

## EKSUN GIDA TARIM SANAYİ A.Ş

HALKA ARZ FİYATI 48,90 TL

TALEP TOPLAMA 15-16-17 Mart

## EKSUN TI

## Un şirketi halka açılıyor

## ■ Eksun Gıda halka açılıyor

Eksun Gıda'nın tamamı sermaye artırımını şeklinde toplam 20 milyon nominal hisse satışından oluşan halka arzı, TL48,90 hisse başı fiyat üzerinden gerçekleştirilecek. Halka arz büyüklüğü 980 milyon TL olurken, şirketin halka arz sonrası piyasa değeri ise 2.4 milyar TL olacaktır. Halka arz edilecek payların %57'si yurt içi bireysel yatırımcılara, %3'ü şirket çalışanlarına, %35'i yurtiçi kurumsal yatırımcılara ve %5'i yurtdışı kurumsal yatırımcılara tahsis edilmesi planlanıyor. Halka arzda yurtiçi bireysel yatırımcılara ve şirket çalışanlarına eşit dağıtım yöntemi uygulanacaktır.

## ■ Türkiye'nin önde gelen un üreticilerinden

1996 yılında Tekirdağ'da kurulan şirket yılda yaklaşık 600 bin tonluk un üretim kapasitesine sahiptir. 2004 yılında Türkiye'nin perakende tüketimde bilinen markası olan Sinangil'i bünyesine katmıştır. Şirketin kanal bazında satışlarının %58'i ev dışı tüketim, %31'i ihracat, %11'i ise perakende kanalından elde edilmektedir. Şirket 30'dan fazla ülkeye ihracat gerçekleştirmektedir.

## ■ Halka arz gelirlerinin kullanım yerleri

Şirketin halka arzından elde edilmesi beklenen 980 milyon TL'lik kaynağın %20'sinin yenilenebilir enerji yatırımlarında; %10'unun un silosu, makine ve teçhizat yatırımlarında; %30'unun finansal borçların ödenmesinde ve %40'ünün da işletme sermayesinin finansmanında kullanılması planlanmaktadır.

## ■ Konsorsiyum lideri tarafından yapılan değerlemede halka arz iskontosu %20 olarak hesaplanmıştır.

Yapı Kredi Yatırım tarafından yapılan fiyat tespit raporunda çarpan analizi ve indirgenmiş nakit akışı yöntemleri kullanılarak hesaplanan adil şirket değeri hisse başına 48,90TL'dir. Belirlenen hisse başı değere %20 halka arz iskontosu uygulanarak ulaşılmıştır. Halka arz değerlendirme raporundaki beklentilere göre şirket hisseleri son 12 aylık finansallara göre 7,1x FD/FAVÖK çarpanında işlem görmektedir (BIST Sınai endeksi 12 aylık kaydırılmış ortalama: 8,8x). Fiyat tespit raporundaki 2023 beklentilerine göre ise 2023T FD/FAVÖK çarpanı 7,3x seviyesindedir. Buna karşılık Eksun'un faaliyet gösterdiği alandaki yurtiçi benzer şirketler olan Söke Un'un (SOKE) FD/FAVÖK çarpanı 22x, ULUUN'un ise 5x seviyesindedir.

## Hisse Detayları

TL	2019	2020	2021	Son 12 ay
Net satışlar	926	1,041	1,549	3,382
VAFÖK	45	68	162	507
Net kar	12	12	8	207
Net kar marjı (%)	1.3	1.1	0.5	6.1
VAFÖK marjı (%)	4.8	6.5	10.4	15.0
Satış büyümesi (%)	a.d.	12.4	48.8	118.3
Net borç	95	241	616	1,153
Defter değeri	(25)	73	85	286
F/K (x)	294.2	295.4	445.4	16.5
FD/VAFÖK (x)	56.6	39.5	18.9	7.1
PD/DD (x)	(139.5)	46.9	40.4	12.0
Net borç/VAFÖK (x)	2.11	3.5	3.8	2.3
Net borç/Özsermaye (x)	(3.86)	3.30	7.27	4.03
Özsermaye verimliliği (%)	(94.9)	47.8	9.7	111.6

Ortaklık yapısı	Arz öncesi (%)	Arz sonrası (%)
Eksim Yatırım Holding	100.00	71.4
Halka Açık	0.0	28.6

Kaynak: Eksun Gıda; TEB Yatırım Hesaplamaları

## Şirket bilgileri

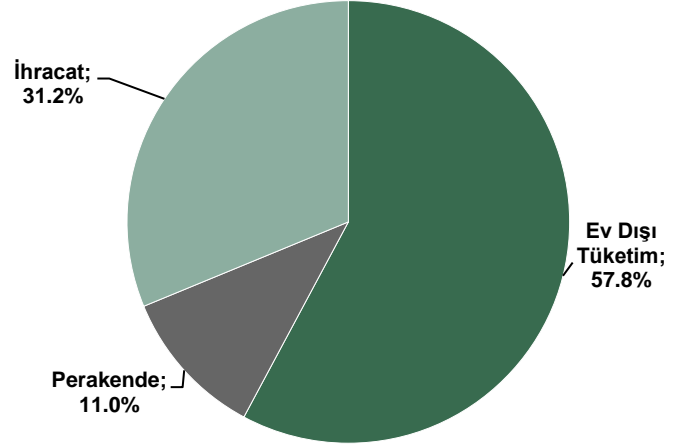
Şirket 1996'da Tekirdağ'da kurulan üretim tesisiyle un üretimine başlamıştır. Ana faaliyet alanı her türlü un ve unlu mamüller, katkılı un, müsli, nişasta vb. ürünlerin üretimi, alım-satımı olarak özetlenebilir. Şirketin Tekirdağ'da iki, Konya'da ise bir adet üretim tesisi bulunmaktadır. Şirket Eksim Yatırım Holding'in %100 iştiraki olmakla birlikte halka arz sonrası holdingin payı %71,4'e düşecektir.

## Üst Yönetim

İsim	Görev
Ebubekir Tivnikli	Yönetim Kurulu Başkanı
Ahmet Demir	Genel Müdür

[www.eksun.com.tr](http://www.eksun.com.tr)

## Gelir Dağılımı (2022/9A)



Kaynak: Eksun Gıda

## Şirket Profili

1996 yılında Tekirdağ'da kurulan şirket mevcutta üç üretim tesisiyle yılda 600 bin ton un üretim kapasitesine sahiptir. Yılda 500 bin ton yerli ve ithal buğdayın tedariki, depolanması, üretimi, paketlenmesi, sevkiyatı ve satışını gerçekleştirebilmekte ve 200'den fazla çeşit un ve türevlerini üretebilmektedir.

Şirket faaliyetlerini Tekirdağ'da bulunan 2 üretim tesisi ve Konya'daki 1 üretim tesisindeki tam otomasyon sistemleriyle devam ettirmektedir. Muratlı Fabrikası Buğday İşleme Tesisinde 35 bin ton buğday depolama alanı ve 7 bin ton un silosu stok kapasitesi, 850 ton paketli ürün depolama alanı bulunmaktadır. Ayrıca şirketin Muratlı'da Fonksiyonel Un Karışım Tesisi de bulunmaktadır.

Selçuklu Fabrikası Buğday İşleme Tesisinde 16 bin ton buğday depolama alanı ve 3.5 bin ton un silosu stok kapasitesi ve bin ton paketli ürün depolama alanı yer almaktadır. Buğday işleme tesislerindeki kapasite kullanım oranı yaklaşık 30.09.2022 itibarıyla %92'dir.

Şirket Latin Amerika, Afrika ve Ortadoğu ülkeleri başta olmak üzere 30'dan farklı ülkeye farklı kategorilerde un ihracatı gerçekleştirmektedir.

## Değerleme Özeti

Yapı Kredi Yatırım A.Ş. tarafından yapılan değerlendirme çalışmasında şirketin halka arz fiyatının tespiti için FD/FAVÖK, FD/Satışlar çarpan analizi (%50) ve indirgenmiş nakit akımları (%50) yöntemleri kullanılmıştır. Hisse başı değer TL61,14 olarak tespit edilmiş ve bu fiyata %20 halka arz iskontosu uygulanarak TL48,90 olan halka arz fiyatına ulaşılmıştır.

Çarpan analizi yöntemi:

- Halka arz fiyatının belirlenmesinde ayrı ayrı yurtiçi ve yurtdışı benzer şirket setleri için FD/FAVÖK ve FD/Satışlar çarpanları dikkate alınmıştır. Her bir çarpan yönetimi için değer hesaplaması yapılırken yurtiçinde ve yurtdışında benzer alanda faaliyet gösteren şirket setlerinin ayrı ayrı FD/FAVÖK ve FD/Satışlar medyan çarpanları alınmıştır.
- Yurtiçinde ve yurtdışında faaliyet gösteren şirketlerin çarpanlarına göre bulunan değerlere %50'şer ağırlık verilmiştir.
- Çarpan analizi için yurtiçinde faaliyet gösteren ULKER, TUKAS, YYLGD, ULUUN, SOKE, KERVT, TATGD, KRVD, PENG, PNSUT, DARDL, AVOD, FRIGO, SELVA, OYLUM, SELGD şirketlerin FD/FAVÖK ve FD/Satışlar çarpanları alınmıştır.
- Böylece çarpan analizinden 3,19 milyar TL değer bulunmuştur.

İndirgenmiş nakit akımları (İNA) yöntemi:

- İNA analizinde risksiz faiz için ihtiyatlılık gereği güncel bono oranları yerine %20 oranı kullanılmıştır.
- %5,5 piyasa risk primi ve ortalama 1.0 kaldıraçlı beta kullanılarak şirketin sermaye maliyeti %25,5 bulunmuştur.
- Vergi öncesi borçlanma maliyeti için risksiz faiz oranı olan %20 oranına %5 risk primi eklenerek %25 oranına ulaşılmış ve ilerleyen dönemde %22,5 olacağı varsayılmıştır. Şirketin vergi sonrası ağırlıklı ortalama özsermaye maliyeti %20,5 olarak hesaplanmıştır.
- Kurumlar vergisi oranında şirketin kurmayı planladığı RES'lerde kullanılacak yerli aksamlar baz alınarak vergi teşviği dikkate alınmış ve etkin vergi oranı hesaplanmıştır. Bu sebeple efektif vergi oranı 2022'de %23, 2023-2024 yıllarında %13, 2025 ve sonrası içinse %19 olarak varsayılmıştır.
- Şirketin ilerleyen yıllardaki satış hacmi projeksiyonlarına bağlı olarak cirolarında 2023 yılı için %52, 2024 için %30, 2025, 2026 ve 2027 yılları için ise sırasıyla %22, %16 ve %12 büyüme gerçekleşeceği varsayılmıştır. FAVÖK tarafında ise 2023 yılı için %8,2 FAVÖK marjı, 2024-2027 yılları arasında ise ortalama %12'lik bir FAVÖK marjı varsayımı yapılmıştır.
- İNA analizinden 2,92 milyar TL'lik değer bulunmuştur.

Bu değerlendirme yöntemleri sonucunda 3,05 milyar TL özsermaye değeri bulunmuştur. Bu değer halka arz öncesi hisse sayısına bölüldüğünde hisse başına adil değer 61,14 TL'ye denk gelmektedir. Bulunan bu hisse başına değere, %20 halka arz iskontosu uygulanarak halka arz fiyatı 48,90 TL olarak tespit edilmiştir.

## Tablo: Değerleme özeti

FD/FAVÖK Çarpan Analizine Göre Ortalama Şirket Değeri	
Yabancı Benzer Şirketler FD/FAVÖK Çarpanına Göre Şirket Değeri (Mn,TL)	3,442
Yerli Benzer Şirketler FD/FAVÖK Çarpanına Göre Şirket Değeri (Mn,TL)	3,358
<b>FD/FAVÖK Çarpanına Göre Şirket Değeri (Mn,TL)</b>	<b>3,400</b>
<b>Ağırlık (%50)</b>	<b>1,700</b>
FD/Satışlar Çarpan Analizine Göre Ortalama Şirket Değeri	
Yabancı Benzer Şirketler FD/Satışlar Çarpanına Göre Şirket Değeri (Mn,TL)	2,367
Yerli Benzer Şirketler FD/Satışlar Çarpanına Göre Şirket Değeri (Mn,TL)	3,584
<b>FD/Satışlar Çarpanına Göre Şirket Değeri (Mn,TL)</b>	<b>2,976</b>
<b>Ağırlık (%50)</b>	<b>1,488</b>
<b>Çarpan Analizine Göre Şirket Değeri</b>	<b>3,188</b>
<b>İndirgenmiş Nakit Akışları Yöntemine Göre Ortalama Şirket Değeri</b>	<b>2,920</b>
<b>Ağırlık (%50)</b>	<b>1,460</b>
<b>Çarpan ve İNA Analizleriyle Ağırlıklandırılmış Şirket Değeri</b>	<b>3,054</b>
Halka Arz Öncesi İskonto Hesabı	
Nominal Sermaye Tutarı	49.96
Değerleme Yöntemleriyle Hesaplanan Halka Arz Öncesi Özkaynak Değeri	3,054
Halka Arz İskonto Oranı	20%
Halka Arz İskontolu Piyasa Değerleri	2,443
<b>Halka Arz Fiyatı</b>	<b>48.90</b>

Kaynak: Eksun Gıda Fiyat Tespit Raporu

## Görüşümüz

- Fiyat tespit raporunda şirket hakkında gerekli bilgilendirme yapılmıştır. Kullanılan yöntem ve varsayımların açık ve anlaşılır olduğunu düşünüyoruz.
- Şirket için yapılan değerlendirme çalışmasında kullanılan "İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA)" ve "Çarpan Analizi Yöntemi" kullanılmıştır. Değerlemede İNA analizine %50, çarpan analizine %50 oranda ağırlık verilmesini makul buluyoruz. Kullanılan değerlendirme yöntemlerinin açık ve anlaşılır olduğunu düşünüyoruz.
- Çarpan analizi yönteminde yurt içi ve yurt dışı benzer gıda şirketleri arasında FD/FAVÖK ve FD/Satışlar çarpanlarının medyan değerlerinin alınmasını makul buluyoruz.
- Kullanılan değerlendirme yöntemleri sonrasında elde edilen pay başına değere uygulanan %20 oranındaki halka arz iskontosunun makul olduğunu düşünüyoruz.

## Finansal tablolar

## Eksun Gıda

Bilanço (Mn, TL)	2019	2020	2021	2022/9A
<b>Toplam Dönen Varlıklar</b>	<b>365</b>	<b>552</b>	<b>1,177</b>	<b>1,687</b>
Nakit ve Nakit Benzerleri	26	37	10	46
Ticari Alacaklar	151	190	331	591
Diğer Alacaklar	10	10	155	18
Stoklar	135	274	543	677
Peşin ödenmiş giderler	17	8	96	261
Cari dönem vergisi ile ilgili varlıklar				31
Diğer Dönen Varlıklar	25	32	42	62
<b>Toplam Duran Varlıklar</b>	<b>71</b>	<b>185</b>	<b>163</b>	<b>118</b>
Finansal Yatırımlar	1	1	1	0
Kullanım Hakkı Varlıkları			16	45
Peşin Ödenmiş Giderler	0	0	0	2
Maddi Duran Varlıklar	56	179	121	62
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	0	0	0	0
Ertelemiş Vergi Varlığı	14	5	25	9
<b>Toplam Varlıklar</b>	<b>436</b>	<b>737</b>	<b>1,341</b>	<b>1,805</b>
<b>Kısa Vadeli Yükümlülükler</b>	<b>448</b>	<b>640</b>	<b>1,182</b>	<b>1,471</b>
Kısa Vadeli Borçlanmalar	110	265	597	838
Kiralama İşlemlerinden Kaynaklanan Yükümlülükler	4	6	8	15
Ticari Borçlar	317	343	524	169
Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kapsamında Borçlar	1	1	2	3
Diğer Borçlar	1	7	19	68
Ertelemiş Gelirler	14	14	27	30
Dönem Karı Vergi Yükümlülüğü			1	28
Kısa vadeli Karşılıklar	2	3	3	5
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	1	1	3	315
<b>Uzun Vadeli Yükümlülükler</b>	<b>12</b>	<b>24</b>	<b>74</b>	<b>47</b>
Uzun Vadeli Borçlanmalar	2	12	47	0
Uzun vadeli finansal kiralama borçları	7	8	19	33
Uzun Vadeli Karşılıklar	4	4	7	13
<b>Toplam Özkaynaklar</b>	<b>(25)</b>	<b>73</b>	<b>85</b>	<b>286</b>
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar				
Ödenmiş Sermaye	50	50	50	50
Sermaye düzeltmesi farkları	8	12	12	12
Ortak kontrole tabi işletmelere içeren birleşmelerin etkisi	(46)			
Tanımlanmış fayda planlarının yeniden ölçüm kazançları/kayıpları	2	(2)	(4)	(8)
Duran varlık yeniden değerlendirme artış/azalışları		85	34	
Kardan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	1	2	2	2
Geçmiş Yıllar Karları / (Zararları)	(46)	(85)	(16)	28
Net Dönem Karı / (Zararı)	12	12	8	202
<b>Toplam Kaynaklar</b>	<b>436</b>	<b>737</b>	<b>1,341</b>	<b>1,804</b>
<b>Gelir Tablosu (Mn, TL)</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022/9A</b>
Hasılat	926	1,041	1,549	2,812
Satışların Maliyeti (-)	(795)	(875)	(1,276)	(2,166)
<b>Brüt Kar</b>	<b>131</b>	<b>166</b>	<b>274</b>	<b>646</b>
Genel Yönetim Giderleri (-)	(15)	(20)	(15)	(19)
Satış, Pazarlama ve Dağıtım Giderleri (-)	(75)	(82)	(102)	(199)
Araştırma ve Geliştirme Giderleri (-)	0	(0)	(0)	(0)
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	39	71	218	113
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler (-)	(39)	(73)	(171)	(113)
<b>Esas Faaliyet Karı/Zararı</b>	<b>42</b>	<b>61</b>	<b>203</b>	<b>428</b>
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	0	0	34	62
Yatırım Faaliyetlerinden Giderler	(0)	0	(4)	(2)
Finansman Gideri Öncesi Faaliyet Karı	42	61	233	488
Finansman Gelirleri	1	22	17	10
Finansman Giderleri (-)	(33)	(73)	(256)	(248)
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Öncesi Karı/Zararı	10	11	(6)	251
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Gideri/Geliri	2	0	14	(49)
<b>Kontrol Gücü Olmayan Paylar</b>				
<b>Ana Ortaklık Paylarına Düşen Dönem Karı/Zararı</b>	<b>12</b>	<b>12</b>	<b>8</b>	<b>202</b>

## Uyarı Notu

Burada yer alan tüm bilgiler ve görüşler yatırımcıları bilgilendirmek amacıyla TEB Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("TEB Yatırım") tarafından işbu rapor tarihi itibarıyla hazırlanmış olup, önceden bildirimde bulunmaksızın değiştirilebilir. TEB Yatırım, bu dokümanda yer alan bilgileri mümkün olduğunca güncel kaynaklardan derlemiş olmakla birlikte, söz konusu bilgilerin doğru ve tam olduğunu taahhüt etmemekte ve güvenilir olduğunu iddia etmemektedir. TEB Yatırım, dokümandaki bilgiler hazırlanırken yararlanılan ve kullanılan kaynaklardaki hata ve eksikliklerden ve dokümanın içeriğindeki bilgilerin kullanılması sonucunda üçüncü kişilerin uğrayabilecekleri doğrudan ve/veya dolaylı zararlardan, kar yoksunluğundan, manevi zararlardan sorumlu tutulamaz. Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmakta olup finansal bilgi ve genel yatırım tavsiyesi kapsamında hazırlanmıştır ve hiçbir şekilde yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti; yetkili kuruluşlar tarafından kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler ise genel niteliktedir. Bu tavsiyeler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Dolayısıyla burada bahsedilen sermaye piyasası araçlarına ilişkin herhangi bir yatırım kararını, kendi özel yatırım amaçlarınız ve mali durumunuzu göz önünde bulundurarak, kendi araştırmalarınızı ve bağımsız danışmanlarınızdan aldığınız tavsiyeleri temel alarak vermeniz önerilmektedir. Ayrıca Yatırım Danışmanlığı Hizmeti almak isteyen yatırımcıların, TEB Yatırım ile Yatırım Danışmanlığı Sözleşmesi imzalamış ve Yerindelik Testi yapmış olmaları gerekmektedir.

Burada yer alan hiçbir bilgi TEB Yatırım veya başka bir şirket tarafından veya onlar adına herhangi bir kimseye, herhangi bir sermaye piyasası aracının alınması veya satılması yönünde herhangi bir icap veya davet teşkil etmez.

Burada bahsedilen yatırım araçlarının fiyat ve değerleri doğrudan veya dolaylı olarak (döviz kurlarındaki değişiklikler, piyasa eğilimleri, getirinin istikrarsız olması...vs sebeplerle) yatırımcıların menfaatlerine aykırı olarak artabilir veya azalabilir ve bu durum yatırımcıların yatırdıkları anaparada kayba yol açabilir. Raporla belirtilen geçmiş performans, gelecekte elde edilecek sonuçların bir garantisi olarak kabul edilemez.

Bunlarla birlikte, muhtelif zamanlarda, TEB Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin, ortaklarının, iştiraklerinin ve işbu kapsamdaki yöneticilerinin, yetkililerinin, çalışanlarının veya temsilcilerinin, doğrudan veya dolaylı olarak, raporda bahsi geçen işlemler, menkul kıymetler veya emtialar üzerinde pozisyonları bulunabilir veya farklı nedenlerle ilgi ve ilişkileri bulunabilir. Ayrıca yine, TEB Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ortakları, çalışanları, yöneticileri ve bunlarla doğrudan ve dolaylı olarak ilişkileri bulunan istihdam ilişkisi doğuracak bir sözleşme çerçevesinde veya herhangi bir sözleşme olmaksızın çalışan ve tavsiyenin hazırlanmasına katılan tüm gerçek veya tüzel kişiler ile müşterileri arasında önlenemeyen çıkar çatışması ve objektifliği etkilemesi muhtemel nitelikte ilişkiler doğabilir.

Bu hallerde, TEB Yatırım Menkul Değerler A.Ş. internet sitesinde yer alan Çıkar Çatışması Politikası uyarınca hareket eder.

TEB Yatırım Araştırma analistleri zaman zaman raporun konusu inceleme kapsamına giren şirket ziyaretleri gerçekleştirmektedir. Bu ziyaretler bağlı olarak analistlerin masraflarının şirket tarafından üstlenmesi ya da ziyaretin analistlere ödenmek üzere maddi bir karşılığa istinaden gerçekleştirilmesi anılan Çıkar Çatışması Politikası tarafından yasaklanmaktadır.

İşbu dokümanın bütün hakları TEB Yatırım'ın münhasır mülkiyetinde olup, hiçbir bölümü TEB Yatırım'ın yazılı izni olmaksızın kısmen veya tamamen kopyalanamaz, çoğaltılamaz, değiştirilemez veya üçüncü kişilere dağıtılamaz. Aksi halde, TEB Yatırım uğramış olduğu bütün zarar ve ziyarı talep etme hakkını saklı tutar. Bu doküman ABD dahil dağıtımının hukuka ve ilgili mevzuata aykırı olduğu hiçbir ülkede yayımlanamaz veya dağıtılamaz.