

Şeker Yatırım

ŞEKER YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.

Fiyat Tespit Raporuna İlişkin Hazırlanan Analist Raporu



29 Kasım 2023

İÇİNDEKİLER

1. RAPORUN AMACI	3
2. PLANLANAN HALKA ARZ HAKKINDA ÖZET BİLGİ	3
3. ŞİRKET HAKKINDA BİLGİ	3
3.1. Ortaklık Yapısı	4
4. HALKA ARZDAN SAĞLANACAK FONUN KULLANIMI.....	4
5. Finansal Tablolar.....	4
6. DEĞERLEME YÖNTEMLERİ	4
6.1. Pazar Yaklaşımı (Borsadaki Kılavuz Emsaller Yöntemi).....	5
6.2. Gelir Yaklaşımı (Özsermaye Artık Getiri Modeli).....	7
7. SONUÇ	8
8. GÖRÜŞ	8

1. RAPORUN AMACI

İşbu rapor Sermaye Piyasası Kurulu'nun VII-128,1 Pay Tebliği 29.maddesine istinaden Meksa Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("Meksa Yatırım") tarafından, Şeker Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("Şeker Yatırım", "İhraççı" ya da "Şirket") paylarının halka arzı kapsamında Global Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("Global 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 izahnameyi inceleyerek karar vermelidir. Rapor içerisinde bulunabilecek hata ve noksanlıklardan dolayı Meksa Yatırım hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz.

2. PLANLANAN HALKA ARZ HAKKINDA ÖZET BİLGİ

İhraççı	Şeker Yatırım Menkul Değerler A.Ş.
Halka Arz Kodu	SKYMD
Halka Arz Büyüklüğü	Sermaye Artırımı : 35.000.000 TL Ortak Satışı : 17.500.000 TL
Halka Arz Öncesi Sermaye	120.000.000 TL Nominal
Halka Arz Sonrası Sermaye	155.000.000 TL Nominal
Satan Ortaklar	Şekerbank T.A.Ş.
Halka Açıklık Oranı	%33,87
Talep Toplama Tarihleri	30 Kasım- 1 Aralık 2023
Aracılık Yöntemi	En İyi Gayret Aracılığı
Halka Arz Yöntemi	Sabit Fiyat ile Talep Toplama
Dağıtım Yöntemi	Eşit Dağıtım
Fiyat	7,00 TL
Tahsisat Grupları	Yoktur.
Satmama Taahhüdü	Şirket ve Tüm Şirket Ortakları İçin 12 Ay
Fiyat İstikrarını Sağlayıcı İşlemler	BİST'te İşlem Görmeye Başladıktan Sonraki 30 Gün Boyunca Yapılması Planlanmaktadır.

Kaynak: Şeker Yatırım Halka Arz İzahnamesi, Tasarruf Sahiplerine Satış Duyurusu ve Fiyat Tespit Raporu

3. ŞİRKET HAKKINDA BİLGİ

Şeker Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("Şeker Yatırım"), 24.12.1996 tarihinde Sermaye Piyasası Kanunu ve ilgili mevzuat hükümlerine uygun olarak sermaye piyasası faaliyetlerinde bulunmak üzere kurulmuştur. Kurucu ortağı Şekerbank T.A.Ş.'dir. "Geniş Yetkili Aracı Kurum" statüsündeki Şeker Yatırım, İstanbul'da bulunan Genel Müdürlük, biri Ankara'da diğeri İzmir'de olmak üzere 2 şubesi ve Şekerbank ile yapılan sözleşme ile Şekerbank'ın tüm şubelerinde emir iletimine aracılık kanalıyla bireysel ve kurumsal müşterilerine yurt içi ve yurt dışı sermaye piyasası ürünlerini sunmaktadır.

Şirket'in sunduğu hizmetler aşağıdaki gibidir:

- İşlem Aracılığı Faaliyeti
- Portföy Aracılığı Faaliyeti
- Bireysel Portföy Yöneticiliği Faaliyeti
- Yatırım Danışmanlığı Faaliyeti
- Aracılık Yüklenimi Suretiyle Halka Arza Aracılık Faaliyeti
- Sınırlı Saklama Hizmeti
- Genel Saklama Hizmeti

3.1. Ortaklık Yapısı

Şirket'in son durum itibarıyla pay sahiplerine ilişkin bilgiler aşağıdaki tabloda gösterilmektedir.

Ortağın Ticaret Unvanı / Adı Soyadı	Halka Arz Öncesi		Halka Arz Sonrası	
	Nominal Değer (TL)	Pay Oranı (%)	Nominal Değer	Pay Oranı (%)
Şekerbank T.A.Ş.	118.847.980	%99,0399	101.347.980	%65,39
Şeker Faktoring A.Ş.	1.152.010	%0,9600	1.152.010	%0,74
Şeker International Banking Unit Ltd.	10	%0,00	10	%0,00
Halka Açık	-	-	52.500.000	%33,87
Toplam	120.000.000	%100,00	155.000.000	%100,00

Kaynak: Şeker Yatırım Halka Arz İzahnamesi

4. HALKA ARZDAN SAĞLANACAK FONUN KULLANIMI

BRÜT HALKA ARZ GELİRİ	245.000.000 TL
NET HALKA ARZ GELİRİ	238.185.880 TL
NET HALKA ARZ GELİRİNİN KULLANIM YERLERİ	Oran (%)
İşletme Sermayesi İhtiyacının Karşlanması	%100
Toplam	%100

Kaynak: 04.10.2023 Tarih ve 2023/59 Sayılı Sermaye Artırımından Elde Edilecek Fonun Kullanımına İlişkin Yönetim Kurulu Kararı

5. Finansal Tablolar

Özet Finansal Durum Tablosu

TL	2020	2021	2022	2023/06
Dönen Varlıklar	429.203.836	468.057.984	1.410.030.119	928.332.008
Duran Varlıklar	53.033.796	60.532.162	109.399.148	189.327.999
Toplam Varlıklar	482.237.632	528.590.146	1.519.429.267	1.117.660.007
Kısa Vadeli Yükümlülükler	379.636.092	412.132.717	1.241.915.972	741.469.000
Uzun Vadeli Yükümlülükler	8.315.703	9.914.492	17.651.397	35.054.933
Özkaynaklar	94.285.837	106.542.937	259.861.898	341.136.074
Toplam Kaynaklar	482.237.632	528.590.146	1.519.429.267	1.117.660.007

Kaynak: Şeker Yatırım Halka Arz İzahnamesi

Özet Kar-Zarar Tablosu

TL	2021	2022	2022/09	2023/06
Hasılat	26.834.841.824	25.711.284.826	28.660.702.917	12.028.969.684
Satışların Maliyeti (-)	(26.759.772.997)	(25.581.857.676)	(28.481.135.241)	(11.892.279.064)
Brüt Kar/Zarar	75.068.827	129.427.150	179.567.676	136.690.620
Esas Faaliyet Kar/ Zarar	25.548.157	72.940.267	72.126.723	62.280.022
Vergi Öncesi Kar/Zarar	31.173.194	27.012.528	53.736.001	32.714.520
Dönem Karı/Zararı	26.884.372	18.710.802	50.025.157	23.984.505

Kaynak: Şeker Yatırım Halka Arz İzahnamesi

6. DEĞERLEME YÖNTEMLERİ

Global Yatırım tarafından hazırlanan Fiyat Tespit Raporu'nda şirket paylarının değerinin tespit edilmesi amacıyla; Pazar Yaklaşımı (Borsa Kılavuz Emsallar Yöntemi) ve Gelir Yaklaşımı (İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi) kullanılmıştır.

6.1. Pazar Yaklaşımı (Borsadaki Kılavuz Emsaller Yöntemi)

Bu yöntemde Şirket'in faaliyet gösterdiği sektördeki benzer yurt içi ve yurt dışı halka açık şirketlerin ve bunun yanı sıra ilgili endekslerin değerlendirilme çarpanları karşılaştırılarak şirket değeri belirlenmektedir.

Çarpan analizinde Şeker Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ile doğrudan ilgili benzer faaliyet konusuna sahip yurt içinde ve yurt dışında faaliyet gösteren benzer şirketler içerisinde yer alan şirketler değerlendirilerek söz konusu şirketlerin medyan değerleri baz alınmıştır.

Benzer şirket çarpanları hesaplamasında şirket değerinin objektif tespit edilmesi adına piyasa değeri/ defter değeri ve fiyat/kazanç çarpanı kullanılmıştır.

Piyasa çarpanları kapsamında yurt içi çarpan değerleri (Finnet) 14.09.2023, yurt dışı çarpan değerleri (Bloomberg Veri Terminali) 14.09.2023 tarihli kapanış verileri baz alınmıştır. Çarpan analizinde fiyat/kazanç çarpanı için 5-30 aralığındaki değerler ve piyasa değeri/defter değeri çarpan için 1-10 aralığındaki değerler dışında kalan değerler uç değer olarak kabul edilmiştir.

Yurt içi benzer şirketler değerlendirilirken halka açık olan aracı kurumlar benzer şirket olarak göz önünde bulundurulmuştur. Değer tespitinde halka açık tüm aracı kurumların 14.09.2023 tarihli kapanış çarpanları hesaplamaya dahil edilmiştir.

Yurt İçi Benzer Şirketler

Şirket Kodu	F/K	PD/DD
A1CAP	7,94	2,68
GEDİK	10,71	5,00
GLBMD	18,06	10,11
INFO	6,08	4,89
ISMEN	7,43	5,25
OSMEN	10,02	6,85
OYYAT	11,36	6,94
TERA	25,64	5,19
Medyan	10,37	5,19
Ortalama	12,16	5,26

Kaynak: Şeker Yatırım Fiyat Tespit Raporu

Yurt içi benzer şirketlerin F/K çarpanı medyanı 10,37x olarak hesaplanmaktadır. Bu çarpan değerine göre Şeker Yatırım'ın özsermaye değeri aşağıdaki tabloda hesaplanmıştır.

F/K Çarpanına Göre Piyasa Değeri Hesaplaması	
F/K Çarpanı (Medyan)	10,37x
Net Dönem Karı (TL 2023T)	97.603.461
Özsermaye Değeri (TL)	1.011.659.869
İndirgenmiş Özsermaye Değeri	895.274.220

Kaynak: Şeker Yatırım Fiyat Tespit Raporu

Yurt içi benzer şirket fiyat/kazanç çarpanı ile hesaplanır göstermeye değeri indirgenmiş nakit akımları analizinde 2023 yılı için tahmin edilen sermaye maliyeti ile bugüne indirgenmiştir. Bu hesaplama sonucunda fiyat/kazanç çarpanına göre indirgenmiş özsermaye değeri 895.274.220 TL olarak belirlenmiştir.

Yurt içi benzer şirketlerin piyasa değeri/defter değeri çarpanı medyanı 5,19x olarak hesaplanmaktadır. Bu çarpan değerine göre Şeker Yatırım'ın özsermaye değeri aşağıdaki tabloda hesaplanmıştır.

PD/DD Çarpanına Göre Piyasa Değeri Hesaplaması	
PD/DD Çarpanı (Medyan)	5,19x
Özkaynak (2023/06)	341.136.075
Özsermaye Değeri (TL)	1.770.496.231

Kaynak: Şeker Yatırım Fiyat Tespit Raporu

Piyasa değeri/defter değeri çarpanına göre 2023/06 dönemi verileri ile hesaplanan özsermaye değeri 1.770.496.231 TL olarak belirlenmiştir.

Yurt içi benzer şirketlerin fiyat/kazanç ve piyasa değeri/defter değeri çarpanları kullanılarak hesaplanan özsermaye değerlerine fiyat/kazanç ve piyasa değeri/defter değeri çarpanlarına eşit ağırlık verilmiş ve analiz sonucunda 1.332.885.226 TL özsermaye değerine ulaşılmıştır.

Değerleme Yöntemi	Hesaplanan Özsermaye Değeri (TL)	Ağırlık (%)	Özsermaye Değeri (TL)
Yurt İçi Benzer Şirketler F/K Çarpanı	895.274.220	%50	447.637.110
Yurt İçi Benzer Şirketler PD/DD Çarpanı	1.770.496.231	%50	885.248.115
Ağırlıklandırılmış Özsermaye Değeri (TL)			1.332.885.226

Kaynak: Şeker Yatırım Fiyat Tespit Raporu

Yurt Dışı Benzer Şirketler

Yurt dışı çarpan analizinde kullanılan uluslararası benzer şirketlerin bilgileri, fiyat/kazanç ve piyasa değeri/defter değeri çarpanları yurt dışı benzer şirket çarpanları tablosunda yer almaktadır. Yurt dışı benzer şirket çarpanları tablosu hazırlanırken hem gelişmiş hem de gelişmekte olan ülkelerden Şeker Yatırım'ın faaliyet alanlarına uygun şirketler seçilmiş ve değerlendirilmiştir.

Şirket Kodu	F/K	PD/DD
VIRT US	13,92	2,29
VCI VN	61,00	2,83
BIL JA	22,31	2,67
CFT SW	9,76	2,14
TITAN FH	15,47	8,14
8739 JP	11,30	2,27
EQUI IM	14,43	1,97
BFG AU	11,53	1,38
MBS VN	24,03	2,18
R4 SM	18,83	3,19
ANGELONE IN	17,27	7,13
1456 HK	10,38	0,54
Medyan	14,43	2,29
Ortalama	15,39	3,29

Kaynak: Şeker Yatırım Fiyat Tespit Raporu

Yurt dışı benzer şirketlerin fiyat/kazanç çarpanı medyanı 14,43x olarak hesaplanmaktadır. Bu çarpan değerine göre Şeker Yatırım'ın özsermaye değeri aşağıdaki tabloda hesaplanmıştır.

F/K Çarpanına Göre Piyasa Değeri Hesaplaması	
F/K Çarpanı (Medyan)	14,43x
Net Dönem Karı (TL 2023T)	97.603.461
Özsermaye Değeri (TL)	1.408.752.629
İndirgenmiş Özsermaye Değeri	1.246.683.742

Kaynak: Şeker Yatırım Fiyat Tespit Raporu

Yurt dışı benzer şirket fiyat/kazanç çarpanı ile hesaplanan özsermaye değeri 2023 yılı için tahmin edilen sermaye maliyeti ile bugüne indirgenmiştir. Bu hesaplama sonucunda fiyat/kazanç çarpanına göre indirgenmiş özsermaye değeri 1.246.683.742 TL olarak belirlenmiştir.

Yurt dışı benzer şirketlerin piyasa değeri/defter değeri çarpanı medyanı 2,29x olarak hesaplanmaktadır. Bu çarpan değerine göre Şeker Yatırım'ın özsermaye değeri aşağıdaki tabloda hesaplanmıştır.

PD/DD Çarpanına Göre Piyasa Değeri Hesaplaması	
PD/DD Çarpanı (Medyan)	2,29x
Özkaynak (2023/06)	341.136.075
Özsermaye Değeri (TL)	782.110.284

Kaynak: Şeker Yatırım Fiyat Tespit Raporu

Piyasa değeri defter değeri çarpına göre 2023/06 dönemi verileri ile hesaplanan özsermaye değeri 782.110.284 TL olarak belirlenmiştir.

Yurt dışı benzer şirketlerin fiyat/kazanç ve piyasa değeri/defter değeri çarpanları kullanılarak hesaplanan özsermaye değerlerine fiyat/kazanç ve piyasa değeri/defter değeri çarpanlarına eşit ağırlık verilmiş ve analiz sonucunda 1.014.397.013 TL özsermaye değerine ulaşılmıştır.

Değerleme Yöntemi	Hesaplanan Özsermaye Değeri (TL)	Ağırlık (%)	Özsermaye Değeri (TL)
Yurt Dışı Benzer Şirketler F/K Çarpanı	1.246.683.742	%50	623.341.871
Yurt Dışı Benzer Şirketler PD/DD Çarpanı	782.110.284	%50	391.055.142
Ağırlıklandırılmış Özsermaye Değeri (TL)			1.014.397.013

Kaynak: Şeker Yatırım Fiyat Tespit Raporu

Çarpan Analizine Göre Değerleme Sonuçları

Değerleme Yöntemi	Hesaplanan Özsermaye Değeri (TL)	Ağırlık (%)	Özsermaye Değeri (TL)
Yurt İçi Benzer Şirketlere Göre Özsermaye Değeri	1.332.885.226	%50	507.198.507
Yurt Dışı Benzer Şirketlere Göre Özsermaye Değeri	1.014.397.013	%50	666.442.613
Ağırlıklandırılmış Özsermaye Değeri (TL)			1.173.641.119
Pay Başına Değer (TL)			9,78

Kaynak: Şeker Yatırım Fiyat Tespit Raporu

6.2. Gelir Yaklaşımı (Özsermaye Artık Getiri Modeli)

Bu yöntem gösterge niteliğindeki değer, gelecekteki nakit akışlarının tek bir cari devre dönüştürülmesi ile belirlenmesini sağlar. Gelir yaklaşımında varlığın değeri varlık tarafından yaratılan gelirlerin nakit akışlarının veya maliyet tasarruflarının bugünkü değerine dayanılarak tespit edilir.

İndirgenmiş nakit akımları yöntemi Şirket'in öngörülleri geçmiş performansı makro ekonomik tahminler gibi birçok varsayımsal parametre dayanmaktadır. Söz konusu projeksiyonlar ileriye yönelik bir taahhüt anlamına gelmemekle beraber indirgenmiş nakit akımları analizi yönteminde değerlemeye etki eden parametrelerin çokluğunun yanında değerlendirme yapan uzmanın bakış açısına bağlı olarak ulaşılan değerler önemli değişiklikler gösterebilmektedir. Değerlemeye konu Şirket'in finansal kuruluş olması sebebiyle Şirket'in gelecekteki nakit akımları "Özsermaye Artık Getiri Modeli" kullanılarak bugüne indirgenmiştir.

Bu yöntemde Şirket'in geleceğe yönelik faaliyet ve finansal durumuna ilişkin oluşturulan projeksiyonlar çerçevesinde Şirket'in bugünkü özsermayesi, özsermaye artık getirisinin bugünkü değeri (10 yıllık) ve artık getirinin nihai değerinin bugünkü değerinin toplamı hesaplanarak Şirket'in özsermaye değerine ulaşılmıştır.

AOSM Hesaplaması

Sermaye Maliyeti	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	2032T
Risksiz Getiri Oranı (%)	20,00%	19,50%	19,00%	18,50%	18,00%	17,50%	17,00%	16,50%	16,00%	15,50%
Piyasa Risk Primi (%)	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%
Beta	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
Sermaye Maliyeti (%)	26,00%	25,50%	25,00%	24,50%	24,00%	23,50%	23,00%	22,50%	22,00%	21,50%

Kaynak: Şeker Yatırım Fiyat Tespit Raporu

Özsermaye artık getiri modelinin yapısı gereği söz konusu projeksiyonla Şirket'in öngörülleri ile oluşturulması ve birçok varsayımsal parametre bağlı olması nedeniyle geleceğe dönük herhangi bir taahhüt anlamına gelmemektedir. Projeksiyonların farklılaşması halinde farklı özsermaye değerine ve pay başı değere ulaşılabilir. Özsermaye artık getiri modelinde özsermaye maliyeti halka arz olmuş şirketlerdeki genel pratiğe ve muhafazakâr bakış açısına istinaden dönem sonu özsermaye değeri üzerinden hesaplanmıştır. Projeksiyon dönemi boyunca temettü dağıtım oranı %70 olarak varsayılmıştır.

Sermaye artık getiri modeli ile Şirket'in piyasa değeri 932.657.203 TL ve pay başı fiyatı 7,77 TL olarak hesaplanmıştır.

7. SONUÇ

Şirket'in değerlemesinde Özsermaye Artık Değer Modeli ve Çarpan Analizi eşit ağırlıklandırılmış olup, 1.053.149.161 TL özsermaye değerine ulaşılmıştır. Çıkarılmış sermayesi 120.000.000 TL olan Şirket'in halka arz pay başına değeri 8,78 TL olarak hesaplanmıştır.

%20,24 halka arz iskontosu sonrasında ise özsermaye değeri 840.000.000 TL, pay başına değer ise 7,00 TL olarak hesaplanmıştır.

Değerleme Yöntemi	Hesaplanan Özsermaye Değeri (TL)	Ağırlık (%)	Ağırlıklandırılmış Özsermaye Değeri (TL)
Yurt İçi Benzer Şirket Özsermaye Değeri	1.332.885.226	%25	333.221.306
Yurt Dışı Benzer Şirket Özsermaye Değeri	1.014.397.013	%25	253.599.253
Özsermaye Artık Getiri Modeline Göre Özsermaye Değeri	932.657.203	%50	466.328.602
Özsermaye Değeri			1.053.149.161
Halka Arz İskontosu		%20,24	
İskontolu Özsermaye Değeri			840.000.000
Pay Değeri			8,78
İskontolu Pay Değeri			7,00

Kaynak: Şeker Yatırım Fiyat Tespit Raporu

8. GÖRÜŞ

- Global Yatırım tarafından hazırlanmış olan Fiyat Tespit Raporu'nun kapsamlı, net ve anlaşılır olduğu görüşünderiz.
- Borsa Kılavuz Emsaller Yöntemi'nde hem yurt içi hem de yurt dışı benzer şirketlerin çarpanlarının değerlemeye dahil edilmesinin uygun olduğu görüşünderiz.
- Borsa Kılavuz Emsaller Yöntemi'nde, mevcut piyasa koşulları göz önüne alındığında 2023 yılı için tahmin edilen net kârın 6 ay indirgenerek hesaplamaya dahil edilmesini makul buluyoruz.
- Borsa Kılavuz Emsaller Yönteminde F/K ve PD/DD çarpanlarının kullanılmasının ve ilgili çarpanlar için uç değerlerin elemine edilmesinin makul olduğu görüşünderiz.
- Gelir Yaklaşımı'nda Özsermaye Artık Getiri Modeli Yönteminin kullanılmasının ve modele ilişkin varsayımların makul olduğu görüşünderiz.
- Şeker Yatırım'ın değerlemesinde Pazar Yaklaşımı ve Gelir Yaklaşımı yöntemlerinin eşit ağırlıklandırılmasının makul olduğu görüşünderiz.
- Hesaplanan şirket değerine uygulanan %20,24 halka arz iskontosunun makul olduğu görüşünderiz.

Sonuç olarak, Borsa Kılavuz Emsaller Yöntemi ve İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi kullanılarak bulunan Şirket Değeri'ne göre bulunan 8,78 TL birim pay değerine uygulanan %20,24'lük halka arz iskontosu ile hesaplanan 7,00 TL halka arz fiyatının makul olduğunu düşünuyoruz.