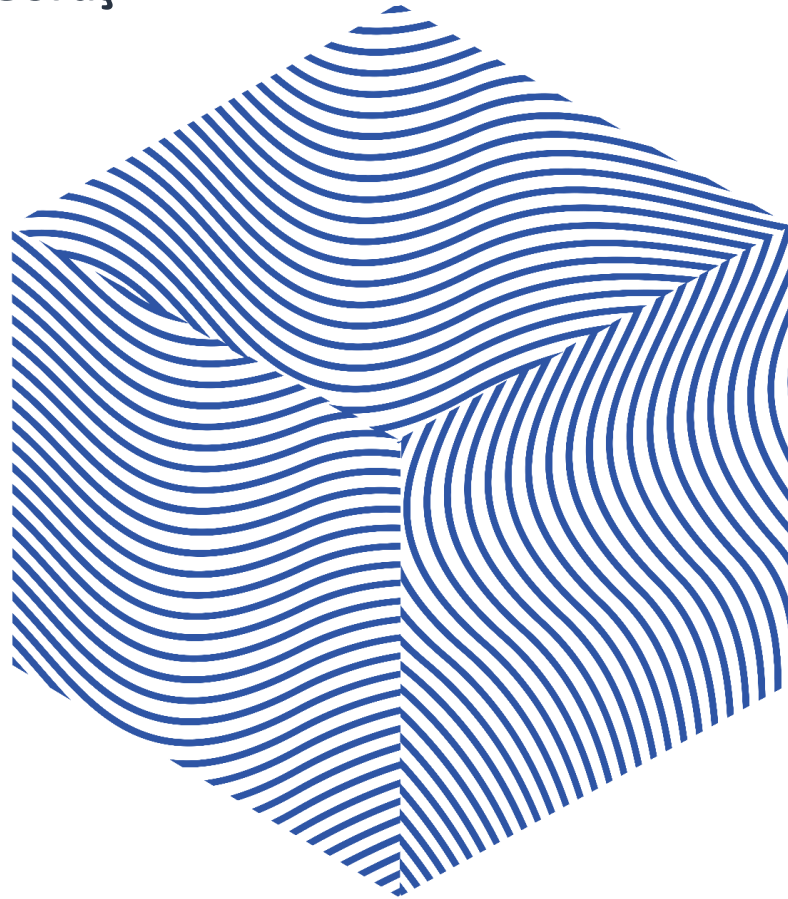




# Eksun Gıda Tarım Sanayi ve Ticaret A.Ş.

## Fiyat Tespit Raporuna İlişkin Görüş

15 Mart 2023



## İçindekiler

|          |                                            |           |
|----------|--------------------------------------------|-----------|
| <b>1</b> | <b>Halka Arz ile İlgili Bilgiler .....</b> | <b>4</b>  |
| <b>2</b> | <b>Şirket Hakkında Özet Bilgi.....</b>     | <b>5</b>  |
| <b>3</b> | <b>Finansal Durum .....</b>                | <b>6</b>  |
| <b>4</b> | <b>Değerleme Hakkında Özet Bilgi.....</b>  | <b>8</b>  |
| 4.1      | Pazar Yaklaşımı .....                      | 8         |
| 4.1.1    | FD/FAVÖK Çarpan Analizi .....              | 8         |
| 4.1.2    | FD/Satışlar Çarpan Analizi.....            | 10        |
| 4.1.3    | Çarpan Analizi Özet.....                   | 11        |
| 4.2      | Gelir Yaklaşımı .....                      | 12        |
| 4.3      | Sonuç .....                                | 14        |
| <b>5</b> | <b>Görüş .....</b>                         | <b>15</b> |
| 5.1      | Pazar Yaklaşımı .....                      | 15        |
| 5.2      | Gelir Yaklaşımı .....                      | 15        |
| 5.3      | Sonuç .....                                | 15        |

## Önemli Not

İşbu rapor, Sermaye Piyasası Kurulu Tebliği VII-128.1 Pay Tebliği'nin 29. maddesine istinaden İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("**İş Yatırım**") Kurumsal Finansman Müdürlüğü tarafından, Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin ("**Yapı Kredi Yatırım**") halka arza aracılık eden yetkili kuruluş olduğu Eksun Gıda Tarım Sanayi ve Ticaret A.Ş. ("**Eksun Gıda**", "**Şirket**") paylarının halka arzı kapsamında Yapı Kredi Yatırım'ın hazırladığı 24 Şubat 2023 tarihli fiyat tespit raporunu değerlendirmek amacıyla hazırlanmış olup, yatırımcıların pay alım satımına ilişkin herhangi bir tavsiye veya teklif içermemektedir. Yatırım kararlarının ilgili izahnamenin incelenmesi sonucu verilmesi gerekmektedir. Rapor içerisinde bulunabilecek hata ve noksanlıklardan dolayı İş Yatırım hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz.



## 1 Halka Arz ile İlgili Bilgiler

Tablo 1: Halka Arza İlişkin Genel Bilgiler

| Halka Arza İlişkin Bilgiler         |                                                                                                      |
|-------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Konsorsiyum Lideri                  | Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş.                                                              |
| Aracılık Yöntemi                    | En İyi Gayret Aracılığı                                                                              |
| Halka Arz Yöntemi                   | Sabit Fiyat ile Talep Toplama                                                                        |
| Dağıtım Yöntemi                     | Yurt İçi Bireysel Yatırımcılar ve Şirket Çalışanları için Eşit Dağıtım                               |
| Mevcut Çıkarılmış Sermaye           | 49.957.498 TL                                                                                        |
| Halka Arz Oranı                     | %28,63                                                                                               |
| Halka Arz Metodu                    | %100 Sermaye Artırımı                                                                                |
| Arz Edilecek Paylar (Nominal Değer) | 20.042.502 TL                                                                                        |
| Ek Satış                            | Yoktur                                                                                               |
| Satmama Taahhüdü                    | Eksim Yatırım Holding A.Ş. için 1 yıl                                                                |
| Tahsisat Grupları                   | Yurt İçi Bireysel: %57<br>Şirket Çalışanları: %3<br>Yurt İçi Kurumsal: %35<br>Yurt Dışı Kurumsal: %5 |
| Fiyat İstikrarı                     | 30 gün                                                                                               |
| Halka Arz Büyüklüğü                 | 980.078.348 TL                                                                                       |
| Talep Toplama                       | 15-16-17 Mart 2023                                                                                   |
| Halka Arz Fiyatı                    | 48,90 TL                                                                                             |
| Bağımsız Denetçi                    | Vezin Bağımsız Denetim A.Ş.                                                                          |

Kaynak: İzahname

Tablo 2: Halka Arz Öncesi ve Sonrası Ortaklık Yapısı

| Ortaklar                   | Halka Arz Öncesi  |               | Halka Arz Sonrası |               |
|----------------------------|-------------------|---------------|-------------------|---------------|
|                            | Tutar (TL)        | Pay (%)       | Tutar (TL)        | Pay (%)       |
| Eksim Yatırım Holding A.Ş. | 49.957.498        | 100,00        | 49.957.498        | 71,37         |
| Halka Açık                 | -                 | -             | 20.042.502        | 28,63         |
| <b>Toplam</b>              | <b>49.957.498</b> | <b>100,00</b> | <b>70.000.000</b> | <b>100,00</b> |

Kaynak: İzahname

Şirket'in hakim pay sahibi Eksim Yatırım Holding A.Ş.'nin sahiplik yapısı aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

Tablo 3: Eksim Yatırım Holding A.Ş. Sahiplik Yapısı

| Ortaklar                | Sahiplik           |               |
|-------------------------|--------------------|---------------|
|                         | Tutar (TL)         | Pay (%)       |
| Ebubekir Tivnikli       | 32.500.000         | 32,50         |
| Fatma Betül Tivnikli    | 11.200.000         | 11,20         |
| Hatice Şeyma Usta       | 15.700.000         | 15,70         |
| Hale Bulut              | 15.700.000         | 15,70         |
| Elif Tivnikli           | 15.700.000         | 15,70         |
| Mustafa Sıddık Tivnikli | 7.000.000          | 7,00          |
| Fatma Zeynep Tivnikli   | 2.200.000          | 2,20          |
| <b>Toplam</b>           | <b>100.000.000</b> | <b>100,00</b> |

Kaynak: İzahname



Tablo 4: Halka Arz Gelirlerinin Kullanım Alanları

| Halka Arz Gelirlerinin Kullanım Yerleri       | Kullanım Oranı |
|-----------------------------------------------|----------------|
| Yenilenebilir enerji santrali yatırımları     | %20            |
| Un silosu, tesis, makine ve cihaz yatırımları | %10            |
| Finansal borçların ödenmesi                   | %30            |
| İşletme sermayesinin finansmanı               | %40            |
| <b>Toplam</b>                                 | <b>%100</b>    |

Kaynak: İzahname

## 2 Şirket Hakkında Özet Bilgi

Eksun Gıda Tarım Sanayi ve Ticaret A.Ş. ("**Şirket**"), 1996 yılında Tekirdağ'da kurularak gıda sektöründe faaliyet göstermeye başlamıştır. 26 yıllık sektör deneyimine sahip olan Şirket'in ana faaliyet alanı her türlü un ve unlu mamulleri, katkılı un, en alt mülü, 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.

İhracat alanında, Latin Amerika, Afrika ve Ortadoğu ülkeleri başta olmak üzere 30'dan fazla ülkeye, farklı ürün kategorilerinde un ihracatı gerçekleştirmektedir.

Şirket, yaklaşık 600 bin ton/yıl kurulu üretim kapasitesiyle, 500 bin ton/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 piyasa ürünlerinin arzını gerçekleştirmektedir.

Şirket'in ana faaliyeti un üretimi ve satışından oluşmaktadır. 2019 yılında 925.935.187 TL olan satış geliri, 2020 yılında 1.040.949.662 TL'ye yükselmiş, 2021 yılında ise 1.549.398.092 TL'ye ulaşmıştır. Satış geliri 30.09.2022 tarihi itibarıyla 2.811.679.098 TL olarak gerçekleşmiştir.

Şirket, 2021 yılı ISO ilk 500 listesi içerisinde, üretimden satışlara göre 324. sırada yer almaktadır. Şirket'in, Nielsen 2022 Eylül Perakende Araştırma Raporu'na göre Ocak-Eylül arası 9 aylık dönemde toptan perakende un pazarında %8,1 tonaj payı ve %9,7 hasılat payı ile (market markaları toplamı hariç) pazar lideri konumunda olduğu belirtilmiştir.

Şirket'in satışlarının kanal bazında kırılım bilgileri aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

Tablo 5: Satışların Kanal Bazında Kırılımı

| Ciro Kırılımı (mn TL) | 31.12.2019 | (%)        | 31.12.2020   | (%)        | 31.12.2021   | (%)        | 30.09.2021 | (%)        | 30.09.2022   | (%)        |
|-----------------------|------------|------------|--------------|------------|--------------|------------|------------|------------|--------------|------------|
| Ev Dışı Tüketim       | 600        | 65         | 612          | 59         | 1.014        | 65         | 619        | 63         | 1.626        | 58         |
| Perakende             | 124        | 13         | 196          | 19         | 242          | 16         | 133        | 14         | 308          | 11         |
| İhracat               | 201        | 22         | 233          | 22         | 293          | 19         | 227        | 23         | 878          | 31         |
| <b>Toplam</b>         | <b>926</b> | <b>100</b> | <b>1.041</b> | <b>100</b> | <b>1.549</b> | <b>100</b> | <b>979</b> | <b>100</b> | <b>2.812</b> | <b>100</b> |

Kaynak: İzahname

### 3 Finansal Durum

Şirket'e ilişkin bilanço ve gelir tablosuna aşağıda yer verilmektedir.

Tablo 6: Bilanço

| (TL)                                                                                         | BİLANÇO                    |                    |                      |                      |
|----------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------|--------------------|----------------------|----------------------|
|                                                                                              | BAĞIMSIZ DENETİMDEN GEÇMİŞ |                    |                      |                      |
|                                                                                              | 31.12.2019                 | 31.12.2020         | 31.12.2021           | 30.09.2022           |
| 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          | 591.363.587          |
| 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 İlgili Varlıklar                                                       | -                          | -                  | -                    | 30.697.664           |
| Diğer Dönen Varlıklar                                                                        | 25.263.165                 | 32.090.040         | 42.202.066           | 62.458.065           |
| <b>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>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> |
| 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 İşlemlerinden 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 Faydalar Kapsamında Borçlar                                             | 651.306                    | 970.237            | 1.511.166            | 2.978.838            |
| Ertelenmiş Gelirler                                                                          | 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 İşlemlerinden 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 veya Zararda Yeniden Sınıflandırılmayacak Birikmiş Diğer Kapsamlı Gelirler veya 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 Kar/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: İzahname

Tablo 7: Gelir Tablosu

| (TL)                                  | GELİR TABLOSU              |                    |                    |                    |                    |
|---------------------------------------|----------------------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|
|                                       | BAĞIMSIZ DENETİMDEN GEÇMİŞ |                    |                    |                    |                    |
|                                       | 31.12.2019                 | 31.12.2020         | 31.12.2021         | 30.09.2021         | 30.09.2022         |
| Hasılat                               | 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 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)          |



| GELİR TABLOSU                                                  |                            |                   |                    |                    |                    |
|----------------------------------------------------------------|----------------------------|-------------------|--------------------|--------------------|--------------------|
| (TL)                                                           | BAĞIMSIZ DENETİMDEN GEÇMİŞ |                   |                    |                    |                    |
|                                                                | 31.12.2019                 | 31.12.2020        | 31.12.2021         | 30.09.2021         | 30.09.2022         |
| 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 Geliri/(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>Sürdürülen Faaliyetler Vergi Öncesi Karı/(Zararı)</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/Geliri                                      | -                          | -                 | (675.432)          | -                  | (28.446.220)       |
| Ertelenmiş Vergi Gideri/Geliri                                 | 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> |

Kaynak: İzahname

Şirket'in net finansal borçluluk durumu aşağıdaki tabloda gösterilmektedir.

**Tablo 8: Net Finansal Borçluluk Durumu**

| Net Borçluluk Durumu (30.09.2022)                    | Tutar (TL)           |
|------------------------------------------------------|----------------------|
| A. Nakit                                             | 39.415.908           |
| B. Nakit Benzerleri                                  | 6.555.631            |
| C. Alım Satım Amaçlı Finansal Varlıklar              | -                    |
| <b>D. Likidite (A+B+C)</b>                           | <b>45.971.539</b>    |
| E. Kısa Vadeli Finansal Alacaklar                    | -                    |
| F. Kısa Vadeli Banka Kredileri                       | 728.100.559          |
| G. Uzun Vadeli Banka Kredilerinin Kısa Vadeli Kısım  | 109.353.072          |
| H. Diğer Kısa Vadeli Finansal Borçlar                | 316.125.515          |
| I. Kısa Vadeli Finansal Borçlar (F+G+H)              | 1.153.579.146        |
| <b>J. Kısa Vadeli Net Finansal Borçluluk (I-E-D)</b> | <b>1.107.607.607</b> |
| K. Uzun Vadeli Banka Kredileri                       | -                    |
| L. Tahviller                                         | -                    |
| M. Diğer Uzun Vadeli Finansal Borçlar                | 760.717              |
| <b>N. Uzun Vadeli Finansal Borçluluk (K+L+M)</b>     | <b>(760.717)</b>     |
| <b>O. Net Finansal Borçluluk (J+N)</b>               | <b>1.108.368.324</b> |

Kaynak: İzahname

Şirket'in net işletme sermayesi hesaplamasına ait özet bilgiler aşağıdaki tabloda gösterilmektedir.

**Tablo 9: İşletme Sermayesi Hesaplaması**

| İşletme Sermayesi Beyanı (TL) | 31.12.2019          | 31.12.2020          | 31.12.2021         | 30.09.2022         |
|-------------------------------|---------------------|---------------------|--------------------|--------------------|
| Dönen Varlıklar               | 364.906.113         | 551.924.766         | 1.177.445.036      | 1.686.566.506      |
| Kısa Vadeli Yükümlülükler     | 448.047.293         | 639.936.679         | 1.182.470.842      | 1.471.922.192      |
| <b>Net İşletme Sermayesi</b>  | <b>(83.141.180)</b> | <b>(88.011.913)</b> | <b>(5.025.806)</b> | <b>214.644.314</b> |

Kaynak: İzahname

Şirket'in karlılık tablosuna aşağıda yer verilmiştir.

**Tablo 10: Karlılık Tablosu**

| Karlılık            | 31.12.2019 | 31.12.2020 | 31.12.2021 | 30.09.2022 |
|---------------------|------------|------------|------------|------------|
| Brüt Kar Marjı      | 14,2%      | 15,9%      | 17,7%      | 23,0%      |
| Faaliyet Karı Marjı | 4,5%       | 5,9%       | 13,1%      | 15,2%      |
| Net Kar Marjı       | 1,3%       | 1,1%       | 0,5%       | 7,2%       |

Kaynak: İzahname



## 4 Değerleme Hakkında Özet Bilgi

Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanan 24 Şubat 2023 tarihli fiyat tespit raporuna göre Şirket'in değerlemesinde pazar yaklaşımı (piyasa çarpanları) ve gelir yaklaşımı (indirgenmiş nakit akımları) dikkate alınmıştır.

### 4.1 Pazar Yaklaşımı

Pazar yaklaşımı metoduyla yapılan değerlemede Yapı Kredi Yatırım tarafından çarpan analizi metodu tercih edilmiş ve Firma Değeri/FAVÖK ("FD/FAVÖK") çarpanı ile Firma Değeri/Satışlar ("FD/Satışlar") çarpanı kullanılmıştır. Firma Değeri/Net Kar çarpanının benzer şirketlerin bilanço yapılarındaki farklılıklar göz önünde bulundurularak değerlendirilmesinde kullanılmadığı belirtilmiştir. Benzer şirketlerin seçiminde un ve un mamulleri, hazır ve donmuş gıda alanlarında faaliyet gösteren şirketler dikkate alınmıştır.

Çarpan analizi kapsamında benzer özellik gösteren şirketler yabancı benzer şirketler ve yerli benzer şirketler grupları altında incelenmiştir. Çarpanların hesaplanmasında benzer şirketlerin 16.02.2023 piyasa kapanışı işletme ve piyasa değerleri ile 30.09.2022 tarihinde sona eren 12 aylık dönem finansal verilerinin dikkate alındığı belirtilmiştir.

#### 4.1.1 FD/FAVÖK Çarpan Analizi

Yabancı benzer şirketlerin FD/FAVÖK çarpanı aşağıdaki tablo ile verilmiştir.

**Tablo 11: Yabancı Benzer Şirketler FD/FAVÖK Çarpanı**

| Yabancı Şirketler            | FD/FAVÖK    |
|------------------------------|-------------|
| Archer-Daniels-Midland Co    | 9,8x        |
| General Mills Inc            | 13,0x       |
| Bunge Ltd                    | 7,1x        |
| Nissin Foods Holdings Co Ltd | 15,2x       |
| Gruma S.A.B-B                | 8,9x        |
| Lancaster Colony Corp        | 30,4x       |
| 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       |
| Nitoo Fuji Flour Milling Co  | a.d.        |
| Oman Flour Mills             | 39,7x       |
| Malayan Flour Mills Bhd      | 8,9x        |
| <b>Medyan</b>                | <b>9,1x</b> |

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu





Yabancı benzer şirketlerin FD/FAVÖK çarpanı medyanı 9,1x olarak hesaplanmıştır. Bu çarpan değerine göre, Eksun Gıda'nın firma değeri ve özkaynak değeri aşağıdaki tablodaki şekilde hesaplanmıştır.

**Tablo 12: Yabancı Benzer Şirketler FD/FAVÖK Çarpanına Göre Özkaynak Değeri Hesabı**

| Özkaynak Değeri Hesabı                                           |              |
|------------------------------------------------------------------|--------------|
| Yabancı Benzer Şirketler FD/FAVÖK                                | 9,1x         |
| FAVÖK* (mn TL)                                                   | 507          |
| Şirket Değeri (mn TL)                                            | 4.596        |
| Net Borç (mn TL)                                                 | 1.153        |
| <b>Yabancı Şirketler FD/FAVÖK Çarpanına Göre Özkaynak Değeri</b> | <b>3.442</b> |

\*Esas faaliyetlerden diğer gelir giderler hariç

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Yerli benzer şirketlerin FD/FAVÖK çarpanı aşağıdaki tablo ile verilmiştir.

**Tablo 13: Yerli Benzer Şirketler FD/FAVÖK Çarpanları**

| Yerli Şirketler | FD/FAVÖK    |
|-----------------|-------------|
| Ülker           | 5,4x        |
| Tukaş           | 7,6x        |
| Yayla Gıda      | 11,8x       |
| Ulusoy Un       | 4,8x        |
| Söke Un         | 17,5x       |
| Kerevitaş       | 5,4x        |
| 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

Yerli benzer şirketlerin FD/FAVÖK çarpanı medyanı 8,9x olarak hesaplanmıştır. Bu çarpan değerine göre, Eksun Gıda'nın firma değeri ve özkaynak değeri aşağıdaki tablodaki şekilde hesaplanmıştır.

**Tablo 14: Yerli Benzer Şirketler FD/FAVÖK Çarpanına Göre Özkaynak Değeri Hesabı**

| Özkaynak Değeri Hesabı                                         |              |
|----------------------------------------------------------------|--------------|
| Yerli Benzer Şirketler FD/FAVÖK                                | 8,9x         |
| FAVÖK* (mn TL)                                                 | 507          |
| Şirket Değeri (mn TL)                                          | 4.511        |
| Net Borç (mn TL)                                               | 1.153        |
| <b>Yerli Şirketler FD/FAVÖK Çarpanına Göre Özkaynak Değeri</b> | <b>3.358</b> |

\*Esas faaliyetlerden diğer gelir giderler hariç

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu



**Tablo 15: FD/FAVÖK Çarpanına Göre Ortalama Özkaynak Değeri Hesabı**

| FD/FAVÖK Çarpanı Özkaynak Değeri Hesabı                   |              |
|-----------------------------------------------------------|--------------|
| Yabancı Şirketler FD/FAVÖK Çarpanına Göre Özkaynak Değeri | 3.442        |
| Yerli Şirketler FD/FAVÖK Çarpanına Göre Özkaynak Değeri   | 3.358        |
| <b>FD/FAVÖK Çarpanına Göre Özkaynak Değeri</b>            | <b>3.400</b> |

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Yabancı ve yerli benzer şirketlerin FD/FAVÖK çarpanları kullanarak yapılan değerlemede her iki gruba da %50 ağırlık verilmiş ve özkaynak değeri **3.400.249.519 TL** olarak hesaplanmıştır.

#### 4.1.2 FD/Satışlar Çarpan Analizi

Yabancı benzer şirketlerin FD/Satışlar çarpanı aşağıdaki tablo ile verilmiştir.

**Tablo 16: Yabancı Benzer Şirketler FD/Satışlar Çarpanı**

| Yabancı Şirketler            | FD/Satışlar |
|------------------------------|-------------|
| 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        |
| Nitoo 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

Yabancı benzer şirketlerin FD/Satışlar çarpanı medyanı 1,0x olarak hesaplanmıştır. Bu çarpan değerine göre, Eksun Gıda'nın firma değeri ve özkaynak değeri aşağıdaki tablodaki şekilde hesaplanmıştır.

**Tablo 17: Yabancı Benzer Şirketler FD/Satışlar Çarpanına Göre Özkaynak Değeri Hesabı**

| Özkaynak Değeri Hesabı                                              |              |
|---------------------------------------------------------------------|--------------|
| Yabancı Benzer Şirketler FD/Satışlar                                | 1,0x         |
| Satışlar (mn TL)                                                    | 3.382        |
| Şirket Değeri (mn TL)                                               | 3.520        |
| Net Borç (mn TL)                                                    | 1.153        |
| <b>Yabancı Şirketler FD/Satışlar Çarpanına Göre Özkaynak Değeri</b> | <b>2.367</b> |

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu



Yerli benzer şirketlerin FD/Satışlar çarpanı aşağıdaki tablo ile verilmiştir.

**Tablo 18: Yerli Benzer Şirketler FD/Satışlar Çarpanı**

| Yerli Şirketler | FD/Satış    |
|-----------------|-------------|
| Ülker           | 1,0x        |
| Tukaş           | 3,1x        |
| 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        |
| Frigo           | 1,9x        |
| Selva Gıda      | 1,7x        |
| Oylum           | 1,4x        |
| Selçuk Gıda     | 2,2x        |
| <b>Medyan</b>   | <b>1,4x</b> |

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Yerli benzer şirketlerin FD/Satışlar çarpanı medyanı 1,4x olarak hesaplanmıştır. Bu çarpan değerine göre, Eksun Gıda'nın firma değeri ve özkaynak değeri aşağıdaki tablodaki şekilde hesaplanmıştır.

**Tablo 19: Yerli Benzer Şirketler FD/Satışlar Çarpanına Göre Özkaynak Değeri Hesabı**

| Özkaynak Değeri Hesabı                                            |              |
|-------------------------------------------------------------------|--------------|
| Yerli Benzer Şirketler FD/Satışlar                                | 1,4x         |
| Satışlar (mn TL)                                                  | 3.382        |
| Şirket Değeri (mn TL)                                             | 4.737        |
| Net Borç (mn TL)                                                  | 1.153        |
| <b>Yerli Şirketler FD/Satışlar Çarpanına Göre Özkaynak Değeri</b> | <b>3.584</b> |

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

**Tablo 20: FD/Satışlar Çarpanına Göre Ortalama Özkaynak Değeri Hesabı**

| FD/Satışlar Çarpanı Özkaynak Değeri Hesabı                   |              |
|--------------------------------------------------------------|--------------|
| Yabancı Şirketler FD/Satışlar Çarpanına Göre Özkaynak Değeri | 2.367        |
| Yerli Şirketler FD/Satışlar Çarpanına Göre Özkaynak Değeri   | 3.584        |
| <b>FD/Satışlar Çarpanına Göre Özkaynak Değeri</b>            | <b>2.976</b> |

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Yabancı ve yerli benzer şirketlerin FD/Satışlar çarpanları kullanarak yapılan değerlemede her iki gruba da %50 ağırlık verilmiş ve özkaynak değeri **2.975.730.760 TL** olarak hesaplanmıştır.

#### 4.1.3 Çarpan Analizi Özet

İki yöntemden FD/FAVÖK çarpanına %50, FD/Satışlar çarpanına %50 olarak eşit ağırlık verilmiştir. Çarpan analizi sonucu Şirket'in özkaynak değeri **3.187.990.140 TL** olarak hesaplanmıştır.



Tablo 21: Çarpan Analizi Özet

| Değerleme Yöntemi                            | Hesaplanan Özkaynak Değeri (TL) | Ağırlık | Özkaynak Değeri (TL) |
|----------------------------------------------|---------------------------------|---------|----------------------|
| Benzer Şirketler FD/FAVÖK Çarpanı Yöntemi    | 3.400.249.519                   | %50     | 1.700.124.760        |
| Benzer Şirketler 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 Gelir Yaklaşımı

Yapı Kredi Yatırım tarafından yapılan indirgenmiş nakit akımları analizi ("İNA") Şirket tarafından sağlanan bilgiler baz alınarak 2022 yılı son çeyrek ve 2023-2027 periyodu için hazırlanmıştır.

Yapı Kredi Yatırım tarafından İNA çalışmasında kullanılan makroekonomik verilere aşağıda yer verilmiştir.

Tablo 22: İNA Çalışmasında Kullanılan Makroekonomik Veriler

|                        | 2023T | 2024T | 2025T | 2026T | 2027T |
|------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| TÜFE (Yıllık Ortalama) | 35,8% | 20,0% | 16,7% | 13,3% | 10,0% |
| USDTRY (Ortalama)      | 22,84 | 27,40 | 31,97 | 36,23 | 39,86 |

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Şirket satış hacmi projeksiyonları aşağıdaki tablo ile verilmiştir.

Tablo 23: Şirket Satış Hacmi Projeksiyonu

| (bin ton)                | 2022T      | 2023T      | 2024T      | 2025T      | 2026T      | 2027T      |
|--------------------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| <b>Satış Hacimleri</b>   | <b>562</b> | <b>612</b> | <b>657</b> | <b>684</b> | <b>704</b> | <b>721</b> |
| Büyüme                   | 16%        | 9%         | 7%         | 4%         | 3%         | 3%         |
| EDT                      | 255        | 268        | 281        | 295        | 307        | 316        |
| Perakende                | 44         | 50         | 58         | 64         | 65         | 66         |
| Hububat ve Diğer Ürünler | -          | 31         | 55         | 64         | 73         | 84         |
| Donuk Ürünler            | -          | 3          | 4          | 4          | 4          | 4          |
| İhracat                  | 127        | 121        | 115        | 109        | 104        | 98         |
| Tali Ürünler             | 135        | 140        | 144        | 49         | 151        | 153        |

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Satış hacmi ve birim satış fiyatları projeksiyonları kullanılarak hesaplanan hasılat aşağıdaki tablo ile verilmiştir.

Tablo 24: Hasılat Projeksiyonu

| (mn TL)                  | 2022T        | 2023T        | 2024T        | 2025T        | 2026T         | 2027T         |
|--------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|---------------|---------------|
| <b>Hasılat</b>           | <b>3.926</b> | <b>5.987</b> | <b>7.762</b> | <b>9.453</b> | <b>10.933</b> | <b>12.272</b> |
| Büyüme                   | 153%         | 52%          | 30%          | 22%          | 16%           | 12%           |
| EDT                      | 1.594        | 2.272        | 2.891        | 3.542        | 4.175         | 4.730         |
| Perakende                | 392          | 613          | 845          | 1.085        | 1.248         | 1.393         |
| Hububat ve Diğer Ürünler | -            | 190          | 411          | 552          | 719           | 910           |
| Donuk Ürünler            | -            | 303          | 436          | 535          | 636           | 735           |
| İhracat                  | 958          | 1.236        | 1.409        | 1.562        | 1.681         | 1.757         |
| Tali Ürünler             | 981          | 1.373        | 1.704        | 2.049        | 2.359         | 2.622         |
| Enerji                   | -            | -            | 65           | 129          | 115           | 125           |

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Hasılat, brüt kar, faaliyet gideri ve amortisman projeksiyonlarına göre hazırlanan gelir tablosu aşağıdaki gibidir.

Tablo 25: Gelir Tablosu

| GELİR TABLOSU           |        |       |       |       |        |        |
|-------------------------|--------|-------|-------|-------|--------|--------|
| (mn TL)                 | 2022T  | 2023T | 2024T | 2025T | 2026T  | 2027T  |
| Satış Miktarı (bin ton) | 562    | 612   | 657   | 684   | 704    | 721    |
| artış                   | 16,3%  | 9,0%  | 7,3%  | 4,1%  | 2,8%   | 2,5%   |
| Hasılat                 | 3.926  | 5.987 | 7.762 | 9.453 | 10.933 | 12.272 |
| artış                   | 153,4% | 52,5% | 29,6% | 21,8% | 15,7%  | 12,2%  |
| Satışların Maliyeti     | 3.144  | 5.079 | 6.412 | 7.683 | 8.921  | 10.024 |
| artış                   | 146,4% | 61,5% | 26,3% | 19,8% | 16,1%  | 12,4%  |
| Brüt Kar                | 782    | 908   | 1.350 | 1.770 | 2.012  | 2.247  |
| Brüt Kar Marjı          | 19,9%  | 15,2% | 17,4% | 18,7% | 16,1%  | 12,4%  |
| Faaliyet Giderleri      | 321    | 436   | 555   | 669   | 766    | 852    |
| artış                   | 172,5% | 35,7% | 27,5% | 20,5% | 14,4%  | 11,3%  |
| FVÖK                    | 461    | 473   | 795   | 1.101 | 1.246  | 1.395  |
| FVÖK Marjı              | 11,7%  | 7,9%  | 10,2% | 11,6% | 11,4%  | 11,4%  |
| Amortisman              | 12     | 21    | 57    | 63    | 68     | 73     |
| FAVÖK*                  | 473    | 494   | 852   | 1.164 | 1.315  | 1.468  |
| FAVÖK Marjı             | 12,0%  | 8,2%  | 11,0% | 12,3% | 12,0%  | 12,0%  |

\*Esas faaliyetlerden diğer gelir giderler hariç

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti ("AOSM") hesaplamasında:

- AOSM'nin projeksiyon dönemi içerisinde değişken olacağı varsayılmıştır.
- 2022 yılı risksiz getiri oranı için ihtiyatlı bir yaklaşımla, düşen tahvil getirilerinin etkisi hesaba katılmayarak %20,0 olarak alındığı ve ilerleyen yıllar için uzun vadeli devlet tahvili getirisinin 2022 yılı başından bugüne ortalaması olan %17,5 olacağı varsayıldığı belirtilmiştir.
- Türkiye hisse senedi risk primi 2021-2026 ve uç değer hesaplaması döneminde %5,5 olarak sabit tutulmuştur.
- Şirket'in kaldıraçlı betası 1,0x olarak öngörülmüş ve sabit tutulmuştur.
- Vergi öncesi borç maliyetinin, risksiz getiri oranının %5 üzerinde olacağı varsayılmıştır.
- Borç/(Borç+Özkaynak) oranı, 30.09.2022 itibarıyla gerçekleşen rakam olan %80 olarak sabit tahmin edilmiştir.
- Vergi hesaplamalarında yapılması planlanan RES'lerde kullanılacak yerli aksamlar baz alınarak vergi teşviki dikkate alınmıştır ve etkin vergi oranı hesaplanmıştır.

Tablo 26: Ağırlıklandırılmış Ortalama Sermaye Maliyeti

| (mn TL)                      | 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%   | 80%   | 80%   | 80%   | 80%   | 80%   |
| Vergi Oranı                  | 23%   | 13%   | 13%   | 19%   | 19%   | 19%   |
| 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% |
| AOSM                         | 20,5% | 20,3% | 20,4% | 19,2% | 19,2% | 19,2% |

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu



Hazırlanan projeksiyonlara göre nakit akışı aşağıdaki tabloda gösterilmiştir.

**Tablo 27: İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi**

| (mn TL)                              | 2022 4Ç T    | 2023T        | 2024T       | 2025T      | 2026T      | 2027T      | Nihai Dönem  |
|--------------------------------------|--------------|--------------|-------------|------------|------------|------------|--------------|
| Net Satışlar                         | 1.114        | 5.987        | 7.762       | 9.453      | 10.933     | 12.272     | 12.885       |
| Yıllık büyüme                        |              | 52%          | 30%         | 22%        | 16%        | 12%        | 5%           |
| FVÖK                                 | 39           | 473          | 795         | 1.101      | 1.246      | 1.395      | 1.465        |
| FVÖK marjı                           | 3%           | 8%           | 10%         | 12%        | 11%        | 11%        | 11%          |
| (-) Vergi Ödemeleri                  | 9            | 62           | 100         | 206        | 236        | 267        | 293          |
| Vergi Sonrası Faaliyet Karı          | 30           | 411          | 695         | 895        | 1.010      | 1.128      | 1.172        |
| (+) Amortisman                       | 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 Akışı (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 İtibarıyla Değeri | 81           | (184)        | (9)         | 387        | 387        | 378        |              |
| SNA Toplamı                          | 1.041        |              |             |            |            |            |              |
| Terminal Büyüme Oranı                | 5,0%         |              |             |            |            |            |              |
| 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

Nakit akışlarına göre Şirket değeri 30.09.2022 itibarıyla hesaplanmış, ilgili tarihteki net borç düşülerek özkaynak değeri **2.920.366.829 TL** olarak hesaplanmıştır.

#### 4.3 Sonuç

Sonuç olarak:

Değerleme çalışması kapsamında gelir yaklaşımı ve pazar yaklaşımı yöntemi eşit ağırlıklandırılmıştır.

Bu kapsamda söz konusu ağırlıklandırma sonucunda Yapı Kredi Yatırım tarafından hesaplanan piyasa değeri aşağıdaki tablo ile verilmiştir.

**Tablo 28: Değerleme Sonucu**

| Değerleme Yöntemi                          | Hesaplanan Özkaynak Değeri (TL) | Ağırlık | Piyasa Katkısı (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 Özsermaye Değeri</b> |                                 |         | <b>3.054.178.485</b> |

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Şirket'in ortalama halka arz öncesi özkaynak değeri **3.054.178.485 TL** olarak hesaplanmıştır.

**Tablo 29: Halka Arz Öncesi İskonto Hesabı**

| (TL)                              | Sonuç         |
|-----------------------------------|---------------|
| Nominal Sermaye Tutarı            | 49.957.498    |
| Halka Arz Öncesi Özkaynak Değeri  | 3.054.178.485 |
| Halka Arz İskonto Oranı           | 20%           |
| Halka Arz İskontolu Piyasa Değeri | 2.442.921.652 |
| <b>Halka Arz Fiyatı (TL/Pay)</b>  | <b>48,90</b>  |

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Hesaplanan halka arz öncesi özsermaye değeri üzerinden %20 iskonto oranı uygulanarak hisse başına halka arz fiyatı **48,90 TL** olarak hesaplanmıştır.

## 5 Görüş

İş Yatırım görüşü değerlendirme yöntemleri üstünden oluşturulmuştur.

### 5.1 Pazar Yaklaşımı

- Sektör dinamiklerini yansıtabildiği için bu yöntemin kullanılmasını makul bulmaktayız.
- Çarpan analizi kapsamında benzer özellik gösteren un ve un mamulleri, hazır ve donmuş gıda alanlarında faaliyet gösteren şirketlerin yabancı ve yerli benzer şirketler olarak iki grup altında incelenmesini makul bulmaktayız.
- Yerli benzer şirketlere Merko Gıda Sanayi ve Ticaret A.Ş. ve Elite Naturel Organik Gıda Sanayi ve Ticaret A.Ş.'nin de eklenebileceği görüşündeyiz. Bu şirketlerin Fiyat Tespit Raporu'ndaki hesaplama dahil edilmesi durumunda halka arz fiyatı 49,28 TL olarak hesaplanmaktadır.
- Şirket değeri hesaplamasında sıklıkla kullanılan FD/FAVÖK ve FD/Satışlar çarpanlarının ve bu çarpanların medyan değerlerinin kullanılmasını makul bulmaktayız.
- Firma Değeri/Net Kar çarpanının benzer şirketlerin bilanço yapılarındaki farklılıklar göz önünde bulundurularak değerlendirme çalışmasında kullanılmamasını makul bulmaktayız.
- Çarpan analizi kapsamında şirket gruplarına verilen ağırlıkların makul olduğunu düşünmekteyiz.
- İNA ve Çarpan Analizi yöntemlerinin ağırlıklandırmalarını makul bulmaktayız.

### 5.2 Gelir Yaklaşımı

- Şirket'in kendine özgü dinamikleri yansıtabildiği için bu yöntemin kullanılmasını makul buluyoruz.
- AOSM hesabında kullanılan risk primini, risksiz faiz oranlarını ve borçlanma maliyetlerini makul bulmaktayız.
- AOSM hesaplamasında kullanılan vergi oranlarını makul bulmaktayız.
- Hasılat, brüt kar, faaliyet karı ve FAVÖK projeksiyonlarındaki artışların makul olduğunu düşünmekteyiz.
- İNA ve Çarpan Analizi yöntemlerinin ağırlıklandırmalarını makul bulmaktayız.

### 5.3 Sonuç

İş Yatırım tarafından gerçekleştirilen değerlendirme çalışmasında, fiyatın makul olup olmadığını değerlendirmek amacıyla, fiyat tespit raporunda yer alan veriler esas alınarak, indirgenmiş nakit akımları ve piyasa çarpanları yöntemi kullanılmıştır.

Yapı Kredi Yatırım tarafından Şirket için hazırlanan fiyat tespit raporunda şirket ve faaliyet gösterilen sektöre yönelik yeterli ve aydınlatıcı bilgiler yatırımcıya sunulmuş olup kapsamlı hazırlandığı kanaatindeyiz. Değerlemede kullanılan varsayımlara ilişkin yeterli açıklamaların yapıldığı görülmektedir.

Değerleme çalışmasında her bir yöntemle göre (Piyasa Çarpanları, İndirgenmiş Nakit Akımları) Eksun Gıda Tarım Sanayi ve Ticaret A.Ş.'nin şirket değeri hesaplanmıştır. Değerleme yöntemlerinin uygun görülen çarpanları ile ulaşılan değer ağırlıklandırılması sonucu toplamı alınmıştır.

Nihai Şirket değeri tespit edilirken, Yapı Kredi Yatırım tarafından konu alınan BİST'te işlem gören un ve un mamulleri, hazır ve donmuş gıda alanlarında faaliyetleri bulunan benzer şirketler çarpanları yönteminden elde edilen değere %25, yurt dışı benzer şirketler çarpanları yönteminden elde edilen değere %25 ve indirgenmiş nakit akımları yöntemine %50 ağırlık verilerek piyasa değeri hesaplanmıştır.

Fiyat Tespit Raporu’nda Şirket hakkında kapsamlı bir şekilde bilgilendirme yapılmıştır. Kullanılan değerleme yöntemleri ve bu yöntemler temelinde yapılan analizler, Fiyat Tespit Raporu’nda detaylı olarak ve yeterli şekilde açıklanmıştır.

**SONUÇ OLARAK:**

Yapı Kredi Yatırım tarafından kullanılan yöntemler ve ilgili çalışmalar dikkate alınarak yapılan incelemeler sonucunda, belirlenen 48,90 TL halka arz fiyatının makul olduğu kanaatine varılmıştır.