



**Söke Değirmencilik Sanayi ve Ticaret A.Ş.  
Halka Arz Fiyat Tespit Raporuna İlişkin  
Analist Raporu**

**TACİRLER**  
YATIRIM

**03/01/2023**

**İÇİNDEKİLER**

1. Raporun Amacı.....	2
2. Planlanan Halka Arz Hakkında Özet Bilgi.....	2
3. Şirket Hakkında .....	3
4. Ortaklık Yapısı .....	3
5. Finansal Tablolar .....	3
6. Halka Arz Gelirlerinin Kullanım Yerleri .....	5
7. Kullanılan Değerleme Yöntemleri .....	5
8. Görüş .....	8

## 1. Raporun Amacı

İşbu rapor Sermaye Piyasası Kurulu'nun VII-128,1 Pay Tebliği 29.maddesine istinaden Tacirler Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("Tacirler Yatırım") tarafından, yetkili kuruluş QNB Finans Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin ("QNB Finans Yatırım"), Söke Değirmencilik Sanayi ve Ticaret A.Ş. (Kısaca "İhraççı", "Söke Un" ya da "Şirket") paylarının halka arzı kapsamında, hazırlanan fiyat tespit raporunu değerlendirmek amacıyla hazırlanmıştır. **Yatırımcıların pay alım satımına ilişkin herhangi bir tavsiye veya teklif içermemektedir. Yatırımcılar, yatırım kararına halka arz izahnamesini inceleyerek karar vermelidir.** Rapor içerisinde bulunabilecek hata ve noksanlıklardan dolayı Tacirler Yatırım hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz.

## 2. Planlanan Halka Arz Hakkında Özet Bilgi

HALKA ARZ ÖZETİ	
İhraççı	Söke Değirmencilik Sanayi ve Ticaret A.Ş.
Halka Arza Aracılık Eden Kuruluş	QNB Finans Yatırım Menkul Değerler A.Ş.
Talep Toplama Tarihleri	4-5-6 Ocak 2023
Halka Arz Şekli	Sermaye Artırımı
Satış Yöntemi	Sabit Fiyatla Talep Toplama
Aracılık Yöntemi	En İyi Gayret
Dağıtım Yöntemi	Oransal
Halka Arz Öncesi Çıkarılmış Sermaye	309.000.000 TL
Sermaye Artırımı (Nominal)	77.500.000 TL
Halka Arz Sonrası Çıkarılmış Sermaye	386.500.000 TL
Toplam Halka Arz Büyüklüğü	581.250.000 TL
Halka Açıklık Oranı	%20,05
Tahsisat	Bireysel Yatırımcılar: %65
	Yurt İçi Kurumsal Yatırımcılar: %30
	Yurt Dışı Kurumsal Yatırımcılar: %5
Halka Arz İskontosu	%20
Halka Arz Satış Fiyatı (İskontolu)	7,50 TL
Fiyat İstikrarı	Payların BİST'te işlem görmeye başlamasından itibaren en fazla 30 gün süre ile planlanmaktadır. brüt halka arz gelirinin %20'si ile sınırlı olacaktır.
Taahhütler	Şirket ve Şirket'in tek pay sahibi Ulusoy Un Sanayi ve Ticaret A.Ş., halka arz edilen payların Borsa İstanbul'da işlem görmeye başladığı tarihten itibaren 1 (bir) yıl boyunca, bedelli ve bedelsiz sermaye artırımı yapılmayacağına, Şirket paylarının dolaşımdaki pay miktarının artmasına yol açacak şekilde satışa veya halka arza konu edilmeyeceğine ilişkin taahhütte bulunmuştur.
	Ulusoy Un Sanayi ve Ticaret A.Ş., Şirket paylarının Borsa İstanbul'da işlem görmeye başladığı tarihten itibaren 1 (bir) yıl boyunca maliki olduğu halka arza konu olmayan Şirket paylarının halka arz fiyatının altındaki bir fiyattan Borsa İstanbul'da satılmaması, bu payların halka arz fiyatının altında Borsa İstanbul'da satılması sonucunu doğuracak şekilde herhangi bir işleme tabi tutulmaması, söz konusu payların kısmen veya tamamen bu kısıtlamaya uygun olarak satılması veya devredilmesi durumunda Kurul'un özel durumların kamuya açıklanmasına ilişkin düzenlemeleri çerçevesinde özel durum açıklaması yapılması ve Borsa İstanbul dışında satılan payları alanların da bu sınırlamaya tabi olacağına alıcılara bildirilmesi doğrultusunda taahhütte bulunmuştur.

Kaynak: Söke Un İzahnamesi

### 3. Şirket Hakkında

Şirket 1963 yılında Söke Ticaret Sicilin Müdürlüğüne Söke Değirmencilik Sanayi ve Ticaret A.Ş. unvanı ile tescil edilmiştir. Şirket'in ana faaliyet konuları; tüketicilere yönelik paketli un, tahıl unu, ekmeğin unu karışımları, ev dışı tüketim noktaları için profesyonel ürün, perakende firmaları ve endüstriyel müşteriler için özel markalı un ve puding üretimi ve satılı ve un üretim sürecinde meydana çıkan çeşitli tali ürünlerin gıda ve yem sektörüne satışlarıdır. Üretim, Söke'de ve Ankara'da bulunan fabrikalarda olmak üzere, 2 lokasyonda yapılmaktadır. Şirket'in 30 Eylül 2022 tarihi itibarıyla toplam personel sayısı 320'dir.

### 4. Ortaklık Yapısı

Şirket'in ödenmiş sermayesinin 309.000.000TL'den 386.000.000 TL'ye çıkarılması nedeniyle ihraç edilecek olan toplam 77.500.000 TL nominal değerli (B) grubu paylar sermaye artışı yoluyla halka arz edilmesi planlanmaktadır. Halka açıklık oranı %20.05 olması planlanmaktadır.

Ortaklık Yapısı	Halka Arz Öncesi			Halka Arz Sonrası		
	Grubu	Toplam (TL)	Sermayeye Oranı (%)	Grubu	Toplam (TL)	Sermayeye Oranı (%)
Ulusoy Un Sanayi ve Ticaret A.Ş.	A	30.900.001	10,00	A	30.900.001	7,99
	B	278.099.999	90,00	B	278.099.999	71,95
Halka Açık Kısım	-	-	-	B	77.500.000	20,05
<b>Toplam</b>	<b>A+B</b>	<b>309.000.000</b>	<b>100,00</b>	<b>A+B</b>	<b>386.500.000</b>	<b>100,00</b>

Kaynak: Söke Un İzahnamesi

### 5. Finansal Tablolar

Şirket'in 31.12.2019, 31.12.2020, 31.12.2021, 30.09.2022 dönemleri bağımsız denetimden geçmiş finansal durum tablosu aşağıda sunulmuştur;

Finansal Durum Tablosu (TL)	31.12.2019	31.12.2020	31.12.2021	30.09.2022
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	135.519.286
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>Toplam Dönen Varlıklar</b>	<b>133.295.809</b>	<b>173.944.440</b>	<b>251.067.024</b>	<b>1.006.403.858</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 Varlıklar	43.615.638	43.574.932	43.523.362	43.661.343
Peşin Ödenmiş Giderler	-	48.244	-	-
<b>Toplam Duran Varlıklar</b>	<b>94.865.025</b>	<b>88.356.708</b>	<b>161.697.035</b>	<b>351.836.372</b>
<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>
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	1.850.075	746.009	3.520.812

Ertelenmiş Gelirler	506.841	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	3975251
<b>Toplam Kısa Vadeli Yükümlülükler</b>	<b>127.072.088</b>	<b>160.808.487</b>	<b>230.349.462</b>	<b>658.081.689</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
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	3.881.857	3.438.737	14.750.524	35.758.067
<b>Toplam Uzun Vadeli Yükümlülükler</b>	<b>27.468.635</b>	<b>17.881.522</b>	<b>19.536.999</b>	<b>43.434.936</b>
<b>Toplam Yükümlülükler</b>	<b>154.540.723</b>	<b>178.690.009</b>	<b>249.886.461</b>	<b>701.516.625</b>
Ödenmiş Sermaye	87.633.475	87.633.475	87.633.475	309.000.000
Kar veya Zararda Yeniden Sınıflandırılmayacak Birikmiş Diğer Kapsamlı Gelir ve Giderler	-326.592	-418.956	65.995.460	211.653.550
Kardan Ayrılmış Kısıtlanmış Yedekler	6923758	6.923.758	6.923.758	6.989.306
Geçmiş Yıllar Karları veya Zararları	-14.671.298	-20.610.530	-10.532.138	2.259.357
Net Dönem Karı veya Zararı	-5.939.232	10.075.392	12.860.043	126.821.392
<b>Toplam Özkaynaklar</b>	<b>73.620.111</b>	<b>83.603.139</b>	<b>162.880.598</b>	<b>656.723.605</b>
<b>Toplam Kaynaklar</b>	<b>228.160.834</b>	<b>262.293.148</b>	<b>412.767.059</b>	<b>1.358.240.230</b>

Kaynak: Söke Un İzahnamesi

30.09.2022 tarihi itibarıyla Şirket'in toplam varlıklarının %74'ü dönen varlıklar oluşturmaktadır. Kaynakların %48,5'i kısa vadeli yükümlülüklerden, %3,2'si uzun vadeli yükümlülüklerden ve %48,4'ü ise özkaynaklardan meydana gelmektedir. Nakit ve Nakit Benzerleri kalemi 30.09.2022 tarihinde 31.12.2021'e göre yaklaşık 13 kat artmış olup bu artışın ana sebepleri dönem içerisinde yapılmış olan 221,4 milyon TL'lik sermaye artışı, artan hasılat ve alınan kısa vadeli işletme kredileri ile Şirket'in likidite pozisyonlarının güçlendirilmesidir. Toplam finansal borçlar 30.09.2022 tarihi itibarıyla 336.805.057 TL olup toplam kaynakların %24'ünü toplam yükümlülüklerin de %48'ini oluşturmaktadır. Şirket'in özkaynakları, 31.12.2019, 31.12.2020, 31.12.2021 ve 30.09.2022 tarihlerinde, sırasıyla; 73.620.111 TL (Toplam Kaynakların %32,3'ü), 83.603.139 TL (Toplam Kaynakların %31,8'i), 162.880.598 TL (Toplam Kaynakların %39'u), 656.723.605 TL (Toplam Kaynakların %48'i)'dir.

Şirket'in 2019, 2020 ve 2021 yıllık, 2021 ve 2022 9 aylık bağımsız denetimden geçmiş özet kar veya zarar tablosu aşağıda sunulmuştur;

Özet Kar veya Zarar Tablosu (TL)	01.01.2019	01.01.2020	01.01.2021	01.01.2021	01.01.2022
	31.12.2019	31.12.2020	31.12.2021	30.09.2021	30.09.2022
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>
<b>Brüt Kar Marjı</b>	<b>12,95%</b>	<b>13,71%</b>	<b>11,66%</b>	<b>10,32%</b>	<b>16,99%</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>Faaliyet Karı</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>Faaliyet Karı Marjı</b>	<b>3,90%</b>	<b>6,25%</b>	<b>5,33%</b>	<b>3,83%</b>	<b>11,81%</b>
Yatırım Faaliyetlerinden Giderler	2.704	0	102.833	13.245	951.724
TFRS 9 Uyarınca Belirlenen Değer Düşüklüğü Kazançları (Zararları) ve Değer Düşüklüğü Zararlarının İptalleri (-)	-7265	-4.434	-11.084	-13.039	-24.669
<b>Finansman Gideri Öncesi Faaliyet Karı/(Zararı)</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>
Finansman Gelirleri	1.505.341	3.058.338	16.204.662	3.081.696	17.911.094

Finansman Giderleri (-)	-23.757.000	-24.971.324	-39.420.804	-25.434.665	-58.394.124
<b>Sürdürülen Faaliyetler Vergi Öncesi Karı</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>
Dönem Vergi Gideri (Geliri)	--	-3.842.367	-5.241.288	--	-28.421.685
Vergi Gideri (Geliri)	2.522	417.068	13.492	593.463	-7.136.385
<b>Dönem Karı (Zararı)</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>
<b>Net Dönem Kar Marjı</b>	<b>--</b>	<b>1,78%</b>	<b>1,66%</b>	<b>--</b>	<b>7,42%</b>

Kaynak: Söke Un İzahnamesi

Şirket'in hasılatı döneminde bir önceki yılın aynı dönemine göre %282 artışla 1.709.485.580 TL olarak gerçekleşmiştir. Söz konusu dönemde meydana gelen artışın ana kaynağı profesyonel ürünlerde meydana gelen %87,6 oranında hacim artışı ve aynı dönemde gerçekleşen fiyat artışları öne çıkmaktadır. Şirket'in Brüt kâr marjı 31.12.2019, 31.12.2020, 31.12.2021, 30.09.2021, 30.09.2022 ile biten dönemlerde sırasıyla %12,95, %13,71, %11,66, %10,32 ve %16,99 olarak gerçekleşmiştir. 2022 yılının ilk 9 aylık döneminde önceki yılın aynı dönemine göre brüt kar marjındaki artışın sebebi özellikle yeni yönetim modeli ile Şirket'in hammadde tedariğinde pazarlık gücünün artması, lojistik avantajları kullanabilmesi, maliyet yönetiminde gerçekleştirdiği iyileştirmeler ile satış fiyatlarında piyasa koşullarına bağlı gerçekleşen artışlardır. 2021 yılında Şirket'in faaliyet giderlerinin hasılatı oranı %6,05 düzeyinde gerçekleşirken 30.09.2022 döneminde etkin maliyet yönetimi sayesinde %4,57'ye gerilemiştir. Şirket'in 2019 yılında 5.939.232 TL net dönem zararı kaydetmiş, 2020 yılında 10.075.392 TL net dönem karı, 2021 yılında 2020 yılına göre %27,6 artışla 12.860.043 TL ve 30.09.2022 döneminde ise 126.821.392 TL net kar elde etmiştir. Bu dönemde ise net kar marjı %7,42 olarak gerçekleşmiştir.

## 6. Halka Arz Gelirlerinin Kullanım Yerleri

Fonun Yatırım Konusu	Halka Arz Gelirine Oranı
Güneş Enerjisi Santrali Yatırımı	30%
İlave Hammadde ve Mamul Deposu Kapasite Artışı Yatırımı	12,5%
Unlu Mamuller Tesisi, Makine ve Cihaz Yatırımı	15%
İşletme sermayesi	35%
Finansal Yatırım	7,5%

Kaynak: İzahname ve Fon Kullanım Raporu

## 7. Kullanılan Değerleme Yöntemleri

QNB Finans Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanan fiyat tespit raporunda Şirket için yapılan değerlendirme çalışmasında "Piyasa Çarpanları" ve "İndirgenmiş Nakit Akımları" yöntemleri kullanılmıştır.

### 7.1. "Çarpan Analizi" Yöntemi ile Piyasa Değeri Tespiti

Çarpan Analizi yöntemi ile yapılan piyasa değeri hesaplamasında; Firma Değeri/FAVÖK ("FD/FAVÖK") oranı kullanılmıştır. Şirket için piyasa çarpanları yöntemiyle yapılan değerlemede baz alınan rasyolarda yurt içi benzer şirketlerin piyasa çarpanları, yurt dışı benzer şirketlerin piyasa çarpanları, kullanılmıştır.

Söke Un- Özet Veriler	Milyon TL
Net Finansal Borç (30.09.2022)	-285.957.744
FAVÖK (30.09.2022'de sona eren 12 ay)	257.135.069

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

## 7.1.1. Yurt İçi Benzer Şirketlerin FD/FAVÖK Çarpanı Değerleri

Şirket	Firma Değeri	FAVÖK	FD/FAVÖK
A.V.O.D Kurutulmuş Gıda ve Tarım Ürünleri Sanayi Ticaret A.Ş.	909	100	9,1x
Elite Naturel Organik Gıda Sanayi ve Ticaret A.Ş.	2.282	220	10,3x
Kervan Gıda Sanayi ve Ticaret A.Ş.	5.657	555	10,2x
Kütahya Şeker Fabrikası A.Ş.	2.279	184	12,4x
Merko Gıda Sanayi ve Ticaret A.Ş.	619	24	<del>25,3x</del>
Orçay Ortaköy Çay Sanayi ve Ticaret A.Ş.	953	58	16,5x
Oylum Sınai Yatırımlar A.Ş.	339	15	<del>22,9x</del>
Penguen Gıda Sanayi A.Ş.	1.472	144	10,2x
Pınar Entegre Et ve Un Sanayi A.Ş.	2.331	203	11,5x
Selva Gıda Sanayi A.Ş.	1.114	64	17,5x
Tat Gıda Sanayi A.Ş.	5.292	334	15,8x
Tukas Gıda Sanayi ve Ticaret A.Ş.	11.064	1.212	9,1x
Ülker Bisküvi Sanayi A.Ş.	23.101	4.465	5,2x
Ulusoy Un Sanayi	8.997	1.230	7,3x
Yayla Agro Gıda	15.939	1.375	11,6x
<b>Medyan</b>			<b>10,3x</b>

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

## Yurt İçi Benzer Şirketlerin FD/FAVÖK Çarpanına Göre Hesaplanan Değeri

TL	Değer
FAVÖK	257.135.037
Yurt içi Benzer Şirketlerin FD/FAVÖK Çarpanı Medyanı	10,3x
Hesaplanan Firma Değeri	2.648.490.881
Net Finansal Borç (Net Nakit)	285.957.744
<b>Hesaplanan Piyasa Değeri</b>	<b>2.934.448.625</b>

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

## 7.1.2. Yurt Dışı Benzer Şirketlerin FD/FAVÖK Çarpanı Değerleri

Şirket	Ülke	Firma Değeri	FAVÖK	FD/FAVÖK
Campbell Soup Company	A.B.D	20.391	1.579	12,9x
PT Indofood Sukses Makbur Tbk	Endonezya	6.360	1.001	6,4x
Archer - Daniels - Midland Company	A.B.D	61.488	5.097	12,1x
B&G Foods Inc.	A.B.D	3.518	265	13,3x
The Hain Celestial Group, Inc.	A.B.D	2.709	159	17,0x
Grupo Herdez, S.A.B. De C.V.	Meksika	1.073	157	6,8x
Lancaster Colony Corporation	A.B.D	5.707	167	<del>34,17</del>
Nongshim Co., Ltd.	Güney Kore	879	134	6,6x
Samyang Corporation	Güney Kore	804	105	7,6x
M. Dias Branco S.A. Industria e Comercio de Alimentos	Brezilya	3.129	182	17,2x
Warabeya Nichiyo Holdings Co., Ltd.	Japonya	195	63	<del>3,10</del>
Nagatanien Holdings Co., Ltd.	Japonya	408	53	7,7x
Nissin Foods Company Limited	Hong Kong	620	64	9,6x
Daehan Flour Mills Co., Ltd.	Güney Kore	134	53	<del>2,5</del>
Bunge Limited	Bermuda	20.752	2.565	8,1x
The Torigoe Co., Ltd.	Japonya	42	11	<del>4,0</del>
General Mills, Inc.	A.B.D	58.189	4.258	13,7x
Wafrah for Industry and Development Company	Suudi Arabistan	173	2	<del>75,70</del>
<b>Medyan</b>				<b>9,6x</b>

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

## Yurt Dışı Benzer Şirketlerin FD/FAVÖK Çarpanına Göre Hesaplanan Değeri

TL	Değer
FAVÖK	257.135.037
Yurt Dışı Benzer Şirketlerin 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: Fiyat Tespit Raporu

## 7.2. “İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi” Yöntemi ile Piyasa Değeri Tespiti

QNB Finans Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından yapılan İNA Analizinde 2022-2030 yılları için bir nakit akım projeksiyonu yapılmıştır. Bu çerçevede hesaplanan AOSM tablosu aşağıda verilmektedir.

AOSM Hesaplaması	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Risksiz Getiri	18,4%	17,9%	17,4%	16,9%	16,4%	15,9%
Hisse Senedi Risk Primi	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%
Borç / Özkaynak	67%	67%	67%	67%	67%	67%
Kaldıraçlı Beta	1	1	1	1	1	1
Efektif Vergi Oranı	23%	20%	20%	20%	20%	20%
<b>Sermaye Maliyeti</b>	<b>23,9%</b>	<b>23,4%</b>	<b>22,9%</b>	<b>22,4%</b>	<b>21,9%</b>	<b>21,4%</b>
Borç Maliyeti (Rd)	25,8%	25,1%	24,4%	23,7%	23,0%	22,3%
<b>Borç Maliyeti (Vergi Sonrası)</b>	<b>19,9%</b>	<b>20,1%</b>	<b>19,5%</b>	<b>19,0%</b>	<b>18,4%</b>	<b>17,8%</b>
<b>AOSM</b>	<b>22,3%</b>	<b>22,1%</b>	<b>21,5%</b>	<b>21,0%</b>	<b>20,5%</b>	<b>20,0%</b>

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Hazırlanan projeksiyonlara göre nakit akışı aşağıdaki tabloda gösterilmiştir.

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
Büyüme Oranı			210,51%	54,82%	26,80%	20,52%	15,31%	14,74%	5,00%
FVÖK	43.352	60.332	272.773	334.637	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	23,0%	23,0%	23,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%
Vergi Sonrası Faaliyet Karı	33.381	46.456	210.035	267.710	351.095	437.127	522.010	623.662	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>41.432</b>	<b>51.375</b>	<b>229.710</b>	<b>287.635</b>	<b>373.993</b>	<b>463.324</b>	<b>551.876</b>	<b>656.158</b>	<b>647.099</b>
NİŞ 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>225.028</b>	<b>65.146</b>	<b>285.582</b>	<b>395.425</b>	<b>476.110</b>	<b>567.063</b>	<b>584.493</b>
İndirgeme oranı		22,3%		22,09%	21,56%	21,04%	20,51%	19,99%	
İskonto Faktörü		0,975		0,883	0,728	0,606	0,508	0,43	
<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>244.060</b>	
<b>İndirgenmiş Nakit Akımı Toplamı</b>		<b>1.032.927</b>							
Devam Eden Büyüme Oranı		5,0%							
İndirgenmiş Devam Eden Değer		1.678.149							
<b>Firma Değeri</b>		<b>2.711.076</b>							
Net Finansal Borç		- 285.958							
<b>Piyasa Değeri</b>		<b>2.997.034</b>							

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

İNA analizine göre hesaplanan Firma Değeri 2.771 milyon TL ve Piyasa Değeri 2.997 milyon TL'dir.



### 7.3. Değerleme Sonucu

Şirket değerlemesi İndirgenmiş Nakit Akımları %30, Yurt İçi Piyasa Çarpanı analizi %35 ve Yurt dışı çarpan analizi %35 ağırlık verilerek hesaplanmıştır. Değerleme sonucunun özeti aşağıda olan tabloda yer almaktadır. Buna göre Şirket için Ağırlıklandırılmış Özkaynak Değeri 2.898 milyon TL olarak hesaplanmaktadır.

Değerleme Özeti (TL)	Piyasa Değeri	Ağırlık	Ağırlıklandırılmış Piyasa Değeri
Yurt İçi Çarpan Değeri	2.947.007.819	35%	1.031.452.737
Yurt Dışı 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>

Söz konusu değere, halka arz iskontosu olarak %20 oranında bir iskonto uygulanarak halka arz iskontosu sonrası piyasa değeri 2.318 milyon TL ve pay başı değer de 7,50 TL olarak hesaplanmaktadır.

### 8. Görüş

- Söke Un için QNB Finans Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanan Fiyat Tespit Raporu'nun detaylı, açık, net ve anlaşılır olduğu görüşündeyiz.
- Değerleme için İNA Analizi ve Çarpan Değerlemesi yöntemlerinin kullanılmasını makul buluyoruz.
- İNA Analizi için kullanılan AOSM varsayımlarını makul bulmakta ve duyarlılık analizi yapılmasını olumlu karşılamaktayız.
- Çarpan analizinde sadece FD/FAVÖK çarpanı kullanılmıştır. Gıda şirketleri için sıklıkla kullanılan Fiyat/Kazanç çarpanına da değerlemeye dahil edilebileceğini düşünmekteyiz.
- Çarpan Analizi yönteminde yurt içi ve yurt dışı benzer şirketlerin kullanılmış olmasını makul bulmaktayız.
- %20 olarak uygulanan halka arz iskontosunun makul olduğunu düşünmekteyiz.

Sonuç olarak, Şirket için hesaplanan 7,50 TL pay başına değeri, yukarıda belirtilen görüşlerimiz çerçevesinde makul olduğunu düşünmekteyiz.