

# SÖKE DEĞİRMENCİLİK SANAYİ VE TİCARET A.Ş.

**FİYAT TESPİT RAPORUNA İLİŞKİN HAZIRLANAN ANALİST  
RAPORU**

**İNTEGRAL YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.**  
**ARAŞTIRMA BÖLÜMÜ**  
**4 OCAK 2023**

## 1. RAPORUN AMACI

İşbu rapor Sermaye Piyasası Kurulu'nun VII-128,1 Pay Tebliği 29.maddesine istinaden İntegral Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("İntegral Yatırım") tarafından, QNB Finans Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş.'nin (QNB Finans Yatırım) tek yetkili aracı kurum olduğu Söke Değirmencilik Sanayi ve Ticaret A.Ş. (kısaca "İhraççı", "Söke Un" ya da "Şirket") paylarının halka arzı kapsamında QNB Finans Yatırım tarafından hazırlanan fiyat tespit raporunu değerlendirmek amacıyla hazırlanmış olup, yatırımcıların pay alım satımına ilişkin herhangi bir tavsiye veya teklif içermemektedir. Yatırımcılar, halka arza ilişkin izahnameyi inceleyerek karar vermelidir. Rapor içerisinde bulunabilecek hata ve noksanlıklardan dolayı İntegral Yatırım hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz.

## PLANLANAN HALKA ARZ HAKKINDA ÖZET BİLGİ

### SÖKE DEĞİRMENCİLİK SANAYİ ve TİCARET A.Ş. HALKA ARZ ÖZET BİLGİ

İhraççı	Söke Değirmencilik Sanayi ve Ticaret A.Ş.
Halka Arz Eden Pay Sahibi	Söke Değirmencilik Sanayi ve Ticaret A.Ş.
Halka Arz Tarihleri	4 - 5 - 6 Ocak 2023
Halka Arz Fiyatı	7,50 TL
Halka Arz İskonto Oranı	20,00%
Halka Arz Yöntemi	Sabit Fiyatla Talep Toplama ve Satış Yöntemi
Halka Arz Şekli	Bedelli Sermaye Artırımı
Aracılık Türü	En İyi Gayret Aracılığı
Halka Arz Öncesi Ödenmiş Sermaye	309.000.000 TL
Halka Arz Sonrası Ödenmiş Sermaye	386.500.000 TL
Halka Arz Sonrası Halka Açıklık Oranı	20,05%
Halka Arz Edilen Hisse Adedi	77.500.000 TL Lot Sermaye Artırımı
Ek Satış Hakkı	Yoktur.
Fiyat İstikrarı İşlemleri ve Taahhütler	Halka arzdan elde edilecek gelirin %20'si ile 30 gün boyunca fiyat istikrarı planlanmaktadır. Şirket, payların borsa İstanbul'da işlem görmeye başladığı tarihten itibaren bir yıl boyunca bedelli ve bedelsiz sermaye artırım yapılmayacağına, şirket paylarının dolaşımdaki pay miktarının artmasına yol açacak şekilde satışa veya halka arza konu edilmeyeceğine yönelik taahhütte bulunmuştur Ortaklar bir yıl boyunca sahip olduğu halka arza konu olmayan şirket paylarının dolaşımdaki pay miktarının artmasına yol açacak şekilde satışa veya halka arza konu edilmeyeceğini taahhüt etmiştir.
Tahsis Grupları ve Pay Oranları	Payların %65'i Yurt İçi Bireysel Yatırımcılar Payların %30'u Yurt İçi Kurumsal Yatırımcılar Payların %5'i Yurt Dışı Kurumsal Yatırımcılar
Borsa Kodu	SOKE
İşlem Göreceği Pazar	Yıldız Pazar
Halka Arza Aracılık Eden Kuruluş	QNB Finans Yatırım Menkul Değerler A.Ş.
SPK Onay Tarihi	22.12.2022

Kaynak: Söke Değirmencilik izahnamesi, tasarruf sahiplerine satış duyurusu ve fiyat tespit raporu.

## 2. ŞİRKET PROFİLİ

15.06.1961 Tarihinde Söke Değirmencilik ve Ticaret Limited Şirketi unvanı ile kurulan şirket, 1963 yılında un ve un karışımları üretimini ve satışını gerçekleştirmek üzere faaliyete geçmiştir. Şirket un ve un karışımları üretimini Aydın-Söke’de ve Ankara-Sincan’da yer alan fabrikalarında gerçekleştirmektedir. Aydın-Söke Fabrikası 19.356 m2 kapalı olmak üzere 51.674 m2 alan üzerine kurulmuştur ve 192.000 Ton/Yıl toplam üretim kapasitesine sahiptir. Ankara-Sincan Fabrikası ise 7.638 metrekare kapalı olmak üzere toplam 22.994 m2 alan üzerinde kurulmuş olup 240.000 ton/yıl buğday işletme kapasitesine sahiptir. Şirket 2022 yılı Ocak ayında Şirket’in paylarının %100’ü Ulusoy Un tarafından satın alınmıştır. Söke Un’un ana faaliyetleri tüketicilere yönelik paketli un, tahıl unu, glutensiz un, ekmek unu karışımları, ev dışı tüketim noktaları için profesyonel ürünler, perakende firmaları ve endüstriyel müşteriler için özel markalı un ve puding üretimi ve satışından oluşmaktadır. Şirket ayrıca un üretim sürecinde meydana çıkan çeşitli tali ürünlerini gıda ve yem sektörüne satmaktadır. Şirket 2022 yılının ilk dokuz ayı itibarı ile satışlarının %96’sını yurt içine gerçekleştirmektedir.

### Satışlar

Ciro Kırılımı (Mn TL)	2019	2020	2021	2021/09	2022/09
Paketli Un	97	155	180	96	262
Tahıl Unları	2	1	1	1	3
Glütensiz Unlar	1	1	1	1	1
Ekmek Karışımları	1	4	0	0	1
Profesyonel Ürünler	126	156	261	152	637
Özel Markalı Ürünler	130	161	195	118	281
Tali Ürünler	63	85	131	80	226
Kurabiye	-	1	0	0	0
Puding	0	1	1	1	2
Diğer	0	1	2	0	295
<b>Toplam</b>	<b>420</b>	<b>566</b>	<b>773</b>	<b>448</b>	<b>1709</b>

Kaynak: Söke Değirmencilik Fiyat Tespit Raporu

### **Paketli Unlar**

Paketli unlar, tüketici ürün grubu içinde en yüksek hacimli satış yapılan ürün kategorisidir. 2021 yıl sonu itibarı ile ciro bazda %23, 2022 ilk yarısı itibarı ile de %16 paya sahiptir. Bu kategori içinde en çok satılan ürünler geleneksel un, baklavalık böreklik un ve tam buğday unudur. Kepekli un, organik un ve pizza unu da yine bu kategori içinde satılan ürünler arasındadır. Paketli un kategorisindeki ürün gramajları 1 kg, 2 kg, 5 kg, 7 kg ve 10 kg olarak değişmektedir.

### **Tahıl Unları**

Özellikle pandemi döneminde ön plana çıkan sağlıklı besinlere yönelme ve mutfakta yeni tarif ve çeşitler deneme isteği pandemi sonrasında da tüketicilerin satın alma davranışlarını etkilemeye devam etmektedir. Şirket, büyümekte olduğunu gözlemlediği bu tüketime yönelik olarak tam çavdar, siyez unu, sarı un, mor un gibi farklı çeşitteki tahıl unlarını içermektedir. Bu kategorideki ürün gramajları 500 gr ve 1 kg olarak değişmektedir.

### Glutensiz Ürünler

Söke un glutensiz ürün tüketmek isteyen kullanıcılara glutensiz un ve glutensiz ekmek unu, köy ekmeği unu, kek unu, kakaolu kek unu gibi alternatifler sunmaktadır. Glutensiz ürün gramajları 225 gr ve 250 gr olarak değişmektedir.

### Ekmek Unu Karışımları

Şirket evde ekmek yapımı trendine yönelik 7 farklı çeşit ekmek unu karışımını tüketicilere sunmaktadır. Kuru maya da içeren paketlerdeki ürünler evde ekmek yapmayı tüketiciler için kolay hale getirmektedir. Bu kategorideki ürün gramajları 500 gr, 1 kg ve 2 kg olarak değişmektedir.

### Profesyonel Ürünler

Söke un fırın, otel, restoran, kafe gibi profesyonel kullanıcıların farklı ürün ihtiyaçlarına yönelik ürünler geliştirerek 25 kg ve 50 kg ambalajlarda Söke profesyonel markası ile baklavalık, böreklik, pastalık, yufkalık, pidelik, simitlik, gibi un çeşitleri sunmaktadır. Profesyonel ürün satışları, Söke Un'un toplam cirosunun 2021 yıl sonu itibarı ile %34 ünü, 2022 ilk yarısı itibarı ile de %39'unu oluşturmaktadır.

### Özel Markalı Üretim

Şirket Efsane markalı ürünler ile BİM; Aro markası ile Metro Toptancı Marketleri, Dorbi markası ile A101 özel markalı üretim yapılan şirketler arasında yer almaktadır. Özel markalı ürün satışları Söke Un'un toplam cirosunun 2021 yıl sonu itibarı ile %25'ini, 2022 ilk yarısı itibarı ile de %20'sini oluşturmaktadır.

### Tali ürünler

Tali ürünler, üretim aşamaları sonucu ortaya çıkan kepek, ruşeym, bonkalite, elek altı gibi yan ürünlerdir. Bu tali ürünler gıda ve yem sektörüne satılmaktadır. Tali ürünler 2022 ilk yarısı itibarı ile şirket satışlarının %15'ini oluşturmaktadır.

### Diğer

Şirket tarafından verimli stok ve maliyet yönetimi amacıyla 2022 yılında yapılan buğday satışlarıdır. Şirket düzenli olarak buğday satışlarıdır. Şirket düzenli olarak buğday ticareti yapmayı planlamaktadır.

## 2.1 Ortaklık Yapısı

Ortak Adı	Grubu	Halka Arz Öncesi Sermaye (TL)	Halka Arz Öncesi Payı (%)	Halka Arz Sonrası Sermaye (TL)	Halka Arz Sonrası Payı (%)
Ulusoy Un Sanayi ve Ticaret A.Ş.	A	30.900.001	10,00%	30.900.001	7,99%
	B	278.099.999	90,00%	278.099.999	71,95%
<b>Halka Açık Kısmı</b>	<b>B</b>	-	-	<b>77.500.000</b>	<b>20,05%</b>
<b>Toplam</b>		<b>309.000.000</b>	<b>100%</b>	<b>386.500.000</b>	<b>100%</b>

Kaynak: Söke Değirmencilik Fiyat Tespit Raporu

### 3. ÖZET FİNANSAL TABLOLAR

#### 4.1. Bilanço

Özel Bağımsız Denetimden Geçmiş Konsolide Bilanço (TL)	2019	2020	2021	2022/09
<b>VARLIKLAR</b>				
<b>Dönen Varlıklar</b>	<b>133.295.809</b>	<b>173.944.440</b>	<b>251.067.024</b>	<b>1.006.403.858</b>
Nakit ve Nakit Benzerleri	26.314.781	45.117.068	45.035.333	583.864.469
Finansal Yatırımlar	-	-	-	38.898.332
Ticari Alacaklar	60.412.654	70.071.517	103.734.344	213.795.169
Diğer Alacaklar	9.680.904	9.180.923	10.246.709	6.575.031
Stoklar	29.815.367	41.587.765	57.311.187	133.519.286
Peşin Ödenmiş Giderler	1.171.898	909.606	25.265.069	8.535.742
Diğer Dönen Varlıklar	5.900.205	7.077.561	9.474.382	19.215.829
<b>Duran Varlıklar</b>	<b>94.865.025</b>	<b>88.356.708</b>	<b>161.697.035</b>	<b>351.836.372</b>
Diğer Alacaklar	8.705	9.482	9.482	8.705
Kullanım Hakkı Varlıkları	7.685.141	3.629.655	1.827.172	2.040.394
Maddi Duran Varlıklar	43.555.541	41.094.395	116.337.019	306.125.930
Maddi Olmayan Duran Varlıkları	43.615.638	43.574.932	43.523.362	43.661.343
Peşin Ödenmiş Giderler	-	48.244	-	-
<b>Toplam Varlıklar</b>	<b>228.160.834</b>	<b>262.301.148</b>	<b>412.764.059</b>	<b>1.358.240.230</b>
<b>KAYNAKLAR</b>				
<b>Kısa Vadeli Yükümlülükler</b>	<b>127.072.088</b>	<b>160.816.487</b>	<b>230.349.462</b>	<b>658.081.689</b>
Kısa Vadeli Borçlanmalar	60.348.209	92.330.889	129.643.499	335.766.145
Uzun Vadeli Borçlanmaların Kısa Vadeli Kısımları	10.724.335	9.657.526	-	-
Ticari Borçlar	51.847.048	47.040.469	81.065.286	270.263.700
Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kapsamında Borçlar	1.515.361	1.858.075	746.009	3.520.812
Ertelemiş Gelirler	506.481	1.241.586	5.810.074	29.422.091
Kısa Vadeli Karşılıklar	1.759.353	7.437.822	8.021.650	15.133.690
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	370.941	1.250.120	5.062.944	3.975.251
<b>Uzun Vadeli Yükümlülükler</b>	<b>27.468.635</b>	<b>17.881.522</b>	<b>19.536.999</b>	<b>43.434.936</b>
Uzun Vadeli Borçlanmalar	21.906.027	11.720.778	750.832	1.038.912
Uzun Vadeli Karşılıklar	1.680.751	2.722.007	4.035.643	6.637.957
Ertelemiş Vergi Yükümlülüğü	3.881.857	3.438.737	14.750.524	35.758.067
<b>Özkaynaklar</b>	<b>73.620.111</b>	<b>83.603.139</b>	<b>162.877.598</b>	<b>656.723.605</b>
Ödenmiş Sermaye	87.633.475	87.633.475	87.633.475	309.000.000
Kar veya zararda yeniden sınıflandırılmayacak birikmiş diğer kapsamlı gelirler/(giderler)	-326.592	-418.956	65.995.460	211.653.550
Kardan ayrılmış kısıtlanmış yedekler	6.923.758	6.923.758	6.923.758	6.989.306
Geçmiş Yıllar Karları	-14.671.298	-20.610.530	-10.535.138	2.259.357
Net dönem karı	-5.939.232	10.075.392	12.860.043	126.821.392
<b>TOPLAM KAYNAKLAR</b>	<b>228.160.834</b>	<b>262.301.148</b>	<b>412.764.059</b>	<b>1.358.240.230</b>

Kaynak: Söke Değirmencilik Fiyat Tespit Raporu

#### 4.2. Gelir Tablosu

Gelir Tablosu (TL)	2019	2020	2021	2021/09	2022/09
Hasılat	418.808.524	566.320.227	773.165.273	447.781.271	1.709.485.580
Satışların Maliyeti	-364.576.846	-488.687.122	-683.051.144	-401.579.220	-1.418.979.272
<b>Brüt Kar</b>	<b>54.231.678</b>	<b>77.633.105</b>	<b>90.114.129</b>	<b>46.202.051</b>	<b>290.506.308</b>
Genel Yönetim Giderleri	-8.132.745	-11.350.834	-11.462.104	-7.917.997	-17.544.682
Pazarlama Giderleri	-27.089.474	-29.007.093	-35.043.652	-23.047.885	-60.468.382
Araştırma ve Geliştirme Giderleri	-204.276	-222.639	-256.317	-245.763	-53.177
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	8.274.381	11.467.532	16.713.976	11.557.210	32.652.203
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler	-10.765.098	-13.101.960	-18.853.800	-9.385.688	-43.156.833
<b>Esas Faaliyet Karı/Zararı</b>	<b>16.314.466</b>	<b>35.418.111</b>	<b>41.212.232</b>	<b>17.161.928</b>	<b>201.935.437</b>
<b>Finansal Gelir/Gider Öncesi Faaliyet Karı</b>	<b>16.309.905</b>	<b>35.413.677</b>	<b>41.303.981</b>	<b>17.162.134</b>	<b>202.862.492</b>
<b>Vergi Öncesi Kar</b>	<b>-5.941.754</b>	<b>13.500.691</b>	<b>18.087.839</b>	<b>-5.190.835</b>	<b>162.379.462</b>
Vergi Gideri		-3.842.367	-5.241.288		-28.421.585
<b>Dönem Karı</b>	<b>-5.939.232</b>	<b>10.075.392</b>	<b>12.860.043</b>	<b>-4.597.372</b>	<b>126.821.392</b>

Kaynak: Söke Değirmencilik Fiyat Tespit Raporu

#### 4. HALKA ARZDAN ELDE EDİLECEK FONUN KULLANIM YERİ

Halka arz gerekçeleri:

Şirket'in 309.000.000 TL olan çıkarılmış sermayesinin, 438.000.000 TL'lik kayıtlı sermaye tavanı dahilinde 77.500.000 TL artırılarak 386.500.000 TL'ye çıkarılması ile elde edilecek brüt fondan sermaye artırımına ilişkin masraflar çıkarıldıktan sonra kalan kaynak ile şirketin gerçekleştireceği güneş enerji santrali kuruluşu, hammadde ve mamul depolarında kapasite artışı ile sonuçlanacak yeni depo yatırımları, unlu mamuller tesisi yatırımı için makine ve ekipman harcamaları ve işletme sermayesinin güçlendirilmesi ile maliyet yönetimi ile finansal yatırım fırsatlarını değerlendirme amaçları için kullanılacaktır.

Halka arz sermaye artırımı ve mevcut ortakların pay satışı yoluyla gerçekleşecektir. Toplam halka arz büyüklüğü 581.250.000 olup, şirket, sermaye artırımı yoluyla halka arzdan 581.250.000 TL brüt, 553.166.483 TL net gelir elde edecektir.

Şirket'in tek sahibi Ulusoy Un Sanayi ve Ticaret A.Ş.'nin yeni pay alma hakları tamamen kısıtlanarak toplam 77.500.000 TL nominal değerli B Grubu pay sermaye artırımı kapsamında halka arz edilecektir. Şirket'in sermaye artırımı yoluyla elde edeceği halka arz geliri, faaliyetlerini sürdürülebilir ve karlı bir şekilde büyümesi için kullanılacaktır. Şirket'in sermaye artırımı ile ihraç edilecek gelirin kullanım yerleri ile ilgili detaylı bilgiler ve kullanım yerlerinin dağılımı aşağıda sunulmaktadır.

##### 1) Güneş Enerjisi Santrali Yatırımı

Halka arzdan elde edilecek net gelirlerin %30'unun Aydın ili Söke ilçesinde ve Ankara ili Sincan ilçesinde yer alan Aydın-Söke Fabrikası ve Ankara-Sincan Fabrikası'nın elektrik enerjisi ihtiyacının güneş enerjisi santrali ile karşılanması amacıyla yapılacak yatırımlarda kullanılması planlanmaktadır.

**Ankara-Sincan Fabrikası GES Projesi Özeti:** Ankara Sincan Fabrikasının toplam kurulu gücü 4250 KVA'dır. İlgili yönetmeliğin 5.1.h maddesi kapsamında arazi GES üzerine yapılmak üzere gerekli keşif çalışmaları devam etmektedir. Projenin tamamlanması sonrasında engellenen CO2 emisyon miktarı 4.310 Ton/yıl, kurtarılan toplam ağaç sayısı 12.679 ağaç/yıl'dır.

**Aydın-Söke Fabrikası GES Projesi Özeti:** Aydın-Söke Fabrikasının toplam kurulu gücü 3600 KVA'dır. İlgili yönetmeliğin 5.1.h maddesi kapsamında arazi GES üzerine yapılmak üzere gerekli keşif çalışmaları devam etmektedir. Projenin tamamlanması sonrasında engellenen CO2 emisyon miktarı 9.603 ton/yıl, kurtarılan toplam ağaç sayısı 9.760 ağaç/yıl'dır.

- 2) **İlave Hammadde ve Mamul Deposu Kapasite Artışı Yatırımı:** Halka arzdan elde edilecek net gelirlerin %12,5 'inin, Aydın-Söke'de 30.000 ton kapasiteli ve Ankara-Sincan'da 20.000 ton kapasiteli ilave hammadde ve mamul deposu yapımında kullanılması planlanmaktadır.
- 3) **Unlu Mamuller Tesisi Tesis, Makine ve Cihaz Yatırımı:** Halka arzdan elde edilecek net gelirlerin %15'inin "Söke " markalı unlu mamullerin çeşitlerinin üretimi amacıyla kurulacak "Unlu Mamuller Tesisi" yatırımında kullanılması planlanmaktadır. Söke'nin köklü ve tüketici nezdinde bilinirliği yüksek bir marka olması sebebiyle, Şirket bu marka gücünü unlu mamul çeşitleri ürünlerini kullanarak bu pazarda ürün çeşitliliği geliştirme ve sektörde penetrasyonunu artırmayı planlamaktadır. Bu strateji doğrultusunda, Şirket'in unlu mamul çeşitlerini ürün gamına eklemesi perakende satış noktalarındaki raflarda Söke markalı ürünlerin çeşitlendirip daha geniş yer kapsayarak "Söke Gıda" olma yolunda ilerlemek, tüketicilerin gözünde "Söke Markası"'nı yenilikçi, yaratıcı ve kendisini geliştiren marka olarak konumlandırmayı hedeflemektedir.
- 4) **İşletme Sermayesi:** Halka arzdan elde edilecek net gelirlerin %35'inin Şirket'in işletme sermayesi ihtiyacının karşılanması amacıyla kullanılması planlanmaktadır. Şirket'in temel hammaddesi buğday için küresel ölçekte en büyük ihracatçılar Rusya ve Ukrayna'nın arasında devam etmekte olan savaş, yine küresel ölçekte önemli üreticilerden Hindistan'ın ulusal iç piyasasını dengelemek için uyguladığı ihracat yasağı, son dönemde yaşanan küresel ölçekte enerji ve buna paralel gübre fiyatlarının artması ve son olarak da iklim krizi nedeniyle yaşanan kuraklık gibi etkenler ile buğday fiyatlarında dalgalanmalar yaşanmakta ve son yıllarda da yukarı yönlü fiyat artışı eğilimi gerçekleşmektedir. Bu çerçevede başta gıda hammaddeleri enflasyonu olmak üzere maliyet kalemleri üzerindeki enflasyon etkisi ile üretim ve satış hacimlerindeki artışlar işletme sermayesi ihtiyacında artışlara neden olmaktadır. Şirket, mevcut Pazar payının korunmasının yanında çeşitlenecek ürün gamı ile birlikte toplam Pazar erişiminin artması, kapasite kullanım oranlarının kullanılması hedefleri doğrultusunda buğday stoklarının optimum seviyelerde tutulması gerekmektedir. Hammadde fiyatı dalgalanmaları ile ortalama stok seviyelerinin optimum seviyelerde tutulması etkileri ile işletme sermayesi ihtiyacının karşılanması amacıyla halka arzdan elde edilecek net gelirlerin %35'inin kullanılması planlanmaktadır.
- 5) **Finansal Yatırım:** Halka arzdan elde edilecek net gelirlerin %7,5'inin, bütünleştirici büyüme stratejileri gereğince gıda sektöründe faaliyet göstermekte olan, yurt dışı ve/veya bölgesel pazarlarda Pazar hakimiyeti olan, marka bilinirliği yüksek şirketlere stratejik ve finansal yatırım yapmak, yine Şirket bünyesinde kurulacak "Söke Dijital Girişimcilik Atölyesi'nde geliştirilecek sektörel dijitalleşme fikirlerine, aynı alanda faaliyet gösteren hali hazırda start-up düzeyinde olan organizasyon ve şirketlere yatırım yapmak amacıyla kullanılması planlanmaktadır

## 5. DEĞERLEME YÖNTEMLERİ

QNB Finans Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanan fiyat tespit raporunda İndirgenmiş Nakit Akımı (İNA) yöntemi ve Çarpan Analizi yöntemi kullanılmıştır. Hedef özsermaye değerinin hesaplanmasında İNA analizine %30, ağırlıklandırılmış yurtiçi çapan analize %35, ağırlıklandırılmış yurtdışı çarpan analize %35 ağırlık verilmiştir.

### 5.1 İndirgenmiş Nakit Akımı Yöntemi

QNB Finans Yatırım'ın İNA projeksiyonunda 2022 yılı son çeyrek ile 2027 yılları arasında yaratacağı nakit akımları ve 2027 sonrası için nihai dönem değeri dikkate alınmıştır. Söz konusu çalışma kapsamında Şirket tarafından sağlanan projeksiyonlar, ürün kategorileri detayında birim ortalama fiyat, satış miktarı ve brüt karlılık verileri ile bağımsız denetçi raporu verilerinden faydalanılmıştır.

Şirket'in gelir tablosu oluşturulurken tüme varım yaklaşımı kullanılmış olup Şirket'in satış projeksiyonları oluşturulurken, farklı Pazar dinamiklerine sahip olan ürünleri için Şirket'in performansı yönetimi kapsamında takip ettiği ürün grubu kırılımı kullanılmıştır. Söz konusu birim fiyatların, bütün ürün grupları için her sene enflasyon beklentilerine paralel olarak artacağı varsayılmıştır. Projeksiyon dönemi boyunca Şirket'in hasılatının yaklaşık ortalama %38,1'ini özel marka ve Söke Un markalı paketli un satışlarından, %32,4'ünü profesyonel un satışlarından, %13,3'lük kısmını un üretimi için kullanılacak hammaddeden ayrıştırılan tali ürünlerden, %1,2'sini yeni iş kolu olan kurabiye satışlarından ve kalan %15,0'lik kısmını ise tahıl unları, glutensiz unlar, ekmek unu karışımları, puding satışları ve tahıl ticaretinden elde edeceği öngörülmüştür. Varsayımlar doğrultusunda Şirket, artan üretim kabiliyeti ve pazarlama yatırımları ile hane penetrasyonu artacak olan Söke markası ile 2024 yılında, 2020 seviyesine yakınsayarak 106,7 bin ton paketli un satışı gerçekleştirmeyi öngörmektedir. Bu kapsamda Şirket'in 2027 yılında toplam cirosunun %38,8'ini paketli un kategorisinden elde etmeyi hedeflemektedir.

Şirket 2023 yılında daha fazla kapasite kullanım oranı ile artacak un üretiminin bir kısmını profesyonel unların üretiminde kullanmayı planlamaktadır. Şirket'in 2024 ve sonrası için profesyonel un ürün grubunun ortalama miktarsal olarak %0,8 büyüyeceği öngörülmektedir. Bu ürün grubunun 2027 yılında toplam satışlardan aldığı payın %29,9 oranına gerileyeceği öngörülmektedir.

Şirket'in brüt kar marjının projeksiyon dönemi boyunca ortalama %15 olarak gerçekleşeceği varsayılmıştır. Şirket'in 2022 yılının ilk 9 ayında %17 olarak gerçekleşen brüt kar marjının 2022 yılının genelinde %16,3 olarak gerçekleşmesi öngörülmektedir. Brüt kar marjı gelecek yıllarda ise; 2023 yılında %14,1, 2024 yılında %14,4, 2025 yılında %14,7, 2026 yılında %14,9 ve 2027 yılında ise %15,3 olarak tahmin edilmektedir.

Projeksiyon dönemi boyunca genel yönetim altında çalışan personel sayısı sabit varsayılmış olup, personel ücretlerinin ise enflasyona paralel olarak artacağı varsayılmıştır. Artan personel maliyeti ve personel giderlerine karşın, yüksek hasılat büyümesinin etkisi ile pazarlama ve satış personel giderlerinin satışlara oranının projeksiyon dönemi boyunca %0,7 ve %1,1 aralığında olması beklenmektedir. Nakliye giderlerinin ise ton başı nakliye gideri baz alınarak tahmin edilmiştir. 2021 yılsonuna kadar artış gösteren navlun maliyetlerinin, 2022 itibari ile düşüş eğilimi göstermesi sebebi ile



2023 yılı için ton başına nakliye giderinde tahmin edilen artışın enflasyonun altında olacağı varsayılmıştır. Ayrıca Şirket'in satış artışlarının yaratacağı ölçek avantajı ile verimlilik sağlayacağı öngörülmektedir.

Artması beklenen pazarlama harcamaları ve personel ücretleri de dikkate alındığında 2023 yılı FAVÖK marjının %9,5 olarak gerçekleşmesi beklenmektedir. 2024 yılında ise paketli unlar ve kurabiye ürün gruplarının satışlardan alacağı payın artması ile FAVÖK marjının yükseliş trendine girmesi beklenmektedir.

Ticari alacak günleri 2019, 2020 ve 2021 yılları için ortalama 49 gün olarak hesaplanmıştır. 2022 yılının ilk 9 ayında ticari alacak günleri 34 güne düşmüş olup 2023 yılı ve sonrasında projeksiyon dönemi boyunca 41 gün olacağı varsayılmıştır. Stok devir günleri ise 2019, 2020 ve 2021 yılları için ortalama 31 gün, söz konusu gün sayısı 2022'nin ilk 9 ayı için ise 26 gün olarak gerçekleşmiştir. Yeni yönetim anlayışı ile 2023 yılında 28 gün, 2024 yılı için 27 gün, 2025 ve geri kalan yıllar için 26 gün olarak gerçekleşeceği varsayılmıştır. Ticari borçlar ise 2019 – 2021 yılı ortalaması 43 gün olarak hesaplanmış olup 2022'nin ilk 9 ayında 51 gün olarak gerçekleşmiştir. Ticari borç günleri projeksiyon dönemi boyunca ortalama 47 gün olarak gerçekleşeceği varsayılmıştır.

Şirket'in projeksiyon dönemi boyunca hedeflediği satış ve hasılat gelişimi için ek bir üretim kapasite yatırımı harcaması yapması gerekmediği varsayılmakta olup, sadece 2023 ve 2024 yılları için depo yatırımı için bütçe ayrılmıştır. 2022 yılında Ankara'da yer alan, önceki yıllarda kiralık olarak kullanılan fabrikanın satın alınması sebebi ile toplamda 43 milyon TL yatırım harcaması gerçekleşeceği öngörülmektedir.

2022 – 2027 projeksiyon dönemini kapsayan İNA Yöntemi'nde kullanılan risksiz getiri oranı için Türkiye Devleti tarafından 12 Ağustos 2022'de ihraç edilen ve vadesi 9 Ağustos 2024'de sonlanan Türk Lirası getirisi olan Devlet Tahvili'ne ilişkin oranların 8 Kasım 2022 itibariyle geriye dönük 6 aylık ortalaması dikkate alınmıştır. Küresel ekonomik şartların normalleşmesi ile birlikte faizlerin düşüş eğilimine gireceği varsayılmıştır. Bu durumun sonucu olarak, 2022 yılından başlayarak tüm projeksiyon döneminde risksiz getiri oranı her sene 50 baz puan düşürülmüştür. Piyasa riski primi genel yaklaşım korunarak %5,5 olarak hesaplamaya dahil edilmiştir.

Beta için emsal şirketlere de bakılmış olup, Şirket'in öngörülen borsa getirisi ile korelasyonun doğru yansıtılmadığı düşünülmüştür. Şirket'in payları henüz borsada işlem görmediği için beta hesaplaması yapılmamaktadır ve pay getirisi olarak borsa getirisi kabul edilmiştir. Şirket'in getirisinin borsa getirisine paralel olacağı varsayımı altında kaldıraçlı beta 1 olarak kabul edilmiştir.

Kurumlar vergisi oranı 2022 yılı için uygulanan oran %23 ve kalan yıllar için %20 olarak alınmıştır. Sermaye maliyeti 2022 yılı için %23,9, 2023 yılı için %23,4, 2024 yılı için %22,9, 2025 yılı için %22,4, 2026 yılı için %21,9 ve kalan yıllar için %21,4 olarak varsayılmıştır. Hesaplama Şirket'in Borçlanma maliyeti olarak elde edilen risksiz getiri oranının üzerine risk primi eklenerek 2022 yılı için %25,8, 2023 yılı için %25,1, 2024 yılı için %24,4, 2025 yılı için %23,7, 2026 yılı için %23,0 ve kalan yıllar için %22,3 olarak kullanılmıştır. Vergi sonrası borçlanma maliyeti 2022 yılı için %19,9, 2023 yılı için %20,1, 2024 yılı için 19,5, 2025 yılı için %19,0, 2026 yılı için %18,4 ve kalan yıllar için %17,8 olarak kullanılmıştır.

AOSM 2022 yılı için %22,3, 2023 yılı için %22,1, 2024 yılı için %21,6, 2025 yılı için %21,0, 2026 yılı için %20,5 ve 2027 için %20,0 olarak bulunmuştur.

İNA çalışmasında nihai dönem hesaplaması için öngörülen devam eden büyüme oranı, Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası'nın uzun dönem enflasyon hedefi olan %5,0 olarak kullanılmıştır. İNA analizinde 30 Eylül 2022 tarihli net borç değeri kullanılmıştır. İNA analizinin indirgeme tarihi olarak gerçekleşen verilerin bitiş tarihi olan 30 Eylül 2022 dikkate alınmıştır.

İNA analizine göre hesaplanan Firma Değeri 2.711 milyon TL ve Piyasa Değeri 2.997 milyon TL'dir. Çalışmanın büyüme oranı ve AOSM için (-0,5%;+0,5%) duyarlılık analizi de aşağıdaki tabloda sunulmaktadır.

BİN TL	AOSM DUYARLILIK			
		0,50%	0,00%	-0,50%
<b>Devam Eden Değer Duyarlılık</b>				
	-0,50%	2.848.399	2.941.469	3.040.915
	0,00%	2.899.539	<b>2.997.034</b>	3.101.423
	0,50%	2.954.091	3.056.434	3.166.255

Kaynak: Söke Değirmencilik Fiyat Tespit Raporu

İNA (Bin TL)	2021	4.Ç/2022T	2022T	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T	Nihai Dönem
Net Satışlar	773.165	691.241	2.400.727	3.716.698	4.712.764	5.679.814	6.549.481	7.514.589	7.890.318
Değişim			210,5%	54,8%	26,8%	20,5%	15,3%	14,7%	5,0%
FVÖK	43.352	60.332	272.773	334.631	438.869	546.409	652.513	779.578	760.545
FVÖK Marjı	5,6%	8,7%	11,4%	9,0%	9,3%	9,6%	10,0%	10,4%	9,6%
Vergi Oranı	23%	23%	23%	20%	20%	20%	20%	20%	20%
Vergi Sonrası Faaliyet Karı	33.381	46.456	210.035	267.710	351.095	437.127	522.011	623.663	608.436
Amortisman	8.051	4.919	19.675	19.925	22.898	26.197	29.866	32.496	38.663
<b>Brüt Nakit Akımı</b>	<b>41.433</b>	<b>51.375</b>	<b>229.709</b>	<b>287.635</b>	<b>373.994</b>	<b>463.324</b>	<b>551.877</b>	<b>656.159</b>	<b>647.099</b>
NİS Değişimi	-35.148	-2.740	38.531	-192.755	-55.422	-50.860	-56.118	-62.794	-23.943
Yatırım Harcamaları	-1.564	-5.599	-43.213	-29.734	-32.989	-17.039	-19.648	-26.301	-38.663
<b>Serbest Nakit Akımı</b>	<b>4.720</b>	<b>43.036</b>	<b>225.027</b>	<b>65.146</b>	<b>285.582</b>	<b>395.425</b>	<b>476.110</b>	<b>567.064</b>	<b>584.493</b>
İndirgeme Oranı		22,30%		22,09%	21,56%	21,04%	20,51%	19,99%	
İskonto Faktörü		0,975		0,883	0,728	0,606	0,508	0,430	
<b>İndirgenmiş Nakit Akımı</b>		<b>41.957</b>		<b>57.495</b>	<b>207.894</b>	<b>239.498</b>	<b>242.023</b>	<b>244.066</b>	

Kaynak: Söke Değirmencilik Fiyat Tespit Raporu

<b>İndirgenmiş Nakit Akımlarının Toplamı</b>	<b>1.032.928</b>
Devem Eden Büyüme Oranı	5%
<b>İndirgenmiş Devam Eden Değer</b>	<b>1.678.149</b>
<b>Firma Değeri</b>	<b>2.711.427</b>
Net Finansal Borç (net nakit)	-285.958
<b>Piyasa Değeri</b>	<b>2.997.034</b>

Kaynak: Söke Değirmencilik Fiyat Tespit Raporu

## 5.2 Çarpan Analizi Yöntemi

Çarpan analizinde şirketin piyasa değeri FD/FAVÖK çarpanı yöntemi kullanılarak hesaplanmıştır. FAVÖK çarpanı şirketin operasyonel verimliliğini dikkate almakta ve firma değeri hesaplanmasında kullanılmaktadır.

Değerleme çalışmasında Türkiye’de ve yurt dışı piyasalarda işlem gören ve Şirket ile benzer sektörde bulunan şirketler dikkate alınmıştır. Çarpan analizinde FD/FAVÖK hesaplanırken, 20,0x üzeri ve 5,0x altındaki değerler uç değer olarak belirlenmiştir. Dikkate alınan benzer şirketlerden uç değerlerde yer alan şirketler değerlendirme kapsamına alınmamıştır. Yurtiçi ve yurtdışı benzer şirketlerin şirket çarpanları sırasıyla 09.11.2022 tarihi kapanış verileriyle Rasyonet, Bloomberg platformlarından elde edilmiştir.

### Yurtiçi Benzer Şirketler

#### FD/FAVÖK Çarpanı Yöntemi

FD/FAVÖK çarpanı, yurtiçi benzer şirketlerin firma değerinin 30.09.2022 tarihinde sona eren son 12 aylık dönem itibariyle elde ettikleri FAVÖK tutarlarına bölünmesiyle hesaplanmaktadır. Değerleme çalışmasında şirketin 30.09.2022’de sona eren hesaplanan 12 aylık FAVÖK verisi kullanılmıştır. Söke Un ile aynı veya benzer sektörlerde Borsa İstanbul’da kısıtlı sayıda şirket olması sebebiyle seçili gıda şirketleri kullanılmıştır.

Yurtiçi Benzer Şirketlerin FD/FAVÖK Çarpanı (TL)	DEĞER
FAVÖK	257.135.037
Yurtiçi Benzer Şirketler FD/FAVÖK Çarpanı Medyanı	10,3X
Hesaplanan Firma Değeri	2.661.050.075
Net Finansal Borç (Net Nakit)	-285.957.744
<b>Hesaplanan Piyasa Değeri</b>	<b>2.947.007.819</b>

Kaynak: Söke Değirmencilik Fiyat Tespit Raporu

Yurtiçi benzer şirketlerin FD/FAVÖK çarpanı medyanı 10,3x olarak hesaplanmıştır. Bu çarpana göre Söke Un’un piyasa değeri 2.947 milyon TL olarak hesaplanmıştır.

## Yurtdışı Benzer Şirketler

### FD/FAVÖK Çarpanı Yöntemi

FD/FAVÖK çarpanı, yurtdışı benzer şirketlerin firma değerinin 30.09.2022 tarihinde sona eren son 12 aylık dönem itibariyle elde ettikleri FAVÖK tutarlarına bölünmesiyle hesaplanmaktadır. Değerleme çalışmasında şirketin 30.09.2022'de sona eren hesaplanan 12 aylık FAVÖK verisi kullanılmıştır.

Yurtdışı Benzer Şirketlerin FD/FAVÖK Çarpanı (TL)	DEĞER
FAVÖK	257.135.037
Yurtiçi Benzer Şirketler FD/FAVÖK Çarpanı Medyanı	9,6X
Hesaplanan Firma Değeri	2.478.033.616
Net Finansal Borç (Net Nakit)	-285.957.744
<b>Hesaplanan Piyasa Değeri</b>	<b>2.763.991.360</b>

Kaynak: Söke Değirmencilik Fiyat Tespit Raporu

Yurtdışı benzer şirketlerin FD/FAVÖK çarpanı medyanı 9,6x olarak hesaplanmıştır. Bu çarpana göre Söke Un 'un piyasa değeri 2.764 milyon TL olarak hesaplanmıştır.

## Sonuç

Sonuç olarak indirgenmiş nakit akımına %30, ağırlıklandırılmış yurtiçi benzerler çarpanına %35, ağırlıklandırılmış yurtdışı benzer çarpanına %35 ağırlık verilerek 2.898 milyon TL hedef değere ulaşılmıştır. Bulunan hedef değere %20,0 halka arz iskontosu uygulanmış ve halka arz için 7,50 TL hedef fiyat belirlenmiştir.

Değerleme Özeti (TL)	Piyasa Değeri	Ağırlık	Ağırlıklandırılmış Piyasa Değeri
Ağırlıklandırılmış Yurtiçi Çarpan Değeri	2.947.007.819	35%	1.031.452.737
Ağırlıklandırılmış Yurtdışı Çarpan Değeri	2.763.991.360	35%	967.396.976
İNA	2.997.034.372	30%	899.110.312
<b>Ağırlıklandırılmış Piyasa Değeri</b>			<b>2.897.960.024</b>

Kaynak: Söke Değirmencilik Fiyat Tespit Raporu

Değerleme Özeti	Değer(mTL)
Ağırlıklandırılmış Piyasa Değeri - TL	2.897.960.024
Ödenmiş Sermaye	309.000.000
Pay Başına Fiyat - TL	9,38
Halka Arz İskontosu (%)	20%
<b>Halka Arz Fiyatı - TL</b>	<b>7,50</b>

Kaynak: Söke Değirmencilik Fiyat Tespit Raporu

## 6. GÖRÜŞ

QNB Finans Yatırım tarafından Söke Un için hazırlanan fiyat tespit raporunun kapsamlı, net ve anlaşılır olduğu kanaatindeyiz. Şirket ve sektör hakkında verilen bilgiler oldukça detaylıdır.

Şirketin fiyat tespitinde İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi ve Çarpan Analizi Yönteminin kullanılmasını uygun bulmakla birlikte kullanılan değerlendirme yöntemlerinin net ve anlaşılır bir şekilde açıklandığını düşünüyoruz. Değerleme yöntemlerine sırasıyla %70 - %30 (yurt içi çarpan değeri %35, yurt dışı çarpan değeri %35) ağırlık verilmiştir.

Çarpanları Analizinde FD/FAVÖK çarpanlarının kullanılmasının uygun olduğu görüşündeyiz.

Çarpan Analizi yapılırken uç değerleri olan çarpanların elenmesinin makul olduğunu düşünmekteyiz.

Sonuç olarak, Söke Un için hesaplanan hedef değere %20 halka arz iskontosu uygulanmış ve halka arz için 7,50 TL hedef fiyat belirlenmiştir. Yukarıda belirtmiş olduğumuz görüşler dikkate alınmak kaydıyla makul olduğu görüşündeyiz.

**Yasal Uyarı Notu:** Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti, yetkili kuruluşlar tarafından kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler ise genel niteliktedir. Bu tavsiyeler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanılarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

Bu bilgiler ve görüşler önceden haber vermeksizin değiştirilebilir. İntegral Yatırım Menkul Değerler A.Ş. bilgilerin ve ifade edilen görüşlerin doğru, eksiksiz ve güncelleştirilmiş olduğuna dair (açıkça ifade edilmiş veya ima edilmiş) hiçbir beyan ve taahhütte bulunmaz. İçerik kesinlikle mali, hukuki, vergi veya diğer konularda bir tavsiye niteliği taşımadığı gibi, tamamen içeriğe dayalı olarak yatırım yapılmamalı veya karar alınmamalıdır. Herhangi bir yatırım konulu karar almadan önce bir uzmandan görüş alınmalıdır. Sorumluluğun Sınırlandırılması: İntegral Yatırım Menkul Değerler A.Ş. herhangi bir sınırlandırma olmaksızın, dolaylı, direkt veya bir fiilin sonucu olarak ortaya çıkan zararlar da dâhil olmak üzere her türlü kayıp ve hasarla ilgili sorumluluk kabul etmez.

**Çekince:** Bu rapor tarafımızca doğruluğu ve güvenilirliği kabul edilmiş kaynaklar kullanılarak hazırlanmış olup yatırımcılara kendi oluşturacakları yatırım kararlarında yardımcı olmayı hedeflemekte ve herhangi bir yatırım aracını alma veya satma yönünde yatırımcıların kararlarını etkilemeyi amaçlamamaktadır. Yatırımcıların verecekleri yatırım kararları ile bu raporda bulunan görüş, bilgi ve veriler arasında bir bağlantı kurulamayacağı gibi, söz konusu kararların neticesinde oluşabilecek yanlışlık veya zararlardan kurum çalışanları ile Ulukartal Holding A.Ş. ve İntegral Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin herhangi bir sorumluluğu bulunmamaktadır.

Bu rapordaki her türlü iç ve dış piyasa tablo ve grafikler, bu konularda resmi hizmet veren yetkili üçüncü kişi kurumlardan elde edilmiş olup, İntegral Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından herhangi bir maddi menfaat beklentisi olmaksızın genel anlamda bilgilendirmek amacıyla hazırlanmıştır. Bu raporda bulunan bilgiler belli bir gelirin sağlanmasına yönelik olarak verilmemektedir.