlerin gelirlerinin büyük çoğunluğunun gıda perakende satışı faaliyetlerinden elde ediliyor olmasına ve boyut olarak benzer büyüklükte olunmasına dikkat edilmiştir. Bu kriterlere uymayan ve ilgili yıl için çarpan değerleri "Bloomberg" platformundan elde edilemeyen şirketler benzer şirket karşılaştırılmasına dahil edilmemiştir. Yurtiçi ve yurtdışı halka açık benzer şirketlerin merkez ülkeleri, faaliyet alanları, Firma değerleri ve Piyasa değerleri (PD) hakkında genel bilgiler aşağıda yer almaktadır.

Şekil 13 Benzer Şirketler

Şirket Adı	Ülke	FD milyon ABDS	PD milyon ABDS	Açıklama
Axfood Ab	İsveç	3.652	3.523	İsveç'in en büyük ikinci gıda perakende market zinciridir. Bünyesinde 7 farklı mağaza markası bulunmaktadır.
Jerónimo Martins	Portekiz	11.310	11.362	Portekiz, Polonya ve Kolombiya pazarlarında 3.800'den fazla mağazası zinciri ile gıda perakendeciliği yapmaktadır.
Dairy Farm Intl Hldgs Ltd	Hong Kong	11.254	11.928	Firma, 7.100 adet süpermarketi ile Hong Kong, Tayvan ve Filipinlerde faaliyet göstermektedir.
Cencosud Sa	Şili	8.792	13.392	Latin Amerika bölgesinde 5 ülkede gıda, giyim ve yapı malzemeleri perakende mağazalarına sahiptir. 15 Afrika ülkesinde 2.811 adet süpermarketi ile gıda ve ev ürünleri perakende sektöründe faaliyet göstermektedir.
Shoptite Holdings Ltd	Güney Afrika	12.018	12.134	
Siam Makro Public Co Ltd	Tayland	7.319	7.480	Taylan'da gıda perakende market zinciridir.
E-Mart Inc	Güney Kore	7.335	9.584	Güney Kore'de 148 ile Çin'de 16 hipermarketleri ile perakende sektöründe faaliyet göstermektedir.
President Cham Store Corp	Tayvan	10.697	9.895	Tayvan, Çin ve Filipinler ülkelerinde gıda ve ilaç perakende mağazacılığının yanı sıra lojistik faaliyetlerinde bulunmaktadır.
Bim Birlesik Magazalar As	Türkiye	5.062	4.803	Türkiye'de 6.074 adet mağaza sayısı ile yüksek indirim modelinde temel gıda ve tüketim ürünleri satışı yapmaktadır.
Cp All Pcl	Tayland	25.159	29.509	Tayvan, Amerika, Kanada ve Çin'de mağaza ağı ile gıda perakende sektöründe faaliyet göstermektedir.
Walmart De Mexico Sab De Cv	Meksika	47.235	46.143	28 farklı ülkede 11.700 mağazalı Walmart'ın, Meksika'daki gıda perakendeciliği yapan iş koludur.
Dino Polska Sa	Polonya	2.613	2.753	628 adet marketi ile Polonya'daki en büyük 2. gıda perakendecisidir.
Migros Ticaret A.Ş.	Türkiye	996	1.616	Migros, 28.03.2018 itibariyle 1679 Migros, 162 Kipa ve 47 Macrocenter olmak üzere yurtiçinde 80 ilde 1888 mağaza; yurtdışında ise 40 Ramstore ile toplamda 1928 mağazayla hizmet vermektedir.

Değerlemeye İlişkin Önemli Hususlar

Değerlemede Esas Alınan Finansal Veriler

Çarpan analizlerinde kullanılan Net Satışlar ve FAVÖK değerleri için 01.01.2017-31.12.2017 tarihleri arasında hesaplanan 12 aylık finansal veriler baz alınmıştır.

Şekil 14 Değerlemede Esas Alınan Finansal Veriler

bin TL	2017
Düzeltilmiş Hasılat	8.892.210
Düzeltilmiş FAVÖK	326.196

Firma Net Finansal Borç Pozisyonu

Net Finansal Borç, şirketin kısa ve uzun vadeli mali borçları ve ilişkili taraflara diğer borçlarından nakit ve nakit benzerleri çıkartılarak hesaplanmaktadır. Özsermaye Değeri hesaplanırken Net Finansal Borç, Firma Değeri'nden düşülmektedir. Aşağıda şirketin 31 Aralık 2017 tarihi itibarıyla net finansal borçluluk hesabı bulunmaktadır.

Sekil 15 Net Finansal Borç Durumu

bin TL	2017
Kısa Vadeli Borçlanmalar	1.402.437
Uzun Vadeli Borçlanmaların Kısa Vadeli Kısmı	102.413
Diğer Kısa Vadeli Finansal Borçlar	645.433
Uzun Vadeli Borçlanmalar	204.161
Toplam Finansal Borç	2.354.445
Nakit	92.092
Kısa Vadeli Finansal Alacaklar	32.149
Toplam Nakit ve Nakit Benzerleri	124.241
Net Finansal Borçluluk	2.230.204

*645.433 Bin TL Diğer Kısa Vadeli Finansal Borçlar'ın 610.682 Bin TL'si ilişkili taraflara diğer borçlardan oluşmaktadır. İlişkili taraflara borçların 561.260 Bin TL'lik kısmını Yıldız Holding A.Ş.'ye olan borçlar oluşturmaktadır.

Değerleme

Şok'un piyasa değeri FD/Net Satışlar çarpanı ve FD/FAVÖK çarpanı yöntemleri ile hesaplanmış ve bu yöntemlerin ağırlıklı ortalaması alınarak nihai piyasa değeri tespit edilmiştir. Değerleme çalışmasında Türkiye'de ve uluslararası piyasalarda faaliyet gösteren benzer şirketler dikkate alınmıştır. Çarpanları dikkate alınarak ŞOK piyasa değerine ulaşılan firmaların detayları benzer şirketler başlığı altında yer almaktadır. Benzer şirketlerin çarpan değerleri 18.04.2018 kapanış itibarıyla "Bloomberg" platformundan elde edilmiştir.

FD / Net Satışlar Çarpanı Yöntemi

FD/Net Satışlar çarpanları, halka açık benzer şirketlerin güncel firma değerlerinin ilgili şirketlerin 31.12.2017 tarihinde sona eren 12 aylık dönem itibarıyla elde ettikleri net satışlar tutarlarına bölünmesiyle hesaplanmaktadır. Değerlemede Şok'un belirtilen dönemde sona eren 12 aylık raporlanan net satışlar verisi kullanılmıştır. Şok ile aynı veya benzer sektörlerde faaliyet gösteren halka açık şirketler için FD / Net Satışlar çarpanları aşağıda özetlenmiştir.

Sekil 16 Benzer Şirketler FD / Net Satışlar Çarpanı

Şirket	2017 FD/Net Satış
Axfood Ab	0,64
Jeronimo Martins	0,61
Dairy Farm Intl Hldgs Ltd	1,06
Cencosud Sa	0,84
Shoprite Holdings Ltd	1,13
Siam Makro Public Co Ltd	1,35
E-Mart Inc	0,67
President Chain Store Corp	1,37
Bim Birlesik Magazalar As	0,75
Cp All Pcl	2,09
Walmart De Mexico Sab De Cv	1,55
Dino Polska Sa	2,41
Migros Ticaret A.S	0,38
Minimum	0,38
Ortalama	1,14
Maksimum	2,41

Gıda perakende sektöründe faaliyet gösteren benzer şirketlerin FD / Net Satışlar çarpanı ortalaması 1,14x olarak hesaplanmaktadır. Bu çarpana göre, Şok'un piyasa değerleri aşağıdaki tabloda hesaplanmıştır.

Şekil 17 FD / Net Satışlar Çarpanına göre Özsermaye Değeri Hesabı

bin TL	2017
Net Satış	8.892.210
Benzer Şirketler FD/Net Satış Çarpanı Ortalaması (x)	1,14x
Benzer Şirketler Çarpanına Göre Hesaplanan Firma Değeri	10.151.625
Net Finansal Borç (-)	-2.230.204
Benzer Şirketler Çarpanına Göre Hesaplanan Özsermaye Değeri	7.921.421

FD / FAVÖK Çarpanı Yöntemi

FD/FAVÖK çarpanları, halka açık benzer şirketlerin güncel firma değerlerinin ilgili şirketlerin 31.12.2017 tarihinde sona eren 12 aylık dönem itibarıyla elde ettikleri FAVÖK tutarlarına bölünmesiyle hesaplanmaktadır. Değerlemede Şok'un belirtilen sona eren 12 aylık raporlanan düzeltilmiş FAVÖK verisi kullanılmıştır. Şok ile aynı veya benzer sektörlerde faaliyet gösteren halka açık şirketler için FD / FAVÖK çarpanları aşağıda özetlenmiştir.

Şekil 18 Benzer Şirketler FD / FAVÖK Çarpanı

Şirket	2017 FD/FAVÖK
Axfood Ab	11,27
Jeronimo Martins	10,88
Dairy Farm Intl Hldgs Ltd	20,41
Cencosud Sa	8,20
Shoptite Holdings Ltd	15,28
Siam Makro Public Co Ltd	24,09
E-Mart Inc	10,15
President Chain Store Corp	18,98
Bim Birlesik Magazalar As	14,14
Çp All Pcl	24,07
Walmart De Mexico Sab De Cv	15,97
Dino Polska Sa	28,01
Migros Ticaret A.S	7,66
Minimum	7,66
Ortalama	16,08
Maksimum	28,01

Gıda perakende sektöründe faaliyet gösteren benzer şirketlerin FD/FAVÖK çarpanı ortalaması 16,08x olarak hesaplanmaktadır. Bu çarpana göre, Şok'un piyasa değerleri aşağıdaki tabloda hesaplanmıştır.

Şekil 19 FD/ FAVÖK Çarpanına göre Özsermaye Değeri Hesabı

bin TL	2017
Düzeltilmiş FAVÖK	326.196
Benzer Şirketler FD/FAVÖK Çarpanı Ortalaması (x)	16,08x
Benzer Şirketler Çarpanına Göre Hesaplanan Firma Değeri	5.246.712
Net Finansal Borç (-)	-2.230.204
Benzer Şirketler Çarpanına Göre Hesaplanan Özsermaye Değeri	3.016.508

Sonuç

FD / Net Satış çarpanı firmanın sektördeki pazar payını ve geçmiş dönem performansını yansıtmaktadır. Diğer yandan FD / FAVÖK çarpanının şirketin operasyonel karlılığını yansıttığı düşünülmektedir. Bu nedenle her iki çarpan yönteminin değerlendirilmesinde kullanılmasının şirketin gerçek değerini bulabilmek için uygun olduğu düşünülmektedir.

Değerleme çalışmasında kullanılan FD/Net Satışlar ve FD/FAVÖK çarpanı yöntemleri sırasıyla %50-%50 ağırlıklanılarak nihai değer tespit edilmiştir. Bunun sonucunda FD / Net Satış Çarpanı ve FD / FAVÖK Çarpan analizleri sonucunda bulunan özsermaye değerleri aşağıda yer almaktadır.

Sekil 20 Çarpan Analizi Sonuçları

Değerleme Yöntemi	Ağırlık	Özsermaye Değeri (Bin TL)
Benzer Şirketler FD/Net Satış Çarpanı	50%	7.921.421
Benzer Şirketler FD/FAVÖK Çarpanı	50%	3.016.508
Ortalama Piyasa Değeri		5.468.965

Söz konusu ağırlıklandırma ile Şirket'in ortalama halka arz öncesi piyasa değeri 5.469 milyon TL olarak hesaplanmaktadır. Halka arz sermaye artışı öncesi iskonto oranları aşağıda hesaplanmıştır.

Sekil 21 Halka Arz Sermaye Artışı Öncesi İskonto Hesabı

(TL)		Sonuç	
Nominal Sermaye Tutarı	a	360.000.000	360.000.000
Halka Arz Fiyatı (TL/pay) (Taban - Tavan)	b	12,0	14,4
Halka Arz Fiyatları ile Sermaye Artışı Öncesi Piyasa Değeri	c=a*b	4.320.000.000	5.184.000.000
Değerleme Yöntemleriyle Hesaplanan Halka Arz Öncesi Piyasa Değeri	d	5.468.964.872	5.468.964.872
Halka Arz Sermaye Artışı Öncesi İskonto Oranları	$i=1-(c/d)$	21,0%	5,2%

Belirtilen halka arz fiyatları ile halka arz öncesi piyasa değerleri ile değerlendirme yöntemleriyle hesaplanan halka arz öncesi piyasa değerleri dikkate alındığında, taban halka arz fiyatı 12,0 TL üzerinden %21,0 halka arz sermaye artışı öncesi iskonto oranı, tavan halka arz fiyatı 14,4 TL üzerinden %5,2 halka arz sermaye artışı öncesi iskonto oranı hesaplanmaktadır.

Halka arz sermaye artırımını yöntemi ile yapılacağından ötürü, halka arz sonrası piyasa değeri hesaplaması aşağıda yer almaktadır.

Sekil 22 Halka Arz Sonrası Piyasa Değeri Hesabı

(TL)		Sonuç	
Nominal Sermaye Artışı	a	218.500.000	218.500.000
Halka Arz Sonrası Nominal Sermaye	b	578.500.000	578.500.000
Halka Arz Fiyatı (TL/pay)	c	12,0	14,4
Halka Arzda Girecek Nakit	d=(a*c)	2.622.000.000	3.146.400.000
Halka Arz Fiyat Aralığı ile Hesaplanan Piyasa Değeri	e=b*c	6.942.000.000	8.330.400.000