

14 Mart 2023 Salı

Bu değerlendirme raporu 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 Vakıf Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanmıştır.

Eksun Gıda Tarım Sanayi ve Ticaret A.Ş. halka arzına ilişkin olarak, yatırımcıların halka arza katılması ya da katılmaması yönünde bir öneri ya da teklif değildir. Bu rapor yalnızca aracı kurumun fiyat tespit raporu hakkındaki görüşü olup yatırımcılar, halka arza ilişkin sirküleri ve izahnameyi inceleyerek kararlarını vermelidirler.

Genel Bilgiler

Şirket, 1996 yılında, Tekirdağ'da Eksun Tarım Ürünleri Hayvancılık Gıda ve Ticaret Limited Şirketi olarak kurulmuştur. Şirket unvanı, 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 Tekirdağ'da 2 adet ve Konya'da 1 adet olmak üzere toplamda 3 tesis ile üretim faaliyetlerinde bulunmaktadır.

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 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.

Ortaklık Yapısı

Eksun Gıda'nın 09.12.2022 itibariyle ödenmiş sermayesi 49.957.498 TL olup, şirket paylarının tamamına Eksim Yatırım Holding A.Ş. sahip konumdadır. Ayrıca sermayede A grubu payların oranı %25, B grubu payların oranı ise %75'tir. Halka arz 20.042.502 TL nominal değerinde sermaye artışı ile planlanmaktadır. Arz sonrası ise halka açıklık oranı %28,63 olarak hesaplanmaktadır.

Şirket'in Faaliyetleri Hakkında

Şirket'in merkez ve üretim tesis bilgileri aşağıda yer almaktadır:

- İstanbul
 - Şirket'in genel merkezi Üsküdar ilçesi, Altunizade'dir.
- Tekirdağ
 - Muratlı Fabrika Buğday İşleme Tesisi, 1.280 mt /gün buğday kırım kapasitesine sahiptir.
 - Muratlı Fonksiyonel Un (pastacılık ürünleri, ekmek karışımları, glütensiz un karışımları, irmik, çavdar vb.) Karışımlar Tesisi yaklaşık 12 mt/gün kapasiteye sahiptir.
- Konya
 - Selçuklu Fabrika Buğday İşleme Tesisi, 600 mt/gün buğday kırım kapasitesine sahiptir.

a) Kanal Bazında Satışlar

Şirketin ürettiği ve sattığı ürün grupları 3 ana kategoride değerlendirilebilmektedir. Bunlar; ev dışı tüketim ürünleri, ihracat ürünleri ve perakende satış ürünleridir.

Lojistik operasyonlar açısından şirket, ihracatının önemli bir bölümünü deniz yoluyla yapmaktadır. Kalanını ise, karayolu taşımacılığı ile gerçekleştirmektedir.

Pazarlama faaliyetleri olarak şirketin ihracat kanalında mevcut pazarlardaki payını artırmak için düzenli olarak katılım sağladığı fuarlar olduğu gibi, şirket yeni pazarlara girmek için hedefe uygun farklı fuarlara da katılım gerçekleştirmektedir. Ayrıca ihracat pazarlama ekibi tarafından yerinde gözlem, risk analiz ve müşteri ilişkilerini geliştirmek amacıyla, müşteri ziyaretleri de gerçekleştirilmektedir.

1. Ev Dışı Tüketim Ürünleri

Ev Dışı Tüketim (EDT) kanalı; otel, hastane, okul, pastane, fırın, fast food, restoran, kafe, büfe, çay bahçesi, üretim tesisi, ofis gibi ev dışı olarak tarif edilen yerlerde yapılan tüketimleri kapsayan satış kanalıdır.

2. Perakende Ürünleri

Şirket, perakende ürünleri ile 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 ürünleri ile de raflarda yer almaktadır.

3. İhracat Ürünleri

Şirket, ihracat satış hedeflerine bağlı kalarak, ihracat pazarlarında satışlarını gerçekleştirmektedir. İhracat hedef pazarları dönemsel olarak değişebilmektedir. İhracat kanalında, şirket en yüksek satışını Orta Doğu pazarına yapmaktadır.

Değerleme Yöntemleri

Eksun Gıda’nın pay başına değerinin belirlenebilmesi amacıyla aşağıda belirtilen değerlendirme yöntemleri kullanılmıştır.

- **Gelir yaklaşımı:** İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi
- **Pazar Yaklaşımı:** Piyasa Çarpanları Analizi
 - Firma Değeri/ Satışlar(FD/ Satışlar)
 - Firma Değeri / FAVÖK (FD/FAVÖK)

İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi

İndirgenmiş nakit akımları (INA) analizi, şirketlerin gelecekte yaratması muhtemel nakit akımlarının bugüne indirgenmesi temeline dayanan bir değerlendirme yöntemidir. İNA yöntemi çeşitli varsayımlara dayanarak şirketlerin faaliyetlerinin içsel değerini bulmaya odaklanır. Bu yöntem şirketlerin uzun vadeli potansiyelini değerlemeye yansıtırken, şirket ve sektör özelindeki bazı riskleri de belirli bir çerçevede hesaplamaya dahil eder. Bu yöntemin varsayımlara çok duyarlı olması en önemli dezavantajıdır.

Piyasa Çarpanları Analizi

Bu değerlendirme yönteminde karşılaştırma bazında kullanılacak benzer şirketlerin Firma Değeri/ Satışlar (FD/ Satışlar) çarpanları ile Firma Değeri / FAVÖK (FD/FAVÖK) çarpanları kullanılmıştır. Firma Değeri/ Net Kar çarpanları yöntemi benzer şirketlerin bilanço yapılarındaki farklılıklar da göz önünde bulundurularak değerlendirme çalışmasında kullanılmamıştır.

- Şirket'in 30.09.2022 tarihinde sonra eren yıla ait satış ("Satışlar") tutarı, benzer şirketlere bakılarak tespit edilen FD/ Satışlar ile çarpılarak firma değeri hesaplanmıştır. Sonraki adımda 30.09.2022 tarihli net borç hesaplanan firma değerinden düşülerek Şirket'in FD/Satışlar çarpanına göre özkaynak değeri hesaplanmıştır.
- Şirket'in 30.09.2022 tarihinde sona eren yıla ait faiz, amortisman ve vergi öncesi kar ("FAVÖK") tutarı, benzer şirketlere bakılarak tespit edilen FD/ FAVÖK ile çarpılarak firma değeri hesaplanmıştır. Benzer şirketlerin FD/FAVÖK çarpanları da karşılaştırılabilirlik açısından aynı FAVÖK yaklaşımı kullanılarak hesaplanmıştır. Sonraki adımda 30.09.2022 tarihli net borç hesaplanan firma değerinden düşülerek Şirket'in FD/ FAVÖK çarpanına göre özkaynak değeri hesaplanmıştır.

Projeksiyonlar

INA'ya esas teşkil eden projeksiyonlar Şirket'in 5 yıllık iş planı baz alınarak 2022 yılı son çeyrek ve 2023-2027 periyodu için hazırlanmıştır.

a. Makro Varsayımlar

2023 yılında Şubat ayı Merkez Bankası Piyasa Katılımcıları Anketi'nde cari yılsonu yıllık enflasyon oranı %35,8 olarak tahmin edilmiştir. Bu oran yıllık ortalama enflasyon oranı olarak çalışmada kullanılmıştır. İlerleyen yıllarda ilgili oranın 2024 yılında %20'ye düşeceği ve ilerleyen yıllarda kademeli olarak azalarak 2027 yılında %10,0'a düşeceği varsayılmıştır.

İlgili ankette yer alan cari yılsonu kuru (22,84 TL) 2023 yılı ortalama kuru olarak baz alınmış ve ilerleyen yıllarda yıllık enflasyon oranına bağlı olarak artacağı öngörülmüştür.

b. Gelirlerin ve Giderlerin Projeksiyonu

Şirket gelirleri projeksiyonu 7 kategoride, EDT, perakende, hububat ve diğer ürünler, ihracat, tali ürünler ve enerji olarak yapılmıştır.

Hasılat Projeksiyonu

milyon TL	2022T	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T
Hasılat	3.926	5.987	7.762	9.453	10.933	12.272
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

Şirket'in 2024 yılının ortasında devreye almayı planladığı 28 MW'lık yenilenebilir enerji santrallerinde üretilen elektriğin satılmasına bağlı olarak enerji geliri projekte edilmiştir.

c. Ağırlıklandırılmış Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM)

- Ağırlıklandırılmış ortalama sermaye maliyetinin projeksiyon dönemi içerisinde değişken olacağı varsayılmıştır.
- 2022 yılı risksiz getiri oranı 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.
- Şirket'in kaldıraçlı betası 1,0x olarak öngörülmüştür.
- Vergi öncesi borç maliyetinin, risksiz getiri oranının %5 üzerinde olacağı varsayılmıştır.
- Borç/ (Borç+Özkaynak) oranı, son dönemdeki bilançosu da dikkate alınarak 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.

Ağırlıklandırılmış Ortalama Sermaye Maliyeti

	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Risksiz Getiri Oranı (TL)	20,00%	17,5%	17,5%	17,5%	17,5%	17,5%
Hisse Senedi Risk Primi	5,50%	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

Piyasa Çarpanları Analizi

Un ve unlu mamulleri, hazır ve donmuş gıda alanlarında faaliyet gösteren Şirket yerli ve yabancı benzer şirketlerle karşılaştırılmıştır. Şirketler seçilirken un, unlu mamulleri ve gıda üretimi alanlarında faaliyet göstermesine dikkat edilmiştir.

Şirketin özkaynak değeri FD/FAVÖK ve FD/Satışlar analizleri sonucu hesaplanmış ve analiz sonucu hesaplanan değerlere eşit ağırlık verilerek Piyasa Çarpanları Analizi sonucu özkaynak değeri hesaplanmıştır.

1) FD/FAVÖK Çarpanı Yöntemi

Şirketin firma değeri Yabancı FD/FAVÖK çarpanı ve Yerli FD/FAVÖK çarpanı yöntemi ile ayrı ayrı hesaplanmıştır. Hesaplanan firma değerlerinden 30.09.2022 tarihli net borç çıkartılarak her iki çarpan analizine istinaden nihai özkaynak değeri tespit edilmiş ve hesaplanan iki ayrı özkaynak değerlerinden yerli benzer şirketlere %50, yabancı benzer şirketlere %50 ağırlık verilerek şirketin FD/FAVÖK çarpan analizine göre özkaynak değeri hesaplanmıştır.

FD/FAVÖK çarpanı, halka açık benzer şirketlerin güncel firma değerlerinin ilgili şirketlerin 30.09.2022 tarihinde sona eren 12 aylık dönem itibariyle elde ettikleri FAVÖK değerlerine bölünmesiyle hesaplanmaktadır.

Yabancı Benzer Şirketler	Ülke	FD/FAVÖK
Archer-Daniels-Midland Co	ABD	9,8x
General Mills Inc	ABD	13,0x
Bunge Ltd	ABD	7,1x
Nissin Foods Holdings Co Ltd	Japonya	15,2x
Gruma S.A.B.B	Meksika	8,9x
Lancaster Colony Corp	ABD	30,4x
Nisshin Seifun Group Inc	Japonya	8,7x
M Dias Branco Sa	Brezilya	13,8x
Tiger Brands Ltd	Güney Afrika	9,2x
Nippon Corp	Japonya	7,5x
Agthia Group Pjsc	Birleşik Arap Emirlikleri	7,2
Samyang Corp	Güney Kore	11,0x
Nitto Fuj, Flour Milling Co	Japonya	a.d.
Oman Flour Mills	Umman	39,7x
Malayan Flour Mills Bhd	Malezya	8,9x
Medyan		9,1x

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

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

milyon TL	
Yabancı Benzer Şirket FD/FAVÖK	9,1x
FAVÖK*	507
Şirket Değeri	4.596
Net Borç	1.153
Yabancı Şirketler FD/FAVÖK Çarpanına Göre Özkaynak Değeri	3.442

*Esas faaliyetlerden diğer gelir giderler hariç

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

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
Frijo	5,6x
Selva Gıda	10,3x
Oylum	20,9x
Selçuk Gıda	a.d.
Medyan	8,9x

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

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

m TL	
Yerli Benzer Şirketler FD/FAVÖK	8,9x
FAVÖK*	507,3
Şirket Değeri	4.511
Net Borç	1.153
Yerli Şirketler FD/FAVÖK Çarpanına Göre Özkaynak Değeri	3.358

*Esas faaliyetlerden diğer gelir giderler hariç

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

FD/FAVÖK çarpanlarına göre hesaplanan özkaynak değerlerinde, ihtiyatlılık gereği, yerli benzer şirket çarpanlarına %50, yabancı benzer şirket çarpanlarına %50 ağırlık verilmiştir.

m TL	
Yabancı Şirketler FD/FAVÖK Çarpanına Göre Özkaynak Değeri	3.442
Yerli Şirketler FD/FAVÖK Çarpanına Göre Özkaynak Değeri	3.358
FD/FAVÖK Çarpanına Göre Özkaynak Değeri	3.400

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

2) FD/Satışlar Çarpanı Yöntemi

Şirketin firma değeri Yabancı FD/Satışlar çarpanı ve Yerli FD/Satışlar çarpanı yöntemi ile ayrı ayrı hesaplanmıştır. Hesaplanan firma değerlerinden 30.09.2022 tarihli net borç çıkartılarak her iki çarpan analizine istinaden nihai özkaynak değeri tespit edilmiş ve hesaplanan iki ayrı özkaynak değerlerinden yerli benzer şirketlere %50, yabancı benzer şirketlere %50 ağırlık verilerek şirketin FD/Satışlar çarpanı analizine göre özkaynak değeri hesaplanmıştır.

FD/Satışlar çarpanı, halka açık benzer şirketlerin güncel firma değerlerinin ilgili şirketlerin 30.09.2022 tarihinde sona eren 12 aylık dönem itibarıyla elde ettikleri satış değerlerine bölünmesiyle hesaplanmaktadır.

Yabancı Benzer Şirketler		FD/Satış
Archer-Daniels-Midland Co	ABD	0,5x
General Mills Inc	ABD	2,9x
Bunge Ltd	ABD	0,3x
Nissin Foods Holdings Co Ltd	Japonya	1,8x
Gruma S.A.B.B	Meksika	1,3x
Lancaster Colony Corp	ABD	3,0x
Nisshin Seifun Group Inc	Japonya	0,6x
M Dias Branco Sa	Brezilya	1,4x
Tiger Brands Ltd	Güney Afrika	1,1x
Nippon Corp	Japonya	0,5x
Agthia Group Pjsc	Birleşik Arap Emirlikleri	1,0x
Samyang Corp	Güney Kore	0,6x
Nitto Fuj, Flour Milling Co	Japonya	0,6x
Oman Flour Mills	Umman	1,3x
Malayan Flour Mills Bhd	Malezya	0,7x
Medyan		1,0x

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

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

m TL	
Yabancı Benzer Şirketler FD/Satışlar	1,0x
Satışlar	3.382
Şirket Değeri	3.520
Net Borç	1.153
Yabancı Şirketler FD/Satışlar Çarpanına Göre Özkaynak Değeri	2.367

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Yerli Şirketler	FD/Satış
Ülker	1,0x
Tukaş	3,1x
Yayla Gıda	1,4x
Ulusoy Un	0,3x
Söke Un	2,2x
Kereviş	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
Medyan	1,4x

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

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

mn TL	
Yerli Benzer Şirketler FD/Satışlar	1,4x
Satışlar	3.382
Şirket Değeri	4.737
Net Borç	1.153
Yerli Şirketler FD/Satışlar Çarpanına Göre Özkaynak Değeri	3.584

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

FD/Satışlar çarpanlarına göre hesaplanan özkaynak değerlerinde, ihtiyatlılık gereği, yerli benzer şirket çarpanlarına göre %50, yabancı benzer şirket çarpanlarına %50 ağırlık verilmiştir.

mn TL	
Yabancı Şirketler FD/Satışlar Çarpanına Göre Özkaynak Değeri	2.367
Yerli Şirketler FD/Satışlar Çarpanına Göre Özkaynak Değeri	3.584
FD/Satışlar Çarpanına Göre Özkaynak Değeri	2.976

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Yabancı ve yerli benzer şirketlerin FD/Satışlar çarpanları kullanılarak hesaplanan özkaynak değerlerine, yerli şirketlere %50, yabancı şirketlere %50 ağırlık verilmiş ve analiz sonucunda 2.975.730.760 TL özkaynak değerine ulaşılmıştır.

Piyasa Çarpanları 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
Özkaynak Değeri			3.187.990.140

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

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

14 Mart 2023 Salı

İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemleri

- Şirket'in değerlendirme çalışmasında Şirket'in 2022 yılı için 9 aylık gerçekleştirmeler ve Şirket İş Planı baz alınarak projeksiyonlar hazırlanmıştır. Ürün gruplar 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 için 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.

Hazırlanan projeksiyonlara göre nakit akışı aşağıdaki tabloda gösterilmiştir.

İndirgenmiş Nakit Analizi

	2022 4ÇT	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	1010	1128	1172
(+) 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
Serbest Nakit Akışı (SNA)	85	-232	-14	701	835	972	1.105
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 itibarıyla değeri	81	-184	-9	387	387	378	
SNA Toplam	1.041						
Terminal büyüme oranı	5,0%						
Terminal AOSM	19,2%						
Terminal Değer (TD)	7.792						
TD'nin Bugünkü Değeri	3.033						
Firma Değeri	4.073						
Net Borç (30.09.2022)	1.153						
Özsermaye Değeri	2.920						

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Sonuç

Değerleme çalışmasında İndirgenmiş Nakit Akışları Yöntemi ve Piyasa Çarpan Analizi %50-%50 ağırlıklandırılarak nihai değer tespit edilmiştir. FD/FAVÖK ve FD/Satışlar çarpanlarının ağırlığı sırasıyla %50-%50 olarak belirlenirken her bir çarpan kendi içerisinde de yerli şirketlerin çarpanları %50, yabancı şirket çarpanları %50 ile ağırlıklandırılmıştır.

İndirgenmiş Nakit Akışları Yöntemi ve Piyasa Çarpan analizi sonucunda bulunan özkaynak değerleri aşağıda yer almaktadır.

Değerleme Yöntemi Sonuçları	Hesaplanan		Piyasa Değeri (TL)
	Özkaynak Değeri (TL)	Ağırlık	
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
Ağırlıklandırılmış Özsermaye Değeri			3.054.178.485

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

%50-%50 ağırlıklandırma ile Şirket'in ortalama halka arz öncesi özkaynak değeri **3.054.178.485 TL** olarak hesaplanmaktadır.

Halka Arz Öncesi İskonto Hesabı

(TL)	Sonuç
Nominal Sermaye Tutarı	49.957.498
Değerleme Yöntemleri ile Hesaplanan	
Halka Arz Öncesi Özkaynak Değeri	3.054.178.485
Halka Arz İskonto Oranı	20,0%
Halka Arz İskontolu Piyasa Değerleri	2.442.921.652
Halka Arz Fiyatı (TL/Pay)	48,90

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Değerleme yöntemleri ile hesaplanan halka arz öncesi özsermaye değeri üzerinden, %20,0 halka arz öncesi iskonto oranı uygulanarak, halka arz fiyatı hisse başına 48,90 TL olarak hesaplanmaktadır.

Görüşümüz

- Fiyat Tespit Raporu'nda şirketin faaliyetleri, sektörü ve değerlendirme yöntemlerine ilişkin yer verilen bilgilerin anlaşılır ve yeterli olduğunu düşünüyoruz.
- Değerleme çalışmasında kullanılan yöntemlerin uygun olduğunu değerlendiriyoruz.
- İndirgenmiş Nakit Akımları analizinde kullanılan projeksiyonların ve değerlendirme parametrelerinin, değerlendirme tarihi itibarıyla mantıklı buluyoruz.
- Çarpan analizinde; yurt içi ve yurt dışı şirketlerin çarpanlarına yer verilmesinin yanı sıra değerlendirilmede medyan değerinin kullanılmasını makul buluyoruz. Sonuca ulaşırken, analiz sonuçlarının eşit ağırlıklandırılmasının uygun olduğunu düşünüyoruz.
- Değerleme çalışması sonucunda %20,0 halka arz iskontosu yapılarak ulaşılan 48,9 TL'lik hisse başı halka arz fiyatının, makul olduğu görüşündeyiz.

Finansal Bilgiler

Bilanço

Özel Bağımsız Denetimden Geçmiş Finansal Durum Tabloları

Varlıklar (TL)	31.12.2019	31.12.2020	31.12.2021	30.09.2022
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
Toplam Varlıklar	435.947.213	737.283.799	1.340.896.539	1.804.611.342
Kaynaklar (TL)				
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 ortaklıklar	-24.529.398	73.017.894	84.741.151	286.006.461
Kontrol gücü olmayan paylar	-10.024			
Toplam Kaynaklar	435.947.213	737.283.799	1.340.896.539	1.804.611.342

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Gelir Tablosu

Özel Bağımsız Denetimden Geçmiş Gelir Tablosu

(TL)	1.01.2019- 31.12.2019	1.01.2020- 31.12.2020	1.01.2021- 31.12.2021	1.01.2021- 30.09.2021	1.01.2022- 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
Brüt kar/(zarar)	131.335.355	166.012.344	273.572.467	167.680.784	645.843.389
<i>Brüt kar marjı</i>	14,2%	15,9%	17,7%	17,1%	23,0%
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
Esas faaliyet karı/(zararı)	41.958.368	61.404.529	203.099.527	113.373.266	428.049.626
<i>Esas faaliyet karı marjı</i>	4,5%	5,9%	13,1%	11,6%	15,2%
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
Finansman gideri öncesi faaliyet karı/(zararı)	41.974.845	61.404.529	232.662.224	107.433.397	488.463.700
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
Vergi öncesi kar/(zarar)	9.947.750	11.102.344	-6.099.230	3.244.193	251.179.868
Dönem vergi gideri			-675.432		-28.446.220
Ertelenmiş vergi geliri/(gideri)	1.686.428	484.156	14.459.549	-635.858	-20.942.957
Dönem karı/(zararı)	11.634.178	11.586.500	7.684.885	2.608.335	201.790.691
<i>Dönem karı marjı</i>	1,3%	1,1%	0,5%	0,3%	7,2%

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, yatırım ve kalkınma bankaları ile müşteri arasında imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde ve yetkili kuruluşlar tarafından kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler ise genel niteliktedir. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler, mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanılarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir. 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 şekilde olursa olsun üçüncü kişilerin uğrayabileceği her türlü zararlardan dolayı Vakıf Yatırım Menkul Değerler A.Ş. sorumlu tutulamaz.