

Efor Çay Sanayi Ticaret A.Ş. Fiyat Tespit Raporuna İlişkin Analiz Raporu

İşbu analiz raporu, Sermaye Piyasası Kurulu'nun Seri: VII 128.1 numaralı Pay Tebliği'nin 29/2. Maddesi kapsamında QNB Finans Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("QNB Finansinvest") tarafından hazırlanmıştır.

Rapor, Halk Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("Halk Yatırım") tarafından Efor Çay Sanayi Ticaret A.Ş. ("Efor Çay" veya "Şirket") için hazırlanan Halka Arz Fiyat Tespit Raporu'nu ("Fiyat Tespit Raporu") analiz etmek amacıyla hazırlanmıştır.

Bu rapor yalnızca Şirket hakkında hazırlanan Fiyat Tespit Raporu'na ilişkin QNB Finansinvest'in analizi olup yatırımcıların halka arza katılmasına ve/veya katılmamasına ilişkin herhangi bir öneri ya da teklif içermemektedir. Yatırımcılar, halka arza ilişkin olarak KAP'ta yayınlanan izahnameyi inceleyerek kararlarını vermelidirler.

1. Halka Arza İlişkin Genel Bilgiler

Halka Arza İlişkin Özet Bilgiler	
Talep Toplama Tarihleri	26-27-28 Haziran 2024
Halka Arz Yöntemi	Sabit Fiyat ile Talep Toplama
Aracılık Yöntemi	En İyi Gayret Aracılığı
Halka Arz Metodu	Sermaye Artırımı ve Ortak Satışı
Halka Arz Öncesi Ödenmiş Sermaye	300.000.000 TL
Sermaye Artırımı	63.000.000 TL nominal
Mevcut Pay Satışı	27.000.000 TL nominal
Ek Satış	Yoktur.
Halka Açıklık Oranı	%24,79
Halka Arz Satış Fiyatı	14,50 TL
Halka Arz Büyüklüğü	1.305.000.000 TL

Kaynak: İzahname, KAP

Ortağın Unvanı	Halka Arz Öncesi ve Sonrası Sermaye Hakkında Bilgi					
	Halka Arz Öncesi			Halka Arz Sonrası		
	Pay Grubu	Pay Tutarı (TL)	Pay Oranı (%)	Pay Grubu	Pay Tutarı (TL)	Pay Oranı (%)
İbrahim Akkuş	A	120.000.000	40,0	A	120.000.000	33,06
	B	180.000.000	60,0	B	153.000.000	42,15
Halka Açık Kısım	B	-	-	-	90.000.000	24,79
Toplam		300.000.000	100,0	-	363.000.000	100,00

Kaynak: İzahname, KAP

Halka arz, sermaye artırımı ve ortak satışı yolu ile gerçekleştirilecektir. Sermaye artışı yolu ile elde edilecek net gelirin %25 'ini Yatırımlarda, %5'ini Girişim Sermayesi Yatırımında, %30'unu Finansal Borçların Ödenmesinde ve %40'ını İşletme Sermayesi ihtiyacının Karşılmasında kullanmayı planlamaktadır.

Şirket Hakkında Özet Bilgi

Şirket, Akpaş Çay İnşaat Nakliye Sanayi ve Ticaret Anonim şirketi unvanı adı altında çay satış ve pazarlama faaliyetlerinin yürütülmesi amacıyla 100.000 TL sermaye ile kurulmuştur. 2005 yılında Şirket sermayesinin %100'ünü temsil eden payların tek pay sahibi İbrahim Akkuş'un ortakları arasında yer aldığı ve 2021 yılında Şirket'e devrolan Ak Tarım kurulmuştur. 2006 yılında Ak Tarım ilk etapta kuru çay

alım satım faaliyetlerine başlamıştır. 2008 yılında Ak Tarım Rize'de tesis kiralarak ilk kez yaş çay işleme ve kuru çay paketleme faaliyetlerine başlamıştır. 2010 yılında Ak Tarım'ın mülkiyeti kendisine ait olan ilk üretim ve paketleme tesisi Trabzon'un Of ilçesinde faaliyete başlamıştır. 2019 yılında Şirket Akpaş Çay İnşaat Nakliye Sanayi ve Ticaret Anonim Şirketi olan unvanının Efor Çay Sanayi Ticaret Anonim Şirketi olarak değiştirmiştir. Şirket 2021 yılında Ak Tarım'ı devralmıştır. Yine aynı yıl Şirket, Efor Gübre Madencilik ile kömür ve kimyevi gübre alım satım faaliyetlerine başlamıştır.

Faaliyetler Hakkında Bilgi

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

Mali Tablolar

Şirket'in 31.12.2021, 31.12.2022, 31.12.2023, 31.03.2023 ve 31.03.2024 dönemlerine ait özel bağımsız denetimden geçmiş gelir tablosu ana kalemleri aşağıdaki gibidir:

Özet 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	300.263.631	669.072.055	964.641.392	113.193.614	160.185.238
Brüt Kar Marjı (%)	11,43%	11,14%	16,17%	12,16%	16,15%
Esas Faaliyet Karı	193.160.975	385.085.020	794.818.927	124.175.464	111.041.049
Esas Faaliyet Kar Marjı (%)	7,35%	6,41%	13,33%	13,34%	11,20%
Dönem Karı/Zararı	179.143.763	165.423.264	562.366.750	69.471.380	64.663.144
Net Kar Marjı (%)	6,82%	2,75%	9,43%	7,46%	6,52%

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu, KAP

Şirket'in 31.12.2021, 31.12.2022, 31.12.2023 ve 31.03.2024 dönemlerine ait özel bağımsız denetimden geçmiş bilançosunun ana kalemleri aşağıdaki gibidir:

Özet Bilanço (TL)	31.12.2021	31.12.2022	31.12.2023	31.03.2024
Dönen Varlıklar	1.255.055.498	2.015.479.895	2.270.408.798	2.098.327.178
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 Yükümlülükler	1.174.293.980	1.846.771.097	1.813.842.770	1.809.630.657
Uzun Vadeli Yükümlülükler	102.872.737	300.927.442	516.417.450	480.745.009
Özkaynaklar	573.771.954	1.181.396.347	2.067.664.904	2.132.983.875
Ödenmiş Sermaye	50.000.000	150.000.000	300.000.000	300.000.000
TOPLAM KAYNAKLAR	1.850.938.671	3.329.094.886	4.397.925.124	4.423.359.541

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu, KAP

2. Değerleme Hakkında Özet Bilgi

Halk Yatırım Menkul Değerler A.Ş tarafından hazırlanan Fiyat Tespit Raporu'na konu değerlendirme çalışmasında İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi (İNA) ve Piyasa Çarpanları Analizi kullanılmıştır. İNA çalışmasında şirketin serbest nakit akışı projeksiyonuna yer verilmiştir. Yapılmış olan çarpan analizlerinde yurt içi benzer şirketler ve yurt dışında faaliyet gösteren benzer şirketlere yer verilmiş ve Firma Değeri / FAVÖK (FD/FAVÖK) ve F/K çarpanı kullanılmıştır. Değerleme çalışmasında İndirgenmiş nakit akışı analizi %40 ve Çarpan Analizi %60 olacak şekilde ağırlıklandırılmıştır. Yapılan ağırlıklandırma sonrası bulunan değere yatırım amaçlı gayrimenkullerin bilançoda kayıtlı değerleri eklenmiştir.

İndirgenmiş Nakit Akımı Analizine ilişkin;

- İNA çalışması şirketin 2024- 2028 yıllarına ilişkin tahminleri içermektedir.

mn, TL	2024T/3Ç	2025T	2026T	2027T	2028T
Net Satışlar	6.833	11.739	16.541	22.075	28.384
Satışların Değişimi	35,7%	71,8%	40,9%	33,5%	28,6%
FVÖK	958	1.593	2.149	2.791	3.526
Amortisman	53	100	141	188	241
FAVÖK	1.012	1.693	2.290	2.979	3.767
Dönem Vergi Gideri (-)	220	366	494	642	811
Yatırım Harcamaları (-)	149	165	113	81	73
Net İş. Ser. Değ	-278	665	417	278	91
Serbest Nakit Akımları	920	496	1.265	1.978	2.793
AOSM	34,50%	32,70%	30,90%	29,10%	27,20%
İndirgenmiş Nakit Akımları	823	344	666	801	883
Sonsuz Büyüme Bugünkü Değeri	4.170				
İndirgenmiş Nakit Akımları Toplamı	3.517				
Firma değeri	7.687				
Net Borç	1.229,0				
Özsermaye değeri (31.03.2024)	6.458,18				
Özsermaye değeri (03.06.2024)	6.837,43				

Kaynak: Halk Yatırım

- Değerleme çalışmasında AOSM hesaplamasında risksiz faiz oranı için Türkiye 5 yıl vadeli TL tahvilinin getiri oranı takip edilmiş olup projeksiyon dönemi boyunca %23,47-31,47 seviyeleri arasında değişiklik göstermiştir.
- Piyasa risk primi %7,0 olarak sabit tutulmuş ve 1,0x beta katsayısı kullanılarak 2024-2028 yılları arasında AOSM %27,23-34,53 seviyeleri arasında değişiklik göstermiştir.
- Vergi oranı ise 2024-2028 yılları arasında %23 seviyesinde sabit tutulmuştur.

İskonto Oranları	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T
Risksiz Faiz Oranı	31.47%	29.47%	27.47%	25.47%	23.47%
Türkiye Risk Primi	7.00%	7.00%	7.00%	7.00%	7.00%
Beta	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00
Sermaye Maliyeti	38.47%	36.47%	34.47%	32.47%	30.47%

Borç Maliyeti	36.47%	34.47%	32.47%	30.47%	28.47%
Vergi Oranı	23.00%	23.00%	23.00%	23.00%	23.00%
Borç Oranı	37.89%	37.89%	37.89%	37.89%	37.89%
AOSM	34.53%	32.70%	30.88%	29.05%	27.23%

Kaynak: Halk Yatırım

Çarpan Analizine ilişkin;

- Çarpan analizinde yurt içi şirketler iki farklı grupta ele alınıp FD/FAVÖK, F/K ve PD/DD çarpanlarına eşit ağırlık verilmiştir.
- Çarpan analizinde yurt içi benzer şirketlerde BIST Sınai Endeksi Şirketleri ve BIST Ticaret Endeksi Şirketleri şeklinde iki gruba ayrılmış ve sırasıyla %40 ve %60 olacak şekilde ağırlıklandırılmıştır.
- Yurt içi benzer şirketlerle yapılan değerlemede BIST Sınai Endeksi Şirketleri için 10,81x FD/FAVÖK, 15,62x F/K ve 2,31x PD/DD değeri elde edilmiştir. BIST Ticaret Endeksi Şirketleri için 6,95x FD/FAVÖK, 18,0x F/K ve 2,47x PD/DD değeri elde edilmiştir.

Yurtiçi Piyasa Çarpanları Analiz Özeti	Çarpan	Değer	Özsermaye Değeri (mn TL)	Ağırlık	Ağırlıklandırılmış Özsermaye Değeri (mn TL)
BIST Sınai Endeksi Benzer Şirketleri	FD/FAVÖK	10,8	7.451,5	33%	2.458,9
	F/K	15,6	3.599,9	33%	1.187,9
	PD/DD	2,3	4.927,2	33%	1.625,9
Özsermaye değeri				100%	5.272,9

Kaynak: Halk Yatırım

Yurtiçi Piyasa Çarpanları Analiz Özeti-2	Çarpan	Değer	Özsermaye Değeri (mn TL)	Ağırlık	Ağırlıklandırılmış Özsermaye Değeri (mn TL)
BIST Ticaret Endeksi Benzer Şirketleri	FD/FAVÖK	6,95	4.351,9	33%	1.436,1
	F/K	18,00	4.148,4	33%	1.368,9
	PD/DD	2,47	5.268,5	33%	1.738,6
Özsermaye değeri				100%	4.543,6

Kaynak: Halk Yatırım

Çarpan Analizi Özeti	Hesaplanan Özsermaye Değeri (mn TL)	Ağırlık	Ağırlıklandırılmış Özsermaye Değeri (mn TL)
BIST Sınai Endeksi Benzer Şirketleri	5.272,93	40%	2.109,17
BIST Ticaret Endeksi Benzer Şirketleri	4.543,68	60%	2.726,21
Toplam		100%	4.835,38

Kaynak: Halk Yatırım

- Çarpan analizi sonucu 4.835,38 mn TL ağırlıklı özsermaye değerine ulaşılmıştır.

Değerleme Sonuçları

Özsermaye Değeri (mn, TL)	Özkaynak Değeri	Ağırlık	Ağırlıklı Piyasa Değeri (mn, TL)
İNA	6.837,4	40%	2.734,9
Çarpan Analizi	4.835,4	60%	2.901,2
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller			685,2
İskontosuz Özsermaye Değeri			6.321,4
İskontolu Özsermaye Değeri (%31,19 İskonto)			4.350,0

Kaynak: Halk Yatırım

- Değerleme çalışmasında İNA Analizine %40 ve Çarpan Analizine %60 oranda ağırlık verilmiştir.
- Buna göre TL5.636,2mn halka arz öncesi piyasa değerine ulaşılmış ve bulunan değere yatırım amaçlı gayrimenkullerin bilançoda kayıtlı değerleri eklenmiştir. Halka arz öncesi özsermaye değerine %31,19 oranında halka arz iskontosu uygulanmıştır. Böylelikle hisse başına fiyat TL14,50 olarak hesaplanmıştır.

Özsermaye Değeri (TL)	TL
Çıkarılmış Sermaye	300.000.000
Pay Başına Fiyat	21,07
Halka Arz İskontosu	31,19%
Şirket Piyasa Değeri	4.350.000.000
Halka Arz Pay Fiyatı	14,50

Kaynak: Halk Yatırım

3. Değerleme Hakkında Nihai Görüşümüz

Fiyat Tespit Raporu'nda verilen şirket ve finansal bilgilerinin yeterli olduğu düşünülmektedir, Halka arz fiyatı %31,19 oranında iskontoludur, bu rakam halka arz iskontosu olarak makul kabul edilebilir. Belirlenen değerlendirme yöntemleri ve ilgili varsayımlar dikkate alındığında TL14,50 olarak belirlenen halka arz fiyatının da makul olduğu düşünülmektedir. Değerlemeyle ilgili ek görüşlerimiz aşağıdaki gibi özetlenmiştir:

- Genel itibarıyla İNA analizlerinde yer alan bilgilerin yeterince detaylı ve anlaşılabilir olduğunu düşünüyoruz.
- İNA analizinde operasyonlar için TL bazlı TÜFE beklentileri dikkate alınarak projeksiyon çalışması yapılmasının uygun olduğunu düşünüyoruz.
- İNA analizinde AOSM'nin 2024 ve izleyen yıllar için kademeli olarak azaltılmasını makul buluyoruz.