Efor Çay Sanayi Ticaret A.Ş.

Fiyat Tespit Raporuna İlişkin Görüş

25 Haziran 2024

İçindekiler

Önemli Not 3
1 Halka Arz ile İlgili Bilgiler 4
2 Şirket Hakkında Bilgi 4
2.1 Çay Faaliyetleri 5
2.2 Kömür Faaliyetleri 5
2.3 Gübre Faaliyetleri 5
3 Finansal Durum 6
4 Değerleme Hakkında Özet Bilgi 7
4.1 Pazar Yaklaşımı – Çarpan Analizi 7
4.1.1 BİST Sınai Endeksi Şirket Çarpanları 8
4.1.2 BİST Ticaret Endeksi Şirket Çarpanları 12
4.1.3 Pazar Yaklaşımı Değer Özeti 13
4.2 Gelir Yaklaşımı – İndirgenmiş Nakit Akımları 14
4.3 Sonuç 15
5 Görüş 15
5.1 Pazar Yaklaşımı (Çarpan Analizi) 15
5.2 Gelir Yaklaşımı (İNA Analizi) 15
5.3 Sonuç 16

Önemli Not

İşbu rapor, Sermaye Piyasası Kurulu Tebliği VII-128.1 Pay Tebliği'nin 29. maddesine istinaden İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("İş Yatırım") Kurumsal Finansman Müdürlüğü tarafından, Halk Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin ("Halk Yatırım") halka arza aracılık eden yetkili kuruluş olduğu Efor Çay Sanayi Ticaret A.Ş. ("Efor Çay" veya "Şirket") paylarının halka arzı kapsamında Halk Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin hazırladığı 3 Haziran 2024 tarihli fiyat tespit raporunu değerlendirmek amacıyla hazırlanmış olup, yatırımcıların pay alım satımına ilişkin herhangi bir tavsiye veya teklif içermemektedir. Yatırım kararlarının ilgili izahnamenin incelenmesi sonucu verilmesi gerekmektedir. Rapor içerisinde bulunabilecek hata ve noksanlıklardan dolayı İş Yatırım hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz.

1 Halka Arz ile İlgili Bilgiler

Tablo 1: Halka Arza İlişkin Genel Bilgiler

Halka Arza İlişkin Bilgiler	
Aracılık Yöntemi	En İyi Gayret Aracılığı
Halka Arz Yöntemi	Sabit Fiyat ile Talep Toplama
Konsorsiyum Eş Liderleri	Halk Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ve İntegral Yatırım Menkul Değerler A.Ş.
Dağıtım Yöntemi	Yurt İçi Bireysel Yatırımcılar için Eşit Dağıtım
Mevcut Çıkarılmış Sermaye	300.000.000 TL
Halka Arz Oranı	%24,79
Halka Arz Metodu	%70,0 Sermaye Artırımı %30,0 Ortak Satışı
Arz Edilecek Paylar (Nominal Değer)	90.000.000 TL
Ek Satış	Yoktur
Satmama Taahhüdü	Şirket ve Ortaklar için 1 Yıl
Tahsisat Grupları	Yurt İçi Bireysel: %75 Yurt İçi Kurumsal: %25
Fiyat İstikrarı	15 Gün
Halka Arz Büyüklüğü	1.305 milyon TL
Talep Toplama	26-27-28 Haziran 2024
Halka Arz Fiyatı	14,50 TL
Bağımsız Denetçi	Deneyim Bağımsız Denetim ve Danışmanlık A.Ş.

Kaynak: İzahname

Tablo 2: Halka Arz Öncesi ve Sonrası Ortaklık Yapısı

Ortaklar	Pay Grubu	Halka Arz Öncesi		Halka Arz Sonrası	
		Tutar (TL)	Pay (%)	Tutar (TL)	Pay (%)
İbrahim Akkuş	A	120.000.000	40,00%	120.000.000	33,06%
	B	180.000.000	60,00%	153.000.000	42,15%
Halka Açık	B	-	-	90.000.000	24,79%
TOPLAM		**300.000.000**	**100,00%**	**363.000.000**	**100,00%**

Kaynak: İzahname

Tablo 3: Halka Arz Gelirlerinin Kullanım Alanları

Halka Arz Gelirlerinin Kullanım Yerleri	Kullanım Tutarı (%)
Yatırımlar	%25
Girişim Sermayesi Yatırımı	%5
Finansal Borçların Ödenmesi	%30
İşletme Sermayesi İhtiyacının Karşılanması	%40

Kaynak: Fon Kullanım Yeri Raporu

2 Şirket Hakkında Bilgi

Şirket, fiili olarak yaş çayların işlenerek kuru çay üretilmesi ve kuru çayların paketlenip satılması ile aynı zamanda bitki ve meyve çaylarının paketlenip satılması konuları ile iştigal etmekteyken; Şirket'in bağlı ortaklığı Efor Gübre Madencilik fiili olarak kömür ve kömürden veya petrolden elde edilen diğer katı yakıtlar ile kimyevi gübre alım satımı ile iştigal etmektedir. Şirket ve bağlı ortaklığı Efor Gübre Madencilik'in faaliyet gösterdiği çay, kömür ve gübre alanlarında gerçekleştirilen faaliyetlere ilişkin açıklamalara aşağıda yer verilmiştir.

2.1 Çay Faaliyetleri

Yaş çay hasadı ve alımları her yıl sürgün (bir bitkiden yeni sürmüş olan filiz) dönemi itibarıyla yapılmakta olup genelde üç sürgün döneminde tamamlanan alımlar Doğu Karadeniz Bölgesi'nin ekolojik yapısına bağlı olarak dört sürgün dönemine de uzayabilmektedir. Söz konusu sürgün dönemleri her yıl Mayıs ve Kasım ayları arasına denk gelmektedir.

Yaş çaylar sürgün dönemlerinde müstahsillerden (üreticilerden) alınmaktadır. Şirket tarafından alınan yaş çaylar hali hazırda Trabzon / Of ve 2023 yılında faaliyete geçen Artvin / Arhavi-2 tesislerinde işlenerek kuru çaylar üretilmektedir.

Efor Çay'ın Trabzon, Tuzla ve Artvin'de 4 adet tesisi bulunmaktadır. Fiyat Tespit Raporu tarihi itibarıyla Trabzon ve Artvin-2 tesislerinde yaş çay işleme; Trabzon, Tuzla ve Artvin-1 tesislerinde paketleme faaliyetleri gerçekleştirilmektedir.

2.2 Kömür Faaliyetleri

Şirket'in bağlı ortaklığı olan Efor Gübre Madencilik tarafından yurt dışında kömür ile kömürden veya petrolden elde edilen diğer katı yakıtlar (metalürjik kok ve petrokok) ithal edilmektedir. Efor Gübre Madencilik, limanlardan yapılacak nakliyelerde avantaj sağlaması açısından tesislerini Samsun, Rize ve Trabzon'da konumlandırmıştır ve katı yakıt ithalatını Rusya'dan yapmaktadır. Şirket, ihtiyaç olduğunda Kazakistan, Güney Afrika ve Endonezya gibi ülkelerden de tedarik etme imkanına sahiptir.

Efor Gübre Madencilik tarafından ithal edilen katı yakıtlar Samsun, Rize ve Trabzon limanlarında millileştirilerek teslim alınmaktadır. Kömürden veya petrolden elde edilen diğer katı yakıtlar, ithalatı kontrole tabi yakıtlardır. Çevre Bakanlığı tarafından, çevrenin korunması yönünden katı yakıtların ithalatının kontrolü ve belirli özellikleri taşıyan katı yakıtların Türkiye'ye girişini sağlamak için Katı Yakıt İthalatçı Kayıt Belgesi vasıtası ile katı yakıtların ithalatına izin verilmektedir. Şirket'in bağlı ortaklığı, Çevre Bakanlığı'ndan 18.01.2023 tarihinde CED-Y-2023-001-70 belge no'lu Katı Yakıt İthalatçı Kayıt Belgesi almış olup söz konusu belge vasıtasıyla Türkiye'ye yüksek kalitede ithal kömürler getirilebilmektedir.

2.3 Gübre Faaliyetleri

Efor Gübre Madencilik'in kimyevi gübre alım satım faaliyetleri kapsamında kimyevi gübrenin BAĞFAŞ, Eti Gübre A.Ş. ve GEMLİK gibi yurt iç üreticilerden tedariği ve yurt dışı üretici firmalardan ithalatı yapılarak, yurt içi satışları ve ihracatı yapılmaktadır. İthalat yoluyla temin edilen kimyevi gübreler deniz yoluyla Belçika, Norveç, İtalya, Çin Rusya ve İran gibi ülkelerden CIF teslim olarak Samsun, Rize, İskenderun ve İzmir gibi lokasyonlara getirilmekte ve buralarda iç piyasaya arz için hazır hale getirilmektedir. Kimyevi gübre dökme olarak tedarikçilerden çeşitli tiplerde (granül, kristal, pril, toz vb.) temin edilmekte ve paketlenerek ilgili pazarlarda satışa sunulmaktadır.

Yurt içi gübre satışlarının çoğunluğu anlaşmalı bayiler kanalıyla yapılmaktadır. Bayiler kanalıyla yapılan satışların yanı sıra sektörde kurumsal olarak tanımlanan Türkiye'deki şeker fabrikaları ve PANKOBİRLİK'e de satışlar yapılmaktadır.

Diğer taraftan, Efor Gübre Madencilik'in Samsun'un Tekkeköy ilçesindeki 36.042,48 m^2 arsa üzerinde, depolama ve üretim amaçlı olarak kullanılması planlanan toplam 16.652 m^2 kullanım alanına sahip 18 adet kapalı yapı, 3.105 m^2 kullanım alanına sahip 1 adet idari bina ve çatı GES'ten oluşan tesis yatırımı çalışmaları 2023 yılında tamamlanmıştır.

- 13.652 m^2 kullanım alanına sahip olan 15 adet yapı depo ve antrepo olarak kiralanmakta ve kira geliri elde edilmektedir. Söz konusu yapıların 6.644 m^2'lik kapalı alanında A tipi antrepo hizmeti verilmektedir.

- 3.000 m^2 kullanım alanına sahip 3 adet yapıda kimyevi gübre üretimi planlanmaktadır. Planlanan üretim faaliyetleri için de gerekli ÇED ve fizibilite işlemleri tamamlanmış olup Samsun tesisinde Şirket'in kimyevi gübre üretimi için yurt dışında ekipman alımı görüşmeleri Fiyat Tespit Raporu tarihi itibarıyla sürmektedir.
- Tesis yapılarının çatılarına 2.550 kWp büyüklüğünde GES kurulmuştur. GES'ten üretilen elektrikle düzenli gelir elde edilmekte ve Şirket'in bağlı ortaklığının enerji maliyetlerinin karşılanması sağlanmaktadır.

3 Finansal Durum

Tablo 4: Bilanço

Bilanço (TL)	31.12.2021	31.12.2022	31.12.2023	31.03.2024
Nakit ve Nakit Benzerleri	185.741.897	72.911.393	78.566.366	72.188.504
Finansal Yatırımlar	33.827.799	-	-	-
Ticari Alacaklar	442.225.839	823.610.930	862.411.461	549.014.547
İlişkili Taraflardan Ticari Alacaklar	*630.615*	*1.241.513*	*14.667.702*	-
İlişkili Olmayan Taraflardan Ticari Alacaklar	*441.595.224*	*822.369.417*	*847.743.759*	*549.014.547*
Diğer Alacaklar	11.836.435	23.510.545	7.436.365	241.392.988
İlişkili Taraflardan Diğer Alacaklar	*8.931.504*	*10.822.757*	-	*234.544.825*
İlişkili Olmayan Taraflardan Diğer Alacaklar	*2.904.931*	*12.687.788*	*7.436.365*	*6.848.163*
Stoklar	482.197.786	802.460.656	1.141.961.896	1.068.371.705
Peşin Ödenmiş Giderler	57.610.460	162.866.360	94.540.316	80.054.731
Diğer Dönen Varlıklar	41.615.282	130.120.011	85.492.394	87.304.703
Toplam Dönen Varlıklar	**1.255.055.498**	**2.015.479.895**	**2.270.408.798**	**2.098.327.178**
Diğer Alacaklar	-	-	1.239.175	1.303.387
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller	327.015	331.514.394	685.228.667	685.228.667
Maddi Duran Varlıklar	581.680.256	913.549.453	1.359.638.896	1.491.777.642
Kullanım Hakları	12.302.966	43.643.293	45.196.032	36.938.176
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	1.572.936	1.011.036	806.266	786.253
Peşin Ödenmiş Giderler	-	23.896.815	35.407.290	108.998.238
Toplam Duran Varlıklar	**595.883.173**	**1.313.614.991**	**2.127.516.326**	**2.325.032.363**
TOPLAM VARLIKLAR	**1.850.938.671**	**3.329.094.886**	**4.397.925.124**	**4.423.359.541**
Kısa Vadeli Borçlanmalar	39.828.746	604.982.464	919.979.823	974.592.107
Banka Kredileri	*34.959.513*	*585.403.446*	*848.332.777*	*910.219.613*
Finansal Kiralama İşlemlerinden Borçlar	*29.223*	*10.878.036*	*3.699.789*	*2.470.909*
Kiralama İşlemlerinden Kaynaklanan Yükümlülükler	*4.162.186*	*6.554.361*	*8.962.782*	*8.580.547*
Diğer Finansal Yükümlülükler	*677.824*	*2.146.621*	*58.984.475*	*53.321.038*
Ticari Borçlar	782.898.424	991.451.787	337.819.901	328.694.579
İlişkili Taraflara Ticari Borçlar	-	*5.345.060*	-	-
İlişkili Olmayan Taraflara Ticari Borçlar	*782.898.424*	*986.106.727*	*337.819.901*	*328.694.579*
Calışanlara Sağlanan Faydalar Kapsamında Borçlar	4.882.659	8.059.976	16.115.955	18.573.600
Diğer Borçlar	10.993.607	22.088.668	24.591.812	24.514.184
İlişkili Taraflara Diğer Borçlar	-	*6.765.199*	-	-
İlişkili Olmayan Taraflara Diğer Borçlar	*10.993.607*	*15.323.469*	*24.591.812*	*24.514.184*
Ertelenmiş Gelirler	322.499.624	208.463.189	513.239.671	460.415.148
İlişkili Taraflardan Ertelenmiş Gelirler	*3.349.825*	*445.056*	-	*3.088.307*
İlişkili Olmayan Taraflardan Ertelenmiş Gelirler	*319.149.799*	*208.018.133*	*513.239.671*	*457.326.841*
Dönem Karı Vergi Yükümlülüğü	12.590.785	10.803.072	957.712	1.440.648
Kısa Vadeli Karşılıklar	582.296	912.636	1.117.443	1.354.077
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	17.839	9.305	20.453	46.314
Kısa Vadeli Yükümlülükler	**1.174.293.980**	**1.846.771.097**	**1.813.842.770**	**1.809.630.657**
Uzun Vadeli Borçlanmalar	69.591.007	232.576.003	397.647.575	353.847.683
Banka Kredileri	*51.181.968*	*202.122.935*	*374.943.521*	*335.222.339*
Finansal Kiralama İşlemlerinden Borçlar	*11.045.594*	*864.162*	*256.562*	-
Kiralama İşlemlerinden Kaynaklanan Yükümlülükler	*7.363.445*	*29.588.906*	*22.447.492*	*18.625.344*
Ertelenmiş Gelirler	-	-	3.036.215	2.212.409
Uzun Vadeli Karşılıklar	4.337.905	6.589.061	10.342.058	11.643.635
Calışanlara Sağlanan Faydalara İlişkin Uzun Vadeli Karşılıklar	*3.917.457*	*4.424.529*	*8.173.401*	*9.758.889*
Diğer Uzun Vadeli Karşılıklar	*420.448*	*2.164.532*	*2.168.657*	*1.884.746*
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	28.943.825	61.762.378	105.391.602	113.041.282
Uzun Vadeli Yükümlülükler	**102.872.737**	**300.927.442**	**516.417.450**	**480.745.009**
TOPLAM YÜKÜMLÜLÜKLER	**1.277.166.717**	**2.147.698.539**	**2.330.260.220**	**2.290.375.666**
Ödenmiş Sermaye	50.000.000	150.000.000	300.000.000	300.000.000
Sermaye Düzeltmesi Olumlu Farkları	112.232.469	240.097.066	262.685.591	262.685.591
Kar veya Zararda Yeniden Sınıflandırılmayacak Birikmiş Diğer Kapsamlı Gelirler veya Giderler	164.897.575	410.219.040	505.611.952	506.267.779
Maddi Duran Varlık Yeniden Değerleme Artışları (Azalışları)	*164.653.397*	*409.815.113*	*506.284.392*	*506.284.392*
Tanımlanmış Fayda Planları Yeniden Ölçüm Kazançları (Kayıpları)	*244.178*	*403.927*	*(672.440)*	*(16.613)*
Kardan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	591.420	1.518.991	11.028.280	11.028.280
Geçmiş Yıllar Karları/Zararları	66.906.727	214.137.986	425.972.331	988.339.081
Dönem Net Karı/Zararı	179.143.763	165.423.264	562.366.750	64.663.144

Bilanço (TL)	31.12.2021	31.12.2022	31.12.2023	31.03.2024
Özkaynaklar	573.771.954	1.181.396.347	2.067.664.904	2.132.983.875
TOPLAM KAYNAKLAR	1.850.938.671	3.329.094.886	4.397.925.124	4.423.359.541

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Tablo 5: Gelir Tablosu

Gelir Tablosu (TL)	31.12.2021	31.12.2022	31.12.2023	31.03.2023	31.03.2024
Hasılat	2.626.505.808	6.008.522.156	5.964.796.484	930.896.463	991.596.210
Satışların Maliyeti (-)	(2.326.242.177)	(5.339.450.101)	(5.000.155.092)	(817.702.849)	(831.410.972)
Brüt Kar (Zarar)	**300.263.631**	**669.072.055**	**964.641.392**	**113.193.614**	**160.185.238**
Pazarlama, satış ve dağıtım giderleri (-)	(39.923.318)	(135.345.775)	(126.402.960)	(30.460.351)	(22.392.473)
Genel yönetim giderleri (-)	(53.510.391)	(72.861.497)	(114.895.667)	(21.125.359)	(41.302.508)
Esas faaliyetlerden diğer gelirler	119.004.296	177.476.150	233.515.888	65.000.493	28.398.310
Esas faaliyetlerden diğer giderler (-)	(132.673.243)	(253.255.913)	(162.039.726)	(2.432.933)	(13.847.518)
Esas Faaliyet Karı (Zararı)	**193.160.975**	**385.085.020**	**794.818.927**	**124.175.464**	**111.041.049**
Yatırım faaliyetlerinden gelirler	90.710.634	88.147.276	313.830.009	10.591.723	11.066.637
Yatırım faaliyetlerinden giderler (-)	(8.146.112)	(6.084.714)	(6.731.541)	(37.436)	(56.161)
TFRS 9 Uyarınca Belirlenen Değ. Düş. Kazançları (Zararları) ve Değ. Düş. Zararlarının İptalleri	(456.628)	(3.776.708)	(4.585.820)	894.806	1.557.706
Finansman Geliri (Gideri) Öncesi Faaliyet Karı (Zararı)	**275.268.869**	**463.370.874**	**1.097.331.575**	**135.624.557**	**123.609.231**
Finansman gelirleri	11.980.810	22.372.842	24.451.133	2.202.840	13.971.518
Finansman giderleri (-)	(41.648.902)	(147.509.237)	(427.036.311)	(71.169.329)	(106.193.859)
Net parasal pozisyon kazançları veya kayıpları	(47.932.028)	(107.613.655)	(78.432.248)	54.694.714	56.102.895
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Öncesi Karı (Zararı)	**197.668.749**	**230.620.824**	**616.314.149**	**121.352.782**	**87.489.785**
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Gelir/Gideri	(18.524.986)	(65.197.560)	(53.947.399)	(51.881.402)	(22.826.641)
Dönem vergi gideri	*(19.222.297)*	*(51.402.397)*	*(49.992.674)*	*(4.268.342)*	*(1.547.152)*
Ertelenmiş vergi geliri/gideri	*697.311*	*(13.795.163)*	*(3.954.725)*	*(47.613.060)*	*(21.279.489)*
Dönem Karı (Zararı)	**179.143.763**	**165.423.264**	**562.366.750**	**69.471.380**	**64.663.144**

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Tablo 6: Konsolide Net Satış Tutarı

Gelir Tablosu (TL)	31.12.2021	31.12.2022	31.12.2023	31.03.2023	31.03.2024
Çay Satışları	1.611.783.730	2.647.428.713	2.882.046.468	585.203.789	596.353.260
Gübre Satışları	476.521.237	1.241.458.418	668.869.763	149.716.340	171.249.178
Kömür Satışları	538.981.566	2.221.555.096	1.836.047.918	179.589.009	221.063.214
Transit Maden Satışları	-	-	553.702.551	-	-
Transit İplik Satışları	-	-	-	-	3.419.296
Transit Tarım Ürünleri Satışları	-	-	87.798.598	-	-
Diğer Çeşitli Gelirler	54.933.688	31.428.636	35.248.593	27.900.286	8.971.453
Satıştan İadeler (-)	(33.352.076)	(96.089.074)	(38.188.739)	(7.428.632)	(8.013.155)
Satış İndirimleri ve İskontoları (-)	(22.362.337)	(37.259.633)	(60.728.668)	(4.084.329)	(1.447.036)
Toplam	**2.626.505.808**	**6.008.522.156**	**5.964.796.484**	**930.896.463**	**991.596.210**

(*) Hasılat kırılımında yer alan bu kalemler, Şirket'in verdiği bilgi doğrultusunda dönemsel ticaret fırsatlarının değerlendirildiği satışlar olup lineer tahmin yürütülmesi mümkün olmadığından, projeksiyon döneminde hesaplamalara dahil edilmemiştir.(Fiyat Tespit Raporu'nda hangi kalemlerin yıldızlanmış olduğu görülmemektedir.)

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

4 Değerleme Hakkında Özet Bilgi

Efor Çay Sanayi Ticaret A.Ş. sermaye artırımı ve ortak satışı yoluyla halka arz edilecek paylarının birim fiyat tespitinde aşağıdaki iki temel yöntem dikkate alınmıştır:

1. Pazar Yaklaşımı – Çarpan Analizi
2. Gelir Yaklaşımı – İndirgenmiş Nakit Akımları

4.1 Pazar Yaklaşımı – Çarpan Analizi

Fiyat Tespit Raporu'nda BİST Sınai Endeksi Şirketleri ile BİST Ticaret Endeksi Şirketleri olmak üzere iki ayrı grubun FD/FAVÖK, F/K ve PD/DD çarpanları kullanılmıştır. Şirket'in ana faaliyet konusu olan çay, kömür ve gübre satışı dışında diğer satışlarının da var olması sebebiyle FD/Net Satışlar çarpanı değerleme çalışmasında kullanılmamıştır.

Şirket'in birden fazla sektörde hem üretim hem de ticarete dayalı faaliyetlerinin bulunması ve son dönemde ticaret satışlarının üretim satışlarından fazla olması sebebiyle; çarpan analizinde BİST Sınai Şirketleri'nin çarpanlarına %40 ve BİST Ticaret Endeks Şirketleri'nin çarpanlarına %60 oranında ağırlık verilerek hesaplama yapılmıştır. Şirket'in faaliyet gösterdiği sektörlerin tamamında benzer şekilde faaliyet gösteren ve sağlıklı sayısal verilerine ulaşılabilen yurt dışı emsal şirketler saptanamamıştır.

Çarpanın belirlenmesi sonrasında uç değerler olarak kabul edilen ve değerlemeyi etkilemesi olası çarpanların tespit edilmesi ile değerlemeye dahil edilmemesi için ilgili çarpan grubu medyanının yarısı ve iki katı kadar olan değerler sırasıyla alt sınır ve üst sınır olarak belirlenmiştir. Alt ve üst sınırlar hesaplandıktan sonra alt sınırın altında kalan ve üst sınırın üstünde kalan çarpanlar değerlemeye dahil edilmemiştir.

Gelir Tablosu (TL)	31.12.2023	31.03.2023	31.03.2024	Yıllıklandırılmış
Nakit ve Nakit Benzerleri	78.566.366	-	72.188.504	
Finansal Yatırımlar	-	74.791.145	-	
Finansal Borçlar	1.286.217.124	1.173.808.170	1.301.233.899	
Net Borç / (Nakit)	**1.207.650.758**	**1.099.017.025**	**1.229.045.395**	
Özkaynak Toplamı	2.067.664.904	1.230.752.504	2.132.983.875	
Ödenmiş Sermaye	300.000.000	150.000.000	300.000.000	
Net Satışlar	**5.964.796.484**	**930.896.463**	**991.596.210**	**6.025.496.231**
FVÖK	1.097.331.575	135.624.557	123.609.231	
Amortisman	40.200.039	8.795.069	13.377.937	
FAVÖK	**1.137.531.614**	**144.419.626**	**136.987.168**	**1.130.099.156**
FAVÖK Marjı %	19,1%	15,5%	13,8%	
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelir /Giderler (Net)	71.476.162	62.567.560	14.550.792	
Yatırım Faaliyetlerinden Gelir / Giderler (Net)	302.512.648	11.449.093	12.568.182	
Düzeltilmiş FAVÖK	**763.542.804**	**70.402.973**	**109.868.194**	**803.008.025**
Düzeltilmiş FAVÖK Marjı %	12,8%	7,6%	11,1%	
Net Kar	562.366.750	69.471.380	64.663.144	557.558.514
Net Kar Marjı %	9,4%	7,5%	6,5%	
Düzeltilmiş Net Kar	**188.377.940**	**(4.545.273)**	**37.544.170**	**230.467.383**
Düzeltilmiş Net Kar Marjı %	3,2%	-0,5%	3,8%	
Net Borç / FAVÖK	**1,06**	**7,61**	**8,97**	

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Pazar Yaklaşımı – Çarpan Analizi kapsamında BİST Sınai Endeksi Şirketleri ve BİST Ticaret Endeksi Şirketleri çarpanlarına uygulanacak düzeltilmiş FAVÖK, düzeltilmiş net kar ve özkaynak hesabı yukarıdaki tabloda verilmiştir. Şirket'in faiz ve vergi öncesi karına amortisman giderlerini ekleyerek FAVÖK elde edilmiştir. Daha sonra çoğunlukla kur farkı gelir ve giderlerinden oluşan esas faaliyetlerden diğer gelir ve giderlerin net etkisi ile yatırım faaliyetlerinden gelir ve giderlerin ve TFRS 9 uyarınca belirlenen değer düşüklüğü kazançları (zararları) ve değer düşüşleri zararlarının iptalleri kalemlerinin net etkisi düşülerek düzeltilmiş FAVÖK'e ulaşılmıştır. Düzeltilmiş net kara ulaşabilmek için de yine aynı şekilde net kar tutarından esas faaliyetlerden diğer gelir ve giderlerin net etkisi düşülmüş, daha sonra yatırım faaliyetlerinden gelir ve giderlerin net etkisi de elimine edilmiştir. Böylelikle 2023/03 ve 2024/03 döneminin yıllıklandırılmış düzeltilmiş FAVÖK, düzeltilmiş net karı ve 31.04.2024 döneminin özkaynak tutarları baz/gösterge değerler olarak kullanılmıştır.

4.1.1 BİST Sınai Endeksi Şirket Çarpanları

BİST SINAİ Şirket Kodu	FD/FAVÖK	F/K	PD/DD
AVOD	11,6	~~56,5~~	~~1,0~~

BİST SINAİ Şirket Kodu	FD/FAVÖK	F/K	PD/DD
ACSEL	~~74,8~~	~~42,1~~	4,2
ADEL	~~27,4~~	~~35,6~~	~~11,3~~
AFYON	6,8	~~5,1~~	~~1,1~~
AGROT	~~84,9~~	14,6	3,3
AKCNS	7,5	15,1	1,7
ATEKS	~~0,0~~	~~0,0~~	1,7
AKSA	8,9	19,3	2,1
ALCAR	~~213,6~~	~~0,0~~	~~8,8~~
ALKA	10,1	~~57,2~~	4,1
ALKIM	7,7	20,2	2,1
ALMAD	~~24,5~~	~~0,0~~	2,5
ALVES	20,6	~~33,1~~	~~10,3~~
AEFES	5,8	~~5,7~~	1,7
ASUZU	18,0	15,6	2,4
ANGEN	~~45,3~~	~~0,0~~	2,2
ARCLK	8,5	17,6	2,0
ARSAN	~~0,0~~	~~6,6~~	~~0,8~~
ARTMS	22,7	~~647,3~~	~~5,2~~
ASTOR	14,4	19,5	~~6,7~~
ATAKP	9,5	21,9	2,1
AYGAZ	~~29,9~~	7,5	~~1,0~~
BAGFS	~~0,0~~	~~0,0~~	~~0,7~~
BAKAB	14,3	~~82,3~~	1,7
BNTAS	6,2	~~6,4~~	1,7
BANVT	9,0	17,2	~~5,2~~
BARMA	14,4	~~41,7~~	2,5
BTCIM	17,4	13,3	2,2
BSOKE	~~26,7~~	12,1	2,8
BAYRK	~~161,8~~	~~123,1~~	~~19,7~~
BRKSN	9,3	15,9	3,0
BIENY	11,4	~~114,2~~	1,4
BLCYT	6,7	~~4,7~~	~~0,9~~
BMSTL	22,9	~~272,3~~	2,7
BMSCH	11,4	~~35,9~~	1,2
BOBET	~~5,2~~	8,4	2,0
BORSK	7,7	8,1	4,5
BRSAN	14,6	22,6	2,5
BFREN	~~374,8~~	~~0,0~~	~~218,5~~
BOSSA	~~25,9~~	9,6	2,2
BRISA	8,4	8,8	2,2
BURCE	~~23,4~~	~~48,8~~	4,1
BURVA	~~0,0~~	~~328,0~~	~~22,5~~
BUCIM	~~4,6~~	~~6,7~~	1,4
BVSAN	10,5	16,3	3,9
CCOLA	12,5	10,1	4,6
CVKMD	~~25,4~~	~~61,5~~	~~5,3~~
CELHA	~~32,3~~	~~56,5~~	~~6,2~~
CEMAS	~~56,4~~	~~0,0~~	~~1,0~~
CEMTS	~~4,5~~	23,2	~~1,2~~
CMBTN	~~30,1~~	~~68,8~~	~~15,2~~
CIMSA	9,5	11,6	1,4
CUSAN	~~50,9~~	~~0,0~~	2,1
DAGI	10,7	10,4	~~1,0~~
DARDL	0,0	~~0,0~~	~~0,9~~
DMSAS	~~25,7~~	11,0	1,7
DERIM	14,7	~~215,4~~	~~11,5~~
DESA	7,9	14,4	4,4
DEVA	12,5	~~5,7~~	1,3
DNISI	~~40,1~~	~~130,2~~	2,6
DITAS	~~0,0~~	~~0,0~~	~~4,9~~
DMROD	20,2	20,7	2,0
DOFER	~~30,7~~	20,1	3,7
DGNMO	4,8	~~7,1~~	2,3
DOGUB	~~0,0~~	~~0,0~~	~~10,8~~

BİST SINAİ Şirket Kodu	FD/FAVÖK	F/K	PD/DD
DOKTA	10,7	25,9	2,1
DURDO	9,1	13,0	1,4
DYOBY	9,0	15,6	1,4
EGEEN	~~40,6~~	~~57,4~~	~~9,9~~
EGGUB	6,4	11,5	~~1,0~~
EGPRO	6,5	~~32,2~~	3,6
EGSER	~~1,8~~	~~0,0~~	~~1,2~~
EPLAS	19,2	19,4	~~0,7~~
EKOS	~~44,9~~	~~69,5~~	~~5,5~~
EKSUN	13,2	~~0,0~~	2,2
ELITE	22,6	29,1	4,6
EMKEL	~~99,2~~	~~0,0~~	3,1
ENSRI	~~37,2~~	15,2	4,2
ERBOS	11,7	~~0,0~~	2,1
ERCB	19,1	~~95,6~~	2,9
EREGL	10,5	18,2	~~0,8~~
ERSU	~~55,8~~	~~0,0~~	2,9
TEZOL	16,5	~~332,3~~	2,8
EVREN	~~23,4~~	17,3	2,6
EUPWR	15,8	~~33,5~~	4,3
FADE	~~39,2~~	10,1	1,3
FMIZP	~~94,9~~	~~113,3~~	~~18,5~~
FROTO	10,8	7,6	4,2
FORMT	~~39,7~~	~~0,0~~	1,8
FRIGO	6,4	~~0,0~~	2,1
GEDZA	~~5,4~~	14,7	2,0
GENTS	~~4,4~~	18,5	1,5
GEREL	~~163,4~~	~~0,0~~	~~7,3~~
GIPTA	~~25,6~~	~~32,8~~	2,8
GOODY	~~3,7~~	~~0,0~~	1,8
GOKNR	7,9	26,9	1,7
GOLTS	6,9	~~4,7~~	1,5
GUBRF	~~23,2~~	~~0,0~~	3,8
HATEK	~~0,0~~	~~0,0~~	~~0,7~~
HATSN	22,5	17,1	4,6
HEKTS	~~0,0~~	~~0,0~~	~~5,0~~
HKTM	20,0	~~0,0~~	4,3
ISKPL	13,1	20,9	1,8
IHEVA	8,0	~~0,0~~	1,3
IMASM	14,7	~~229,9~~	3,2
IPEKE	~~0,2~~	~~56,4~~	1,5
ISDMR	11,3	11,4	~~1,1~~
ISSEN	7,6	17,1	1,4
IZINV	~~0,0~~	~~0,0~~	4,7
IZMDC	14,7	8,9	~~0,6~~
IZFAS	~~50,9~~	~~0,0~~	~~15,1~~
JANTS	17,4	~~42,2~~	~~5,9~~
ICLKIM	10,3	25,9	4,6
KLSER	~~96,5~~	~~85,4~~	3,3
KAPLM	~~80,6~~	~~0,0~~	~~5,9~~
KRDMA	8,0	17,8	~~0,8~~
KRDMB	7,4	16,5	~~0,7~~
KRDMD	10,0	21,9	~~0,9~~
KARSN	18,9	17,2	2,1
KRTEK	9,2	8,2	~~1,0~~
KARTN	~~0,0~~	~~0,0~~	~~7,3~~
KATMA	~~0,0~~	~~0,0~~	~~0,7~~
KAYSE	13,8	~~4,7~~	1,4
KERVT	~~5,4~~	15,5	1,3
KRVGD	11,2	21,6	1,8
KMPUR	10,6	23,0	~~5,2~~
KLMSN	~~38,3~~	~~39,3~~	~~0,8~~
KCAER	16,3	29,2	~~4,9~~
KOCMT	11,4	~~114,6~~	1,8

BİST SINAİ Şirket Kodu	FD/FAVÖK	F/K	PD/DD
KLSYN	~~4,9~~	~~121,3~~	2,1
KNFRT	12,8	21,1	2,9
KONYA	~~64,0~~	~~61,2~~	~~16,8~~
KONKA	~~27,8~~	20,3	1,3
KORDS	13,8	~~98,6~~	1,3
KRPLS	16,9	~~0,0~~	2,3
KOZAL	~~23,5~~	~~168,3~~	3,3
KOZAA	~~4,0~~	~~53,7~~	1,5
KOPOL	10,5	19,1	2,5
KRSTL	10,8	~~0,0~~	2,0
KBORU	16,2	~~37,0~~	~~4,8~~
KUTPO	8,8	~~87,2~~	1,6
KTSKR	9,2	14,2	~~1,2~~
LILAK	9,2	~~78,3~~	3,5
LMKDC	9,1	9,4	~~6,8~~
LUKSK	~~46,7~~	25,9	4,3
MAXIM	11,8	22,4	~~5,4~~
MAKTK	12,7	13,3	1,9
MRSHL	~~60,9~~	~~0,0~~	~~29,0~~
M EDTR	9,6	~~149,8~~	2,6
MEGMT	10,5	22,3	2,9
MEGAP	~~4,3~~	9,9	2,0
MEKAG	19,6	~~34,9~~	4,5
MNDRS	9,0	~~3,5~~	~~0,5~~
MERCN	11,4	~~37,9~~	1,8
MERKO	~~3,7~~	~~36,1~~	1,9
MNDTR	14,8	10,2	3,0
NIBAS	~~669,3~~	28,6	2,3
NUHCM	12,9	19,4	2,9
OBAMS	~~23,2~~	13,3	3,9
OFSYM	7,0	~~44,1~~	3,4
ONCSM	~~0,0~~	~~0,0~~	~~14,9~~
ORCAY	9,8	~~0,0~~	2,8
OTKAR	~~45,5~~	~~33,2~~	~~8,7~~
OYAKC	7,6	9,2	2,8
OYLUM	7,5	~~6,6~~	2,1
OZRDN	8,4	8,8	~~4,9~~
OZSUB	17,9	~~0,0~~	3,2
OZYSR	12,3	18,3	2,7
PNLSN	11,1	26,6	~~4,9~~
PRKME	12,6	10,3	1,3
PARSN	14,3	~~35,4~~	~~1,1~~
PENGD	~~57,3~~	~~0,0~~	~~0,5~~
PETKM	0,0	~~4,7~~	~~1,0~~
PETUN	~~25,2~~	7,9	~~0,8~~
PINSU	15,4	12,8	2,3
PNSUT	~~0,0~~	13,7	~~0,6~~
POLTK	~~680,0~~	~~0,0~~	~~292,1~~
PRZMA	~~235,8~~	19,2	3,5
QUAGR	7,2	22,1	~~1,2~~
RNPOL	14,0	~~0,0~~	1,7
RODRG	~~71,9~~	~~88,2~~	~~12,6~~
RTALB	0,0	~~0,0~~	~~1,0~~
RUBNS	5,9	21,0	1,3
SAFKR	8,8	13,6	2,5
SNICA	7,7	12,0	1,8
SANFM	21,5	~~44,4~~	~~6,8~~
SAMAT	~~0,0~~	~~287,4~~	~~5,4~~
SARKY	12,2	11,5	2,6
SASA	~~33,5~~	10,2	2,9
SAYAS	~~27,4~~	~~43,7~~	~~9,5~~
SEKUR	13,7	~~0,0~~	2,5
SELGD	~~61,2~~	23,7	~~8,8~~
SELVA	21,2	~~5,7~~	~~0,9~~

BİST SINAİ Şirket Kodu	FD/FAVÖK	F/K	PD/DD
SEYKM	~~53,3~~	~~0,0~~	3,6
SILVR	~~0,0~~	~~0,0~~	2,3
SOK E	10,4	~~0,0~~	2,4
SKTAS	~~0,0~~	~~0,0~~	~~0,8~~
SUNTK	8,0	~~36,4~~	2,7
TARKM	~~28,0~~	~~0,0~~	~~7,9~~
TATGD	~~0,0~~	~~0,0~~	1,3
TMPOL	19,0	~~58,5~~	2,4
TETMT	~~0,0~~	~~210,2~~	~~149,0~~
TOASO	7,2	10,2	4,3
TUCLK	22,4	7,8	1,6
TUKAS	6,6	9,3	1,5
MARBL	13,6	26,1	2,3
TMSN	11,4	21,6	3,2
TUPRS	~~3,3~~	~~6,6~~	1,5
TRILC	17,1	~~44,7~~	3,8
PRKAB	~~25,5~~	0,0	~~8,2~~
TTRAK	6,9	10,7	~~7,5~~
ULUSE	~~42,4~~	~~203,9~~	~~36,5~~
ULUUN	~~5,5~~	0,0	~~0,8~~
USAK	10,5	11,9	~~0,8~~
ULKER	6,8	16,1	2,5
VANGD	~~0,0~~	~~0,0~~	3,5
VESTL	~~5,5~~	19,9	~~0,8~~
VESBE	~~5,4~~	8,1	1,8
VKING	~~0,0~~	~~0,0~~	~~7,4~~
YAPRK	~~29,7~~	~~40,3~~	~~15,0~~
YATAS	6,1	7,7	~~1,2~~
YYLGD	11,8	26,2	2,0
YKSLN	14,6	~~0,0~~	4,1
YUNSA	9,9	9,4	2,0
Medyan	**11,5**	**14,9**	**2,4**
Alt Sınır	**5,8**	**7,4**	**1,2**
Üst Sınır	**23,0**	**29,8**	**4,8**
Eliminasyon Sonrası Medyan	**10,8**	**15,6**	**2,3**

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

BİST Sınai Endeksi Şirketleri grubunda 224 Şirket olup uç değer eliminasyonu öncesi medyan FD/FAVÖK, F/K ve PD/DD değerleri sırasıyla 11,5-14,9-2,4 olarak hesaplanmıştır. İlgili çarpanlar için medyan değerlerin yarısı alt sınır, iki katı ise üst sınır olarak belirlenip bu sınırlar dışarısında kalan değerler uç değer olarak kabul edilmiş ve değerlemeye dahil edilmemiştir. Bu bağlamda BİST Sınai Endeksi Şirketleri grubunda eliminasyon sonrası medyan değerler FD/FAVÖK, F/K ve PD/DD çarpanları için sırasıyla 10,8-15,6-2,3 olarak hesaplanmıştır.

BİST SINAİ Çarpan	Katsayı	Gösterge (TL)	Değer (TL)	Ağırlık	Ağırlıklı Değer (TL)
FD/FAVÖK	10,81	803.008.025	7.451.471.357	33%	2.458.985.548
F/K	15,62	230.467.383	3.599.900.526	33%	1.187.967.173
PD/DD	2,31	2.132.983.875	4.927.192.751	33%	1.625.973.608
TOPLAM				**100%**	**5.272.926.329**

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

BİST Sınai Endeks Şirketleri grubu çarpanlarına göre özsermaye değerini hesaplayabilmek için eliminasyon sonrası medyan çarpanlar Şirket'in değerlemeye konu ilgili finansal verisi ile çarpılmış ve daha sonra belirlenen ağırlıkta toplama dahil edilmiştir. FD/FAVÖK için hesaplanan değerlere 31.03.2024 dönemine ait net borç (nakit) düzeltmesi yapılmıştır.

4.1.2 BİST Ticaret Endeksi Şirket Çarpanları

BİST TİCARET Şirket Kodu	FD/FAVÖK	F/K	PD/DD
ARZUM	6,6	36,7	4,1

BİST TİCARET Şirket Kodu	FD/FAVÖK	F/K	PD/DD
BIMAS	~~23,1~~	19,5	4,4
BIZIM	~~0,0~~	~~41,4~~	1,5
CRFSA	~~18,3~~	16,6	2,7
DOAS	~~2,7~~	~~3,7~~	~~1,2~~
EBEBK	8,7	~~44,0~~	2,3
GENIL	~~15,9~~	23,5	3,1
GMTAS	6,4	~~359,4~~	~~0,8~~
GRTRK	~~18,0~~	14,0	2,5
INTEM	14,1	~~58,1~~	~~10,3~~
KIMMR	5,0	~~7,3~~	1,5
KOTON	6,5	11,5	5,2
MAVI	7,4	21,5	~~6,1~~
MEPET	4,7	~~4,8~~	~~0,7~~
MGROS	~~30,8~~	11,6	2,1
MIPAZ	~~0,0~~	~~0,0~~	~~9,1~~
PSDTC	~~55,4~~	~~43,7~~	~~9,8~~
SANKO	0,0	9,9	2,8
SELEC	5,4	~~132,9~~	2,0
SUWEN	12,1	33,7	~~7,8~~
SOKM	~~16,0~~	10,5	1,4
TKNSA	7,3	19,4	2,5
TGSAS	~~21,2~~	~~43,5~~	~~8,2~~
VAKKO	8,1	~~9,4~~	3,5
Medyan	**7,7**	**19,5**	**2,8**
Alt Sınır	**3,9**	**9,7**	**1,4**
Üst Sınır	**15,4**	**39,0**	**5,6**
Eliminasyon Sonrası Medyan	**7,0**	**18,0**	**2,5**

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

BİST Ticaret Endeksi Şirketleri grubunda 24 şirket olup uç değer eliminasyonu öncesi medyan FD/FAVÖK, F/K ve PD/DD değerleri sırasıyla 7,7-19,5-2,8 olarak hesaplanmıştır. İlgili çarpanlar için medyan değerlerin yarısı alt sınır, iki katı ise üst sınır olarak belirlenip bu sınırlar dışarısında kalan değerler uç değer olarak kabul edilmiş ve değerlemeye dahil edilmemiştir. Bu bağlamda BİST Ticaret Endeksi Şirketleri grubunda eliminasyon sonrası medyan değerler FD/FAVÖK, F/K ve PD/DD çarpanları için sırasıyla 7,0-18,0-2,5 olarak hesaplanmıştır.

BİST TİCARET Çarpan	Katsayı	Gösterge (TL)	Değer (TL)	Ağırlık	Ağırlıklı Değer (TL)
FD/FAVÖK	6,95	803.008.025	4.351.860.380	33%	1.436.113.925
F/K	18,00	230.467.383	4.148.412.898	33%	1.368.976.256
PD/DD	2,47	2.132.983.875	5.268.470.171	33%	1.738.595.157
TOPLAM				**100%**	**4.543.685.338**

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

BİST Ticaret Endeks Şirketleri grubu çarpanlarına göre özsermaye değerini hesaplayabilmek için eliminasyon sonrası medyan çarpanlar Şirket'in değerlemeye konu ilgili finansal verisi ile çarpılmış ve daha sonra belirlenen ağırlıkta toplama dahil edilmiştir. FD/FAVÖK için hesaplanan değerlere 31.03.2024 dönemine ait net borç (nakit) düzeltmesi yapılmıştır.

4.1.3 Pazar Yaklaşımı Değer Özeti

Pazar Yaklaşımı Özet (TL)	Hesaplanan Özsermaye Değeri	Ağırlık	Ağırlıklı Özsermaye Değeri
BİST Sınai Endeks Şirketleri	5.272.926.329	40%	2.109.170.532
BİST Ticaret Endeks Şirketleri	4.543.685.338	60%	2.726.211.203
TOPLAM		**100%**	**4.835.381.735**

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Pazar Yaklaşımı – Çarpan Analizi kapsamında BİST Sınai Endeksi Şirketleri ve BİST Ticaret Endeksi Şirketleri olmak üzere iki farklı çarpan grubu ve Şirket'in finansal bilgileri ile hesaplanan özsermaye değerleri yukarıdaki tabloda gösterilmektedir. İki grup için ayrı ayrı hesaplanan özsermaye değerlerine BİST Sınai Endeksi

Şirketlerine %40, BİST Ticaret Endeksi Şirketlerine %60 ağırlık verilerek toplamda 4.835.381.735 TL ağırlıklı özsermaye değerine ulaşılmıştır.

4.2 Gelir Yaklaşımı – İndirgenmiş Nakit Akımları

AOSM	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T
Risksiz Faiz Oranı	31,47%	29,47%	27,47%	25,47%	23,47%
Beta	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
Piyasa Risk Primi	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%
Özkaynak Maliyeti	**38,47%**	**36,47%**	**34,47%**	**32,47%**	**30,47%**
Kaldıraç Oranı	37,89%	37,89%	37,89%	37,89%	37,89%
Borçlanma Maliyeti	**36,47%**	**34,47%**	**32,47%**	**30,47%**	**28,47%**
Finansal Vergi Oranı	23,00%	23,00%	23,00%	23,00%	23,00%
Düzeltilmiş Borçlanma Maliyeti	28,08%	26,54%	25,00%	23,46%	21,92%
Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti	**34,53%**	**32,70%**	**30,88%**	**29,05%**	**27,23%**

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

- Risksiz getiri oranı için referans olarak Türkiye 5 yıl vadeli TL tahvilin 02.01.2024 - 03.06.2024 tarihleri arasındaki ortalama getiri oranı kullanılmıştır. Mevcut durumdaki makroekonomik beklentiler de göz önünde bulundurularak 2025 yılından itibaren kademeli olarak azaltılmıştır.
- Beta hesaplaması için pratikte alternatif yaklaşımlar kurgulanabilmekle birlikte, Şirket'in hisseleri henüz işlem görmeye başlamamış olduğundan, istatistiki olarak hisseye özgü standart beta hesabı yapılamamaktadır. Buna bağlı olarak değerleme çalışmasında beta katsayısı 1 olarak kabul edilmiştir.
- Şirket'in 31.03.2024 tarihli finansal tabloları itibarıyla finansal kaldıracı [Finansal Borçlar / (Özkaynaklar + Finansal Borçlar)], %37,89 olarak hesaplanmış ve projeksiyon dönemi boyunca sabit bırakılmıştır.
- Borçlanma maliyeti, Şirket'e özgü risk ve finansman koşulları göz önünde bulundurulup risksiz getiri oranı üzerine 500 baz puan risk primi eklenerek hesaplanmıştır.

(TL)	2024 3Ç	2025T	2026T	2027T	2028T	Devam Eden Değer
Net Satışlar	**6.832.512.292**	**11.739.169.595**	**16.541.287.297**	**22.075.064.395**	**28.383.539.271**	
Satışların Maliyeti (-)	5.579.178.500	9.615.997.464	13.657.109.351	18.319.006.998	23.637.316.999	
Brüt Kar	1.253.333.792	2.123.172.131	2.884.177.945	3.756.057.397	4.746.222.273	
Brüt Kar Marjı	*18,34%*	*18,09%*	*17,44%*	*17,01%*	*16,72%*	
Faaliyet Gideri (-)	294.919.604	530.112.804	735.028.188	964.996.835	1.220.285.109	
FVÖK	958.414.188	1.593.059.328	2.149.149.757	2.791.060.562	3.525.937.163	
Amortisman	53.111.505	99.856.960	140.705.239	187.777.236	241.439.049	
FAVÖK	**1.011.525.693**	**1.692.916.288**	**2.289.854.996**	**2.978.837.798**	**3.767.376.213**	
FAVÖK Kar Marjı	*14,80%*	*14,42%*	*13,84%*	*13,49%*	*13,27%*	
Vergi (-)	220.435.263	366.403.645	494.304.444	641.943.929	810.965.548	
NİS Değişimi	(277.908.113)	665.356.953	417.345.666	278.113.068	90.989.913	
Yatırımlar	149.268.589	165.058.508	113.087.182	80.760.000	72.840.000	
Serbest Nakit Akımı	**919.729.953**	**496.097.182**	**1.265.117.704**	**1.978.020.801**	**2.792.580.752**	**13.192.249.989**
AOSM	34,5%	32,7%	30,9%	29,1%	27,2%	27,2%
İndirgeme Dönemi	0,38	1,38	2,38	3,38	4,38	4,38
İndirgeme Faktörü	0,89	0,69	0,53	0,41	0,32	0,32
İndirgenmiş Nakit Akımları	**822.912.503**	**344.167.491**	**665.976.049**	**801.201.535**	**882.763.305**	**4.170.204.993**

İndirgenmiş Firma Serbest Nakit Akışları	3.517.020.883
Devam Eden Değer Büyüme Oranı	5,00%

İndirgenmiş Devam Eden Değer	4.170.204.993
Firma Değeri	**7.687.225.876**
+Nakit ve Nakit Benzerleri	72.188.504
-Finansal Borçlar	1.301.233.899
Özkaynak Değeri @ 31.03.2024	**6.458.180.481**
Özkaynak Değeri @ 03.06.2024	**6.837.435.099**

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Projeksiyon dönemi boyunca AOSM ile indirgenmiş nakit akımları üzerinden Şirket'in 31.03.2024 tarihindeki firma değeri bulunmuş ve firma değerine nakit ve nakit benzerleri eklenip finansal borçlar çıkarılarak Şirket'in 31.03.2024 tarihindeki özsermaye değeri 6.458.180.481 TL olarak hesaplanmıştır. 31.03.2024 tarihli özsermaye değeri, değerleme tarihi olan 03.06.2024 tarihindeki karşılığına 2024 yılı özkaynak maliyeti kullanılarak getirilmiş ve özsermaye değeri 6.837.435.099 TL olarak hesaplanmıştır.

4.3 Sonuç

Pazar Yaklaşımı ve Gelir Yaklaşımı sonunda bulunan özsermaye değerleri aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

Halka Arz Öncesi Özsermaye Değeri (TL)	Hesaplanan Özsermaye Değeri	Ağırlık (%)	Ağırlıklı Özsermaye Değeri
1.Gelir Yaklaşımı	**6.837.435.099**	**40%**	**2.734.974.040**
2.Pazar Yaklaşımı	**4.835.381.735**	**60%**	**2.901.229.041**
2.1. BİST Sınai Endeksi Şirketleri	5.272.926.329	40%	2.109.170.532
2.2. BİST Ticaret Endeksi Şirketleri	4.543.685.338	60%	2.726.211.203
Toplam (1+2)			**5.636.203.080**
3. Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller			**685.228.667**
Halka Arz Öncesi Özsermaye Değeri (1+2+3)			**6.321.431.747**

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Yapılan ağırlıklandırma ile toplam özsermaye değeri 5.636.203.080 TL olarak hesaplanmış ve bulunan bu değere yatırım amaçlı gayrimenkullerin 31.03.2024 tarihi itibarıyla bilançoda kayıtlı değeri eklenerek halka arz öncesi özsermaye değeri 6.321.431.747 TL olarak hesaplanmıştır. Halka arz pay fiyatı ve iskonto oranı aşağıdaki tabloda hesaplanmıştır.

Halka Arz Senaryosu	(TL)
Çıkarılmış Sermaye	300.000.000
Sermaye Artırımı	63.000.000
Ortak Satışı	27.000.000
Yeni Sermaye	363.000.000
Halka Arz Öncesi Özsermaye Değeri	**6.321.431.747**
Halka Arz Öncesi 1 TL Nominal Pay Değeri	21,07
Halka Arz İskontosu	**31,19%**
İskonto Sonrası Özsermaye Değeri	**4.350.000.000**
İskonto Sonrası 1 TL Nominal Pay Değeri	**14,50**
Halka Arza Konu Nominal Paylar	90.000.000
Halka Açıklık Oranı	24,8%
Halka Arz Büyüklüğü	**1.305.000.000**

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

5 Görüş

İş Yatırım görüşü aşağıdaki değerleme yöntemleri üstünden oluşturulmuştur.

5.1 Pazar Yaklaşımı (Çarpan Analizi)

- Pazar Yaklaşımına %60 ağırlık verilmesini makul buluyoruz.
- Medyan çarpan değerlerinin kullanılmasını makul buluyoruz.
- Pazar Yaklaşımı – Çarpan Analizi için BİST Sınai ve BİST Ticaret endeksleri yerine gıda ve içecek sektöründe faaliyet gösteren şirketler arasından benzer şirket kümesi seçilebileceği görüşündeyiz.
- Çarpan analizinde FD/FAVÖK ve F/K çarpanlarının kullanılmasını makul bulmakla beraber PD/DD çarpanının analize dahil edilmeyebileceği düşüncesindeyiz.

5.2 Gelir Yaklaşımı (İNA Analizi)

- Şirket'in kendine özgü dinamikleri yansıtılabildiği için Gelir Yaklaşımı yönteminin kullanılmasını makul buluyoruz.
- Gelir Yaklaşımına %40 ağırlık verilmesini makul buluyoruz.
- Hasılat, brüt kar, faaliyet karı ve FAVÖK projeksiyonlarını makul bulmaktayız.

- AOSM hesabında kullanılan risk primini, risksiz faiz oranını ve borçlanma maliyetini makul bulmaktayız.
- AOSM hesaplamasında kullanılan vergisi oranlarını makul bulmaktayız.

5.3 Sonuç

İş Yatırım tarafından gerçekleştirilen değerlendirme çalışmasında, fiyatın makul olup olmadığını değerlendirmek amacıyla, fiyat tespit raporunda yer alan veriler esas alınarak, pazar yaklaşımı ve gelir yaklaşımı yöntemi kullanılmıştır.

Halk Yatırım tarafından Şirket için hazırlanan fiyat tespit raporunda şirket ve faaliyet gösterilen sektöre yönelik yeterli ve aydınlatıcı bilgiler yatırımcıya sunulmuş olup, raporun kapsamlı hazırlandığı kanaatindeyiz. Değerlemede kullanılan varsayımlara ilişkin yeterli açıklamaların yapıldığı görülmektedir.

Değerleme çalışmasında her bir yönteme göre (pazar yaklaşımı ve gelir yaklaşımı) Efor Çay Sanayi'nin Piyasa Değeri hesaplanmıştır.

Nihai Şirket değeri tespit edilirken, gelir ve Pazar yaklaşımlarının kullanılması makul bulunmuştur.

Fiyat Tespit Raporu'nda Şirket hakkında kapsamlı bir şekilde bilgilendirme yapılmıştır. Kullanılan değerleme yöntemleri ve bu yöntemler temelinde yapılan analizler, Fiyat Tespit Raporu'nda detaylı olarak ve yeterli şekilde açıklanmıştır.

SONUÇ OLARAK:

Halk Yatırım tarafından kullanılan yöntemler ve ilgili çalışmalar dikkate alınarak yapılan incelemeler sonucunda, belirlenen 14,50 TL halka arz fiyatının makul olduğu kanaatine varılmıştır.