



**eksun**

**EKSUN GIDA TARIM SANAYİ VE TİCARET A.Ş.**

**Halka Arz Fiyatının Belirlenmesinde Esas Alınan  
Varsayımlara İlişkin  
Denetimden Sorumlu Komite Tarafından Hazırlanan  
Gerçekleşme ve Değerlendirme Raporu**

**02.07.2024**

## Raporun Konusu ve Gerekçesi

---

Eksun Gıda Tarım Sanayi ve Ticaret A.Ş.'nin ("Eksun Gıda" veya "Şirket") halka arz fiyatının belirlenmesinde esas alınan varsayımların gerçekleşip gerçekleşmediğine ilişkin değerlendirmeler içeren işbu rapor, Sermaye Piyasası Kurulu'nun VII-128.1 Sayılı Pay Tebliği'nin 29/5 Maddesi gereğince Eksun Gıda Denetimden Sorumlu Komite tarafından hazırlanmıştır.

Sermaye Piyasası Kurulu'nun VII-128.1 Sayılı Pay Tebliği'nin 29. maddesinin 5. fıkrasında yer alan; *"Payları ilk defa halka arz edilen ortaklığın, paylarının borsada işlem görmeye başlamasından sonraki iki yıl boyunca finansal tablolarının kamuya açıklanmasını müteakip on iş günü içerisinde, halka arz fiyatının belirlenmesinde esas alınan varsayımların gerçekleşip gerçekleşmediği, gerçekleşmediyse nedeni hakkında değerlendirmeleri içeren bir rapor hazırlaması ve söz konusu raporun ortaklığın internet sitesinde ve KAP'ta yayımlanması zorunludur. Bu yükümlülük ortaklık bünyesindeki denetimden sorumlu komite tarafından yerine getirilir. Denetimden sorumlu komite kurma zorunluluğu bulunmayan ortaklıklar için bu yükümlülük yönetim kurulu tarafından yerine getirilir."* hükmü uyarınca, işbu rapor hazırlanarak kamuoyu ile paylaşılmaktadır.

## Fiyat Tespit Raporunda Yer Alan Değerleme Yöntemleri

---

Şirket paylarının halka arzına aracılık eden Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("Yapı Kredi Yatırım") tarafından 24 Şubat 2023 tarihinde hazırlanan ve 10 Mart 2023 tarihinde Kamuyu Aydınlatma Platformu'nda yayınlanan Fiyat Tespit Raporu'nda halka arz edilecek pay başına değer tespiti Sermaye Piyasası Kurulu'nun III.62-1 sayılı "Sermaye Piyasasında Değerleme Standartları Hakkında Tebliğ" gereği Uluslararası Değerleme Standartları'na uygun olarak aşağıda belirtilen değerlendirme yöntemleri kullanılmıştır;

- Gelir Yaklaşımı : İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi
- Pazar Yaklaşımı : Piyasa Çarpanları Analizi
  - Firma Değeri / Satışlar (FD / Satışlar)
  - Firma Değeri / FAVÖK (FD/ FAVÖK)

Değerleme çalışmasında İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi ve Piyasa Çarpan Analizi %50-%50 ağırlıklandırılarak nihai değer tespit edilmiştir. FD/FAVÖK ve FD/Satışlar çarpanlarının ağırlığı sırasıyla %50-%50 olarak belirlenirken her bir çarpan kendi içerisinde de yerli şirketlerin çarpanları %50, yabancı şirketlerin çarpanları %50 ile ağırlıklandırılmıştır.

## 1. Piyasa arpanları Analizi

Şirketin zkaynak değeri FD/FAVÖK ve FD/Satışlar analizi sonucu hesaplanmıŐ ve analiz sonucu hesaplanan değerlere eşit ağırlık verilerek Piyasa arpanları Analizi sonucu zkaynak değeri hesaplanmıştır.

### a. FD / FAVÖK arpanı Yöntemi

Şirket'in firma değeri Yabancı FD/FAVÖK arpanı ve Yerli FD/FAVÖK arpanı yöntemi ayrı ayrı hesaplanmıştır. Hesaplanan firma değerlerinden 30.09.2022 tarihli net borç çıkartılarak her iki çarpan analizine istinaden nihai zkaynak değeri tespit edilmiŐ ve hesaplanan iki ayrı zkaynak değerinden yerli ve benzer Őirketlere %50, yabancı benzer Őirketlere %50 ağırlık verilerek, Şirket'in FD/FAVÖK arpan analizine göre zkaynak değeri hesaplanmıştır.

FD/FAVÖK arpanı, halka açık benzer Şirketlerin güncel firma değerlerinin, ilgili Şirketlerin, 30.09.2022 tarihinde sona eren 12 aylık dönem itibarıyla elde ettikleri FAVÖK değerine bölünmesiyle hesaplanmıştır.

Yabancı benzer 15 Şirketin FD/FAVÖK arpanı 9,1x olarak, yerli benzer 16 Şirketin FD/FAVÖK arpanı ise 8,9x olarak hesaplanmıştır.

Bu arpan değerlerine göre, FD/FAVÖK arpan analizi sonucunda, Eksun Gıda'nın zkaynak değeri 3.400.249.519 TL hesaplanmıştır.

#### FD/FAVÖK arpan Analizine Göre Ortalama zkaynak Değeri

FD/FAVÖK arpan Analizine Göre Ortalama zkaynak Değeri		
Yabancı Şirketler FD/FAVÖK arpanına Göre zkaynak Değeri	mIn TL	3.442
Yerli Şirketler FD/FAVÖK arpanına Göre zkaynak Değeri	mIn TL	3.358
<b>FD/FAVÖK arpanına Göre zkaynak Değeri</b>	<b>mIn TL</b>	<b>3.400</b>

### b. FD / Satışlar arpanı Yöntemi

Şirket'in firma değeri Yabancı FD/Satışlar arpanı ve Yerli FD/Satışlar arpanı yöntemi ile ayrı ayrı hesaplanmıştır. Hesaplanan firma değerlerinden 30.09.2022 tarihli net borç çıkartılarak her iki çarpan analizine istinaden, nihai zkaynak değeri tespit edilmiŐ ve hesaplanan iki ayrı zkaynak değerinden yerli Őirketlere %50, yabancı benzer Őirketlere %50 ağırlık verilerek Şirket'in FD/Satışlar arpan analizine göre zkaynak değeri hesaplanmıştır.

FD/Satışlar çarpanı, halka açık benzer şirketlerin güncel firma değerlerinin, 30.09.2022 tarihinde sona eren 12 aylık dönem itibarıyla elde ettikleri satış değerlerine bölünmesiyle hesaplanmıştır.

Yabancı benzer 15 şirketin FD/Satışlar çarpanı 1,0x olarak, yerli benzer 16 şirketin FD/FAVÖK çarpanı ise 1,4x olarak hesaplanmıştır.

Bu çarpan değerlerine göre, FD/Satışlar çarpan analizi sonucunda Eksun Gıda'nın özkaynak değeri 2.975.730.760 TL hesaplanmıştır.

#### FD/Satışlar Çarpan Analizine Göre Ortalama Özkaynak Değeri

FD/Satışlar Çarpan Analizine Göre Ortalama Özkaynak Değeri		
Yabancı Şirketler FD/Satışlar Çarpanına Göre Özkaynak Değeri	mİn TL	2.367
Yerli Şirketler FD/Satışlar Çarpanına Göre Özkaynak Değeri	mİn TL	3.584
<b>FD/Satışlar Çarpanına Göre Özkaynak Değeri</b>	<b>mİn TL</b>	<b>2.976</b>

FD/Satışlar ve FD/FAVÖK çarpanlarına %50 eşit ağırlık verilmesi sonucunda, Şirketin özkaynak değeri 3.187.990.140 TL olarak hesaplanmıştır.

#### Piyasa Çarpanları Analizi Özet

Değerleme Yöntemi	Hesaplanan Özkaynak Değeri (TL)	Ağırlık	Özkaynak Değeri
Benzer Şirketler FD/FAVÖK Çarpanı Yöntemi	3.400.249.519	50%	1.700.124.760
Benzer Şirketler FD/Satışlar Çarpanı Yöntemi	2.975.730.760	50%	1.487.865.380
<b>Özkaynak Değeri</b>			<b>3.187.990.140</b>

## 2. İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi

Şirket'in değerlendirme çalışmasında, Şirket'in 2022 yılı 9 aylık finansal gerçekleştirmeleri ve Şirket İş Planı baz alınarak hazırlanan projeksiyonlar kullanılmıştır.

Aşağıdaki tabloda özeti verilen indirgenmiş nakit akımları analizine göre, Şirket özkaynak değeri 2.992.080.009 TL olarak hesaplanmıştır.

(mİn TL)	2022 4.Ç.T	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T	Nihai Dönem
<b>Net Satışlar</b>	<b>1.114</b>	<b>5.987</b>	<b>7.762</b>	<b>9.453</b>	<b>10.933</b>	<b>12.272</b>	<b>12.885</b>
yıllık büyüme	-	52%	30%	22%	16%	12%	5%
FVÖK	39	473	795	1.101	1.246	1.395	1.465
FVÖK Marjı	3%	8%	10%	12%	11%	11%	11%
(-) Vergi Ödemeleri	9	62	100	206	236	267	293
Vergi Sonrası Faaliyet Karı	30	411	695	895	1.010	1.128	1.172
(+) Amortisman	4	21	57	63	68	73	77
(-)NİS'teki Artış	-55	374	256	224	205	186	67
(-) Yatırım Harcamaları	4	289	510	33	38	43	77
<b>Serbest Nakit AKIŞI (SNA)</b>	<b>85</b>	<b>-232</b>	<b>-14</b>	<b>701</b>	<b>835</b>	<b>972</b>	<b>1.105</b>
İndirgeme Oranı (AOSM)	4,8%	20,3%	20,4%	19,2%	19,2%	19,2%	
İndirgeme Faktörü	104,8%	126,0%	151,6%	180,8%	215,6%	256,9%	
SNA'nın 30.09.2022 değeri	81	-184	-9	387	387	378	
SNA Toplamı	1.041						
Terminal büyüme oranı	5,0%						
Terminal AOSM	19,2%						
Terminal Değer (TD)	7.792						
TD'nin Bugünkü Değeri	3.033						
<b>Firma Değeri</b>	<b>4.073</b>						
Net Borç (30.09.2022)	1.153						
<b>Özsermaye Değeri</b>	<b>2.920</b>						

### 3. Değerleme Sonucu

Değerleme çalışmasında İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi ve Piyasa Çarpan Analizi eşit ağırlıklandırılarak nihai değer tespit edilmiştir. Şirketin ortalama halka arz öncesi özkaynak değeri 3.054.178.485 TL olarak hesaplanmıştır.

#### Değerleme Yöntemleri Sonuçları

Değerleme Yöntemi	Hesaplanan Özkaynak Değeri (TL)	Ağırlık	Özkaynak Değeri
İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi	2.920.366.829	50%	1.460.183.415
Piyasa Çarpanları Yöntemi	3.187.990.140	50%	1.593.995.070
<b>Ağırlıklandırılmış Özsermaye Değeri</b>			<b>3.054.178.485</b>

Değerleme yöntemleri ile hesaplanan halka arz öncesi özsermaye değeri üzerinden, %20 halka arz öncesi iskonto oranı uygulanarak, halka arz fiyatı hisse başına 48,90 TL olarak belirlenmiştir.

(TL)	Sonuç
Nominal Sermaye Tutarı	49.957.498
Değerleme Yöntemleri ile Hesaplanan Halka Arz Öncesi Özkaynak Değeri	3.054.178.485
Halka Arz İskonto Oranı	20,0%
Halka Arz İskontolu Piyasa Değeri	2.442.921.652
Halka Arz Fiyatı (TL/Pay)	48,90

## Projeksiyon Tahmin ve Gerçekleşme Sonuçları

Yapı Kredi Yatırım tarafından hazırlanan Fiyat Tespit Raporu'nda yer verilen projeksiyon verilerinde çeyreklik dönemlere yer verilmemiş olup, yıllık tahminler kullanılmıştır. Bu sebeple bu raporda, Fiyat Tespit Raporu'nda yer verilen yıllık projeksiyonlar ile çeyreklik gerçekleşme sonuçları karşılaştırılmıştır. Bu hususun yanı sıra Fiyat Tespit Raporu'nda yer verilen projeksiyon verileri enflasyon muhasebesi etkilerini içermediğinden ilgili varsayımların gerçekleşip gerçekleşmediğine ilişkin değerlendirme, yatırımcı ve analistler tarafından sağlıklı bir analiz yapılabilmesi amacıyla, "Türkiye Muhasebe Standardı – 29 (TMS-29) / Yüksek Enflasyonlu Ekonomilerde Finansal Raporlama" standardının etkileri hariç tutularak yapılmıştır. Söz konusu finansal veriler, şirketin bağımsız denetim raporunun temelini oluşturan ancak bağımsız denetimden geçmemiş, yönetim raporlaması kapsamında kullanılan verileri içermektedir.

	2024 Tüm Yıl Tahmin	2024 3 Aylık Gerçekleşen (TMS 29 Uygulanmamış)	Gerçekleşme Oranı
Hasılat (mİn TL)	7.762	2.206	28%
Satışların Maliyeti (mİn TL)	6.412	1.843	29%
Brüt Kar (mİn TL)	1.350	363	27%
FAVÖK* (mİn TL)	852	124	15%
Brüt Kar Marjı	17,4%	16,5%	
FAVÖK Marjı	11,0%	5,6%	

\*Esas faaliyetlerden diğer gelir ve giderler hariç.

Halka arz fiyatının belirlenmesi aşamasında hazırlanan Fiyat Tespit Raporu'nda, 2024 yılının tamamı için 7.762 milyon TL hasılat öngörülmüştür. 2024 yılının ilk çeyrek TMS-29 uygulanmamış finansal tablolarda, öngörülen yıllık hasılatın %28'i gerçekleşmiştir.

Fiyat Tespit Raporu'nda, 2024 yılının tamamı için brüt kar tutarı 1.350 milyon TL, FAVÖK tutarı ise 852 milyon TL öngörülmüş olup, 2024 yılı ilk çeyrek TMS-29 uygulanmamış finansal tablolarda, 363 milyon TL brüt kar, 124 milyon TL FAVÖK gerçekleşmiştir. 2024 yılının ilk üç ayında, yılın tamamı için öngörülen brüt kar marjının %27'si, FAVÖK tutarının ise %15'i gerçekleşmiştir.

2024 yılının ilk üç aylık döneminde, dönemsellik farklarının da oluşabileceğini dikkate alarak, hasılat ve karlılık sonuçlarının beklentilere yakın seviyelerde oluştuğu gözlemlenmiştir.

Sonuç olarak, Şirket'in satışlarının ve buna bağlı finansal sonuçların, yıl içerisinde dönemsellik gösterebileceğini göz önünde bulundurarak genel değerlendirmenin yıl sonlarında yapılmasının en sağlıklı olacağı düşünülmektedir.

Saygılarımızla,  
EKSUN GIDA TARIM SANAYİ VE TİCARET A.Ş.