

Eksun Gıda Tarım Sanayi ve Ticaret A.Ş.

13/03/2023

Bu rapor Sermaye Piyasası Kurulu'nun VII-128.1 sayılı Pay Tebliği'nin 29. maddesine dayanılarak Marbaş Menkul Değerler A.Ş. tarafından, Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin Eksun Gıda Tarım Sanayi ve Ticaret A.Ş. Fiyat Tespit Raporuna ilişkin değerlendirme raporu olup, yatırımcıların pay alım satımına ilişkin herhangi bir öneri ya da teklif içermemektedir. Yatırımcılar, halka arza ilişkin izahnameyi inceleyerek kararlarını vermelidirler.

## 1. HALKA ARZ HAKKINDA ÖZET BİLGİ

Halka Arz Fiyatı	48,90 TL
Halka Arz Şekli	Sermaye Artırımı
Halka Arz Yöntemi	Sabit Fiyatla Talep Toplama
Halka Arz Dağıtım Yöntemi	Eşit Dağıtım
Halka Arz Öncesi Çıkarılmış Sermaye	49.957.498
Halka Arz Sonrası Çıkarılmış Sermaye	70.000.000
Halka Arz Miktarı Toplam Nominal	20.042.502
<i>Sermaye Artırımı</i>	20.042.502
<i>Ortak Satış</i>	-
Halka Arz Büyüklüğü	980.078.347,80 TL
Halka Açıklık oranı	%28,63
Ek Satış	-
<b>Tahsisat Grupları:</b>	
Yurt İçi Bireysel Yatırımcılara	%57
Yurt İçi Kurumsal Yatırımcılara	%35
Yurt Dışı Kurumsal Yatırımcılara	%5
Şirket Çalışanlarına	%3
<b>Talep Toplama Tarihleri</b>	15-16-17 Mart 2023
<b>BIST İşlem Kodu</b>	EKSUN.E
<b>Halka Arza İlişkin Taahhütler</b>	<b>Ortaklar tarafından verilen taahhütler:</b> Şirket tarafından 1 yıl bedelli sermaye artırımı yapılmayacağı, Şirket ortakları tarafından ise 1 yıl boyunca pay satışı yapılmayacağı taahhüt edilmiştir

## 2. HALKA ARZ GELİRİNİN KULLANIM ALANI

Yenilenebilir enerji yatırımı	%20
Un silosu tesis makine ve teçhizat yatırımı	%10
Finansal borç ödemesi	%30
İşletme sermayesi finansmanı	%40

### 3. ŞİRKET HAKKINDA GENEL BİLGİLER

Şirket, 1996 yılında, Tekirdağ'da Eksun Tarım Ürünleri Hayvancılık Gıda Sanayi ve Ticaret Limited Şirketi olarak kurulmuştur. Şirket ünvanı 2001 yılında anonim şirkete dönüştürülmüştür. Şirket'in 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 ili, Üsküdar ilçesi, Altunizade'dedir. Şirket, Tekirdağ'da 2 adet ve Konya'da 1 adet olmak üzere toplamda 3 tesis ile üretim faaliyetlerinde bulunmaktadır. Şirket yaklaşık 600 bin ton/yıl kurulu üretim kapasitesiyle, yaklaşık 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 piyasaya ürünlerinin arzını gerçekleştirmektedir.

Şirket, ürettiği tüm ürünlerin hammaddesini yıl boyunca planlı tedarik etmekte, yurt içi ve yurt dışı pazarda verdiği satış sonrası uygulamaları ile imalathaneler (fırınlara, pide salonları, pastane, baklava ve börekçiler, oteller vb.) ve tüketicilere destek vermektedir. Şirket, 2021 yılı ISO ilk 500 listesi içerisinde, üretimden satışlara göre 324. sırada yer almaktadır. Şirket, Nielsen 2022 Eylül Perakende Araştırma Raporu'na göre, Ocak-Eylül arası 9 aylık dönemde Toplam Perakende Un Pazarı'nda %8,1 tonaj payı ve %9,7 hasılat payı ile (market markaları toplamı hariç tutulmaktadır) pazar lideri konumundadır.

Şirket'in merkezi İstanbul'da olup, üretim tesisleri Tekirdağ ve Konya'dadır.

#### Şirket Sermayesinin Dağılımı:

Ortağın Adı Soyadı / Ticaret Ünvanı	Halka Arz Öncesi		Halka Arz Sonrası	
	Pay tutan ve adedi	Oran (%)	Pay tutan ve adedi	Oran (%)
Eksim Yatırım Holding A.Ş.	49.957.498	100,00	49.957.498	71,37
Halka Açık Kısım	-	-	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>

### 4. DEĞERLEME ÖZETİ

Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanan Fiyat Tespit Raporu'nda, Şirket'in pay başına değerinin belirlenmesinde Çarpan Analizi (Pazar Yaklaşımı) ve İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi (Gelir Yaklaşımı) yöntemine yer verilmiştir. İNA ve Çarpan Analizleri eşit ağırlıklandırılmış olup, 3.054.178.485 TL özsermaye değerine ulaşılmıştır. Buna göre, çıkarılmış sermayesi 49.957.498 TL olan Şirketin %20 halka iskontosu sonrası arz pay başına değeri 48,90 TL olarak hesaplanmıştır.

Değerleme çalışmasında indirgenmiş Nakit Akışları Yöntemi ve Piyasa Çarpan Analizi %50-%50 ağırlıklandırılarak nihai değer tespit edilmiştir. FD/FAVÖK ve FD/Satışlar çarpanları kullanılırken yurtiçi şirketlerin ve yurtdışı şirket çarpanları eşit ağırlıklandırılmış ve 3.187.990.140 TL özsermaye değeri hesaplanmıştır. İndirgenmiş nakit analizine göre özsermaye değeri 2.920.366 829 TL olarak hesaplanmıştır.

Piyasa Değeri ve Halka Arz Birim Pay Değeri			
Değerleme Özeti	Ağırlık	Şirket Değeri (Milyon TL)	Ağırlıklı Değer TL
İNA	%50	2.920.366 829	1.460.183.415
Çarpan Analizi	%50	3.187.990.140	1.593 995.070
<b>Ağırlıklandırılmış Şirket Değeri</b>			<b>3.054.178.485</b>
Pay adedi			49.957.498
Halka Arz İskontosu (%)			%20
<b>Halka Arz Pay Başına Değer</b>			<b>48,90</b>

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

#### 4.1. Çarpan Analizi Yöntemi

Şirket'in özkaynak değeri FD/FAVÖK ve FD/Satışlar çarpanları analizi sonucu hesaplanmıştır. Benzer şirketlerin çarpanları yabancı şirketler için 16.02.2023 kapanış itibarıyla alınmıştır.

Değerleme Yöntemi	Hesaplanan Özkaynak(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. İndirgenmiş Nakit Analizi

İndirgenmiş nakit akımlarında projeksiyonlar 2022 - 2070 yılları için ve Amerikan doları bazında yapılmıştır. Risk primi olarak %5,5, risksiz getiri oranı projeksiyon döneminde %9,24 seviyesinde alınmıştır. Borçlanma maliyeti risksiz getiri olan %9,24'e %1 prim eklenmesi ile %10,24 olarak alınmıştır. Buna göre indirgenmiş nakit akımlarında firma değeri 1.087.479.380 Amerikan doları olarak hesaplanmış, bu tutardan 365.167.282 Amerikan doları tutarındaki net borç düşüldükten sonra indirgenmiş nakit akımları sonucunda 722.312.098 Amerikan doları tutarında öz sermaye değerine ulaşılmıştır. Şirket'in "İndirgenmiş Nakit Akımı Analizi'ne göre yapılan değerlemesinde kullanılan temel varsayımlar aşağıda sıralanmıştır:

- Ağırlıklandırılmış ortalama sermaye maliyetinin projeksiyon dönemi içerisinde değişken olacağı varsayılmıştır.
- 2022 yılı risksiz getirioranı için ihtiyatlı bir yaklaşımla, düşen tahvil getirilerini etkisi hesaba katılmayarak %20,0 olarak alınmış 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 ve uç değer hesaplaması döneminde %5,5 olarak sabit tutulmuştur.
- Şirketin kaldıraçlı betası 1.0x olarak öngörülmüş ve sabit tutulmuştur.
- Vergi öncesi borç maliyetinin, risksiz getiri oranının %5 üzerinde olacağı varsayılmıştır.
- Şirket'in değerlendirme çalışmasında Şirket'in 2022 yılı için 9 aylık gerçekleştirmeler ve Şirket iş Planı baz alınarak projeksiyonlar hazırlanmıştır. Ürün grupları bazında satış hacmi artışı tahminleri kullanılmış ve ürün grupları birim satış fiyatlarının yıllar itibarıyla enflasyon oranında artacağı varsayılmıştır.

- 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 öngörülmüştür.
- Nakit akışlarına göre Şirket Değeri 30.09.2022 itibarıyla hesaplanmış, ilgili tarihteki net borç düşülerek özkaynak değeri hesaplanmıştır.
- İndirgenmiş nakit analizine göre özkaynak değeri **2.920.366 829 TL** olarak hesaplanmıştır.

Mn. TL	2022 4.Ç. (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	1.465,1
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
(-) NIS'tekl Artış	-55	374	256	224	205	186	67
(-) Yatırım Harcamaları	4	289	510	33	38	43	77
Serbest Nakit Akışı (SNA)	85	-232	-14	701	835	972	1.105
<i>indirgeme Oranı (AOSM)</i>	<i>4,80%</i>	<i>20,30%</i>	<i>20,40%</i>	<i>19,20%</i>	<i>19,20%</i>	<i>19,20%</i>	
<i>indirgeme Faktörü</i>	<i>104,80%</i>	<i>126,00%</i>	<i>151,60%</i>	<i>180,80%</i>	<i>215,60%</i>	<i>256,90%</i>	
SNA'nın 30.09.2022 itibarıyla değeri	81	-184	-9	387	387	378	
SNA Toplamı	1.041						
Terminal büyüme oranı	5,00%						
Terminal AOSM	19,20%						
Terminal Deger (TD)	7.792						
TD'nin Bugünkü Değeri	3.033						
Firma Değeri	4.073						
Net Borç (30.09.2022)	1.153						
<b>Özsermaye Değeri</b>	<b>2.920</b>						

## 5. DEĞERLENDİRME VE SONUÇ

- Eksun Gıda Tarım Sanayi ve Ticaret A.Ş.’nin Fiyat Tespit Raporunda yer alan bilgilerin açıklayıcı ve verilerle desteklenmiş olduğunu düşünmekteyiz. Şirket’e, sektöre ve Şirket’in sektördeki yerine ilişkin olarak verilen bilgi ve verilerin yeterince açıklayıcı olduğunu düşünüyoruz.
- Şirket’in halka arz edilecek pay başına değerinin tespitinde iki temel olarak Pazar yaklaşımı - Piyasa Çarpanları Analizi (“Çarpan Analizi”) ve Gelir Yaklaşımı - İndirgenmiş Nakit Akımı Analizi (“İNA”) kullanılmış ve İndirgenmiş Nakit Akımı Analizine (İNA) ve Piyasa Çarpanları Analizine eşit ağırlık verilmiş olmasını uygun buluyoruz.
- Piyasa Çarpanları analizinde FD/FAVÖK ve FD/Satışlar çarpanlarının ağırlığının sırasıyla %50-%50 olarak belirlenmiş olmasını ve her bir çarpanın kendi içerisinde de yerli şirketlerin çarpanları %50, yabancı şirket çarpanları %50 ile ağırlıklandırılmış olmasını makul buluyoruz.
- Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanan Fiyat Tespit Raporu’nda Çarpan Analizi ve İNA ile Şirket’in halka arz öncesi özkaynak değeri 3.054.178.485 TL olarak hesaplanmış olup, halka arz öncesi özsermaye değeri üzerinden, %20 halka arz öncesi iskonto oranı uygulanarak, halka arz fiyatı hisse başına 48,90 TL olarak hesaplanmış olmasını makul buluyoruz.

## EK 1: Eksun Gıda Tarım Sanayi ve Ticaret A.Ş. Özet Bilançolar

	Özel Bağımsız Denetimden Geçmiş Finansal Durum Tabloları			
	31.12.2019	31.12.2020	31.12.2021	30.09.2022
<b>Varlıklar (TL)</b>				
Toplam dönen varlıklar	364.906.113	551.924.766	1.177.445.036	1.686.566.506
Toplam duran varlıklar	71.041.100	185.359.033	163.451.503	118.044.836
<b>Toplam Varlıklar</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 (TL)</b>				
Kısa vadeli yükümlülükler	448.047.293	639.936.679	1.182.470.842	1.471.922.192
Uzun vadeli yükümlülükler	12.439.342	24.329.226	73.684.546	46.682.689
Ana ortaklığa ait özkaynaklar	-24.529.398	73.017.894	84.741.151	286.006.461
<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>

## EK 2: Eksun Gıda Tarım Sanayi ve Ticaret A.Ş. Gelir Tablosu

(TL)	2019	2020	2021	2021/9	2022/9
<b>Hasılat</b>	<b>925.935.187</b>	<b>1.040.949.662</b>	<b>1.549.398.092</b>	<b>979.183.494</b>	<b>2.811.679.098</b>
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 (-)	0	-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>
FAVÖK	44.811.995	67.912.099	161.801.234	90.073.645	435.576.811
<b>FAVÖK Marjı</b>	<b>4,8%</b>	<b>6,5%</b>	<b>10,4%</b>	<b>9,2%</b>	<b>15,5%</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</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>
<b>Net Kâr Marjı</b>	<b>1,3%</b>	<b>1,1%</b>	<b>0,5%</b>	<b>0,3%</b>	<b>7,2%</b>

Burada yer alan her türlü bilgi, değerlendirme, yorum ve istatistiki şekil ve değerler hazırlandığı tarih itibarıyla mevcut piyasa koşulları ve güvenilirliğine inanılan kaynaklardan elde edilerek derlenmiştir. Marbaş Menkul Değerler A.Ş. tarafından, karşılığında herhangi bir maddi menfaat temin edilmeksizin, genel anlamda bilgi vermek amacıyla hazırlanmış olup, hiçbir şekilde yönlendirici nitelikte olmayan bilgiler yatırımcılar tarafından danışmanlık faaliyeti olarak kabul edilmemeli ve yatırım kararlarına esas olarak alınmamalıdır. Bu bilgiler, belli bir getirinin sağlanmasına yönelik olarak verilmemekte ve bu yönde herhangi bir şekilde taahhüt veya garantimiz bulunmamaktadır. Bu itibarla bu sayfalarda yer alan ve hiç bir şekilde yönlendirici nitelikte olmayan hususlar hakkında herhangi bir sorumluluğumuz bulunmamaktadır. Gerek bu yayındaki, gerekse bu yayında kullanılan kaynaklardaki hata ve eksikliklerden ve bu yayındaki bilgilerin kullanılması sonucunda yatırımcıların ve/veya ilgili kişilerin uğrayabilecekleri doğrudan ve/veya dolaylı zararlardan, kâr yoksunluğundan manevi zararlardan ve her ne şekil ve surette olursa olsun üçüncü kişilerin uğrayabileceği her türlü zararlardan dolayı Marbaş Menkul Değerler A.Ş. sorumlu tutulamaz.