



EKSUN GIDA TARIM SANAYİ VE TİCARET A.Ş

"FİYAT TESPİT RAPORU" ANALİZİ

Mart 2023



İÇİNDEKİLER

I. HALKA ARZA İLİŞKİN BİLGİLER	3
II. ŞİRKET BİLGİLERİ	4
III. FİNANSAL GÖRÜNÜM	6
IV. DEĞERLEME	7
V. GÖRÜŞ	12

İşbu rapor Sermaye Piyasası Kurulu'nun VII-128,1 Pay Tebliği 29. maddesine istinaden Ziraat Yatırım Menkul Değerler A.Ş. (kısaca "Ziraat Yatırım") tarafından Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin (kısaca "Yapı Kredi Yatırım") lider olduğu Eksun Gıda Tarım Sanayi ve Ticaret A.Ş. ("Eksun Gıda" veya kısaca "Şirket") paylarının halka arzı kapsamında Yapı Kredi Yatırım tarafından hazırlanan fiyat tespit raporunu değerlendirmek amacıyla hazırlanmış olup, yatırımcıların pay alım satımına ilişkin herhangi bir tavsiye veya teklif içermemektedir. Yatırımcılar, halka arza ilişkin İzahnameyi inceleyerek karar vermelidir. Rapor içerisinde bulunabilecek hata ve noksanlıklardan dolayı Ziraat Yatırım hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz.

I. HALKA ARZA İLİŞKİN BİLGİLER

Halka Arz Öncesi Çıkarılmış Sermaye	■ 49.957.498 TL
Halka Arz Sonrası Çıkarılmış Sermaye	■ 70.000.000 TL
Halka Arz Miktarı ve Türü	■ 20.042.502TL nominal - Sermaye Artırımı ■ Toplam - 20.042.502 TL nominal
Dağıtım Yöntemi	■ Eşit Dağıtım (Yurt İçi Bireysel Yatırımcılar ve Şirket Çalışanları)
Halka Arz Şekli	Sabit Fiyat İle Talep Toplama Yöntemi
Halka Arz Fiyatı	■ 48,90 TL
Halka Arz Büyüklüğü	■ 980.078.347 TL
Halka Arz Oranı	■ %28,63
Halka Arz Tarihi	■ 15 - 16 - 17 Mart 2023
Borsada İşlem Görme Tarihi (tahmini) / Pazarı / Dahil Olacağı Endeks	■ 23 - 24 Mart 2023 / Yıldız Pazar
Halka Arz Tahsisatı	■ 11.624.226 - %57- Yurt İçi Bireysel Yatırımcılar ■ 601.276 - %3- Şirket Çalışanlarına ■ 7.014.875 - %35- Yurt İçi Kurumsal Yatırımcılara ■ 1.002.125 - %5 - Yurt Dışı Kurumsal Yatırımcılara
Halka Arz Liderleri	■ Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş. (Lider)
Taahhütler	<p>■ Şirket tarafından halka arz edilen payların Borsa İstanbul'da işlem görmeye başladığı tarihten itibaren 1 yıl boyunca, bedelli sermaye artırımı yapılmayacağı, halka arza konu olmayan ve fiyat istikrarı sağlayıcı işlemler neticesinde sahip olunan paylar da dahil olmak üzere herhangi bir şekilde sahip olunabilecek paylar üzerinde satış, devir, rehin veya sair surette bir tasarruf işlemi veya bu sonuçları doğurabilecek başkaca herhangi bir işlem yapılmayacağı, bu yollarla dolaşımdaki pay miktarının artırılmayacağı ve Şirket'in yönetim kontrolüne sahip olduğu herhangi bir iştirak ya da bağlı ortaklık veya bunlar adına hareket eden kişiler tarafından da bu sınırlamalara uyulmasının sağlanacağı taahhüt edilmiştir.</p> <p>■ Şirket'in paylarının tamamına sahip olan Eksim Yatırım Holding, portföyünde bulunan ve fiyat istikrarı sağlayıcı işlemler neticesinde sahip olunan paylar da dahil olmak üzere maliki olduğu Şirket paylarını, Şirket'in halka arz edilen paylarının Borsa İstanbul'da işlem görmeye başladığı tarihten itibaren fiyattan bağımsız 1 yıl boyunca, borsada satmayacaklarını bu payların bu süre boyunca borsada satılması sonucunu doğuracak şekilde herhangi bir işleme tabi tutmayacaklarını ve borsa dışında yapılacak satışlarda da satışa konu payların da bu sınırlamaya tabi olacağını, Şirket'in bedelli sermaye artırımı yapması yönünde hareket etmeyeceğini taahhüt etmiştir.</p>
Fiyat İstikrarı	■ 30 gün süreyle Yapı Kredi Yatırım tarafından fiyat istikrarı işlemlerinin yapılması planlanmaktadır. Bu işlemlerde kullanılacak tutar sermaye artırımı yoluyla elde edilecek gelirin %20'si kadardır.

II. ŞİRKET BİLGİLERİ

Bu bölümdeki ifadeler, tablo ve grafikler Eksun Gıda Halka Arz İzahnamesi ve Fiyat Tespit Raporu'ndan alınmıştır.

- Eksun Gıda Tarım Sanayi ve Ticaret A.Ş. ("Eksun Gıda" veya "Şirket"), 1996 yılında Tekirdağ'da limited şirket olarak kurulmuştur. 2001 yılında bugünkü unvanını almıştır. Her türlü un, nişasta, pişirme yardımcıları, katkı ürünleri ve pastacılık ürünlerin üretim ve satışını yürütmekte olan Şirket, Sinangil ve Gluten Yok markalarının sahibidir.
- Tekirdağ'da 2 adet ve Konya'da 1 adet olmak üzere toplam 3 adet üretim tesisi bulunan Şirket'in merkezi İstanbul'dadır.
- Şirket'in mevcut ve halka arz sonrası ortaklık yapısı aşağıdaki gibidir:

Eksun Gıda Ortaklık Yapısı				
	Halka Arz Öncesi		Halka Arz Sonrası	
Ortak Unvanı	Sermaye Tutarı (TL)	Sermaye Payı	Sermaye Tutarı (TL)	Sermaye Payı
Eksim Yatırım Holding A.Ş.	49.957.498	100,00%	49.957.498	71,37%
Halka Açık	-	-	20.042.502	28,63%
Toplam	49.957.498	100,00%	70.000.000	100,00%

Fabrikalar

- Muratlı Buğday İşleme Tesisi:** Günlük 1.280 ton buğday kırım kapasitesine sahiptir.
- Muratlı Fonksiyonel Un Tesisi:** İşlenen buğdaydan pastacılık ürünleri, ekmek karışımları, glutensiz un, irmik, çavdar vb. üretilen tesisin günlük üretim kapasitesi 12 tondur.
- Konya Buğday İşleme Tesisi:** Günlük 600 ton buğday kırım kapasitesine sahiptir.
 - Eksun Gıda, üretimde kullandığı buğdayı, yurt içinde müstahsil, tüccar, Toprak Mahsulleri Ofisi (TMO) ve çeşitli bölgelerde bulunan buğday borsalarından, yurt dışında ise bölgesel yakınlığı sebebiyle Rusya, Ukrayna ve Romanya'dan tedarik etmektedir.
 - Şirket, buğdayı yurt içi ve yurt dışı pazarlardan tedarik etmeden önce analiz ettirerek satın almakta ve kalitelerine göre depolarda tasnif etmektedir.
 - Şirket'in üretim süreci buğday temini ile başlamaktadır. Buğdaylar öncelikle kalitelerine göre sınıflandırıldıktan sonra taş, toprak, saman vb. yabancı maddelerden temizlenerek, kabuğunu atması için rutubetlendirilir. Daha sonra işlenmek üzere öğütme aşamasına geçilmektedir. Bu aşamada un ve un türevleri nihai halini alarak, çeşitli boyutlarda ambalajlanır ve satış yapılabilir hale getirilir.

Satışlar:

- **Ev Dışı Tüketim (EDT) Kanalı**

- 1. Ekmeklik Un:** Şirket bu kategorideki ürünlerini ekmek üretimi yapan fırınlar, pide, simit ve unlu mamuller üreten işletmelere satmaktadır. Bu kategorideki satışlar, 2022 Eylül ayı sonunda bir önceki yılın aynı dönemine göre, tutar bazlı olarak %156; ton bazlı olarak ise %22 oranında artmıştır.
- 2. Endüstriyel Un:** Şirket bu kategorideki ürünlerini paketli ekmek, bisküvi, gofret, pizza gibi ürünlerde kullanılabilir şekilde üretmektedir. Bu ürünler, kurumsal çapta faaliyet gösteren fabrika ve işletmelere 25 kg ve 50 kg'lık çuval, kağıt ve Big Bag ambalajlarda satılmaktadır. Bu kategorideki satışlar, 2022 Eylül ayı sonunda bir önceki yılın aynı dönemine göre tutar bazlı olarak %281; ton bazlı olarak ise %61 oranında artmıştır.
- 3. HoReCa Un:** Şirket bu kategorideki ürünlerini baklava, börek, lavaş, yufka ve türevlerinin üretildiği imalathane, fabrika ve endüstriyel mutfaklara satmaktadır. Bu kategorideki satışlar, 2022 Eylül ayı sonunda bir önceki yılın aynı dönemine göre tutar bazlı olarak %281; ton bazlı olarak ise %61 oranında artmıştır.
- 4. Tali Ürünler:** Şirket'in bu kategorideki ürünleri, buğdayın un haline getirilirken ortaya çıkan kırık buğday, kepek, razmol gibi artıklardan oluşmaktadır. Bu tali ürünler gıda ve yem üreticilerine büyük-küçükbaş hayvan, sokak hayvanları ve su canlılarına yem üretilmesi için satılmasının yanında gıda sanayi firmalarına da hammadde olarak satılmaktadır. Bu kategorideki satışlar, 2022 Eylül ayı sonunda bir önceki yılın aynı dönemine göre tutar bazlı olarak %139; ton bazlı olarak ise %22 oranında artmıştır.

- **Perakende Kanalı:** Bu kategoride daha çok **Sinangil** ve **Gluten Yok** markası adı altında paketli un ve hazır paketli ürünlerin satışını gerçekleştirilmekte olup, satışlar, 2022 Eylül ayı sonunda bir önceki yılın aynı dönemine göre tutar bazlı olarak %131 artarken; ton bazlı olarak %9,3 oranında azalmıştır. Yine aynı dönem itibarıyla satışlarının %10'u private label markalı ürünlerle yapılmıştır.

- **İhracat Kanalı:** Eksun Gıda, yurt dışı satışlarını 50 kg paketler halinde profesyonel ekmeklik unlar ve özel amaçlı ürünler olarak gerçekleştirmektedir. 2022 yılsonuna göre ihracatının %55'ini Orta Doğu ülkelerine yapmaktadır. Bu bölgeyi sırasıyla Orta ve Güney Amerika, Sahraaltı Afrika, Hint Okyanus Adaları ve Asya-Pasifik ülkeleri takip etmektedir.

Net Satışlar (Milyon TL)	19/'12	20/'12	21/'12	21/'09	22/'09
EDT Kanalı	600	612	1.014	619	1.626
<i>Ekmeklik Un</i>	293	327	475	298	764
<i>Horeca Un</i>	116	117	190	119	300
<i>Endüstriyel Un</i>	35	48	102	56	212
<i>Tali Ürünler</i>	156	120	248	146	349
Perakende Kanalı	124	196	242	133	308
İhracat Kanalı	201	233	293	227	878
Toplam	925	1.041	1.549	979	2.812

- 2022 ilk 9 ayı itibarıyla Şirket satışlarının %58'i EDT kanalıyla, %11'i perakende kanalıyla ve %31'ini ihracat kanalıyla yapılmaktadır.

III. ÖZET FİNANSAL GÖRÜNÜM

Bu bölümdeki ifadeler, tablo ve grafikler Eksun Gıda Halka Arz İzahnamesi ve Fiyat Tespit Raporu'ndan alınmıştır.

Bilanço (Milyon TL)	19/'12	20/'12	21/'12	22/'12
Dönen Varlıklar	364,9	551,9	1.177,4	1.457,7
Nakit ve Nakit Benzerleri	26,1	36,9	9,8	78,6
Ticari Alacaklar	151,4	190,4	331,5	550,7
Stoklar	135,3	274,3	543,2	542,8
Duran Varlıklar	71,0	185,4	163,5	133,6
Maddi Duran Varlıklar	56,2	179,4	120,5	61,7
TOPLAM VARLIKLAR	435,9	737,3	1.340,9	1.591,3
Kısa Vadeli Yükümlülükler	448,0	639,9	1.182,5	1.239,0
Kısa Vadeli Borçlanmalar	108,7	251,9	527,6	635,6
Ticari Borçlar	316,6	343,3	524,0	49,6
Uzun Vadeli Yükümlülükler	12,4	24,3	73,7	47,2
Özkaynaklar	(24,5)	73,0	84,7	305,1
Ödenmiş Sermaye	49,9	50,0	50,0	50,0
Geçmiş Yıllar K/Z	(46,1)	(84,8)	(16,3)	28,4
Dönem Net Karı	11,6	11,6	7,7	224,4
TOPLAM KAYNAKLAR	435,9	737,3	1.340,9	1.591,3

Gelir Tablosu (Milyon TL)	19/'12	20/'12	21/'12	22/'12
Hasılat	925,9	1.040,9	1.549,4	3.925,9
Satışların Maliyeti (-)	(794,6)	(874,9)	(1.275,8)	(3.144,2)
Brüt Kar/(Zarar)	131,3	166,0	273,6	781,7
Esas Faaliyet Karı/(Zararı)	42,0	61,4	203,1	470,4
Finansman Gideri Öncesi Faaliyet Karı/(Zararı)	42,0	61,4	232,7	531,8
FAVÖK	44,6	65,3	209,1	507,0*
Vergi Öncesi Kar/(Zarar)	9,9	11,1	(6,1)	239,8
Net Dönem Karı/Zararı	11,6	11,6	7,7	224,4

*9 aylık veri yıllıklandırılarak kullanılmıştır. 2022/12 yılının tamamı için tahmini FAVÖK 473 milyon TL olarak hesaplanmıştır.

IV. DEĞERLEME

Bu bölümdeki ifadeler, tablo ve grafikler Eksun Gıda Halka Arz İzahnamesi ve Fiyat Tespit Raporu'ndan alınmıştır.

Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş. (kısaca "Yapı Kredi Yatırım") tarafından Şubat 2023 tarihinde hazırlanmış ve Kamuyu Aydınlatma Platformu'nda (kısaca "KAP") yayınlanmış olan "Eksun Gıda Halka Arz Fiyat Tespit Raporu"nda (kısaca "Rapor") UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri'nde belirtilen 2 değerlendirme yaklaşımının alınarak nihai değer hesaplamasında gelir yaklaşımı yöntemi ve pazar yaklaşımı yöntemlerinin kullanıldığı ifade edilmiştir.

Değerleme çalışmasında Şirket tarafından sağlanan 2019, 2020, 2021 mali yılları ve 2022 üçüncü çeyrek dönemi bağımsız denetimden geçmiş finansal tablolar kullanılmıştır.

Şirket' in pazar yaklaşımı yönteminde kullanılan FD/FAVÖK ve FD/Satışlar çarpanlarındaki FAVÖK ve Satışlar tutarları için 30.09.2022 tarihli veriler 12 aylık yıllıklandırılmış olarak kullanılmıştır. Bu analiz için 16.02.2023 tarihli benzer şirket çarpanları baz olarak alınmıştır.

V.1 İNDİRGENMİŞ NAKİT AKIMLARI YÖNTEMİ (İNA)

Yapı Kredi Yatırım tarafından hazırlanan Fiyat Tespit Raporu'nda İndirgenmiş Nakit Akımları analizinde kullanılan varsayımların, Şirket'in bağımsız denetimden geçmiş finansal verilerini ve gelecek yıllara ilişkin beklentileri yansıtacak şekilde oluşturulduğu ifade edilmiştir.

Söz konusu Rapor'da Şirket gelirleri projeksiyonu 7 kategoride, EDT, perakende, hububat ve diğer ürünler, donuk ürünler, ihracat, tali ürünler ve enerji olarak yapılmıştır.

Yapılan analizde;

- EDT satış hacmi 2022 yılı için 9 aylık gerçekleştirmeler ve Şirket'in 2022 yılı iş planı baz alınarak 2022 yılı satış hacmi 255 bin ton olarak,
- Perakende satış hacmi 2022 yılı için 9 aylık gerçekleştirmeler ve Şirket'in 2022 yılı iş planı baz alınarak 2022 yılı satış hacmi 44 bin ton olarak,
- İhracat satış hacmi varsayımı için 2022 ilk 9 ay satış hacimleri değişimlerine bağlı olarak ve Şirket'in 2022 yılı iş planı baz alınarak 2022 yılı satış hacmi 127 bin ton olarak,
- Tali ürünler satış hacmi 2022 yılı satış hacmi 9 aylık gerçekleştirmeler ve Şirket'in 2022 yılı iş planı baz alınarak 2022 yılı satış hacmi 135 bin ton olarak,
- EDT kanalında satış miktarının (ton cinsinden) 2023, 2024 ve 2025 yıllarında geçmiş yıl performansları değerlendirilerek yıllık %5,0, ilerleyen yıllarda kademeli olarak azalarak 2026 yılında %4,0, 2027 yılında %3,0 olarak,
- Perakende kanalında satış miktarının (ton cinsinden) geçmiş yıllardaki satış hacim seviyeleri dikkate alınarak 2023, 2024 ve 2025 yılında sırasıyla %15, %15 ve %10 artarak geçmiş yıllardaki satış hacimlerine ulaşacağı ve 2026 ve 2027 yıllarında %1,5 oranında artacağı,
- Hububat ve diğer ürünlerde (tali ürünlerin yanı sıra müşteri taleplerini karşılamak amacıyla yem sanayisinde kullanılan buğday, ayçiçek, mısır, arpa vb. ticareti) satış miktarının (ton cinsinden) 2023 yılında 31 bin ton satış yapılacağı, 2024 yılında satış miktarının (ton cinsinden) %80 oranında, ilerleyen yıllarda ise %15 oranında artacağı,
- Donuk ürünlerde (simit, tatlı, pizza, börek vb.) Atılım Unlu Mamüller'in geçmiş yıllardaki marketlere yapmış olduğu satış hacmi baz alınarak Eksun Gıda bünyesinde Sinangil Çeşidim markası altında 2023

yılında 3 bin ton satış yapılacağı ve 2024 yılında satış miktarının (ton cinsinden) %20, ilerleyen yıllarda da %5 oranında artış göstereceği,

- İhracat kanalında Şirket'in iş planı dikkate alınarak 2022 yılındaki satış hacmine göre izleyen yıllarda satış miktarının (ton cinsinden) yıllar itibarıyla %5 azalacağı varsayılmıştır.

varsayılmıştır. Ayrıca

- Tali ürünler Şirket tesislerinde işlenen buğdayın çıktısı (yaklaşık %25) olması sebebiyle EDT, perakende ve ihracat kanallarındaki satış hacimlerine bağlı olarak projekte edilmiştir.
- Enerji geliri, Şirket'in 2024 yılının ortasında devreye almayı planladığı 28 MW'lık yenilenebilir enerji santrallerinde üretilen elektriğin satılmasına bağlı olarak projekte edilmiştir.
- Ürün satış fiyatlarının TL cinsinden enflasyona bağlı artış göstereceği varsayılmıştır. 2024 yılında EDT kanalında TMO'nun un regülasyonu programı kapsamındaki sübvansiyonlarının azalmasına bağlı olarak satış fiyatında %1 ek artış olacağı varsayılmıştır.

Eksun Gıda için hazırlanan Rapor'da satılan malın maliyeti projeksiyonları hazırlanırken EDT, perakende ve ihracat ürünleri için 2022 yılı itibarıyla enerji maliyeti hariç ilgili alt kalemlerin tahmin edilen yılsonu toplam maliyetlerinin 2022 yılı tahmin edilen satış hacimlerine bölünerek birim SMM maliyetleri hesaplanmıştır. İlgili birim maliyetler izleyen yıllarda enflasyon oranında arttırılmıştır. Ayrıca Rapor'da 2023 yılı birim maliyetleri ve geçmiş yıllar birim maliyetleri göz önünde bulundurularak ihtiyatlılık gereği ek %4,75 oranında artırılarak modele dahil edilmiştir.

Söz konusu Rapor'da genel yönetim giderlerinin 2022 yılsonunda 26 milyon TL olacağı varsayılmış olup, analize projeksiyon dönemi boyunca yıllar itibarıyla enflasyon oranında artış yansıtılmıştır.

Yapı Kredi Yatırım tarafından hazırlanan Fiyat Tespit Rapor'unda değişken giderler nakliye ve navlun, vergi, resim harç ve komisyon, taşıt, reklam ve seyahat giderleri değişken giderler olarak dikkate alınmıştır. 2022 yılında 199 milyon TL olacağı varsayılan değişken giderlerin geçmiş yıllardaki değişken giderlerin hasılatı oranı da dikkate alınarak hasılatın %5'i oranında olacağı varsayılmıştır.

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

Gelir Tablosu (Milyon TL)	2022T	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T
Satış Miktarı (Bin Ton)	562	612	657	684	704	721
<i>artış (%)</i>	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
<i>artış (%)</i>	153,4	52,5	29,6	21,8	15,7	12,2
Satışların Maliyeti	3	5	6.412	1.683	8.921	10.024
<i>artış (%)</i>	146,4	61,5	26,3	19,8	16,1	12,4
Brüt Kâr	782	908	1.350	1.770	2.012	2.247
<i>Brüt Kâr Marjı (%)</i>	19,9	15,2	17,4	18,7	18,4	18,3
Faaliyet Giderleri	321	436	555	669	766	852
<i>artış (%)</i>	172,5	35,7	27,5	20,5	14,4	11,3
FVÖK	461	473	795	1.101	1.246	1.395
<i>FVÖK Marjı (%)</i>	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
<i>FAVÖK Marjı (%)</i>	12,0	8,2	11,0	12,3	12,0	12,0

Söz konusu Rapor'da Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM) kapsamında yapılan bazı varsayımlar aşağıda yer almaktadır.

- 2022 yılı risksiz getiri oranı 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.
- 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 teşviği dikkate alınmıştır ve etkin vergi oranı hesaplanmıştır.

Söz konusu Fiyat Tespit Rapor'unda İNA varsayımları aşağıdaki şekilde ifade edilmiştir.

- ✓ Şirket'in değerlendirme çalışmasında Şirket'in 2022 yılı için 9 aylık gerçekleştirmeler ve Şirket İş 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.

İndirgenmiş Nakit Analizi(Milyon 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		52,00%	30,00%	22,00%	16,00%	12,00%	5,00%
FVÖK	39	473	795	1.101	1.246	1.396	1.465
FVÖK Marjı	3,00%	8,00%	10,00%	12,00%	11,00%	11,00%	11,00%
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
Net İşletme Sermayesindeki 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%	126,00%	151.6%	180.8%	215.6%	256.9%	
SNA'nın 30.09.2022 itibarıyla değeri	81	-184	-9	387	387	378	
SNA Toplamı	1.041						
Teminat büyüme oranı	5,00%						
Teminat AOSM	19.2%						
Teminat 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						

V.2 PAZAR YAKLAŞIMI YÖNTEMİ

Yapı Kredi Yatırım tarafından Şirket'in 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.

FD / FAVÖK Çarpanı Yöntemi

Rapor'da Şirket'in firma değeri, yurt dışı benzer şirketlere ilişkin FD/FAVÖK çarpanı ve yurt içi benzer şirketlere ilişkin FD/FAVÖK çarpanı ile ayrı ayrı hesaplanmıştır. Hesaplanan firma değerlerinden 30.09.2022 tarihli net borç çıkartılarak nihai özkaynak değeri tespit edilmiştir. Yurt dışı benzer şirket çarpanları dikkate alındığında Şirket'in özkaynak değeri 3.442 milyon TL; yurt içi benzer şirket çarpanları dikkate alındığında da 3.358 milyon TL olarak hesaplanmıştır.

Yurt dışı ve yurt içi benzer şirketlerin FD/FAVÖK çarpanları kullanılarak hesaplanan özkaynak değerlerine, yurt içi şirketlere %50, yurt dışı şirketlere %50 ağırlık verilmiş ve analiz sonucunda 3.400.249.519 TL özkaynak değerine ulaşılmıştır.

FD / Satışlar Çarpanı Yöntemi

Eksun Gıda için hazırlanan söz konusu Rapor'da Şirket'in firma değeri, yurt dışı benzer şirketlere ilişkin FD/Satışlar çarpanı ve yurt içi benzer şirketlere ilişkin FD/Satışlar çarpanı ile ayrı ayrı hesaplanmıştır. Hesaplanan firma değerlerinden 30.09.2022 tarihli net borç çıkartılarak her iki çarpan analizine istinaden nihai özkaynak değeri tespit edilmiştir. Yurt dışı benzer şirket çarpanları dikkate alındığında Şirket'in özkaynak değeri 2.367 milyon TL; yurt içi benzer şirket çarpanları dikkate alındığında da 3.584 milyon TL olarak hesaplanmıştır.

Yurt dışı ve yurt içi benzer şirketlerin FD/Satışlar çarpanları kullanılarak hesaplanan özkaynak değerlerine, yurt içi şirketlere %50, yurt dışı şirketlere %50 ağırlık verilmiş ve analiz sonucunda 2.975.730.760 TL özkaynak değerine ulaşılmıştır.

İki ayrı çarpan ile ulaşılan özkaynak değerlerine eşit ağırlık verilerek, piyasa çarpanları yöntemine göre 3.187.990.140 TL'lik nihai özkaynak değerine ulaşılmıştır.

V.3 SONUÇ

Yapı Kredi Yatırım tarafından yapılan değerlendirme çalışmasında indirgenmiş Nakit Akışları Yöntemi ve Piyasa Çarpan Analizi %50-%50 ağırlıklandırılarak 3.054.178.485 TL tutarında nihai değer tespit edilmiştir.

DEĞERLEME YÖNTEMİ	HEASAPLANAN ÖZKAYNAK DEĞERİ (TL)	AĞIRLIK	PIYASA KATKISI (TL)
İndirgenmiş Nakit Akışlar Yöntemi	2.920.366.829	50,00%	1.460.183.415
Piyasa Çarpanları Yöntemi	3.187.990.140	50,00%	1.593.995.070
Ağırlıklandırılmış Özsermaye Değeri			3.054.178.485

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 Oran	20,0%
Halka Arz İskontolu Piyasa Değerleri	2.442.921.652
Halka Arz Fiyatı (TL/Pay)	48,90

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 hesaplanmıştır.

V. GÖRÜŞ

Yapı Kredi Yatırım tarafından Eksun Gıda Tarım Sanayi ve Ticaret A.Ş. için hazırlanmış olan Fiyat Tespit Raporu'nda kabul görmüş değerlendirme yöntemlerinden Piyasa Çarpanları Analizi yöntemi ve İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi kullanılarak fiyat tespiti yapılmıştır. Şirket hakkında verilen bilgilerin anlaşılır ve yeterli olduğunu, değerlendirme metodolojisinin ayrıntılı ve net biçimde açıklandığını düşünmekteyiz.

Ziraat Yatırım Menkul Değerler A.Ş. olarak Fiyat Tespit Raporunda yer alan verilerin ve projeksiyonların gerçeği tam olarak yansıtmış olduğu varsayımı altında ayrıca mali ve hukuki bir inceleme yapmadığımız hususu göz önünde bulundurulmalıdır.

Yurt içi benzer şirketlerin yanı sıra yurt dışı benzer şirketlerin de analize dâhil edilmesini ve Piyasa Çarpanı Analizi'nde medyan değerlerin baz olarak alınmasını değerlendirme açısından olumlu olduğunu değerlendirmekteyiz.

Şirket'in nihai değerinin hesaplanmasında Piyasa Çarpanı Analizine %50, İndirgenmiş Nakit Akımı Analizi Yöntemine %50 ağırlık verilmesini ve iki yöntemin de kullanılmış olmasını değerlendirme açısından olumlu olduğunu değerlendirilmekteyiz.

Değerleme çalışmasında kullanılan İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi geleceğe yönelik tahminler içerdiğinden ve yorumlanması açısından Şirket yetkilileri ile bir araya gelinmesi gerektiğinden tarafımızca analiz edilememiş ve dolayısıyla Fiyat Tespit Raporu'nda yapılan çalışma da test edilememiştir.

Nihai olarak, Rapor'da tespit edilen şirket değeri ve sonrasında ulaşılan birim fiyat ile söz konusu iskonto oranının makul olduğunu düşünüyoruz.

Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Bu görüşler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Bu sayfalarda yayınlanan görüş, yorum, haber veya öneriler nedeniyle ortaya çıkacak ticari kazanç veya kayıplardan Ziraat Yatırım Menkul Değerler A.Ş. sorumlu değildir. Rapor sayfalarında yayınlanan hiçbir yazı, görüş, resim, analiz ve diğer sunumlar izin alınmadan yazılı veya görsel basın organlarında yayımlanamaz.