



# **Fiyat Tespit Raporuna İlişkin Analist Raporu**

**14 Mart 2023**

## İÇİNDEKİLER

1. ŞİRKET HAKKINDA ÖZET BİLGİ	2
2. HALKA ARZ İLE İLGİLİ BİLGİLER	3
3. ÖZET FİNANSALLAR	4
4. DEĞERLEME	5
5. GÖRÜŞ	9

İşbu rapor, Sermaye Piyasası Kurulu'nun 22/06/2013 tarihinde Resmi Gazete'de yayınlanan Seri: VII 128.1 numaralı Pay Tebliği'nin 29. maddesinin 2. fıkrası kapsamında hazırlanmıştır. Raporda yer verilen tüm bilgi ve sayısal değerler, KAP'ta açıklanan Eksun Gıda Tarım Sanayi ve Ticaret A.Ş. ("Şirket" ve/veya "EKSUN") Halka Arz İzahnamesi ve eklerinden ve 24 Şubat 2023 tarihli Yapı Kredi Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş. ("Yapı Kredi Yatırım") tarafından hazırlanan Fiyat Tespit Raporu'ndan elde edilmiştir.

## 1. ŞİRKET HAKKINDA ÖZET BİLGİ

Şirket, 1996 yılında Tekirdağ'da Eksun Tarım Ürünleri Hayvancılık Gıda Sanayi ve Tic. Ltd. Şti. olarak kurulup 2001 yılında anonim şirkete dönüştürülmüştür. Şirketin temel faaliyet alanı her türlü un ve unlu mamuller, katkılı un, her türlü en alt müsli, miks unlar, tam karışım veya premiksler, nişasta, pişirme yardımcıları, her türlü katkılar ve pastacılık mamullerini imal etmek, alıp satmak, ithal ve ihraç etmek, transit ticaretini yapmaktır.

Şirket'in merkezi İstanbul'da olup, Tekirdağ'da 2 adet ve Konya'da 1 adet olmak üzere 3 tesis ile üretim faaliyetini sürdürmektedir. Şirket yaklaşık 600 bin mt/yıl kurulu üretim kapasitesiyle, yaklaşık 500 bin mt/yıl yerli ve ithal buğdayın tedariki depolanması, üretimi ve un haline getirilerek, hem kendi markaları hem de özel markalı olarak paketlenmesi, sevkiyatı, satışı, tahsilatı, satış sonrası kalite destek operasyonlarıyla iç ve dış piyasaya ürünlerinin arzını gerçekleştirmektedir. Şirket 2021 yılı İSO ilk 500 listesi içerisinde, üretimden satışlara göre 324. sırada yer almaktadır. Nielsen 2022 eylül Perakende Araştırma Raporu'na göre ise 9 aylık dönemde Toplam Perakende Un Pazarı'nda %8,1 tonaj payı ve %9,7 hasılat payı ile Pazar lideri konumundadır.

Şirket'in ürettiği ve sattığı ürün grupları 3 ana kategoride sınıflandırılmaktadır:

**EDT:** otel, hastane, okul, pastane, fırın, fast food, restoran, kafe vb. ev dışı olarak tarif edilen yerlerde yapılan tüketimleri kapsayan satış kanalıdır.

**Perakende:** Türkiye'de 14 organize perakende müşterisinde ve bunlar arasında ağırlıklı olarak Sinangil markası ile ulusal zincir marketlerde bulunmakta olup, indirim marketler özelinde ise Sinangil Alpa, Sinangil Doruk markalı ürünlerini raflarda sunmaktadır.

**İhracat:** Şirket'in İhracat hedef pazarları dönemsel olarak değişiyor olsa da satış hedeflerine bağlı kalarak ihracat pazarlarında satışlarını gerçekleştirmektedir. İhracatının önemli bir kısmını deniz yoluyla yapan şirket, kalanını karayolu taşımacılığı ile gerçekleştirmektedir. Şirket, en yüksek satışını Orta Doğu pazarına yapmaktadır.

Şirket'in ana ürün kategorilerindeki satışların, tutar ve ton bazlı olarak detayları aşağıda belirtilmiştir:

Şirket'in 2019-2021 döneminde toplam satışları ciro bazda %29,3 YBBO büyüme kaydetmiştir. 30.09.2022 tarihi itibarıyla ciro olarak en fazla payı %57,8 pay ile Ev Dışı Tüketim ürün grubu almaktadır.

Net Satışlar (Mn TL)	Toplam Satışların (Tutar - Milyon TL) Kanal Bazlı Oransal Dağılım									
	2019		2020		2021		2021/9		2022/9	
	Tutar	Pay	Tutar	Pay	Tutar	Pay	Tutar	Pay	Tutar	Pay
EDT	600	64,8%	612	58,8%	1.014	65,5%	619	63,2%	1.626	57,8%
Perakende	124	13,4%	196	18,8%	242	15,6%	133	13,6%	308	10,9%
İhracat	201	21,7%	233	22,4%	293	18,9%	227	23,2%	878	31,2%
<b>Genel Toplam</b>	<b>926</b>	<b>100,0%</b>	<b>1.041</b>	<b>100,0%</b>	<b>1.549</b>	<b>100,0%</b>	<b>979</b>	<b>100,0%</b>	<b>2.812</b>	<b>100,0%</b>

Şirket'in 2019-2021 döneminde toplam satışları miktar bazında %2 YBBO büyüme kaydetmiştir. 30.09.2022 tarihi itibarıyla satışlar içinde tonaj olarak en fazla payı %69 pay ile Ev Dışı Tüketim ürün grubu almaktadır.

Net Satışlar (Ton)	Toplam Satışların (Miktar - Ton) Kanal Bazlı Oransal Dağılım									
	2019		2020		2021		2021/9		2022/9	
	Tutar	Pay	Tutar	Pay	Tutar	Pay	Tutar	Pay	Tutar	Pay
EDT	320.208	68,9%	319.268	67,1%	342.233	70,8%	235.941	68,1%	289.115	69,0%
Perakende	46.299	10,0%	58.992	12,4%	52.853	10,9%	33.564	9,7%	30.442	7,3%
İhracat	98.521	21,2%	97.382	20,5%	88.391	18,3%	77.040	22,2%	99.577	23,8%
<b>Genel Toplam</b>	<b>465.027</b>	<b>100,0%</b>	<b>475.642</b>	<b>100,0%</b>	<b>483.477</b>	<b>100,0%</b>	<b>346.545</b>	<b>100,0%</b>	<b>419.134</b>	<b>100,0%</b>

## 2. HALKA ARZ İLE İLGİLİ BİLGİLER

### 2.1. Halka Arza İlişkin Özel Bilgiler

HALKA ARZA İLİŞKİN ÖZET BİLGİLER	
BİST İşlem Kodu	EKSUN.HE
BİST Kod Açıklaması	Eksun Gıda Tarım Sanayi ve Ticaret A.Ş.
Halka Arz Fiyatı	48,90
İskonto Oranı	20,00%
Talep Toplama	15 - 16 - 17 Mart 2023
Dağıtım Yöntemi	Yurtiçi Bireysel ve Şirket Çalışanlarına Eşit Dağıtım
Talep Toplama Yöntemi	Sabit Fiyat ile Talep Toplama
Aracılık Türü	En İyi Gayret Aracılığı
Dağıtılacak Lot	20.042.502
Halka Arz Büyüklüğü	980.078.348
Halka Arz Oranı	28,63%
Dağıtım Oranları	* Şirket Çalışanları %3 (601.276) * Yurtiçi Bireysel Yatırımcı %57 (11.424.226) * Yurtiçi Kurumsal Yatırımcı %35 (7.014.875) * Yurtdışı Kurumsal Yatırımcı %5 (1.002.125)
Taahhütler	* 1 yıl boyunca bedelli sermaye artırımını yapılmayacağı, pay artışına sebep olacak satış yapılmayacağı, şirket ortakları tarafından 1 yıl boyunca pay satılmayacağı ve halka arz fiyatının altında satış yapılmayacağı taahhüt edilmiştir. * Payların işlem görmeye başlamasından itibaren halka arz gelirin %20'lik kısmıyla 30 gün boyunca fiyat istikrarı sağlanması planlanmaktadır.

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

### 2.2. Ortaklık Yapısı

Ortağın Ünvanı	Pay Grubu	Halka Arzdan Önce		Halka Arzdan Sonra	
		TL	%	TL	%
Eksim Yatırım Holding A.Ş.	A	49.957.498	100	49.957.498	71,37
Halka Açık Kısım	B	-	-	20.042.502	28,63
<b>Toplam Çıkarılmış Sermaye</b>		<b>49.957.498</b>	<b>100</b>	<b>70.000.000</b>	<b>100</b>

Kaynak: İzahname

### 2.3. Halka Arz Gelirinin Kullanım Alanı

Alan	% Pay
Yenilenebilir Enerji Santrali Yatırımları	20%
Un Silosu, Tesis, Makine ve Cihaz Yatırımları	10%
Finansal Borçların Ödenmesi	30%
İşletme Sermayesinin Finansmanı	40%

Kaynak: İzahname

### 3. ÖZET FİNANSALLAR

Şirket'in 31.12.2019, 31.12.2020, 31.12.2021, 30.09.2021 ve 30.09.2022 dönemleri bağımsız denetimden geçmiş finansal tabloları aşağıdaki gibidir;

#### 3.1. Bilanço

Bilanço (TL)	31 Aralık 19	31 Aralık 20	31 Aralık 21	30 Eylül 22
<b>VARLIKLAR</b>				
Nakit ve nakit benzerleri	26.073.276	36.912.648	9.758.247	45.971.539
Ticari alacaklar	151.416.505	190.382.496	331.488.762	590.663.587
Diğer alacaklar	9.942.994	10.123.946	154.643.950	18.149.252
Stoklar	135.279.513	274.334.091	543.185.894	676.711.912
Peşin ödenmiş giderler	16.930.660	8.081.545	96.166.117	261.214.487
Cari dönem vergisiyle ilgili varlıklar	-	-	-	30.697.664
Diğer dönen varlıklar	25.263.165	32.090.040	42.202.066	62.458.065
<b>Toplam dönen varlıklar</b>	<b>364.906.113</b>	<b>551.924.766</b>	<b>1.177.445.036</b>	<b>1.686.566.506</b>
Finansal yatırımlar	1.024.164	1.024.164	1.024.164	-
Maddi duran varlıklar	56.217.478	179.442.142	120.512.143	61.896.511
Kullanım hakkı varlıkları	-	-	16.302.936	45.158.167
Maddi olmayan duran varlıklar	114.736	41.112	200.830	300.754
Peşin ödenmiş giderler	30.441	5.605	-	1.817.525
Ertelenmiş vergi varlığı	13.654.281	4.846.010	25.411.430	8.871.879
<b>Toplam duran varlıklar</b>	<b>71.041.100</b>	<b>185.359.033</b>	<b>163.451.503</b>	<b>118.044.836</b>
<b>TOPLAM VARLIKLAR</b>	<b>435.947.213</b>	<b>737.283.799</b>	<b>1.340.896.539</b>	<b>1.804.611.342</b>
<b>KAYNAKLAR</b>				
Kısa vadeli borçlanmalar	108.731.214	251.892.293	527.644.895	728.100.559
Uzun vadeli borçlanmaların kısa vadeli kısımları	867.324	12.625.082	69.604.460	109.353.072
Kısa vadeli finansal kiralama borçları	3.692.053	6.472.057	4.007.405	2.914.562
Kiralama işlemlerinden borçlar	-	-	3.606.290	12.120.521
Diğer Finansal Yükümlülükler	-	-	-	313.210.953
Ticari borçlar	316.648.334	343.318.797	523.958.392	169.201.454
Diğer borçlar	743.269	6.591.930	19.155.401	67.775.224
Çalışanlara sağlanan faydalara ilişkin borçlar	651.306	970.237	1.511.166	2.978.838
Ertelenmiş gelir	13.863.601	14.300.732	27.033.928	30.218.812
Kısa vadeli karşılıklar	2.252.139	2.883.712	2.592.845	5.265.232
Dönem karı vergi yükümlülüğü	-	-	675.432	28.446.220
Diğer kısa vadeli yükümlülükler	598.053	881.839	2.680.628	2.336.745
<b>Kısa vadeli yükümlülükler</b>	<b>448.047.293</b>	<b>639.936.679</b>	<b>1.182.470.842</b>	<b>1.471.922.192</b>
Uzun vadeli borçlanmalar	1.990.862	12.083.429	47.478.969	-
Uzun vadeli finansal kiralama borçları	6.638.508	8.004.769	6.020.749	760.717
Kiralama işlemlerinden borçlar	-	-	12.690.321	32.593.371
Uzun vadeli karşılıklar	3.809.972	4.241.028	7.494.507	13.328.601
<b>Uzun vadeli yükümlülükler</b>	<b>12.439.342</b>	<b>24.329.226</b>	<b>73.684.546</b>	<b>46.682.689</b>
Ödenmiş sermaye	49.935.350	49.957.498	49.957.498	49.957.498
Sermaye düzeltmesi farkları	7.757.102	12.141.139	12.141.139	12.141.139
Ortak Kontrolde Tabi Teşebbüs veya İşletmeleri İçeren Birleşmelerin Etkisi	-46.307.044	-	-	-
Kar ve Zararda Yeniden Sınıflandırılmayacak Birikmiş Diğer Kapsamlı Gelirler ve Giderler	2.018.937	82.416.865	29.531.504	-8.038.189
Kardan ayrılan kısıtlanmış yedekler	563.667	1.755.503	1.755.503	1.755.503
Geçmiş yıllar karları / (zararları)	-46.091.953	-84.839.611	-16.329.378	28.399.819
Net dönem karı / (zararı)	11.632.417	11.586.500	7.684.885	201.790.691
<b>Ana ortaklığa ait özkaynaklar</b>	<b>-24.529.398</b>	<b>73.017.894</b>	<b>84.741.151</b>	<b>286.006.461</b>
<b>Kontrol gücü olmayan paylar</b>	<b>10.024</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>
<b>TOPLAM KAYNAKLAR</b>	<b>435.947.213</b>	<b>737.283.799</b>	<b>1.340.896.539</b>	<b>1.804.611.342</b>

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporu

#### 3.2. Gelir Tablosu

Gelir Tablosu (TL)	31 Aralık 19	31 Aralık 20	31 Aralık 21	30 Eylül 21	30 Eylül 22
Heslat	925.935.187	1.040.949.662	1.549.398.092	979.183.494	2.811.679.098
Satışların maliyeti (-)	-794.599.832	-874.937.318	-1.275.825.625	-811.502.710	-2.165.835.709
<b>Brüt kar / (zarar)</b>	<b>131.335.355</b>	<b>166.012.344</b>	<b>273.572.467</b>	<b>167.680.784</b>	<b>645.843.389</b>
Genel yönetim giderleri (-)	-14.511.291	-20.157.732	-15.386.860	-10.390.435	-19.072.276
Pazarlama, satış ve dağıtım giderleri (-)	-74.636.741	-81.841.589	-102.385.197	-71.066.896	-198.880.553
Araştırma ve geliştirme giderleri (-)	-	-840	-11.022	-10.784	-392.272
Esas faaliyetlerden diğer gelirler	39.216.157	70.544.970	218.247.118	89.898.824	113.459.488
Esas faaliyetlerden diğer giderler (-)	-39.445.112	-73.152.624	-170.936.979	-62.738.227	-112.908.150
<b>Esas faaliyet karı / (zararı)</b>	<b>41.958.368</b>	<b>61.404.529</b>	<b>203.099.527</b>	<b>113.373.266</b>	<b>428.049.626</b>
Yatırım faaliyetlerinden gelirler	29.703	-	33.750.000	-	62.425.328
Yatırım faaliyetlerinden giderler (-)	-13.226	-	-4.187.303	-5.939.869	-2.011.254
<b>Finansman gideri öncesi faaliyet karı / (zararı)</b>	<b>41.974.845</b>	<b>61.404.529</b>	<b>232.662.224</b>	<b>107.433.397</b>	<b>488.463.700</b>
Finansman gelirleri	1.034.023	22.479.956	17.111.383	15.797.643	10.337.413
Finansman giderleri (-)	-33.061.118	-72.782.141	-255.872.837	-119.986.847	-247.621.245
<b>Vergi öncesi kar / (zarar)</b>	<b>9.947.750</b>	<b>11.102.344</b>	<b>-6.099.230</b>	<b>3.244.193</b>	<b>251.179.868</b>
Dönem vergi gideri	-	-	-675.432	-	-28.446.220
Ertelenmiş vergi geliri / (gideri)	1.686.428	484.156	14.459.547	-635.858	-20.942.957
<b>Dönem karı / (zararı)</b>	<b>11.634.178</b>	<b>11.586.500</b>	<b>7.684.885</b>	<b>2.608.335</b>	<b>201.790.691</b>
Ana ortaklık payları	11.632.417	-	-	-	-
Kontrol gücü olmayan paylar	1.761	-	-	-	-
<b>Diğer kapsamlı gelir / (gider)</b>	<b>-668.145</b>	<b>84.138.947</b>	<b>-52.885.361</b>	<b>-53.396.804</b>	<b>-37.569.693</b>
<b>Kar veya zararda yeniden sınıflandırılmayacaklar:</b>					
Tanımlanmış fayda planlarının yeniden ölçüm artışları/(kayıpları)	-835.181	-905.437	-2.067.499	-2.706.803	-4.922.197
Ertelenmiş vergi geliri / (gideri)	167.036	181.087	413.500	541.361	984.439
Maddi Duran Varlıklar Yeniden Değerleme Artışları/Azalışları	-	84.863.297	-51.231.362	-51.231.362	-33.631.935
<b>TOPLAM KAPSAMLI GELİR / (GİDER)</b>	<b>10.966.033</b>	<b>95.725.447</b>	<b>-45.200.476</b>	<b>-50.788.469</b>	<b>164.220.998</b>
<b>Hisse başına kazanç / (kayıp) (TL)</b>	<b>0,23</b>	<b>0,23</b>	<b>0,15</b>	<b>0,05</b>	<b>4,04</b>

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporu

#### 4. DEĞERLEME

##### 4.1. Piyasa Çarpanları Analizi

##### 4.1.1. Yurtiçi Benzer FD/FAVÖK Çarpan Yöntemi

Yurtiçi benzer şirketlerin FD/FAVÖK çarpan medyanı 8,9x olarak hesaplanmıştır. Bu çarpan değerine göre şirketin özkaynak değeri 3.358 Mn TL olarak hesaplanmıştır.

Yurtiçi Benzer Şirketlerin FD/FAVÖK Çarpanı		Yurtiçi Benzer Şirketlerin FD/FAVÖK Çarpan Sonuçları	
Ülker	5,4x	FAVÖK	Mn TL 507,3
Tukas	7,6x	Çarpan (x)	8,9x
Yayla Gıda	11,8x	<b>Şirket Değeri</b>	<b>Mn TL 4.511</b>
Ulusoy Un	4,8x	Net Borç	Mn TL 1.153
Söke Un	17,5x	<b>Özkaynak Değeri</b>	<b>Mn TL 3.358</b>
Kereviş	5,4x	<i>Kaynak: Fiyat Tespit Raporu</i>	
Tat Gıda	14,1x		
Kervan Gıda	11,7x		
Penguen	8,6x		
Pınar Süt	8,9x		
Dardanel	16,2x		
AVOD	6,9x		
Frigo	5,6x		
Selva Gıda	10,3x		
Oylum	20,9x		
Selçuk Gıda	a.d		
<b>Medyan</b>	<b>8,9x</b>		

*Kaynak: Fiyat Tespit Raporu*

##### 4.1.2. Yurtdışı Benzer FD/FAVÖK Çarpan Yöntemi

Yurtdışı benzer şirketlerin FD/FAVÖK çarpan medyanı 9,1x olarak hesaplanmıştır. Bu çarpan değerine göre şirketin özkaynak değeri 3.442 Mn TL olarak hesaplanmıştır.

Yurtdışı Benzer Şirketlerin FD/FAVÖK Çarpanı		Yurtdışı Benzer Şirketlerin FD/FAVÖK Çarpan Sonuçları	
Archer-Daniels-Midland Co	9,8x	FAVÖK	Mn TL 507,3
General Mills Inc	13,0x	Çarpan (x)	9,1x
Bunge Ltd	7,1x	<b>Şirket Değeri</b>	<b>Mn TL 4.596</b>
Nissin Foods Holdings Co Ltd	15,2x	Net Borç	Mn TL 1.153
Gruma S.A.B -B	8,9x	<b>Özkaynak Değeri</b>	<b>Mn TL 3.442</b>
Lancaster Colony Corp	<del>30,4x</del>	<i>Kaynak: Fiyat Tespit Raporu</i>	
Nisshin Seifun Group Inc	8,7x		
M Dias Branco Sa	13,8x		
Tiger Brands Ltd	9,2x		
Nippn Corp	7,5x		
Agthia Group Pjsc	7,2x		
Samyang Corp	11,0x		
Nitto Fuji Flour Milling Co	a.d		
Oman Flour Mills	<del>39,7x</del>		
Malayan Flour Mills Bhd	8,9x		
<b>Medyan</b>	<b>9,1x</b>		

*Kaynak: Fiyat Tespit Raporu*

#### 4.1.3. Yurtiçi Benzer FD/Satışlar Çarpan Yöntemi

Yurtiçi benzer şirketlerin FD/Satışlar çarpan medyanı 1,4x olarak hesaplanmıştır. Bu çarpan değerine göre şirketin özkaynak değeri 3.584 Mn TL olarak hesaplanmıştır.

Yurtiçi Benzer Şirketlerin FD/Satışlar Çarpanı	
Ülker	1,0x
Tukas	<del>3,4x</del>
Yayla Gıda	1,4x
Ulusoy Un	0,3x
Söke Un	2,2x
Kerevitaş	1,0x
Tat Gıda	2,2x
Kervan Gıda	1,6x
Penguen	2,0x
Pınar Süt	0,7x
Dardanel	1,4x
AVOD	1,4x
Frijo	1,9x
Selva Gıda	1,7x
Oylum	1,4x
Selçuk Gıda	2,2x
<b>Medyan</b>	<b>1,4x</b>

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Yurtiçi Benzer Şirketlerin FD/Satışlar Çarpan Sonuçları		
Satışlar	Mn TL	3.382
Çarpan (x)		1,4x
<b>Şirket Değeri</b>	<b>Mn TL</b>	<b>4.737</b>
Net Borç	Mn TL	1.153
<b>Özkaynak Değeri</b>	<b>Mn TL</b>	<b>3.584</b>

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

#### 4.1.4. Yurtdışı Benzer FD/Satışlar Çarpan Yöntemi

Yurtiçi benzer şirketlerin FD/Satışlar çarpan medyanı 1,4x olarak hesaplanmıştır. Bu çarpan değerine göre şirketin özkaynak değeri 3.584 Mn TL olarak hesaplanmıştır.

Yurtdışı Benzer Şirketlerin FD/Satışlar Çarpanı	
Archer-Daniels-Midland Co	0,5x
General Mills Inc	2,9x
Bunge Ltd	0,3x
Nissin Foods Holdings Co Ltd	1,8x
Gruma S.A.B -B	1,3x
Lancaster Colony Corp	3,0x
Nisshin Seifun Group Inc	0,6x
M Dias Branco Sa	1,4x
Tiger Brands Ltd	1,1x
Nippn Corp	0,5x
Agthia Group Pjsc	1,0x
Samyang Corp	0,6x
Nitto Fuji Flour Milling Co	0,6x
Oman Flour Mills	1,3x
Malayan Flour Mills Bhd	0,7x
<b>Medyan</b>	<b>1,0x</b>

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Yurtdışı Benzer Şirketlerin FD/Satışlar Çarpan Sonuçları		
Satışlar	Mn TL	3.382
Çarpan (x)		1,0x
<b>Şirket Değeri</b>	<b>Mn TL</b>	<b>3.520</b>
Net Borç	Mn TL	1.153
<b>Özkaynak Değeri</b>	<b>Mn TL</b>	<b>2.367</b>

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

#### 4.1.5. Piyasa Çarpanları Analizi Sonuç

Yurtiçi ve Yurtdışı benzer FD/FAVÖK ve FD/Satışlar çarpanları kullanılarak hesaplanan özkaynak değerlerine, yerli şirketlere %50, yabancı şirketlere %50 verilmiştir. Çarpan analizi sonucunda Şirket'in özkaynak değeri 3.187.990.140 TL olarak hesaplanmıştır.

Değerleme Yöntemi	Piyasa Çarpanları Analizi Özet		
	Hesaplanan Özkaynak Değeri	Ağırlık	Özkaynak Değeri (TL)
Benzer Şirketlerin FD/FAVÖK Çarpanı Yöntemi	3.400.249.519	50%	1.700.124.760
Benzer Şirketlerin FD/Satışlar Çarpanı Yöntemi	2.975.730.760	50%	1.487.865.380
<b>Özkaynak Değeri</b>			<b>3.187.990.140</b>

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

#### 4.2. İNA

##### 4.2.1. Ağırlıklandırılmış Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM)

- 2022 yılı risksiz getiri oranı için, düşen tahvil getirileri etkisi hesaba katılmayarak %20 alındı ve ilerleyen yıllar için uzun vadeli devlet tahvili getirisinin 2022 yılı başından bugüne ortalaması olan %17,5 seviyesinde olacağı varsayılmıştır.
- Türkiye hisse senedi risk primi 2021 – 2026 döneminde %5,5 olarak sabit tutulmuştur.
- Beta 1 olarak hesaplanmıştır.
- Vergi öncesi borç maliyetinin, risksiz getiri oranının %5 üzerinde olacağı varsayılmıştır.
- Borç/(borç+özkaynak) oranı, son dönemdeki bilançosu da dikkate alınarak 30.09.2022 itibariyle gerçekleşen rakam olan %80 olarak sabit tahmin edilmiştir.
- Vergi hesaplamalarında yapılması planlanana RES'lerde kullanılacak yerli aksamlar baz alınarak vergi teşviği dikkate alınmıştır ve etkin vergi oranı hesaplanmıştır.

	AOSM Hesaplaması					
	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Risksiz Getiri oranı (TL)	20,0%	17,5%	17,5%	17,5%	17,5%	17,5%
Hisse Senedi Risk Primi	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%
Beta	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
Borç (Borç+Özkaynaklar)	80,0%	80,0%	80,0%	80,0%	80,0%	80,0%
Vergi Oranı	23,0%	13,0%	13,0%	19,0%	19,0%	19,0%
Sermaye Maliyeti	25,5%	23,0%	23,0%	23,0%	23,0%	23,0%
Borç Maliyeti (Vergi Öncesi)	25,0%	22,5%	22,5%	22,5%	22,5%	22,5%
<b>AOSM</b>	<b>20,5%</b>	<b>20,3%</b>	<b>20,4%</b>	<b>19,2%</b>	<b>19,2%</b>	<b>19,2%</b>

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

##### 4.2.2. İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi Projeksiyon

- Ürün grupları bazında satış hacmi artışı tahminleri kullanılmış ve ürün grupları birim fiyatları enflasyon bazında artırılmıştır.
- Uç değer hesaplaması için büyüme oranı %5 olarak varsayılmıştır.
- RES'lerin devreye alınması ile elde edilen gelir "Enerji" olarak nakit akışına yansıtılmıştır. Şirket'in tesislerinde kullanılacak elektrik 2024 yılının ortasından sonra kurulması planlanan RES'lerden sağlanacağı varsayılmıştır.



İndirgenmiş Nakit Akım Tablosu							Nihai
	2022 4.Ç	2023	2024	2025	2026	2027	Dönem
Net Satışlar	1.114	5.987	7.762	9.453	10.933	12.272	12.885
<b>Yıllık Büyüme</b>		<b>52%</b>	<b>30%</b>	<b>22%</b>	<b>16%</b>	<b>12%</b>	<b>5%</b>
FVÖK	39	473	795	1.101	1.246	1.395	1.465
<b>FVÖK Marjı</b>	<b>3%</b>	<b>8%</b>	<b>10%</b>	<b>12%</b>	<b>11%</b>	<b>11%</b>	<b>11%</b>
(-) Vergi Ödemeleri	9	62	100	206	236	267	293
Vergi Sonrası Faaliyet Kârı	30	411	695	895	1010	1128	1172
(+) Amortistman	4	21	57	63	68	73	77
(-) NİS'teki Artış	-55	374	256	224	205	186	67
(-) Yatırım Harcamaları	4	289	510	33	38	43	77
<b>Serbest Nakit Akım (SNA)</b>	<b>85</b>	<b>-232</b>	<b>-14</b>	<b>701</b>	<b>835</b>	<b>972</b>	<b>1.105</b>
İndirgeme Oranı (AOSM)	4,8%	20,3%	20,4%	19,2%	19,2%	19,2%	
İndirgeme Faktörü	104,8%	126,0%	151,6%	180,8%	215,6%	256,9%	
SNA'nın 30.09.2022 itibariyle Değeri	81	-184	-9	387	387	378	
SNA Toplamı	1.041						
Terminal büyüme oranı	5%						
Terminal AOSM	19,2%						
Terminal Değer (TD)	7.792						
TD'nin Bugünkü Değeri	3.033						
<b>Firma Değeri</b>	<b>4.073</b>						
Net Borç (30.09.2022)	1.153						
<b>Özsermaye Değeri</b>	<b>2.920</b>						

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

### 4.3. Değerleme Yöntemleri Sonucu

FD/FAVÖK ve FD/Satışlar çarpanlarının ağırlığı %50 - %50 belirlenirken, her bir çarpan kendi içerisinde yerli ve yabancı olmak üzere eşit ağırlıklandırılmıştır. Değerleme çalışmasında nihai sonuca ulaşırken İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi ve Piyasa Çarpan Analizi %50 - %50 ağırlıklandırılarak **3.054.178.485 TL** özkaynak değerine ulaşılmıştır. Halka arz öncesi özsermaye değeri üzerinden %20 iskonto uygulanarak, hisse başı halka arz fiyatı **48,90 TL** hesaplanmıştır.

Değerleme Yöntemi	Değerleme Yöntemleri Sonuç		
	Hesaplanan Özkaynak Değeri	Ağırlık	Özkaynak Değeri (TL)
İndirgenmiş Nakit Akışları Yöntemi	2.920.366.829	50%	1.460.183.415
Piyasa Çarpanları Yöntemi	3.187.990.140	50%	1.593.995.070
<b>Ağırlıklandırılmış Özkaynak Değeri</b>			<b>3.054.178.485</b>
<b>Halka Arz İskonto Oranı</b>			<b>20%</b>
Halka Arz İskontolu Piyasa Değeri			2.442.921.652
Nominal Sermaye Tutarı			49.957.498
<b>Halka Arz Fiyatı (TL / Pay)</b>			<b>48,90</b>

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

## 5. GÖRÜŞ

Kamuya açıklanan ilgili raporlarda şirketin faaliyetleri, sektör ve değerlendirme yöntemlerine ilişkin bilgilerin detaylı ve anlaşılır olduğu kanaatindeyiz. Bu bilgiler dâhinde;

- Çarpan analizinde FD/FAVÖK ve FD/Satışlar çarpanlarının kullanılmasını, kendi içerisinde yerli ve yabancı olmak üzere eşit ağırlık verilmesini ve her iki çarpana %50 - %50 ağırlık verilmesini makul değerlendiriyoruz.
- İNA yönteminde AOSM 2022 yılı risksiz getiri oranının %20, ilerleyen yıllar için %17,5 alınmasını uygun buluyoruz. Projeksiyonda ise uç değer büyüme oranının %5 alınması ve satış büyümesinde ürün birim fiyatlarının enflasyon bazında artırılmasını makul değerlendiriyoruz.
- Şirket değerinin hesaplanmasında her iki değerlendirme yöntemine %50 ağırlık verilip, bulunan değere %20 oranında halka arz iskontosu uygulanarak bulunan 48,90 TL pay başına fiyatın makul olduğu kanaatindeyiz.