



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



05/01/2023

1. Halka Arza İlişkin Bilgiler:

Halka Arz Bilgileri	
Borsa Kodu	SOKE
Halka Arz Fiyatı	7.50 TRY
Talep Toplama Tarihleri	4-5-6 Ocak 2023
Talep Toplama Yöntemi	Sabit Fiyatla Talep Toplama
Halka Arz Yöntemi	100% Sermaye Artışı
Tahsisat	Yurt İçi Bireysel Yatırımcılar: 65% Yurt İçi Kurumsal Yatırımcılar: 30% Yurt Dışı Kurumsal Yatırımcılar: 5%
Halka Açıklık Oranı	20.05%
Halka Arz Büyüklüğü	581 TRYmn

Kaynak: Söke Değirmencilik İzahname, Fiyat Tespit Raporu

2. Şirketin Faaliyetleri:

Şirket 1963 yılında Aydın'da günde 60 bin ton buğday işleme kapasiteye sahip tesisiyle kurulmuştur. Şirket'in ana faaliyet konuları; tüketicilere yönelik paketli un, tahıl unu, ekmekek 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 yapılmaktadır. Şirket 2022 yılından itibaren etkin stok yönetimi adına, buğday ticareti yapmaya da başlamıştır. Şirket 20% pazar payıyla Türkiye un pazarında büyük öneme sahiptir. Şirketin Aydın ve Ankara'daki iki tesisinde toplamda 432 bin ton buğday işleme kapasitesi bulunmaktadır. 2021 yılı sonu rakamlarına göre satışların 34%'ünü profesyonel ürünler, 25%'ini özel markalı ürünler ve 23%'ünü paketli ürünler oluşturmuştur.

2022 yılı Ocak ayında Şirket'in paylarının 100'ü Ulusoy Un tarafından satın alınmıştır. Şirketin payları A ve B olarak iki gruba ayrılmıştır. Altı kişiden oluşan yönetim kurulunun yarısı A grubu pay sahiplerinin aday göstereceği kişiler arasından seçilmektedir.

3. 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 payların sermaye artışı yoluyla halka arz edilmesi planlanmaktadır. Halka açıklık oranı %20.05 olması planlanmaktadır.

	Halka Arz Öncesi			Halka Arz Sonrası		
	Grubu	Toplam(TRY)	Sermayeye Oranı	Grubu	Toplam(TRY)	Sermayeye Oranı
Ulusoy Un Sanayi ve Ticaret A.Ş	A	30,900,001	10.00%	A	30,900,001	7.99%
Halka Açık Kısım	B	278,099,999	90.00%	B	278,099,999	71.95%
	-	-	-	B	77,500,000	20.05%
Toplam	A+B	309000000	100.00%	A+B	386,500,000	100.00%

Kaynak: Söke Değirmencilik İzahname

4. Finansallar

Bilanço Tablosu:

TRY mn	2019	2020	2021	3Ç 2022
Dönen Varlıklar	133,296	173,944	251,067	1,006,404
Duran Varlıklar	94,865	88,357	161,697	351,836
Toplam Varlıklar	228,161	262,301	412,764	1,358,240
Kısa Vadeli Yükümlülükler	127,072	160,816	230,349	658,082
Uzun Vadeli Yükümlülükler	27,469	17,882	19,537	43,435
Toplam Yükümlülükler	154,541	178,698	249,886	701,517
Özkaynaklar	73,620	83,603	162,878	656,724

Kaynak: Söke Değirmencilik İzahname

Gelir Tablosu:

TRY mn	2019	2020	2021	9A 2021	9A 2022
Satışlar	418,809	566,320	773,165	447,781	1,709,486
Satışların Maliyeti	364,577	488,687	683,051	401,579	1,418,979
Brüt Kar	54,232	77,633	90,114	46,202	290,506
Brüt Kar Marjı	12.9%	13.7%	11.7%	10.3%	17.0%
Faaliyet Karı	16,314	35,418	41,212	17,162	201,935
FAVÖK	27,566	45,955	51,404	21,464	227,196
FAVÖK Marjı	6.6%	8.1%	6.6%	4.8%	13.3%
Net Kar	-5,939	10,075	12,860	-4,597	126,821
Net Kar Marjı	-1.4%	1.8%	1.7%	-1.0%	7.4%

Kaynak: Söke Değirmencilik İzahname

5. Halka Arz Gelirlerinin Kullanım Yerleri:

Halka arzdan elde edilecek net gelirlerin

- 30% 'unun güneş enerjisi santrali yatırımında,
- 12.5% 'unun Aydın Söke'de 30 000 ton kapasiteli ve Ankara Sincan'da 20 000 ton kapasiteli ilave hammadde ve mamul deposu yapımında,
- 15% 'inin "Unlu Mamuller Tesisi" yatırımında, -
- 35%'inin işletme sermayesi ihtiyacının karşılanması amacıyla,
- 7.5%'inin finansal yatırımlar amacıyla kullanılması planlanmaktadır.

6. Değerleme:

QNB Finans Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanan fiyat tespit raporunda Şirketin pay başına değerinin belirlenmesi çalışmasında "Piyasa Çarpanları" ve "İndirgenmiş Nakit Akımları" yöntemleri kullanılmıştır.

Çarpan Analizi:

Şirket ile benzer sektörde bulunan şirketler dikkate alınmıştır FD/FAVÖK hesaplanırken 20 üzeri ve 5 altındaki değerler uç değer olarak kabul edilerek medyan hesaplanmasında dikkate alınmamıştır.

Yurtdışı benzer şirketlerin FD/FAVÖK medyan çarpanı 9,6 olarak hesaplanmaktadır Bu çarpana göre Şirket'in piyasa değeri 2,764 milyon TL olarak bulunmuştur. Yurtiçi benzer şirketlerin FD/FAVÖK çarpanı medyanı 10,3 olarak hesaplanmaktadır Bu çarpana göre Şirket'in piyasa değeri 2,947 milyon TL olarak bulunmaktadır.

TRY	Piyasa Değeri	Ağırlık	Ağırlıklandırılmış Piyasa Değeri
Yurtiçi Çarpan Yöntemi	2,997,034,372	30%	899,110,312
Yurtdışı Çarpan Yöntemi	2,947,007,819	35%	1,031,452,737
İNA	2,763,991,360	35%	967,396,976
Ağırlıklandırılmış Şirket Değeri			2,897,960,024
Ödenmiş Sermaye			309,000,000
Pay Başına Fiyat			9.38
Halka Arz İskontosu			20%
Halka Arz Fiyatı - TRY			7.50

Kaynak: Söke Değirmencilik Fiyat Tespit Raporu

İndirgenmiş Nakit Akışı (INA):

- Projeksiyonlar 2022-2027 yılları için yapılmıştır
- Kurumlar vergisi oranı 2022 için %23 ve kalan yıllar için %20 olarak alınmıştır.
- Uç değer hesaplaması için öngörülen devam eden büyüme oranı %5.0 olarak kullanılmıştır.
- Piyasa riski primi 5.5% alınmıştır.
- 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.

7. Değerleme Hakkındaki Görüşümüz

- 2022'de şirketin FAVÖK marjının çok yüksek olması ve bu artışta ilişkili taraflardan yapılan mal alımlarının etkili olma ihtimali de düşünülerek piyasa çarpanları yönteminin uygulanmaması, ya da normalize edilmiş bir FAVÖK üzerinden uygulanması daha doğru olabilirdi.
- Fiyat tespit raporunda şirket ve faaliyet gösterilen sektör hakkında verilen bilgiler oldukça detaylıdır.
- Değerleme yöntemleri ve projeksiyonlar yeterince açıklanmıştır
- İNA'da kullanılan AOSM varsayımlarının makul olduğunu düşünmekteyiz.
- Duyarlılık analizi yapılmasının olumlu olduğunu düşünüyoruz.
- 7.50 TRY olarak hesaplanan hisse başı halka arz fiyatının makul olduğunu düşünüyoruz.