

18 Temmuz 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.

Atakey Patates Gıda 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; Afyonkarahisar'ın Susuz Beldesi'nde yer alan tesisi ile yıllık 90 bin ton patates üretim kapasitesi, 75.000 m²'lik kapalı alandan oluşan tesisi, 168.000 m²'lik bir alana yayılan toplam büyüklüğü ile Türkiye'nin alanında en yüksek kapasiteli fabrikalarından birisidir.

Şirket, kaplamalı/ kaplamasız olmak üzere parmak patates, elma dilim, crinkle (tırtıklı), kafes patates, kırmızı kaplamalı crinkle (tırtıklı), patates gibi tüketimde yer alan nihai ürün portföyüne sahiptir.

Afyonkarahisar'ın Susuz Beldesi'nde yer alan tesis, 70.000 ton patates ve 15.000 ton tohumluk patates depolama kapasitesine sahiptir. Her biri 3.500 ton kapasiteye sahip depolama sistemlerinden oluşan odaları mevcuttur. Serinletici hava için giriş- çıkış kapakları ile sıcaklık ve nem, merkezi bilgisayar sistemi tarafından kontrol edilmektedir.

AtaKey, donuk işlenmiş patates sektöründe faaliyet göstermektedir. Zirai tedarik konusunda, başta cips ve yemeklik patates olmak üzere tüm zirai üreticilerle, üretim tarafında ise parmak patates üreticileriyle rekabet halindedir.

Şirket, ziraatte yıllar içerisinde takip ettiği metodoloji ve sıkı uygulamalar sayesinde ham patates maliyetini önceki yıllara kıyasla düşük seviyelere getirmiştir. S1 (üst kademe tohumluktan çoğaltılan sertifikalı tohum) tohumluk yetiştirme operasyonunun tamamını TİGEM'den özel tohumluk için ihale edilen arazilerde yapmaktadır. Bununla birlikte, üretim kapasitesinin yüksekliği, ham patates depo ve üretim firelerinin azaltılması sayesinde elde edilen verimlilik ile arz güvenliği sağlamaktadır.

Kızartılmış, şoklanmış, kızartmalık patates üretim sektöründe üretim ve satış hacmi olarak pazarın önemli oyuncularından olan Şirket; büyüme potansiyeli, satış ve ihracat fırsatları, yeni yatırım imkânları ile gerek sektörün büyümesine gerekse de Türkiye'nin tarım ekonomisine katma değerli ürün portföyü ile katkı sağlamaktadır.

Şirket'in yurt içi satışları ilişkili taraf ve grup dışı satışlardan oluşmaktadır. Şirket'in yurt dışı satışları ise, ilişkili taraflardan Çin'i, ilişkili taraflardan diğer olarak kategorize edilmiş Kuzey Kıbrıs ve Kuzey Makedonya'ya ve grup dışını kapsamaktadır. Çin'e yapılan satışlar, Şirket'in %100 sahibi olan TFI Tab Gıda'ya ait HSR Çin restoranlarına yapılan ilişkili taraf satışlarıdır.

Ortaklık Yapısı

Sermaye ve Ortaklık Yapısı						
Hissedar	Halka Arz Öncesi			Halka Arz Sonrası		
	Pay Tutarı (TL)	Pay Grubu	Pay Oranı (%)	Pay Tutarı (TL)	Pay Grubu	Pay Oranı (%)
TFI Tab Gıda Yatırımları A.Ş.	20.000.000	A	17,0%	20.000.000	A	14,41%
Halka Açık	-	-	0,0%	28.224.000	B	20,34%
Toplam	117.600.000		100,0%	138.768.000		100,0%

Kaynak: İzahname

Şirket'in çıkarılmış sermayesinin 117.600.000 TL'den 138.768.000 TL'ye çıkarılması nedeniyle artırılabilecek 21.168.000 TL nominal değerli B grubu pay ve mevcut ortak TFI Tab Gıda'ya ait 7.056.000 TL nominal değerli B grubu pay olmak üzere toplam 28.224.000 TL nominal değerli B grubu payın halka arzı planlanmaktadır.

Şirket'in Faaliyetleri Hakkında

Şirket'in Avantajları

- **Türkiye Pazarındaki Güçlü Konumu**
 - ✓ Şirket'in %100 sahibi konumundaki TFI Tab Gıda, 31 Mart 2022 itibarıyla Türkiye'de 1.490 ve Çin'de 1.405 olmak üzere toplam 2.895 restoranı, dünyaca bilinen markaları (Burger King, Popeyes, Sbarro, Arby's, Subway) ve yerli bilinen markaları (Usta Dönerci, Usta Pideci) ile hızlı servis restoran sektöründe Türkiye'nin öncü kuruluşlarından. TFI Tab Gıda, Türkiye ve Çin'de işlettiği restoranlar ile önemli sektör oyuncularından birisidir. Restoran faaliyetlerine ek olarak TFI Tab Gıda, HSR İşletmeleri bakımından uçtan uca tedarik zinciri yaratmak için kurmuş olduğu işletmelerde de faaliyet göstermektedir.
- **Ürün Kalitesi ve Sertifikasyonlar**
- **Artan Nüfus ile Artan Gıda Talebi ve Sürdürülebilir Tarım Modeli**
- **Artan İhracat Potansiyeli**
- **Artan Karlılık, Güçlü Finansal Yapı**
- **Kalite ve Araştırma Geliştirme Çalışmaları**

Değerleme Yöntemleri

AtaKey'in pay başına değerinin belirlenebilmesi amacıyla belirtilen değerlendirme yöntemleri kullanılmıştır.

- **Gelir Yaklaşımı:** İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi
- **Pazar Yaklaşımı:** Piyasa Çarpanları Analizi
 - *Yurtiçi Benzer Şirketler (FD/ FAVÖK ve F/K)*
 - *Yurtdışı Benzer Şirketler (FD/ FAVÖK ve F/K)*

Değerlemede Esas Alınan Finansal Veriler

- FD/ FAVÖK çarpan analizinde kullanılan FAVÖK hesaplaması aşağıda yer almaktadır.

FAVÖK Hesaplaması

(mn TL)	2020	2021	2022	01.01.2022- 31.03.2022	01.01.2023- 31.03.2023	31.03.2022- 31.03.2023
Hasılat	311	368	1.106	149	352	1.308
<i>Artış</i>		18,6%	200,2%	U.D.	135,9%	U.D.
Satılan Malın Maliyeti	-242	-292	-599	-109	-226	-716
<i>Artış</i>		20,50%	105,20%	U.D.	107,50%	U.D.
Brüt Kar	68	76	507	40	126	592
<i>Brüt Kar Marjı</i>	22,0%	20,7%	45,8%	26,9%	35,7%	45,3%
Faaliyet Giderleri	-5	-8	-14	-3	-12	-23
FVÖK	63	69	493	37	113	569
<i>FVÖK Marjı</i>	20,3%	18,7%	44,6%	24,6%	32,2%	43,5%
Amortisman ve İtfaya Payları	13	14	27	7	14	35
FAVÖK	76	83	520	44	128	604
<i>FAVÖK Marjı</i>	24,6%	22,5%	47,0%	29,2%	36,3%	46,2%

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu
U.D.: Uygun Değil

- FD/ FAVÖK çarpan analizinde kullanılan FAVÖK'e Şirket'in 31.12.2022 tarihli FAVÖK tutarından 31.03.2022 tarihi itibarıyla gerçekleşen 3 aylık dönemin FAVÖK'ü çıkarılarak ve 31.03.2023 tarihi itibarıyla gerçekleşen

3 aylık dönemin FAVÖK'ü eklenerek hesaplanmıştır. Şirket'in 31.03.2023 tarihi itibarıyla son 12 aylık FAVÖK'ü 603,8 milyon TL'dir.

- Şirket'in 31.03.2023 tarihi itibarıyla net finansal borç hesabına aşağıdaki tabloda yer verilmiştir.

Net Finansal Borç Hesabı

(mn TL)	31.03.2023
Nakit ve Nakit Benzerleri	183,1
Kısa Vadeli Borçlar	517,1
<i>Kısa Vadeli Borçlanmalar</i>	269,9
<i>Uzun Vadeli finansal borçlanmaların kısa vadeli kısımları</i>	244,7
<i>Kiralama işlemlerinden kısa vadeli yükümlülükler</i>	2,5
Uzun Vadeli Borçlar	139,3
<i>Uzun vadeli borçlanmalar</i>	137,5
<i>Kiralama işlemlerinden uzun vadeli yükümlülükler</i>	1,9
Net Finansal Borç	473,3

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

- F/K çarpan analizinde kullanılan Net Dönem Karı'na Şirket'in 31.12.2022 tarihli Net Dönem Karı'ndan 31.03.2022 tarihi itibarıyla 3 aylık dönemin Net Karı çıkarılarak ve 31.03.2023 tarihi itibarıyla 3 aylık dönemin Net Karı eklenerek hesaplanmıştır. Şirket'in 31.03.2023 tarihi itibarıyla son 12 aylık Net Dönem Karı 480,8 milyon TL'dir.

Atakey Değerlemesi

1- Piyasa Çarpanları Analizi

Şirket'in özkaynak değeri yerli ve yabancı şirketlerin FD/FAVÖK ve F/K analizleri sonucu hesaplanmış ve analiz sonucu hesaplanan değerlere eşit ağırlık verilerek Piyasa Çarpanları Analiz sonucu özkaynak değeri hesaplanmıştır.

1.1. Yabancı Benzer Şirketler Çarpanı Yöntemi

Şirket'in özkaynak değeri, yabancı benzer şirketlerin medyan FD/FAVÖK ve F/K çarpanları kullanılarak ayrı ayrı hesaplanmıştır.

- Şirket'in 31.03.2023 tarihi itibarıyla son 12 aylık FAVÖK'ü kullanılarak FD/FAVÖK çarpanı ile hesaplanan firma değerlerinden 31.03.2023 tarihli net finansal borç çıkartılarak nihai özkaynak değeri tespit edilmiştir.
- Şirket'in 31.03.2023 itibarıyla son 12 aylık net dönem karı kullanılarak F/K çarpanı ile özkaynak değeri hesaplanmıştır.

Türkiye'de 2022 ve 2023 yılı içinde döviz kurlarında değişim yaşanmış ve yılsonu itibarıyla kurların, dönem içi ve önceki dönem sonuna göre önemli bir oranda arttığı görülmüştür. Bloomberg'den elde edilen çarpanlar, yabancı benzer şirketlerin sonuçlarının ABD doları üstünden hesaplanması sebebiyle, Atakey'in 2023 1. Çeyrek sonuçları ile daha doğru karşılaştırılabilmesi amacıyla Atakey'in son 12 aylık FAVÖK ve Net Dönem Karı 31.03.2022-31.03.2023 dönemi arası ortalama ABD doları kuru ile; 31.03.2023 Net Finansal Borcu ise 2023 1. çeyrek dönem sonu ABD doları kuru ile ABD dolarına çevrilerek hesaplanmış ve ilgili çarpanlar uygulanarak özkaynak değeri hesaplanmıştır.

Yabancı Benzer Şirketler

Şirket İsmi	Ülke	Piyasa Değeri (mn ABD doları)	Son 12 Ay FD/FAVÖK	Son 12 Ay F/K
Del Monte Fresh Produce Company	A.B.D.	1.270,6	7,1x	11,4x
Molinos Agro S.A	Arjantin	1.149,9	24,8x	13,5x
Costa Group	Avusturalya	808,3	10,5x	34,6x
Limoneira Company	A.B.D.	296,1	8,1x	15,8x
Orsero SpA	İtalya	245,4	5,3x	6,4x
T&G Global Limited	Yeni Zelanda	149,4	6,4x	Uygun Değil
Eagle High Plantations	Endonezya	114,4	6,5x	6,8x
Harn Len Corporation Bhd	Malezya	95,7	13,0x	28,5x
PT ANDIRA AGRO Tbk	Endonezya	31,4	Uygun Değil	Uygun Değil
Sociedad Agricola LA Rosa Sofruco S.A	Şili	27,6	10,4x	Uygun Değil
Summi Group Holdings Ltd	Hong Kong	22,7	37,5	Uygun Değil
SBEC Sugar Ltd	Hindistan	20,2	15,1x	Uygun Değil
Sin Heng Chan (Malaya) Berhad	Malezya	18,8	48,5x	7,7x
Freshtrop Fruits Ltd	Hindistan	17,8	11,9x	16,9x
Hob Co Ltd	Japonya	9,8	3,2x	14,1x
The Peria Karamalai Tea& Produce Company Limited	Hindistan	9,5	67,7x	Uygun Değil
Medyan			10,4x	13,8x
Ortalama			9,9x	13,2x

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Yabancı benzer şirketlerin FD/FAVÖK çarpanı medyanı 10,4x ve F/K çarpanı medyanı 13,8x olarak hesaplanmaktadır.

TL ve ABD Doları bazında Değerlemede kullanılan Şirket Verileri ve Döviz Kurları

	mn TL	ABD doları/TL	mn ABD doları
FAVÖK 31.03.2023 itibariyle Son 12 Ay	603,8	17,82	33,9
Net Dönem Karı 31.03.2023 itibariyle Son 12 Ay	480,8	17,82	27,0
Net Finansal Borç 31.03.2023 (-)	-473,3	19,15	-24,7

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Yabancı Benzer Şirketler FD/FAVÖK Çarpanına Göre Özkaynak Değeri

(mn ABD doları)	FD/FAVÖK
Medyan Çarpan	10,4x
FAVÖK 31.03.2023 itibariyle Son 12 Ay	33,9
Firma Değeri	352,5
Net Finansal Borç 31.03.2023 (-)	-24,7
Özkaynak Değeri	327,8

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Yabancı Benzer Şirketler F/K Çarpanına Göre Özkaynak Değeri

(mn ABD doları)	F/K
Medyan Çarpan	13,8x
Net Dönem Karı 31.03.2023 itibariyle Son 12 Ay	27,0
Özkaynak Değeri	371,5

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Yabancı Benzer Şirketler Ağırlıklandırılmış Çarpanlarına Göre Özkaynak Değeri

		%
Yabancı Benzer Şirketler FD/FAVÖK Çarpanına Göre Özkaynak Değeri (mn ABD doları)	327,8	50%
Yabancı Benzer Şirketler F/K Çarpanına Göre Özkaynak Değeri (mn ABD doları)	371,5	50%
Ağırlıklandırılmış Özkaynak Değeri (mn ABD doları)	349,6	100%
Çeviride Kullanılan ABD doları/ TL Döviz kuru (07.06.2023)	21,46	
Ağırlıklandırılmış Özkaynak Değeri (mn TL)	7.503,2	100%

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Yabancı şirketlerin FD/FAVÖK ve F/K çarpanları kullanılarak hesaplanan özkaynak değerlerine, FD/FAVÖK çarpanına %50, F/K çarpanına %50 ağırlık verilmiş ve analiz sonucunda 7.503.202.636 TL özkaynak değerine ulaşılmıştır.

1.2. Yerli Benzer Şirketler Çarpanı Yöntemi

Şirket'in özkaynak değeri, yerli benzer şirketlerin medyan FD/FAVÖK ve F/K çarpanları kullanılarak ayrı ayrı hesaplanmıştır.

Yerli Benzer Şirketler

Şirket İsmi	Piyasa Değeri (mn ABD doları)	Son 12 Ay FD/FAVÖK	Son 12 Ay F/K
Ülker Bisküvi	591,2	4,3x	12,5x
Yayla Agro Gıda	540,0	12,2x	12,7x
Tukaş	332,7	5,4x	6,1x
Kerevitaş	266,4	4,1x	5,5x
Ulusoy Un	227,4	5,8x	47,1x
Söke Değirmencilik	220,3	14,1x	22,0x
Göknur Gıda	208,4	12,6x	22,5x
Kervan Gıda	174,0	7,5x	9,3x
Tat Gıda	168,6	11,8x	12,2x
Dardanel	118,9	48,9x	405,7x
Elite Organik Gıda	104,5	10,4x	14,4x
Pınar Süt	103,5	9,4x	6,2x
Pınar Et ve Un	100,2	8,8x	6,0x
Kütahya Şeker	92,2	11,1x	4,7x
Penguen Gıda	43,1	11,3x	13,9x
Avod Kurutulmuş Gıda	38,7	11,0x	7,3x
Selva Gıda	35,8	11,6x	8,8x
Frijo Pak Gıda	33,0	5,8x	9,7x
Merko Gıda	23,6	5,5x	38,4x
Oylum Sınai Yatırımlar	19,0	10,6x	8,3x
Selçuk Gıda	6,0	Uygun Değil	7,9x
Medyan		10,6x	12,2x
Ortalama		9,7x	12,4x

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Yerli benzer şirketlerin FD/FAVÖK çarpanı medyanı 10,6x ve F/K çarpanı medyanı 12,2x olarak hesaplanmaktadır.

Yerli Benzer Şirketler FD/FAVÖK Çarpanına Göre Özkaynak Değeri

(mn TL)	FD/FAVÖK
Medyan Çarpan	10,6x
FAVÖK 31.03.2023 itibariyle Son 12 Ay	603,8
Firma Değeri	6.400,5
Net Finansal Borç 31.03.2023 (-)	-473,3
Özkaynak Değeri	5.927,2

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Yerli Benzer Şirketler F/K Çarpanına Göre Özkaynak Değeri

(mn TL)	F/K
Medyan Çarpan	12,2x
Net Dönem Karı 31.03.2023 itibariyle Son 12 Ay	480,8
Özkaynak Değeri	5.865,6

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Yerli Benzer Şirketler Ağırlıklandırılmış Çarpanlarına Göre Özkaynak Değeri

(mn TL)		%
Yerli Benzer Şirketler FD/FAVÖK Çarpanına Göre Özkaynak	5.927,2	50%
Yerli Benzer Şirketler F/K Çarpanına Göre Özkaynak Değeri	5.865,6	50%
Ağırlıklandırılmış Özkaynak Değeri	5.896,4	100%

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Yerli şirketlerin FD/FAVÖK ve F/K çarpanları kullanılarak hesaplanan özkaynak değerlerine, FD/FAVÖK çarpanına %50, F/K çarpanına %50 ağırlık verilmiş ve analiz sonucunda **5.896.407.441 TL** özkaynak değerine ulaşılmıştır.

Piyasa Çarpanları Analiz Özeti

mn TL	Hesaplanan Özkaynak Değeri	Ağırlık	Özkaynak Değeri
Yerli FD/FAVÖK ve F/K Ağırlıklandırılmış Özkaynak Değeri	5.896,4	50%	2.948,2
Yabancı FD/FAVÖK ve F/K Ağırlıklandırılmış Özkaynak Değeri	7.503,2	50%	3.751,6
Özkaynak Değeri	6.699,8	100%	6.699,8

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Yerli ve yabancı şirketlerin çarpanları kullanılarak hesaplanan özkaynak değerleri üstünden nihai özkaynak değeri hesaplamak için Yabancı Benzer Şirketlere %50, Yerli Benzer Şirketlere %50 eşit ağırlık verilmiştir. Çarpan analizi sonucu özkaynak değeri 6.699.805.039 TL olarak hesaplanmıştır.

2- İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemleri

İNA'ya teşkil eden projeksiyonlar Şirket'in beş yıllık iş planı baz alınarak 2023-2027 dönemi için hazırlanmıştır.

a- Makro Varsayımlar

	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T
TÜFE (Yıllık Ortalama)	44,6%	33,3%	22,0%	18,0%	16,0%
TÜFE (Yıl Sonu)	43,0%	29,0%	19,0%	17,0%	15,0%
ABD doları/TL (Ortalama)	22,30	29,89	36,50	42,32	48,48
ABD doları/TL (Yıl sonu)	26,00	33,00	39,00	45,63	51,33
Euro/TL (Ortalama)	23,87	31,24	37,80	44,43	50,91
Euro/TL (Yıl Sonu)	27,82	34,65	40,95	47,91	53,90

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

b- Hasılat Projeksiyonu

(mn TL)	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T
HSR Türkiye	1.200	1.862	2.561	3.480	4.656
HSR Çin	78	-	1.549	2.225	3.089
Üçüncü Taraflar	678	1.160	866	893	786
Yeni Kaplamalı Ürünler	-	-	468	643	868
Fasdat (EDT)	161	210	249	-	-
Diğer Satışlar	143	220	351	437	557
Hasılat	2.261	3.452	6.045	7.678	9.957

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

c- Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti

	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T
Risksiz Getiri Oranı	22%	22%	20%	18%	16%
Beta	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9
Piyasa Risk Primi	6%	6%	6%	6%	6%
Özkaynak Maliyeti	27,4%	27,4%	25,4%	23,4%	21,4%
Borç/ (Borç+Özkaynaklar)	40%	40%	40%	40%	40%
Vergi Oranı	20%	20%	20%	20%	20%
Borçlanma Maliyeti (Vergi Öncesi)	26%	26%	24%	22%	20%
Borçlanma Maliyeti (Vergi Sonrası)	20,8%	20,8%	19,2%	17,6%	16%
AOSM	24,8%	24,8%	22,9%	21,1%	19,2%

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Şirket'in nakit akımlarının bugüne indirgenmesinde Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM) yöntemi kullanılmıştır.

- Ağırlıklandırılmış ortalama sermaye maliyetinin projeksiyon dönemi içerisinde değişken olacağı varsayılmıştır.
- Risksiz getiri oranı hesabında sabit bir faiz oranı kullanılmamış, projeksiyon dönemi için 10 yıllık Türk Lirası cinsinden devlet iç borçlanma senedi faiz oranı tahminleri kullanılmıştır.
- Şirket'in kaldıraçlı betası için benzer şirketler incelenmiş, 0,90 olarak sabit olacağı varsayılmıştır.
- Piyasa risk primi %6,0 olarak kabul edilmiştir.
- Borç/ (Borç+Özkaynaklar) oranı Şirket'in 31.12.2022 tarihli bilançosu dikkate alınarak %40 olarak varsayılmış ve projeksiyon dönemi boyunca sabit tutulmuştur.

- Vergi oranı olarak projeksiyon dönemi boyunca geçerli olan %20 seviyesindeki kurumlar vergisi oranı kullanılmıştır. Şirketin beş yıl süreyle sahip olduğu ve 2023 yılı sonunda bitecek olan yatırım teşviki vergi avantajından 32,2 milyon TL tutarında kullanım hakkı kalmıştır. Bu kullanım hakkı İNA hesaplamasında dikkate alınmış, 2023 yılı için de diğer senelerdeki gibi vergi oranı %20 olarak kabul edilmiştir.
- Borçlanma maliyeti hesabında Şirket'in mevcut borçlanma maliyetleri göz önünde bulundurulmuş, projeksiyon dönemi boyunca borçlanma maliyetinin risksiz getiri oranından yaklaşık 4 puan fazla olacağı varsayılmıştır.
- 2012 yılında kurulmuş olan Şirket 2014 yılında faaliyetlerine başlamış olup, bu tarihten itibaren işbu rapor tarihi itibarıyla kuruluş amacına uygun şekilde faaliyet gösterdiğinden ve bu dönem boyunca sürdürülebilir nakit akım yarattığından, AOSM hesaplamasında şirkete özel ilave risk primi dikkate alınmamıştır.

İndirgenmiş Nakit Akımları Hesabı

Uç değer hesaplaması için büyüme oranı %5,0 olarak varsayılmıştır.

(mn TL)	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T	Uç Değer
Hasılat	2.261	3.452	6.045	7.678	9.957	10.455
<i>Artış</i>		52,7%	75,1%	27,0%	29,7%	5,0%
Satılan Malın Maliyeti	-1.514	-2.447	-4.162	-5.194	-6.660	-6.993
Brüt Kar	747	1.005	1.883	2.484	3.297	3.462
Faaliyet Giderleri	-44	-62	-87	-104	-127	-133
FVÖK	702	943	1.796	2.380	3.170	3.329
FVÖK Marjı	31,1%	27,3%	29,7%	31,0%	31,8%	31,8%
(-) Vergi Ödemeleri	-108	-189	-359	-476	-634	-666
Vergi Sonrası Faaliyet Karı	594	754	1.437	1.904	2.536	2.663
(+) Amortisman	30	78	163	164	165	181
(-) Net İşletme Sermayesi Değişimi	-586	-547	-869	-474	-651	-177
(-) Yatırım Harcamaları	-45	-489	-895	-86	-100	-458
Serbest Nakit Akışı (SNA)	-7	-204	-164	1.507	1.951	2.208
İndirgeme Oranı (AOSM)	24,8%	24,8%	22,9%	21,1%	19,2%	19,2%
İndirgeme Faktörü	0,85	0,68	0,55	0,46	0,38	0,38
SNA'nın 31.03.2023 itibarıyla değeri	-4	-139	-91	688	746	
SNA Toplamı (31.03.2023 itibarıyla)	1.200					
Uç Değer Büyüme Oranı	5,0%					
Uç Değer'in Bugünkü Değeri	5.933					
Firma Değeri	7.133					
Net Finansal Borç (31.03.2023)	473					
Özkaynak Değeri	6.660					

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

İNA analizi sonucu bulunan özkaynak değeri 6.660 milyon TL'dir.

Değerleme Sonucu

Değerleme çalışmasında Piyasa Çarpanları Analizi ve İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi kullanılmıştır. İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi'ne göre elde edilen değer %50, Piyasa Çarpanları Analizi'ne göre elde edilen değer %50 ağırlıklandırılarak nihai değer tespit edilmiştir.

Piyasa Çarpanları Analizi ve İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi sonucunda tespit edilen nihai özkaynak değerine aşağıdaki tabloda yer verilmiştir.

Değerleme Yöntemi	Ağırlık	Özkaynak Değeri (TL)
Piyasa Çarpanları Analizi	50%	6.699.805.039
İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi	50%	6.660.065.062
Ağırlıklandırılmış Özkaynak Değeri	100%	6.679.935.051

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Şirket'in ağırlıklandırılmış özkaynak değeri **6.679.935.051 TL** olarak hesaplanmaktadır.

Halka Arz Fiyatı Hesabı	Değer (TL)
Ağırlıklandırılmış Özkaynak Değeri	6.679.935.051
Nominal Sermaye Tutarı	117.600.000
Halka Arz İskontosu Öncesi Pay Değeri	56,80
Halka Arz İskontosu	30%
Halka Arz Fiyatı	39,5

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Değerleme yöntemleri sonucunda elde edilen ağırlıklandırılmış özkaynak değeri üzerinden yapılan hesaplama göre Şirket'in halka arz iskontosu öncesi pay değeri 56,80 olarak hesaplanmaktadır. Bu değere yaklaşık %30 halka arz iskontosu uygulanarak Şirket'in pay başına halka arz fiyatı 39,50 olarak belirlenmiştir.

Görüşümüz

- Fiyat Tespit Raporu'nda şirketin faaliyetleri, sektörü ve değerlendirme yöntemlerine ilişkin yer verilen bilgilerin detaylı, anlaşılır ve yeterli olduğunu düşünüyoruz.
- İndirgenmiş Nakit Akımları analizinde kullanılan projeksiyonların ve değerlendirme parametrelerinin, değerlendirme tarihi itibarıyla makul olduğunu değerlendiriyoruz. Ancak beta değerinin nasıl 0,9 olarak belirlendiğine ilişkin detay verilmemiş olup, raporda hesaplama yönelik daha fazla bilgi verilmesinin gerektiğini düşünüyoruz.
- Değerleme çalışmasında çarpan analizinde yurt içi ve yurt dışı benzer şirketlerin F/K ve FD/FAVÖK çarpanlarının medyan değerlerine yer verilmesini uygun buluyoruz.
- Sonuç olarak, değerlendirme çalışması sonucunda %30 halka arz iskontosu yapılarak ulaşılan 39,5 TL'lik hisse başı halka arz fiyatının, makul olduğu görüşündeyiz.

Finansal Bilgiler

Özet Bilanço

Finansal Durum Tablosu (TL)	31.03.2023	Bağımsız Denetimden Geçmiş		
		31.12.2022	31.12.2021	31.12.2020
Dönen Varlıklar	814.432.975	792.616.768	378.200.604	313.110.506
Duran Varlıklar	945.517.356	944.071.791	490.988.647	231.636.715
Toplam Varlıklar	1.759.950.331	1.736.688.559	869.189.251	544.747.221
Kısa Vadeli Yükümlülükler	684.005.683	674.712.338	476.887.584	357.047.423
Uzun Vadeli Yükümlülükler	143.177.865	164.961.187	250.857.850	152.609.453
Toplam Özkaynaklar	932.766.783	897.015.034	141.443.817	35.090.345
Toplam Kaynaklar	1.759.950.331	1.736.688.559	869.189.251	544.747.221

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Gelir Tablosu

TL	01.01.2023- 31.03.2023	Bağımsız Denetimden Geçmiş			
		01.01.2022- 31.03.2022	2022	2021	2020
Hasılat	351.847.054	149.161.236	1.105.559.482	368.275.322	310.558.419
Satışların Maliyeti (-)	-226.325.560	-109.064.578	-598.782.536	-291.865.943	-242.123.587
Brüt Kar	125.521.494	40.096.658	506.776.946	76.409.379	68.434.832
Genel Yönetim Giderleri (-)	-12.156.282	-3.410.060	-14.215.095	-7.709.620	-5.370.906
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	3.757.886	13.369.929	38.798.254	41.748.703	14.748.053
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler (-)	-16.689.596	-11.560.018	-26.144.609	-21.932.973	-4.785.460
Esas Faaliyet Karı	100.433.502	38.496.509	505.215.496	88.515.489	73.026.519
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	3.247.379	181.309	3.636.062	12.242.000	5.085.367
Yatırım Faaliyetlerinden Giderler (-)	-358.133	-1.042.995	-3.939.155	-1.722.276	-1.538.498
Finansman Gideri Öncesi Faaliyet Karı	103.322.748	37.634.823	504.912.403	99.035.213	76.573.388
Finansal Gelirler	196.250	49.232	570.180	81.923	458.251
Finansal Giderler (-)	-27.350.247	-28.926.475	-92.645.436	-247.597.240	-136.375.987
Sürdürülen Faalitletler Vergi Öncesi Zararı	76.168.751	8.757.580	412.837.147	-148.480.104	-59.344.348
Dönem Vergi Gideri (-)	-35.679.081	-	-10.500.629	-	-
Ertelenmiş Vergi Geliri	1.842.683	-1.146.066	43.732.924	100.265.071	24.862.197
Net Dönem Karı Zararı	42.332.353	7.611.514	446.069.442	-48.215.033	-34.482.151

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 ve surette olursa olsun üçüncü kişilerin uğrayabileceği her türlü zararlardan dolayı Vakıf Yatırım Menkul Değerler A.Ş. sorumlu tutulamaz.