

**Fade Gıda Yatırım Sanayi Ticaret A.Ş. Fiyat Tespit Raporuna ilişkin 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, İfo Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş. ("İfo Yatırım") tarafından Fade Gıda Yatırım Sanayi Ticaret A.Ş. ("Fade Gıda") için hazırlanan Halka Arz Fiyat Tespit Raporu'nu ("Fiyat Tespit Raporu") analiz etmek amacıyla hazırlanmıştır.

**Bu rapor yalnızca Şirket hakkında hazırlanan Fiyat Tespit Raporuna 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'da yayınlanan izahnameyi inceleyerek kararlarını vermelidirler.**

**1. Halka Arza İlişkin Genel Bilgiler**

| Halka Arza İlişkin Özet Bilgiler  |   |
|-----------------------------------|---|
| Halka Arz Talep Toplama Tarihleri | 29-30 Temmuz 2020   |
| Halka Arz Yöntemi                 | Borsada Satış- Sabit Fiyat İle Talep Toplama ve Satış Yöntemi   |
| Aracılık Yöntemi                  | Bakiyeyi Yüklenim   |
| Halka Arz Öncesi Ödenmiş Sermaye  | 55.000.000 TL   |
| Halka Açıklık Oranı               | %27,27  |
| Halka Arz Fiyatı                  | 2,40 TL   |
| Halka Arz Metodu                  | Sermaye Artırımı ve Ortak Satışı  |
| Halka Arz Edilecek Paylar         | <b>18.000.000 TL nominal değerli pay</b><br>11.000.000 TL (Sermaye Artırımı)<br>7.000.000 TL (Ortak Satışı) |
| Halka Arz Büyüklüğü               | 43.200.000 TL   |

| Ortağın Adı                                    | Pay Grubu  | Halka Arz Öncesi  |                | Halka Arz Sonrası |                |
|--|------------|-------------------|----------------|-------------------|----------------|
|  |            | Pay Tutarı (TL)   | Pay Oranı (%)  | Pay Tutarı (TL)   | Pay Oranı (%)  |
| Faruk Demir                                    | A          | 2.750.000         | 5,00%          | 2.750.000         | 4,17%          |
|  | B          | 27.500.000        | 50,00%         | 20.500.000        | 31,06%         |
| Emine Demir                                    | B          | 16.500.000        | 30,00%         | 16.500.000        | 25,00%         |
| Hacı Ali Demir                                 | A          | 2.750.000         | 5,00%          | 2.750.000         | 4,17%          |
|  | B          | 2.750.000         | 5,00%          | 2.750.000         | 4,17%          |
| Hedef Girişim Sermayesi Girişim Ortaklığı A.Ş. | B          | 2.750.000         | 5,00%          | 2.750.000         | 4,17%          |
| Halka Açık Kısım                               | B          | 0                 | 0,00%          | 18.000.000        | 27,27%         |
| <b>Toplam</b>                                  | <b>A+B</b> | <b>55.000.000</b> | <b>100,00%</b> | <b>66.000.000</b> | <b>100,00%</b> |

## 2. Şirket Hakkında Özet Bilgi

İhraççı, 1995 yılında İzmir Bergama'da Fade Gübre Toprak Ürünleri ve Nakliye Sanayi ve Ticaret Ltd. Şti. adı ile kurulmuş olup 05.12.2001 tarihinde ticaret unvanını Fade Gübre Toprak Ürünleri Nakliye ve Kuyumculuk Sanayi Ticaret Ltd. Şti. olarak tescil ettirmiştir. 10.04.2007 tarihinde ticaret unvanını Fade Gıda Gübre Toprak Ürünleri, Nakliye, İnşaat, Petrol Ürünleri, Depoculuk ve Hayvancılık Sanayi ve Ticaret Ltd. Şti. olarak değiştiren şirket, şirketin nevi değişikliği ile birlikte anonim şirkete dönüşümü sonrası nihai ticaret unvanını 08.11.2018 tarihinde Fade Gıda Yatırım Sanayi Ticaret A.Ş. olarak değiştirmiştir. Şirket'in merkez adresi Cumhuriyet Mah, 136/2. Sk. No:10/A 35660 Koyundere Menemen / İzmir'dir. 31 Mart 2020 itibarıyla konsolide çalışan sayısı 86 iken, 30.06.2020 dönemi itibarıyla Moro İnşaat Mimarlık Sanayi ve Ticaret A.Ş'deki %51'lik hisselerinin tamamının satışı ile konsolidasyondan çıkması sonucu 54'e gerilemiştir.

### Tarım Faaliyetleri:

Tarım faaliyetleri ihraççının en önemli satış grubunu oluşturmaktadır. 2019 yılı satış gelirlerinin %67'si bu gruptan elde edilmiştir. Tarım faaliyetleri içerisinde yer alan kurutulmuş domates 2019 yılı satışlarının %49,70'ini oluştururken diğer faaliyet alanı olan fidencilik toplam satışların %11,47'sini oluşturmaktadır. (31 Mart 2020 itibarıyla sırasıyla %50,37 ve %17,04).

### Kurutulmuş Domates

Şirketin ana faaliyeti her türlü sebze ve meyve kurutma işlemleri, kurutulmuş veya konserve sebze ve meyvelerin alımı, satımı, işlenmesi, pazarlanması, komisyonculuğu, bayiliği, ihracat ve ithalatının yapılması olup, kurutulmuş domates imalatı ve ihracatının yapılması da şirketin ana faaliyet konularını oluşturmaktadır.

31 Mart 2020 itibarıyla kurutulmuş domates kapasitesi 2.964 ton olan şirketin kapasite kullanım oranı aynı tarihte %13,07'dir. ( 31 Aralık 2019 itibarıyla %49,16)

Kurutulmuş domates ürünlerinin dağıtım kanalları şu şekildedir:

- Endüstriyel üreticiler için yarı mamul
- Restoran, otel, catering şirketlerine dağıtım yapan aracilar ve ithalatçılar için mamul
- Uluslararası zincirler için perakende ürünler

Tohumdan sofraya kadar olan her bir aşamanın şirket ekipleri tarafından kontrol edilerek tüm üretim sürecinin şirket takibinde yapılması ve izlenmesi anlayışına dayanan ve İhraççı tarafından geliştirilen **"From Seeds To Your Table"** felsefesi ihraççıyı sektördeki faaliyet alanında farklılaştırmaktadır. Bu sistem ile birlikte dünyanın herhangi bir yerindeki bir müşteri, firmadan aldığı ürünün lot numarası ile ürünün ne zaman paketlenildiği, hangi soğuk havada tutulduğu, hangi çiftçinin domatesinin kullanıldığı, hangi çiftçinin bitkiye yetiştirme döneminde yaptığı uygulamaların neler olduğu, çiftçinin fideleri ne zaman teslim aldığı, fidelerin hangi serada yetiştirildiği, hangi uygulamaların

yapıldığı, ne zaman çimlendirildiği, ne zaman ekim yapıldığı, hangi marka tohum kullanıldığı ve ilgili tohumun lot numarasına kadar izlenebilirlik sağlanmaktadır.

### **Fide Faaliyetleri**

İhraççı aynı zamanda %100 bağlı ortaklığı olan Hade Fidecilik ile ihraççının kurutulmuş domates faaliyetlerinin başlangıç noktasını oluşturan fide üretim faaliyetini yürütmektedir. 2019 yılında fide üretim kapasitesini 80.000.000 adede ulaştıran şirket, bilgisayar kontrollü olarak seralarda her türlü sebze fidesi yetiştiriciliği yapabilmektedir. Sanayi tipi domates fidesi ağırlıklı olmak üzere, sofralık domates, biber, kavun, karpuz, patlıcan, marul, lahana, kereviz, kabak gibi fideler de yetiştirilmektedir. Fide satışları yoğunluklu olarak Ege ve Marmara bölgelerine yapılmaktadır. 31 Aralık 2019'da kapasite kullanım oranı 56.000.000 adet ile %70,00 iken 31 Mart 2020 itibariyle bu oran %18,44 olmuştur. (14.750.000 adet).

### **AVM Faaliyetleri**

İhraççı, bünyesinde bulundurduğu Novada Menemen AVM ile birlikte AVM işletmeciliği de yürütmektedir İzmir-Çanakkale yolu üzerinde Eski Foça kavşağında yer alan Novada Menemen AVM, Menemen'in yanı sıra komşu ilçeler olan Aliağa, Bergama, Dikili, Çiğli ve Foça'yı kapsayan İzmir'in kuzeyine hitap etmektedir. Kuzey Ege'nin tek AVM'si konumunda olan Novada Menemen AVM, 22.06.2017 tarihinde açılmış olup içerisinde yerli ve yabancı birçok ünlü markanın olduğu geniş ürün yelpazesine sahip mağazaları barındırmaktadır.

### **Hayvancılık Faaliyetleri:**

Ekim 2019 itibariyle bünyesinde çoban evleri, depo, ofis ve veteriner odasından oluşan 2 katlı bina, bununla birlikte otomatik gübre sıyırıcı, otomatik yem besleme ve otomatik sulama sistemi bulunan 1.000 küçükbaş kapasiteli modern hayvan çiftliği yatırımlarına başlanmış olup, 2020 yılının ikinci çeyreği itibariyle küçükbaş hayvan çiftliği faaliyete geçmiştir.

### **İnşaat Faaliyetleri:**

2018 yılının son çeyreğinde %51 oranında iştirak ettiği ve bağlı ortaklık olarak konsolide ettiği Moro İnşaat aracılığıyla da inşaat sektöründe inşaat, projelendirme, taahhüt faaliyetlerini yürütmekte olan İhraççı, söz konusu şirketteki paylarının 31.03.2020 tarihinde satmıştır.

### **Halka Arza İlişkin Özet**

#### **Halka Arz Gerekçeleri:**

- İhraççının büyüme hedeflerinin devamlılığının sağlanması
- Kurumsal yapının güçlendirilmesi
- Şeffaflık ve hesap verilebilirlik düzeyinin yükseltilmesi

- İhraççının bilinirliğinin artırılması
- Rekabet gücünün artırılması
- İhraççı paylarının likit hale getirilmesi neticesinde kredi verenler nezdinde gerekmesi durumunda daha düşük maliyetle borçlanma imkanına kavuşulması
- Potansiyel müşteriler ve iş ortakları nezdinde mevcut güvenilirliğin ve saygınlığın artırılması olarak sayılabilir.

### Halka Arz Gelirinin Kullanım Yerleri

Halka arz eden ortak olan Faruk Demir'in 7.000.000 adet payın satışından elde edeceği 16.800.000 TL gelirden 917.655 TL olan kısmı halka arz maliyetinin çıkarılması ile 15.882.345 TL tutarında net gelir elde etmesi beklenmekte olup söz konusu gelir Faruk Demir'in tasarrufunda olacaktır. Bununla birlikte Faruk Demir'in halka arzdan elde edeceği gelirin tamamı halka arz teşvikleri kapsamında günlük alım emri taahhüdünün terine getirilmesinde kullanılacaktır.

İhraççı, öz kaynaklarını güçlendirmek amacıyla yapılacak olan sermaye artırımını sonucunda elde edilecek kaynağın aşağıdaki şekilde kullanılmasına karar vermiştir:

- Sübvansiyonlu tarım destekleme kredileri dışında kalan ve 31.03.2020 dönemi itibarıyla 32.525.452 TL'ye karşılık gelen TL ve döviz cinsi kredilerin kapatılması
- Sermaye Piyasası Kurulu'nun VII-128.1 sayılı Pay Tebliği'nin 9. maddesi gereği satışa hazır bekletilen 4.500.000 TL nominal değerli payların satılması halinde söz konusu satıştan elde edilecek olan gelirin de şirketin varsa sübvansiyonlu tarım destekleme kredileri dışında kalan banka kredi borçlarının kapatılmasında ve işletme sermayesi ihracında kullanılacaktır.

### 3. Değerleme Hakkında Özet Bilgi

İnfo Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş tarafından hazırlanan Fiyat Tespit Raporu'na konu değerlendirme çalışmasında İndirgenmiş Nakit Akımı Analizi, Benzer Şirketler Analizi ve Defter Değeri Yöntemi kullanılmıştır. Yapılmış olan Pazar yaklaşımı (Piyasa yaklaşımı) yönteminde tarım iş kolu için BIST-Gıda İçecek Endeksi'nin, AVM faaliyeti için bünyesinde AVM bulunan gayrimenkul yatırım ortaklığı şirketlerinin ve Borsa'da işlem gören benzer nitelikte şirket olarak görülen EDIP'in çarpanları kullanılmıştır.

#### Çarpan Analizine ilişkin;

- Çarpan analizinde her iki faaliyet alanı için de F/K, FD/FAVÖK, PD/DD ve FD/S çarpanları eşit ağırlıklar verilerek kullanılmıştır.
- Bahse konu olan şirketlerin, rasyoları 17.07.2020 kapanışı itibarıyla elde edilen rakamlardan oluşturulmuştur.

| Piyasa Çarpanları          | F/K   | PD/DD | FD/S | FD/FAVÖK |
|----------------------------|-------|-------|------|----------|
| BIST - Gıda İçecek Endeksi | 14.67 | 1.81  | 1.03 | 6.54     |

  

| Tarım Segmenti Verileri                 | Net Kar | Özkaynaklar | Satışlar | FAVÖK | Net Borç |
|---|---------|-------------|----------|-------|----------|
| Yeniden Düzenlenmiş (Yıllıklandırılmış) | 7.33    | 72.14       | 44.71    | 8.47  | 5.46     |

  

| Tarım Segmenti Özsermaye Değeri | F/K    | PD/DD  | FD/S  | FD/FAVÖK | Ortalama |
|---------------------------------|--------|--------|-------|----------|----------|
| BIST - Gıda İçecek Endeksi      | 107.53 | 130.30 | 40.54 | 49.91    | 82.07    |

- Yapılan benzer şirketler çarpan analizine göre tarım iş kolu için 82mn TL özsermaye değeri hesaplanmıştır.

Kaynak: Info Yatırım Menkul Değerler A.Ş.

| Piyasa Çarpanları  | F/K  | PD/DD | FD/S | FD/FAVÖK |
|--------------------|------|-------|------|----------|
| EDIP               | 16.9 | 0.76  | 9.55 | 19.28    |
| BIST - GYO Endeksi | 9.02 | 0.76  | 5.98 | 18.34    |

  

| AVM Segmenti Verileri                   | Net Kar | Özkaynaklar | Satışlar | FAVÖK | Net Borç |
|---|---------|-------------|----------|-------|----------|
| Yeniden Düzenlenmiş (Yıllıklandırılmış) | 2.13    | 81.39       | 11.30    | 8.92  | 33.34    |

  

| AVM Segmenti Özsermaye Değeri | F/K   | PD/DD | FD/S  | FD/FAVÖK | Ortalama |
|-------------------------------|-------|-------|-------|----------|----------|
| EDIP                          | 36.10 | 62.03 | 74.61 | 138.74   | 77.87    |
| BIST - GYO Endeksi            | 19.27 | 61.84 | 34.22 | 130.33   | 61.41    |
| Ortalama                      | 27.68 | 61.94 | 54.42 | 134.54   | 69.64    |

- AVM segmenti için 69,6mn TL değer hesaplanmıştır.

Kaynak: Info Yatırım Menkul Değerler A.Ş.

| Toplam Değer (TL) | F/K    | PD/DD  | FD/S  | FD/FAVÖK | Ortalama |
|-------------------|--------|--------|-------|----------|----------|
| Piyasa Çarpanları | 135.20 | 192.20 | 94.96 | 184.45   | 151.72   |

- Buna göre piyasa çarpanları analiziyle toplam 151,7mn TL değer bulunmuştur.

### İndirgenmiş Nakit Akımı Analizine ilişkin;

- İndirgenmiş nakit akımı analizinde şirketin mevcut iş kolları için ayrı ayrı değerlendirilmiştir.

| Tarım Segmenti - İNA Tablosu (mn, TL) | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 |
|---------------------------------------|------|------|------|------|------|
| Net Satışlar                          | 45.0 | 53.0 | 63.5 | 77.0 | 87.8 |
| Satışlardaki Artış/Azalış             | 17%  | 18%  | 20%  | 21%  | 14%  |
| Satışların Maliyeti                   | 32.5 | 38.3 | 45.9 | 55.7 | 63.5 |
| Brüt Kar                              | 12.5 | 14.7 | 17.6 | 21.4 | 24.4 |
| Brüt Kar Marjı                        | 28%  | 28%  | 28%  | 28%  | 28%  |
| Faaliyet Giderleri                    | 4.4  | 5.1  | 6.0  | 7.1  | 7.9  |
| Faaliyet Giderleri/Net Satışlar       | 0.1  | 0.1  | 0.1  | 0.1  | 0.1  |
| Faaliyet Karı                         | 8.1  | 9.6  | 11.7 | 14.3 | 16.5 |

|                                   |             |             |             |             |             |
|-----------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| <b>FAVÖK</b>                      | <b>8.9</b>  | <b>10.5</b> | <b>12.5</b> | <b>15.2</b> | <b>17.4</b> |
| FAVÖK Marjı                       | 20%         | 20%         | 20%         | 20%         | 20%         |
| Amortisman Giderleri              | 0.8         | 0.9         | 0.9         | 0.9         | 0.9         |
| Vergi                             | 1.8         | 1.9         | 2.3         | 2.9         | 3.3         |
| İşletme sermayesi İhtiyacı        | -4.4        | 2.8         | 3.0         | 7.8         | 6.3         |
| Yatırım Harcamaları               | 0.8         | 0.8         | 0.9         | 0.9         | 0.9         |
| Serbest Nakit Akışları            | 10.7        | 4.9         | 6.4         | 3.6         | 6.9         |
| <b>İndirgenmiş Nakit Akışları</b> | <b>9.2</b>  | <b>4.0</b>  | <b>4.1</b>  | <b>2.0</b>  | <b>3.4</b>  |
| <b>İNA</b>                        | <b>22.8</b> |             |             |             |             |
| <b>Devam Eden Değer</b>           | <b>38.8</b> |             |             |             |             |
| <b>Şirket Değeri</b>              | <b>61.6</b> |             |             |             |             |
| <b>Net Borç veya Nakit</b>        | <b>5.5</b>  |             |             |             |             |
| <b>Özsermaye Değeri</b>           | <b>56.1</b> |             |             |             |             |

- Ciro büyümesinin 2020 - 2024 yılları arasında ortalama %18 civarında olması öngörülmektedir.
- FAVÖK marjının projeksiyon dönemi boyunca %20'de sabit kalması beklenmektedir.
- Yatırım harcamalarının yıllık amortisman kadar olması beklenmektedir.
- Çalışma sermayesi gün sayısının stok devir hızının seneler boyunca iyileşmesiyle 330 günden 270 güne gerilemesi beklenmektedir.
- Ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti 1,00 Beta, 12,56% risksiz faiz oranı, %4,00 piyasa risk primi, %6,96 borç oranı, %1,50 borç maliyeti ile %15,49 seviyesinde hesaplanmıştır.
- Böylelikle şirketin tarım faaliyetleri için 56mn TL özsermaye değeri hesaplanmıştır.

Kaynak: İfo Yatırım Menkul Değerler A.Ş.

| <b>AVM Segmenti - İNA Tablosu (mn, TL)</b>              | <b>2020</b>  | <b>2021</b>  | <b>2022</b>  | <b>2023</b>  | <b>2024</b>  | <b>2025</b>  | <b>2026</b>  | <b>2027</b>  | <b>2028</b>  | <b>2029</b>  |
|---|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>Toplam Kiralanabilir Alan (m2)</b>                   | <b>18.52</b> | <b>18.52</b> | <b>18.52</b> | <b>18.52</b> | <b>18.52</b> | <b>18.52</b> | <b>18.52</b> | <b>18.52</b> | <b>18.52</b> | <b>18.52</b> |
| Yıllık Doluluk Oranı                                    | 95%          | 95%          | 95%          | 95%          | 95%          | 95%          | 95%          | 95%          | 95%          | 95%          |
| Kiralanın Alan (m2)                                     | 17.59        | 17.59        | 17.59        | 17.59        | 17.59        | 17.59        | 17.59        | 17.59        | 17.59        | 17.59        |
| Birim Kira Değeri (TL/m2/Ay)                            | 57.00        | 62.10        | 67.40        | 72.50        | 77.50        | 83.00        | 88.20        | 93.70        | 99.50        | 105.70       |
| Toplam Yıllık Mağaza Kira Gelirleri                     | 12.03        | 13.26        | 14.38        | 15.32        | 16.72        | 17.84        | 19.00        | 20.19        | 21.45        | 22.79        |
| Kira İndirim Oranı (%)                                  | 18%          |              |              |              |              |              |              |              |              |              |
| Kira İndirim Sonrası Toplam Gelirler                    | 9.9          | 13.26        | 14.38        | 15.32        | 16.72        | 17.84        | 19.00        | 20.19        | 21.45        | 22.79        |
| Diğer Gelirler  | 0.19         | 0.27         | 0.29         | 0.31         | 0.03         | 0.36         | 0.04         | 0.40         | 0.43         | 0.46         |
| <b>Toplam AVM Gelirleri</b>                             | <b>10.07</b> | <b>13.52</b> | <b>14.67</b> | <b>15.93</b> | <b>17.05</b> | <b>18.24</b> | <b>19.38</b> | <b>20.60</b> | <b>21.88</b> | <b>23.25</b> |
| Beklenen İşletme Gideri (TL/m2/Ay)                      | 9.00         | 9.80         | 10.60        | 11.40        | 12.20        | 13.00        | 13.90        | 14.70        | 15.60        | 16.60        |
| Gerçekleşmesi Beklenen İşletme Gideri                   | 1.59         | 2.17         | 2.36         | 2.53         | 2.71         | 2.90         | 3.08         | 3.27         | 3.48         | 3.69         |
| Kiracıardan Toplanan Giderler                           | 1.07         | 1.45         | 1.58         | 1.70         | 1.82         | 1.94         | 2.06         | 2.19         | 2.33         | 2.48         |
| İşletme Tarafından Ödenmesi Planlanan Ortak Alan Gideri | 0.53         | 0.72         | 0.78         | 0.84         | 0.89         | 0.96         | 1.02         | 1.08         | 1.15         | 1.22         |
| Proje Net Gelirleri                                     | 9.54         | 12.80        | 13.89        | 15.10        | 16.16        | 17.29        | 18.37        | 19.52        | 20.74        | 22.03        |
| Yenileme Maliyeti (AVM)                                 | 0.10         | 0.14         | 0.15         | 0.16         | 0.17         | 0.18         | 0.19         | 0.21         | 0.22         | 0.23         |
| Emlak Vergisi Bedeli                                    | 0.12         | 0.13         | 0.14         | 0.15         | 0.16         | 0.17         | 0.19         | 0.02         | 0.21         | 0.22         |

|                                   |             |              |              |              |              |              |              |              |              |              |
|-----------------------------------|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Bina Sigorta Bedeli               | 0.06        | 0.06         | 0.01         | 0.07         | 0.08         | 0.08         | 0.09         | 0.09         | 0.10         | 0.01         |
| Proje Toplam Maliyeti             | 0.23        | 0.33         | 0.36         | 0.38         | 0.41         | 0.44         | 0.47         | 0.47         | 0.53         | 0.56         |
| <b>Proje Net Geliri</b>           | <b>9.26</b> | <b>12.48</b> | <b>13.54</b> | <b>14.72</b> | <b>15.75</b> | <b>16.85</b> | <b>17.90</b> | <b>19.02</b> | <b>20.21</b> | <b>21.47</b> |
| <b>İndirgenmiş Nakit Akışları</b> | 0.00        | 10.92        | 10.37        | 9.86         | 9.23         | 8.65         | 8.04         | 7.47         | 6.95         | 6.46         |
| <b>İNA</b>                        | 87.2        |              |              |              |              |              |              |              |              |              |
| <b>Devam Eden Değer</b>           | 85.5        |              |              |              |              |              |              |              |              |              |
| <b>Şirket Değeri</b>              | 172.8       |              |              |              |              |              |              |              |              |              |
| <b>Net Borç</b>                   | 33.3        |              |              |              |              |              |              |              |              |              |
| <b>Özsermaye Değeri</b>           | 139.4       |              |              |              |              |              |              |              |              |              |

- Projeksiyon süresince doluluk oranının %95'in üzerinde olması beklenmektedir.
- Salgın sebebiyle kira ücreti alınamayan dönem için %18 kira indirim oranı öngörülmüştür.
- Projeksiyon dönemi boyunca ortalama aylık birim kira değerinin 57 TL/ay/m<sup>2</sup>'den başlayıp 106 TL/ay/m<sup>2</sup>'ye artması beklenmektedir.
- Cironun yaklaşık %1'i kadar yenileme maliyeti öngörülmüştür.

|  | 2020   | 2021-2029 |
|--|--------|-----------|
| <b>Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti</b> | 14.23% | 14.28%    |
| Beta                                       | 1.00   | 1.00      |
| Risksiz Faiz Oranı                         | 12.56% | 12.56%    |
| Piyasa Risk Primi                          | 3.77%  | 3.77%     |
| Borç Oranı                                 | 24.67% | 24.67%    |
| Özsermaye Oranı                            | 75.33% | 75.33%    |
| Borç Maliyeti                              | 10.00% | 10.00%    |
| Vergi Sonrası Borç Maliyeti                | 7.80%  | 8.00%     |
| Sermaye Maliyeti                           | 16.33% | 16.33%    |
| Vergi Oranı                                | 22.00% | 20.00%    |

- Ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti 2020 için %14,23; 2021-2029 dönemi için %14,28 alınmıştır.
- AVM segmenti için yapılan İNA çalışması sonucunda 139.4mn TL özsermaye değeri bulunmuştur.
- Tarım segmenti ve AVM Segmenti için toplam **195.55 mn TL** özsermaye değeri bulunmaktadır.

**Değerleme Sonucu;**

| Değerleme Yöntemleri              | Özsermaye Değeri | Ağırlıklandırma |        |
|-----------------------------------|------------------|-----------------|--------|
| Defter Değeri                     | 153.53           | %33.3           | 51.18  |
| İna Değeri                        | 195.55           | %33.3           | 65.18  |
| Piyasa Çarpanları                 | 151.72           | %33.3           | 50.57  |
| Halka Arz Öncesi Özsermaye Değeri |                  |                 | 166.93 |
| Pay Başına Değer                  |                  |                 | 3.04   |
| Halka Arz İskontosu               |                  |                 | 20.9%  |
| Halka Arz Fiyatı                  |                  |                 | 2.40   |

Kaynak: İno Yatırım Menkul Değerler A.Ş.

- Yapılan değerlemede hazırlanmış olan indirgenmiş nakit akımı, piyasa çarpan analizi ve defter değeri eşit oranda kullanılmıştır.
- **3,04 TL** olarak hesaplanan hisse birim fiyatına %20,9 halka arz iskontosu uygulanarak nihai fiyat **2,40 TL** olarak belirlenmiştir.

**4. Değerleme Hakkında Nihai Görüşümüz**

Fiyat Tespit Raporu'nda verilen şirket ve finansal bilgilerinin yeterli olduğu düşünülmektedir. Belirlenen değerlendirme yöntemleri ve ilgili varsayımlar dikkate alındığında belirlenen halka arz fiyatının makul olduğu düşünülmektedir.

Değerlemeyle ilgili ek görüşlerimiz aşağıdaki gibi özetlenmiştir:

- Tarım segmentine ilişkin maliyet ve gider bilgilerine dair daha detaylı bilgiler sunulması iş yapısı ve geleceğe yönelik yapılan projeksiyonların anlaşılabilirliği açısından daha olumlu sonuç verebilir.
- Tarım alanında yatırım harcaması amortismanına benzer oranda hesaplamaya dahil edilmiştir. Bu iş kolundaki yatırım ihtiyacı gereksinimin daha detaylı açıklanması değerlendirme için daha açıklayıcı olacaktır.
- Her iki faaliyet alanı için yapılan piyasa analizindeki bazı şirketlerin çarpan değerleri uç değer olarak kabul edilecek seviyelerdedir. Değerlemede bunların hariç bırakılması çalışmayı daha sağlıklı hale getirecektir.
- Değerlemede kullanılan defter değerinin, piyasadaki benzer şirketlere bakılarak elde edilen bir iskonto oranıyla hesaplamaya dahil edilmesi değerlendirme için daha makul hale getirecektir.
- Şirket için hesaplanan F/K değerinin 2019 yılında elde edilmiş olan değerlendirme karından ayrıştırılarak hesaplanması değerlendirme için daha sağlıklı sonuç verecektir.
- Ağırlıklı ortalama sermaye maliyetinde 1,0x olarak kullanılan Beta katsayısı yurtiçinde faaliyet gösteren benzer şirketlerin beta katsayısının medyanı şeklinde alınması değerlendirme için daha uygun olabilir.
- Uygulanan %20,75 oranındaki halka arz iskontosunun makul olduğunu düşünüyoruz.



**UYARI NOTU**

Bu rapor, güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan elde edilen bilgi ve veriler kullanılarak hazırlanmıştır. QNB Finans Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("QNB Finansinvest"), bu bilgilerin doğru, eksiksiz ve değişmez olduğunu garanti etmemektedir. Bu sebeple, okuyucuların bu raporlardan elde edilen bilgilere dayanarak hareket etmeden önce, bilgilerin doğruluğunu teyit ettirmeleri önerilir ve bu bilgilere dayanılarak aldıkları kararlarda sorumluluk kendilerine aittir.

Raporda yapılan yorumlar sadece QNB Finansinvest'in görüşünü yansıtmakta olup, hiçbir şekilde alış veya satış teklifi olarak değerlendirilmemelidir ve yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti, yetkili kuruluşlar tarafından kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler ise genel niteliktedir. Bu tavsiyeler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanılarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir. QNB Finansinvest ve QNB Finansinvest çalışanlarının, herhangi bir şekilde bilgiler dolayısıyla ortaya çıkabilecek, doğrudan veya dolaylı zararlarla ilgili herhangi bir sorumluluğu bulunmamaktadır.

Ayrıca, QNB Finansinvest'in yazılı izni olmadıkça bu raporların içeriği kısmen ya da tamamen üçüncü kişilerce hiç bir şekil ve ortamda yayınlanamaz, iktisap edilemez, alıntı yapılamaz, kullanılamaz. Bunlara ilaveten, QNB Finansinvest raporların internet üzerinden veya e-posta yoluyla alınması durumunda virüs, hatalı gönderim veya diğer herhangi bir teknik sebepten dolayı alıcının donanımına veya yazılımına gelebilecek herhangi bir zarardan dolayı sorumlu tutulamaz.