



**ELITE NATUREL ORGANİK GIDA SANAYİ VE
TİCARET A.Ş. FİYAT TESPİT RAPORUNA
İLİŞKİN HAZIRLANAN ANALİST RAPORU**

PİRAMİT MENKUL KIYMETLER A.Ş.

8 KASIM 2021



İçindekiler

1. AMAÇ	2
2. ŞİRKET HAKKINDA BİLGİ	2
3. HALKA ARZ BİLGİLERİ	3
4. FİNANSAL TABLOLAR	3
5. DEĞERLEME HAKKINDA	5
Piyasa Çarpanları Analizi Yöntemi ile Değerleme	5
İndirgenmiş Nakit Akımı Yöntemi	6
Sonuç	7
6. GÖRÜŞ	8

**ELITE NATUREL ORGANİK GIDA SANAYİ
VE TİCARET ANONİM ŞİRKETİ****[ELITE]****1. AMAÇ**

Bu rapor, Sermaye Piyasası Kurulu'nun 128.1 sayılı Pay Tebliği'ni 29 uncu maddesi çerçevesinde, Piramit Menkul Kıymetler A.Ş. tarafından halka arza aracılık eden Halk Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin Elite Naturel Organik Gıda Sanayi Ve Ticaret A.Ş. ("Elite Organik" ve/veya "Şirket") için hazırlanmış olduğu halka arz fiyat tespit raporunun analiz edilip değerlendirilmesi amacıyla hazırlanmıştır.

Bu Rapor; Elite Naturel Organik Gıda Sanayi Ve Ticaret A.Ş.'nin halka arzına ilişkin olarak, yatırımcıların halka arza katılması ya da katılmaması yönünde bir teklif değildir. Bu raporda yer alan Şirket verilerinin gerçeği yansıttığı kabul edilmiş olup, finansal ve hukuki açıdan inceleme yapılmamıştır.

ELITE NATUREL ORGANİK GIDA SANAYİ VE TİCARET A.Ş.**Halka Arzı Hakkında Bilgilendirme Raporu****2. ŞİRKET HAKKINDA BİLGİ**

Şirket 1998'de Ankara'da kurulmuştur. İlk organik sertifikasını 2004 yılında almış ve ilk organik meyve suyu satışını yurtiçi ve yurtdışına yapmıştır. Şirket 8.000'den fazla sözleşmeli ve eğitimli çiftçi/üreticiden ürün tedarik etmekte, hem iç perakende sektörüne hem de yurtdışına (ağırlıklı olarak private-label) organik ürün sunmaktadır.

Şirket ağırlıklı olarak yurtiçinde zincir marketler ile yurtdışında başta ABD, Fransa, Güney Kore, İngiltere, Çin, Japonya, Almanya, Fransa, İtalya, Danimarka, Hong Kong olmak üzere 30 ülkeye ihracat gerçekleştirmektedir. Toplam ciro içinde ihracatın payı yıllar itibarıyla artarak %90'a ulaşmıştır.

Şirketin 30.06.2021 tarihli bağımsız denetim raporuna göre 169, çalışanı bulunmaktadır. Şirketin genel merkez adresi Mustafa Kemal Mahallesi 2159 Sokak No:6/8 Çankaya / ANKARA'dır. Şirketin Başkent Organize Sanayi Bölgesi Maliköy'de üretim tesisi (fabrika), Polatlı-Kuşçu'da soğuk hava depoları ve arsaları bulunmaktadır. Ayrıca Çankaya-Karakusunlar'da üst yönetim ofisi vardır. Almanya, Çin ve ABD'de satış ofisleri bulunmaktadır.

Şirket soğuk sıkım yöntemini kullanmakta olup, konsantre ürün üretmemektedir. Şirket tedarik modeli ve %100 soğuk sıkım meyve ve sebze suyu imal ederek sektörde farklı ve yenilikçi konumda bulunmaktadır. Şirketin iş modeli %100 yerli üretim, yerli imalat, %90 ihracata dayalıdır.

HALKA ARZ ÖZETİ	
Halka Arz Şekli	PAY - Adet
Sermaye Artırımı	4.000.000
Ortak Satışı	8.000.000
Toplam	12.000.000
Halka Arz Büyüklüğü	
Halka Arz Fiyatı	16.30 TL
Halka Arz İskontosu	% 21
Brüt Halka Arz Geliri	195.6 Milyon TL
Net Halka Arz Geliri (Şirket)	62.7 Milyon TL
Net Halka Arz Geliri (Ortaklar)	127.4 Milyon TL
Kotasyon	
Halka Arz Tarihi	8 – 9 Kasım 2021
İşlem Göreceği Pazar	Ana Pazar
Halka arz Taahhütleri	
Bedelli Sermaye Artırımı Yapmama	180 gün
Ortak Satışı Yapmama	6 ay
Ortakların Şirkete olan borçları	Halka arz gelirinden mahsup edilecektir
Halka arz Yöntemi	
Aracılık Türü	En İyi Gayret
Yetkili Aracı Kuruluş	Halk Yatırım
Halka Arzda Satış Yöntemi	Talep Toplama – Sabit Fiyat Yöntemi
Kayıtlı Sermaye Tavanı	250.000.000 TL
Ödenmiş Sermaye (Halka Arz Öncesi)	50.000.000 TL

Tablo 1 : Halka Arz Özeti - Kaynak : İzahname

Meyve, sebze, çay ve baharatları anlaşmalı olduğu çiftçi ve üreticilerden getiren Şirket, Ankara'da tesislerinde işleyip paketlemektedir. Şirket soğuk sıkım yöntemini kullanmakta olup, konsantre ürün üretmemektedir. Ürün kategorileri aşağıdaki gibidir:

- ✓ Yarı mamül satışı
- ✓ Fason olarak ürettirilen konsantre ürünler
- ✓ Mamül satışı

Şirketin satışını gerçekleştirdiği ürünler aşağıdaki gibidir:

- ✓ Organik %100 meyve ve sebze suları
- ✓ %100 meyve sebze püresi
- ✓ %100 organik smoothie
- ✓ Fonksiyonel ve arındırıcı organik içecekler
- ✓ Çocuklar için organik atıştırmalıklar
- ✓ Soğuk demleme organik bitki çayları

3. HALKA ARZ BİLGİLERİ

Şirket 50.000.000 TL olan ödenmiş sermayesini 250.000.000 TL kayıtlı sermaye tavanı içerisinde kalmak kaydıyla 4.000.000 TL artırarak 54.000.000 TL'ye çıkaracaktır. Şirket tarafından sermaye artırımını kapsamındaki 4.000.000 pay ve ortak satışı kapsamında 8.000.000 pay olmak üzere toplam 12.000.000 pay halka arz edilecektir.

Halka arz edilecek 12 Milyon adet payın halka arz sonrası 54 Milyon TL'ye ulaşılacak çıkarılmış sermayesine oranı %22,22'dir.

Şirket paylarının halka arzı Halk Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından "Konsorsiyum ile talep toplama" ve "En İyi Gayret" aracılığı yöntemleri kullanılmak suretiyle gerçekleştirilecektir.

Sabit fiyatla talep toplama süresi 2 iş günü olup, 8-9 Kasım 2021 tarihlerinde gerçekleşecektir.

Halka arz edilecek 12.000.000 TL nominal değerli Şirket paylarının halka arzında tahsisat aşağıdaki gibi olacaktır.

- 4.800.000 TL nominal değerli %40 oranındaki kısmı Yurt İçi Bireysel Yatırımcılara,
- 4.800.000 TL nominal değerli %40 oranındaki kısmı Yurt İçi Kurumsal Yatırımcılara,
- 2.400.000 TL nominal değerli %20 oranındaki kısmı Yurt Dışı Kurumsal Yatırımcılara tahsis edilmiştir.

Payların Borsa İstanbul'da işlem görmeye başlamasından itibaren 30 gün fiyat istikrarı işlemleri sağlanacaktır.

4. FİNANSAL TABLOLAR

Şirketin özel bağımsız denetimden geçmiş 31.12.2018, 31.12.2019, 31.12.2020 ve 30.06.2021 tarihli finansalları aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

HALKA ARZ		
	(TL)	%
Ortak Satışı	8.000.000	14,8
Sermaye Artırımı	4.000.000	7,4
TOPLAM	12.000.000	
Halka Arz ile Ulaşılacak Sermaye	54.000.000	22,2

Tablo 2 : Halka Arz Edilecek Paylar Tablosu - Kaynak İzahname

Bağımsız Denetimden Geçmiş- Konsolide Finansal Durum Tablosu (Bin TL)	31.12.2018	31.12.2019	31.12.2020	30.06.2021
Dönen Varlıklar	97.346	105.645	239.640	239.939
Nakit ve Nakit Benzerleri	17.893	19.973	47.557	31.765
Ticari Alacaklar	44.483	24.885	78.163	107.074
Diğer Alacaklar	10.826	1.317	29.574	26.436
Stoklar	21.507	49.388	76.189	68.134
Peşin Ödenmiş Giderler	1.840	2.452	3.466	2.784
Diğer Dönen Varlıklar	888	7.631	4.691	3.715
Duran Varlıklar	24.786	28.823	60.837	60.605
Maddi Duran Varlıklar	20.735	27.334	57.420	57.018
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	3.412	917	2.412	2.320
Peşin Ödenmiş Giderler	607	369	690	1.058
TOPLAM VARLIKLAR	122.222	134.468	300.478	300.543
Kısa Vadeli Yükümlülükler	67.724	45.295	118.928	91.159
Kısa Vadeli Borçlanmalar	28.634	17.685	71.409	46.074
Ticari Borçlar	33.124	19.716	37.330	38.099
Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kapsamında Borçlar	664	1.009	1.205	1.397
Diğer Borçlar	43	1.228		25
Ertelenmiş Gelirler	463	1.180	961	1.486
Dönem Kârı Vergi Yükümlülüğü	39	3.104	7.545	3.683
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	4.755	1.373	478	393
Uzun Vadeli Yükümlülükler	4.303	37.751	48.452	63.166
Uzun Vadeli Borçlanmalar	3.312	33.123	45.635	61.194
Uzun Vadeli Karşılıklar	452	1.232	1.742	1.320
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	178	276	295	302
TOPLAM ÖZKAYNAKLAR	50.196	54.422	133.098	146.219
Ödenmiş Sermaye	10.000	10.000	50.000	50.000
Kar veya Zararda Yeniden Sınıflandırılmayacak Birikmiş Diğer Kapsamlı Gelirler veya Giderler	2.949	2.713	35.084	35.723
Kardan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	1.305	19.087	2.403	3.722
Geçmiş Yıllar Karları/Zararları	2.908	1.145	16.207	44.217
Dönem Net Karı/Zararı	33009	21.653	29.379	12.483
TOPLAM KAYNAKLAR	122.223	134.468	300.478	300.543

Tablo 3 : Finansal Tablolar- Kaynak: İzahname

Bağımsız Denetimden Geçmiş-Konsolide Kar veya Zarar Tablosu (Bin TL)	31.12.2018	31.12.2019	31.12.2020	30.06.2020	30.06.2021
Hasılat	140.485	113.448	205.692	98.892	104.884
Satışların Maliyeti (-)	63.422	55.022	93.843	45.730	42.439
Brüt Kar/Zarar	77.063	58.426	111.849	45.161	62.445
Genel Yönetim Giderleri (-)	3.342	5.635	8.772	4.281	3.684
Pazarlama Giderleri (-)	19.448	21.995	31.461	13.001	23.461
Araştırma ve Geliştirme Giderleri (-)			456		1.156
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	914	1.042	6.374	1.274	26
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler (-)	3.461	593	7.016	1.848	4.719
Esas Faaliyet Karı/Zararı	51.725	31.246	70.517	27.305	29.451
Yatırım Faaliyetlerinden Giderler (-)		1.52	2.498	625	3.457
Finansman Gideri Öncesi Faaliyet Karı/Zararı	51.725	30.194	68.019	26.680	25.994
Finansal Gelirleri	23.318	13.338	25.653	10.771	13.388
Finansman Giderleri (-)	32.574	18.783	56.802	24.240	23.317
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Öncesi Karı/Zararı	42.469	24.748	36.870	13.211	16.065
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Gideri	9.460	3.096	7.492	3.531	3.582
Dönem Karı/Zararı	33.009	21.653	29.379	9.680	12.483

Tablo 4 : Finansal Tablolar- Kaynak: İzahname

5. DEĞERLEME HAKKINDA

Halk Yatırım tarafından hazırlanan Fiyat Tespit raporunda Şirket paylarının halka arzında fiyata esas teşkil edecek değer belirlenmesi amacıyla değerlendirme yöntemi olarak Pazar Yaklaşımı yöntemi ve Gelir Yaklaşımı yöntemi kullanılmış ve %50 ve %50 oranında ağırlıklandırılmıştır.

Piyasa Çarpanları Analizi Yöntemi ile Değerleme

Halk Yatırım tarafından hazırlanan Fiyat Tespit Raporu'nda;

1. "Fiyat / Kazanç" (F/K)
2. "Firma Değeri / FAVÖK" (FD/FAVÖK)

oranları değerlendirilmiştir.

Yurt içi çarpan analizinde, Şirket'in ana faaliyet alanı organik içecek sektöründe birebir karşılaştırılabilir şirket olmaması nedeniyle BIST'de yer alan içecek şirketlerine yer verilmiştir. Yapılan çarpan analizinde FD/FAVÖK çarpanı %5 - %25 aralığında olan şirketler, "COLLA, KNFRT, PINSU, PNSUT", medyan hesabına dahil edilmiş, "ERSU ile KRSTL" gibi yüksek çarpanlı şirketler ise medyan hesabına katılmamıştır. F/K çarpanında ise "ERSU ve PINSU" analizde dikkate alınmamıştır.

Hedef Değer hesabında medyan çarpanlar (FD/FAVÖK için 12.7x, F/K için 22.6x) Şirket'in 30.06.20201 yıllıklandırılmış FAVÖK (76.1 milyon TL) ve net kar (32.2 milyon TL) tutarlarıyla çarpılmış ve FD/FAVÖK çarpanından yapılan hesaplamada 30.06.2021 sonu net borç tutarı olan 75 milyon TL kullanılmıştır.

Her iki oranın da eşit yüzdeye (%50 - %50) sahip olduğu varsayımı ile Yurt içi FD/FAVÖK ve F/K çarpanı kullanarak ulaşılan hedef piyasa değerlerinin aritmetik ortalaması olan 809 milyon TL'lik bir şirket büyüklüğüne ulaşılmıştır.

Yurt dışı çarpan analizinde, Bloomberg verilerine göre hazırlanan karşılaştırılabilir şirketler kümesinde yıllıklandırılmış çarpanlar medyanına yer verilmiş ve hedef değere Şirket'in yıllıklandırılmış verileri üzerinden ulaşılmıştır.

Her iki oranın da eşit yüzdeye (%50 - %50) sahip olduğu varsayımı ile Yurt dışı FD/FAVÖK (20.61x) ve F/K (31.79x) çarpanı kullanarak ulaşılan hedef piyasa değerlerinin aritmetik ortalaması olan 1.258 milyon TL'lik bir şirket büyüklüğüne ulaşılmıştır.

Ayrıca yurtdışında içecek sektöründe gerçekleşen şirket satın alma verilerinden (Bloomberg) yurtdışı benzer işlemler için çarpanlar medyanına yer verilmiş ve hedef değere Şirket'in yıllıklandırılmış verileri üzerinden ulaşılmıştır.

Her iki çarpanın da eşit yüzdeye (%50 - %50) sahip olduğu varsayımı ile yurt dışı benzer işlem FD/FAVÖK (15.30x) ve F/K (29.01x) çarpanı kullanarak ulaşılan hedef piyasa değerlerinin aritmetik ortalaması olan 1.011 milyon TL'lik bir şirket büyüklüğüne ulaşılmıştır.

İndirgenmiş Nakit Akımı Yöntemi

Şirket için yapılan İndirgenmiş Nakit Akımı Yöntemi çalışmasında;

- Şirketin Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyetinin (AOSM) 2021-2022-2023 yılları için kurumlar vergisi oranı farklı alındığından her yıl için ayrı hesaplanmış, 2023 sonrasında sabit tutulmuştur. 2023 sonrası için %17,39 olarak hesaplamasında risksiz faiz oranının %18,45, Piyasa Risk Priminin %5, beta katsayısının 0.5, borçluluk oranı %42 ve vergi oranının %20 olmak üzere vergi sonrası borçlanma maliyeti %12,6 olarak alınmıştır.

-Şirketin 2030 yılından sonrasındaki nihai değer hesaplamasında nihai büyüme oranı %5 olarak kullanılmıştır.

-Şirketin hasılatının 2021 yılında %14, 2022 yılında %63, 2023 yılında %27, 2024 yılında %24, 2025-2026 yılında %10 ve 2027-2030 yılında %8,5 oranında artacağı öngörülmüştür.

- Şirketin brüt kar marjı %54 seviyesinden %52,5 seviyesine kadar kademeli olarak gerçekleşeceği öngörülmüş, faaliyet giderlerinin satışlara oranının 2021-2022 yılında %20 seviyesinde, 2023 yılı ve devamında ise %19 seviyesinde gerçekleşeceği,

- FAVÖK marjının da %34-35 aralığında gerçekleşeceği,

- Yatırım harcamalarının 2021 yılı için 6,6 milyon TL, 2022 yılından itibaren net satışların %1'i oranında olacağı,

- Net işletme sermayesi hesaplamasında Şirketin son 3 yıllık ortalama tahsilat, ortalama stokta kalma ve ortalama borç ödeme süreleri incelenmiş ve ortalama tahsilat süresinin 109 gün, ortalama stokta kalma süresinin 186 gün ve ortalama borç ödeme süresinin 151 gün olarak alınmıştır.

- Bu doğrultuda şirketin İNA yöntemine göre özsermaye değeri 1.079 milyon TL olarak hesaplanmış olup,

pay başına değeri 21,58 TL'ye denk gelmektedir. İndirgenmiş nakit akım projeksiyonlarını gösterir tablo aşağıdaki gibidir.

İndirgenmiş Nakit Akım Projeksiyonları										
(Milyon TL)	2021T	2022T	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T
Net satışlar	235,1	384,2	489,2	605,3	666,4	733,7	796,1	836,7	937,2	1016,8
Yıllık değişim	14%	63%	27%	24%	10%	10%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%
Brüt kar	126,0	203,8	257,0	317,6	349,6	384,9	417,7	453,2	491,7	533,5
Brüt kar marjı	54%	53%	53%	52%	52%	52%	52%	52%	52%	52%
Faaliyet karı	78	129	163	203	224	246	267	290	314	341
Faaliyet karı marjı	33%	34%	33%	34%	34%	34%	34%	34%	34%	34%
FAVÖK	82	134	169	209	230	253	275	299	324	352
FAVÖK marjı	35%	35%	34%	35%	35%	35%	35%	35%	35%	35%
Vergi oranı	25%	23%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%
Amortisman	4,3	4,7	5,2	5,8	6,4	7,2	8,0	8,8	9,8	10,8
Yatırım harcaması	6,6	3,8	4,9	6,1	6,7	7,3	8,0	8,6	9,4	10,2
İşletme sermayesi ihtiyacı	-36,4	51,3	36,3	40,0	21,0	23,1	21,4	23,3	25,2	27,4
SNA	92	49	95	122	158	174	192	209	227	246
AOSM	17,1%	17,2%	17,4%	17,4%	17,4%	17,4%	17,4%	17,4%	17,4%	17,4%
İndirgenmiş nakit akışı	89	40	66	73	80	75	71	66	61	56
SNA bugünkü değer	678,3									
Sonsuz değer	2086,7									
İndirgenmiş sonsuz değer	476,4									
Firma değeri	1154,7									
Nakit	31,8									
Finansal borç	-107,3									
Net borç	-75,5									
Özsermaye değeri	1079,2									
Pay başına değer	21,58									

Tablo 5 : İNA Tablosu - Kaynak: Halk Yatırım FTR

Sonuç

Şirket değerinin belirlenmesinde İndirgenmiş Nakit Akımı Yöntemine %50, yurt içi BIST gıda içecek endeksi içecek şirketleri çarpanlarına %25 ve yurtdışı piyasa çarpanları ve yurtdışı benzer işlemleri %12.5'er ağırlık verilerek 1.025,5 milyon TL değere ulaşılmış olup, bu doğrultuda pay başına değer ise 20,51 TL'ye denk gelmektedir.

Değerleme Yöntemi (Milyon TL)	Hedef Değer	Ağırlık	Sonuç
İNA Analizi	1.079	50%	540
Yurt İçi Çarpanlar Analizi	809	25%	202
Yurt Dışı Çarpanlar Analizi	1.258	12,5%	157
Yurt Dışı Benzer İşlem Çarpanları Analizi	1.011	12,5%	126
	Toplam	100	1.025
	Pay Başına Değer		20.51

Tablo 6 : Değerleme Sonuç Tablosu - Kaynak: Halk Yatırım FTR

Halka arz fiyatının belirlenmesinde ise %20,53 oranında halka arz iskontosu uygulanarak halka arz fiyatının 16.30 TL olarak belirlendiği görülmektedir.

Halka Arz Öncesi Değer İskonto Hesabı (Milyon TL)	Taban
Halka arz öncesi Özkaynak değeri	1.025
İskonto Oranı	20,53%
Nominal Sermaye	50
Halka Arz Fiyatı	16,30

Tablo 7 : Fiyat Sonuç Tablosu - Kaynak: Halk Yatırım FTR

6. GÖRÜŞ

- Şirket için Halk Yatırım tarafından hazırlanmış olan Fiyat Tespit raporunun kapsamlı ve anlaşılabilir olduğu kanaatindeyiz.

Şirketin bağımsız denetimden geçmiş mali tablolarında iki hususa dikkat çekmek isteriz:

- Şirketin toplam ticari alacaklarının %90'ı ilişkili taraf alacaklarından oluşmakta, diğer alacakların da %80'i ortaklardan alacak tutarıdır. İzahnamede ve fiyat tespit raporunda Şirket'in dahil olduğu grup ile ticari ilişkileri açıklanmış olmakla birlikte Şirketin esas olarak organik içecek üretimi yaptığı ancak ticari satışlarını ağırlıklı olarak halen çoğunluk paya sahip ortakların Türkiye ve ABD'deki şirketleri aracılığı ile gerçekleştirildiği görülmektedir. Yurtiçi benzer şirketler arasında yer verilen Coca Cola İçecek yurtiçi ve yurtdışı satış pazarlama faaliyetleri için birçoğunda %100 hakim ortağı olduğu bağlı ortaklıkları bulunduğu, 2020 yılı Kasım ayında halka arz olan Kervan Gıda'nın hem ABD hem de İngiltere'de bağlı ortaklıkları ile ticari faaliyetleri sürdürdüğü dikkate alındığında Şirketin iş modelinde transfer fiyatlaması açısından çekincemiz bulunmaktadır. Gerek gıda sektöründe gerek imalat sektöründe pekçok yurtdışında kurulan şirketler ana şirketin %100 bağlı ortaklığı konumundadır. Nitekim Şirketin Borsa'da işlem görmeye başladığı tarihten itibaren 3 ay içerisinde Elite Naturel Meyve Suyu'nun ve Rüya Organik'in paylarının tamamının özkaynak değeri üzerinden mevcut ortaklarından Şirket tarafından satın alınacağına ilişkin SPK'na taahhüt verilmiştir. Taahhütler arasına Elite USA LLC'nin dahil edilmemiş olması hususunda yukarıda belirttiğimiz çekincemiz devam etmektedir.
- Şirket esas olarak %90 ihracat ağırlıklı satışlarını gerçekleştirdiği halde geçtiğimiz dönemler itibariyle kur farkı zararına maruz kaldığı dikkat çekmektedir. Kur riski tablosunda USD cinsi ticari alacak, EUR cinsi finansal borç olarak özetlenebilecek yabancı para pozisyonunda 2021 Haziran itibariyle Şirketin 2020 yılsonuna göre önemli oranda aşama kaydettiği ancak halen döviz açık pozisyonu bulunduğu görülmektedir. Son 3 yıl FAVÖK marjı ortalama %34 olduğu halde, VÖK marjı ortalaması %23'dür. 2021 Haziran itibariyle yıllıklandırılmış tutarlar üzerinden sözkonusu oranlar sırasıyla %35 ve %21'dir. Bu durum İNA'da öngörülen EBITDA marjı %35'in sürdürülebilirliği, açık pozisyon kaynaklı kur farkı zararının devamı olasılığı ve Şirketin değerlemesi açısından kritik gördüğümüz bir konudur.
- “Piyasa Çarpanları Analizi” yöntemleri kullanılan FD/FAVÖK ve F/K çarpanlarının Şirketin kar yaratma kapasitesini göz önünde bulundurduğumuzda makul buluyoruz. Gerek yurtiçi gerekse yurtiçi benzer şirketlerin seçilerek değerlemede dikkate alınmasını uygun bulmakla birlikte çarpanların son dönemde yurtiçi ve yurtdışı borsalardaki yükseliş trendi nedeni ile yüksek belirlendiği kanaatindeyiz.
- Yurtdışı benzer işlemlerin değerlemede dikkate alınmasını makul değerlendiriyoruz. Son 5 yılı içeren örneklemede FD/FAVÖK için medyan değer makul, ancak F/K çarpanı için 9 şirketten sadece 2 şirketin verisinin dikkate alınması konusunda çekincemiz bulunmaktadır.

- İNA analizi için 10 yıl projeksiyon yapılmasını yatırımcıya geniş bir çerçevede değerlendirme yapmasını sağlaması açısından makul buluyoruz. Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM) hesaplamasında risksiz faiz oranı %18.45 olarak kullanılmıştır. İhtiyatlı yaklaşım açısından gelecek dönemde bu oranın sabit tutulmasını ve vergi oranındaki değişik oranların dikkate alınmasını makul buluyoruz. Türkiye'nin risk primini ifade eden CDS'in mevcut seviyesi açısından risk priminin 5.5 olabileceğini düşünüyoruz.
- Beta katsayısı olarak 0,5 olarak kullanılmasının gerekçesi olarak yurtiçi şirketlerin uygun olmadığından yurtdışı benzer şirketlerin betasının alındığı belirtilmiştir. Yurtdışı benzer şirketler incelendiğinde 11 şirketin sadece 3'ündeki betanın alınmasını doğru bulmuyoruz. İhtiyatlılık açısından 1 olarak alınmasının uygun olduğunu düşünüyoruz. Duyarlık analizi tablosu verilmediğinden betanın değişimi halinde İNA değerlemesine etkisini %12, pay fiyatına etkisini %6 olarak hesapladık.
- Şirketin %2 olan EUR cinsi finansal borçlarının maliyetinin TL cinsinden karşılığı %16 olarak dikkate alındığı ve bu maliyetin projeksiyon döneminde sabit tutulduğu görülmektedir. ECB'nin 2022 yılında olası faiz artırımının Şirketin 2022'de yenilecek olan borçlarının (30 Haziran itibarıyla mevcut borcun yaklaşık %50'sinin 2022'de vadesi dolmaktadır.) yeniden finansman maliyetini olumsuz etkileyebileceğini ve bu durumun da iskonto oranı (AOSM), net kar, net borç, şirket değeri üzerinde negatif etkisinin olacağını düşünüyoruz.
- Değerleme yöntemi olarak İndirgenmiş Nakit Akımları (INA) Analizi ağırlığının %50, Piyasa Çarpanları Analizi'nde yurt içi ve yurt dışı analizlerine %25'er ağırlık verilmesinin uygun olduğunu düşünüyoruz.
- Yukarıda belirtilen çekinceler nedeniyle halka arz fiyatı için %20,53 halka arz iskontosunu yetersiz buluyoruz.