

## Göknur Gıda Maddeleri Enerji İmalat İthalat İhracat Ticaret ve Sanayi 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, Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("Yapı Kredi Yatırım") tarafından Göknur Gıda Maddeleri Enerji İmalat İthalat İhracat Ticaret ve Sanayi A.Ş. ("Göknur Gıda" 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	1-2-3 Mart 2023
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	285.000.000 TL
Sermaye Artırımı	65.000.000 TL
Ortak Satışı	14.250.000 TL
Halka Açıklık Oranı	%22,64
Halka Arz Satış Fiyatı	11,00 TL
Halka Arz Büyüklüğü	871.750.000 TL

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu, KAP

Ortağın Unvanı	Halka Arz Öncesi		Halka Arz Sonrası	
	Pay Tutarı (TL)	Pay Oranı (%)	Pay Tutarı (TL)	Pay Oranı (%)
Turkey Juice Company SARL	203.293.350	71,33	189.043.350	54,01
Aslanali Tarım	47.022.150	16,5	47.022.150	13,43
Tijaria GG Gıda Yatırım A.Ş.	21.346.500	7,49	21.346.500	6,10
Al Yasra Investment Company Limited	13.338.000	4,68	13.338.000	3,81
Halka Açık Kısım	-	-	79.250.000	22,64
<b>Toplam</b>	<b>285.000.000</b>	<b>100,00</b>	<b>350.000.000</b>	<b>100,00</b>

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu, KAP

Halka arz, sermaye artırımı ve ortak satışı yolu ile gerçekleştirilecektir. Ortak satışı ile elde edilecek kaynağın kullanımı Halka Arz Eden Pay Sahipleri'nin tasarrufunda olacaktır. Sermaye artırımı yolu ile elde edilecek fonun kullanım yerleri aşağıdaki şekilde detaylandırılmıştır:

**a) Yatırım Finansmanı:** Şirket, net halka arz gelirinin %65'ine tekabül eden tutarı başta şirket faaliyetleri kapsamında bahçe yatırımları, güneş enerji sistemleri yatırımları ile makine ve ekipman yenileme yatırımlarının finansmanı amacıyla değerlendirilmesini planlamaktadır. Şirket'in gerçekleştireceği bu yatırımların tutarı daha çok döviz kuruna bağlı olduğu için döviz kurundaki hareketliliğe bağlı olarak yatırım tutarları değişiklik gösterebilir. Yatırım harcamalarının zamanlaması, izinlerin alınması, tedarik zincirinde bozulmaların ortaya çıkması gibi nedenlerle değişebilecektir. Şirket bu gibi durumlarda projeleri iptal edebilecek veya kaynakları diğer kalemler arasında tahsis edebilecektir. Şirket yatırım harcamaları gerçekleşene kadar fonları borç kaynak kullanımının azaltılması amacıyla veya finansal yatırımlar yaparak değerlendirebilecektir.

- 1. Bahçe Yatırımları:** Sermaye artırımını sonucunda elde edilmesi planlanan fonun yaklaşık %35'i Şirket tarafından işletilmekte olan Adana, Afyon ve Niğde illerinde yer alan meyve bahçelerinin üretim verimliliğinin yükseltilmesi ve yeni meyve-sebze üretim sahaları açılması amacı ile sulama sistemleri kurulması, fidan alım işlemleri, çevre düzenlemesi çalışmaları ve izinlerinin alımı için gerekli ödemelerin yapılması yatırımlarında kullanılması planlanmaktadır.
- 2. Enerji Üretimi Kapsamında Güneş Enerji Sistemleri Yatırımları:** Sermaye artırımını sonucunda elde edilmesi planlanan fonun yaklaşık %15'i Şirket'in Niğde, Adana ve Afyon illerinde bulunan kapalı fabrika binalarının çatılarına güneş enerji santralleri kurulması ve lisanssız elektrik üretimi faaliyetinde bulunulması planlanmaktadır. Kurulan güneş enerji santralleri ile fabrikaların enerji ihtiyaçlarının karşılanması ve enerji masraflarının azaltılması planlanmaktadır.
- 3. Makine ve Ekipman Yenileme Yatırımları:** Sermaye artırımını sonucunda elde edilmesi planlanan fonun yaklaşık %15'i Şirket'in meyve/sebze suyu, konsantre üretimi ve ürün ambalajlama alanlarındaki ihtiyaçları kapsamında press, evaporator, aseptik dolum, filtre makineleri başta olmak üzere makine ve ekipman yatırımlarında kullanılması planlanmaktadır.

**b) İşletme Sermayesinin Güçlendirilmesi:** Şirket'in üretim ve satış hacminin artmasına bağlı olarak, öncelikle stok finansmanı, satış finansmanı ve hammadde tedariki alanlarında ve ayrıca diğer işletme sermayesi ihtiyacı bulunan alanlarda kullanılmak üzere net halka arz gelirinin %15'ine tekabül eden tutarın işletme sermayesi olarak kullanılması planlanmaktadır. Şirket'in iş planları ve hedefleri göz önüne alınarak, öncelikle hammadde alımları, enerji masrafları, peşin ödeme esasıyla alınarak üretim masraflarının karşılanması, satış ve pazarlama giderleri olmak üzere, ileriye dönük fırsatların değerlendirilebilmesi için Şirket'in işletme sermayesinin güçlendirilmesi, Şirket'in içinde bulunduğu sektörde sahip olduğu payı daha da arttırmasına bağlı olarak yükümlülüklerin de daha verimli verimli bir şekilde yerine getirilmesi ve Şirket'in rekabet gücünü artırabilmek için halka arz gelirinin değerlendirilmesi hedeflenmektedir.

**c) Finansal Borçların Ödenmesi:** Şirket'in kısa ve orta vadeli banka borçları başta olmak üzere ihtiyaç duyulan her türlü finansal yükümlülüklerin ödenmesi amacıyla net halka arz gelirinin %20'sine tekabül eden tutar Şirket'in borçlarının kapatılması amacıyla kullanılması planlanmaktadır. Şirket'in kısa ve orta vadeli banka borçlarının kapatılması ile Şirket'in finansal borçlarının azaltılması ve toplam finansal borç içerisindeki uzun vadeli kredilerin oranının artırılarak daha güçlü bir finansal yapı elde edilmesi amaçlanmaktadır. Bununla birlikte kredi türleri ve kredi faiz oranlarındaki olası

değişiklikler sonrası Şirket menfaatleri doğrultusunda karlılığı ve nakit akışını göz önüne alarak kredi ödemeleri yapılacaktır.

Yukarıda belirtilen fon kullanım yerleri arasında Göknur Gıda'nın menfaatleri doğrultusunda en fazla %10 oranında değişiklik yapılabilir.

## 2. Şirket Hakkında Özet Bilgi

1993 yılında kurulan Şirket, meyve ve sebze suyu ve konsantresi sektöründe faaliyet göstermektedir. Şirket'in faaliyet konusu meyve ve sebzelerin bahçelerde üretilmesi, tesislerinde meyve ve sebze suyu ve konsantresi haline getirilmesi ve çeşitli formlarda işlenmesi, depolanması, bu ürünleri kullanarak nihai tüketici ürünlerinin üretilmesi veya meyve ve sebze suyuna yönelik tüketici ürünleri üreten firmalara hammadde olarak konsantre sağlanarak yurt içinde ve yurt dışında satılmasıdır.

Şirket faaliyetlerini halihazırda 10 adet üretim tesisi (Niğde'de 4, Adana'da 3, Afyon'da 2 ve Mersin'de 1 tesis olmak üzere), 1 adet AR-GE merkezi, 3 adet yurt dışı lojistik merkezi, 1 adet yurt içi irtibat ofisi ve 1 adet merkez yönetim binasında sürdürmekte olup ürünlerini 85 ülkeye ihraç etmektedir. Şirket, meyve ve sebze değer zincirinin birçok noktasında faaliyet yürütmekte olup; sahip olduğu arazilerde kurduğu bahçelerde fidan ve meyve üretmekte ve ziraat yapmaktadır. Şirket, çeşitli illerde sahip olduğu yaklaşık 10.000 dekar büyüklüğündeki alan üzerinde elma, nar, armut, kayısı ve şeftali yetiştirmekte ve ayrıca bu bölgelerde çilek ve siyah havuç gibi ürünlerin yetiştirme denemelerini yapmaktadır. Şirket'in üretimde kullandığı hammaddeler, Şirket'in sahip olduğu tarım arazilerinden ve yerel çiftçilerden tedarik edilmektedir. Şirket aynı zamanda yurt dışında yerleşik üreticilerden konsantre ürünleri tedarik ederek birleşik konsantre ürün üretimi de yapmaktadır. Şirket tarafından herhangi bir yaş meyve ve sebze ithalatı yapılmamaktadır. Şirket'in faaliyetleri arasında taze meyve depolama ve satışı, konsantre dış ticareti ve bileşik konsantre üretimi de yer almaktadır. Niğde, Afyon ve Adana'da meyve işleme tesisleri bulunan Şirket, günlük toplam 7.200 ton meyve işleme kapasitesine sahiptir. Mersin tesislerinde ise birleşik konsantre işleme kapasitesi günlük 240 ton olup, Mersin tesislerinde Niğde, Adana, Afyonkarahisar tesislerinde üretilen ürünler ve yurtdışından yerleşik üreticilerden tedarik edilen ürünler, global müşterilerin farklı özelliklerdeki ürün taleplerine göre yeniden işlenerek (karışım, dolum, paketleme) yurt dışına satış yapılmaktadır.

Şirket'in 85 ülkeye yapmış olduğu ihracat neticesinde son 3 yıl içerisinde ihracatın satış hasılatındaki payı en az %76,5, en çok da %89,2 olarak gerçekleşmiştir.

## Faaliyetler Hakkında Bilgi

### **Ana Ürün Kategorileri ve Diğer Faaliyetler**

Göknur Gıda'nın ana ürün ve faaliyetleri; meyve konsantreleri, son tüketiciye yönelik meyve ve sebze suları, püre konsantreleri ve püreler, taze meyve ve sebze ve diğer faaliyetlerden olmak üzere 5 ana kategori altında sınıflandırılmaktadır.

**a. Konsantreler:** Elma, armut, havuç, ayva, nar, vişne, kiraz, üzüm, çilek, dut, böğürtlen, limon, portakal, mandalina, incir, şeftali, kayısı, erik ve domates gibi geniş bir yelpazeden oluşan, organik ve konvansiyonel meyve ve sebzeler işlenerek, berrak ve bulanık meyve suyu konsantreleri üretilmektedir. Bu ürünler ağırlıklı olarak içecek ve gıda endüstrisinde hammadde olarak kullanılmaktadır. Konsantreler çoğunlukla içecek, dondurma, pastacılık ürünleri ve süt ürünleri üreticileri girdi olarak kullanılmaktadır.

**b. Paketli Meyve Suyu:** Paketli meyve suyu kategorisi son tüketicinin kullanabileceği paketli ürünlerden oluşmaktadır. Şirket, kendi ürettiği konsantreleri kullanarak son tüketiciye yönelik içmeye hazır ürünler (RTD-ready to drink) üretmektedir. Şirket, çeşitli formlardaki ambalajlara hem kendisine ait "Fruit Drops", "Meystar", "Dr.Feryal" ve "WON" markalarıyla hem de paketli meyve suyu üreten market markaları adına (private label) meyve suyu dolum ve satışı, pestil, salata sosları, donuk kurutulmuş atıştırmalık, donmuş meyve ve sebze üretimi ve ticareti, meyve bazlı kozmetik ürünler, değişik meyveli ürünlerin imalatı ve satışı faaliyetlerini gerçekleştirmektedir. Şirket'in paketli meyve suyu kategorisindeki başlıca ürünleri %100 meyve suyu, meyve nektarı, meyveli içecek ve smoothielerden oluşmaktadır.

**c. Püre Konsantreler ve Püreler:** Püre konsantreler ağırlıklı olarak elma, kayısı, şeftali, armut ve domatesten elde edilmektedir. Konsantreden farklı olarak meyve püreleri daha çok bebek maması, fırın ürünleri, smoothieler, şekerleme ve tatlılar ve dondurma gibi ürünlerin içeriğinde kullanılmaktadır.

**d. Taze (Sofralık) Meyve-Sebze:** Meyve ve sebzeler sofralık (taze) olarak tüketilmek üzere hasat zamanında Şirket'in soğuk hava depolarında depolanarak ayrıştırılmakta ve paketlenmektedir. Daha sonra yurt içi ve yurt dışı piyasalarda satışa sunulmaktadır. Şirket'in sofralık meyve operasyonu Haziran ayında başlayıp takip eden yılın Nisan ayına kadar devam etmektedir.

Şirket'in taze meyve-sebze kategorisindeki başlıca ürünleri elma, nar, vişne, kiraz, mandalina, portakal, limon, armut, sarımsak, soğan ve domatesten oluşmaktadır. Şirket taze meyve-sebzelerin bir kısmını çiftçilerden satın almakta, bir kısmını da Niğde, Adana ve Afyon'da yer alan kendisine ait bahçelerde üretilen ve Adana'daki taze meyve-sebze paketlenme tesislerinde depolamakta ve paketlenmektedir.

#### **e. Diğer Faaliyetler:**

**Diğer Meyve Ürünleri:** Şirket meyveye değer katacak ilave faaliyetlerde de bulunmaktadır. Bunlar konsantreden olmayan meyve suları üretimi, meyve çekirdekleri üretimi, meyve çekirdeklerinden yağ elde edilmesi, meyve aromaları üretimi donuk kurutulmuş meyveler ve birimsel dondurulmuş meyveler üretimidir.

**Elektrik Üretimi:** Toplam, 2,4 MW kurulu güçte olmak üzere Mey Biyogaz Santrali (1,2 MW) ve Dinar Biyogaz Santralinde (1,2 MW), Şirket'in üretim faaliyetleri sonucu oluşan meyve-sebze atıkları kullanılarak elektrik üretilmektedir.

Aşağıdaki tabloda Şirket'in ana faaliyet alanlarına göre gelir kırılımına yer verilmiştir:

Net Satışlar, TL (İhracat ve Yurt İçi)	2019	%	2020	%	2021	%	2021/09	%	2022/09	%
Konsantreler	526.035.242	76	827.480.759	71	1.432.182.447	72	884.548.089	72	2.097.111.569	68
Paketli Meyve Suyu	79.831.730	12	122.386.353	10	270.207.754	14	170.948.048	14	414.676.235	13
Püre ve Konsantreler	35.759.766	5	48.159.833	4	96.420.412	5	57.159.847	5	201.164.796	7
Taze Meyve ve Sebze	20.300.169	3	45.025.318	4	72.265.796	4	48.898.114	4	35.557.622	1
Diğer	31.049.964	4	128.477.623	11	111.394.205	6	71.235.894	6	357.721.866	12
<b>TOPLAM</b>	<b>692.976.872</b>	<b>100</b>	<b>1.171.529.886</b>	<b>100</b>	<b>1.982.470.614</b>	<b>100</b>	<b>1.232.789.992</b>	<b>100</b>	<b>3.106.232.188</b>	<b>100</b>

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu, KAP

### Üretim Tesisleri

Şirket'in Niğde, Afyon, Adana ve Mersin'de olmak üzere 4 adet üretim tesisi bulunmaktadır.

Şirket, Adana üretim tesisinde 1.200 ton, Niğde üretim tesisinde 2.000 ton ve Afyon üretim tesisinde 4.000 ton olmak üzere günlük toplam 7.200 ton meyve işleme kapasitesine sahiptir. Şirket'in üretimde kullanmış olduğu meyve ve sebzeler, Şirket'in sahip olduğu tarım arazilerinde yetiştirilerek veya yerel çiftçilerden alınmak suretiyle diğer hammaddeler ise yurtdışında yerleşik tedarikçilerden tedarik edilmektedir.

### Mali Tablolar

Şirket'in 31.12.2019, 31.12.2020 ve 31.12.2021 yılları ile 30.09.2021 ve 30.09.2022 ara dönemlerine ait özel bağımsız denetimden geçmiş gelir tablosu ana kalemleri aşağıdaki gibidir:

Özet Gelir Tablosu (TL)	31.12.2019	31.12.2020	31.12.2021	30.09.2021	30.09.2022
Net Satışlar	692.976.872	1.171.529.887	1.982.470.615	1.232.789.992	3.106.232.188
Satışların Maliyeti	-584.343.995	-786.815.933	-1.296.813.855	-850.543.365	-2.111.286.662
<b>Brüt Kar</b>	<b>108.632.877</b>	<b>384.713.954</b>	<b>685.656.760</b>	<b>382.246.627</b>	<b>994.945.526</b>
<b>Brüt Kar Marjı (%)</b>	<b>15,68</b>	<b>32,84</b>	<b>34,59</b>	<b>31,01</b>	<b>32,03</b>
Faaliyet Karı	34.304.875	237.144.096	323.585.974	162.812.583	406.236.238
Faaliyet Kar Marjı (%)	4,95	20,24	16,32	13,21	13,08
<b>Dönem Karı</b>	<b>1.463.483</b>	<b>68.095.940</b>	<b>126.474.940</b>	<b>128.785.323</b>	<b>302.154.868</b>
<b>Net Kar Marjı (%)</b>	<b>0,21</b>	<b>5,81</b>	<b>6,38</b>	<b>10,45</b>	<b>9,73</b>

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu, KAP

Şirket'in 31.12.2019, 31.12.2020 ve 31.12.2021 yılları ile 30.09.2022 ara dönemine ait özel bağımsız denetimden geçmiş bilançosunun ana kalemleri aşağıdaki gibidir:

Özet Bilanço (TL)	31.12.2019	31.12.2020	31.12.2021	30.09.2022
Dönen Varlıklar	792.620.102	1.137.015.324	2.181.378.741	2.716.340.847
Duran Varlıklar	221.942.694	250.671.505	863.521.986	898.959.809
<b>TOPLAM VARLIKLAR</b>	<b>1.014.562.796</b>	<b>1.387.686.829</b>	<b>3.044.900.727</b>	<b>3.615.300.656</b>
Kısa Vadeli Yükümlülükler	617.675.621	999.818.527	1.826.748.826	2.218.466.153
Uzun Vadeli Yükümlülükler	149.370.940	95.027.002	400.336.245	276.532.065
Özkaynaklar	247.516.235	292.841.300	817.815.656	1.120.302.438
Ödenmiş Sermaye	69.000.000	69.000.000	285.000.000	285.000.000
<b>TOPLAM KAYNAKLAR</b>	<b>1.014.562.796</b>	<b>1.387.686.829</b>	<b>3.044.900.727</b>	<b>3.615.300.656</b>

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu, KAP

### 3. Değerleme Hakkında Özet Bilgi

Yapı Kredi Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş tarafından hazırlanan Fiyat Tespit Raporu'na konu değerlendirme çalışmasında İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi (İNA) ve Piyasa Çarpanları Analizi kullanılmıştır. İNA çalışmasında Şirket'in 2022 – 2027 yılları arasındaki serbest nakit akımı projeksiyonuna yer verilmiştir. Yapılmış olan çarpan analizlerinde yurt içi ve yurt dışında faaliyet gösteren benzer şirketlere yer verilmiş ve Firma Değeri / FAVÖK (FD/FAVÖK), F/K ve FD/Satışlar çarpanları kullanılmıştır. İndirgenmiş nakit akımı analizi %50 ve Çarpan Analizi %50 olacak şekilde eşit ağırlıklandırılmıştır.

#### İndirgenmiş Nakit Akımı Analizine ilişkin;

- Yapılan projeksiyonlarda 2022 – 2027 yılları arasında satışların ürün bazlı kırılmaları gösterilmiştir.

Net Satışlar (mn, TL)	2022T	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T
Konsantre	2.898	4.103	5.341	6.754	8.291	9.640
Püre ve Püre Konsantre	230	326	425	537	659	766
Taze Meyve	58	85	113	146	183	213
Meyve Suyu	423	817	1.187	1.676	2.200	2.559
<b>Net Satışlar</b>	<b>3.610</b>	<b>5.331</b>	<b>7.065</b>	<b>9.112</b>	<b>11.334</b>	<b>13.179</b>
Büyüme	%81,5	%47,7	%32,5	%29,0	%24,4	%16,3

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu, KAP

- İNA çalışması Şirket'in 2022- 2027 yıllarına ilişkin tahminlerini içermektedir.

mn, TL	4Ç22T	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T	Uç değer
Net Satışlar	903	5.331	7.065	9.112	11.334	13.179	13.838
<i>Satışların Değişimi</i>			33%	29%	24%	16%	5%
FVÖK	136	771	1.092	1.497	1.972	2.419	2.540
Amortisman	7	33	36	39	43	45	47
FAVÖK	143	804	1.128	1.536	2.015	2.464	2.587
Dönem Vergi Gideri	31	154	218	299	394	484	508
Yatırım Harcamaları	14	75	92	109	125	132	138
Net İş. Ser. Değ	251	560	434	571	671	504	415
Serbest Nakit Akımları	- 152	16	384	557	825	1.344	1.526
AOSM	%5,6	%22,1	%19,0	%19,0	%19,0	%19,0	%19,0
İndirgenmiş Nakit Akımları	-144	12	250	305	380	520	
Sonsuz Büyüme Bugünkü Değeri	4.218						
Uç Değer Büyüme Oranı	%5						
İndirgenmiş Nakit Akımları Toplamı	1.323						
<b>Firma değeri</b>	<b>5.541</b>						
Net Finansal Borç (30.09.2022)	1.915						
Toplam Özsermaye değeri	3.626						
Pay Sayısı	285						
Pay başı değer	12,72						

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu, KAP

- Değerleme çalışmasında risksiz faiz oranı değişken olarak alınmıştır. Buna göre, 2022 yılı için %22,5 ve sonraki yıllarda kademeli şekilde azaltılmış olup uç değerde %18,3 varsayılmıştır.
- Piyasa risk primi %5,5 olarak sabit tutulmuş ve 1,0x beta katsayısı kullanılarak 2023 yılı için %22,1, 2024 ve sonrası için %19,0 AOSM oranına ulaşılmıştır.
- Vergi oranı ise 2022 yılı için %23, izleyen yıllar için %20 olarak sabit tutulmuştur.
- Sonsuz büyüme oranı ise %5,0 alınmıştır.
- AOSM 2022 yılı için %22,2 olarak hesaplanmıştır.

İskonto Oranları	
Risksiz Faiz Oranı	%18,3 - %22,5
Beta	1,00
Piyasa Risk Primi	%5,5
Sermaye Maliyeti	%23,8 - %28,0
Borç Maliyeti	%20,3 - %24,5
Vergi Oranı	%20 - %23
Vergi Öncesi Borç Maliyeti	%23,5
Borç Oranı	%63,1

Özkaynak Oranı	%36,9
AOSM	%19,0 - %22,2
Sonsuz Büyüme Oranı	%5,0

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu, KAP

### Çarpan Analizine ilişkin;

- Çarpan analizinde yurt içi ve yurt dışı benzer şirketler iki farklı grupta ele alınıp Firma Değeri / FAVÖK (FD/FAVÖK), FD/Satışlar ve F/K çarpanları hesaplanmıştır.
- Çarpan analizinde yerli benzer şirketlere %70 ve yabancı benzer şirketlere %30 ağırlık verilmiştir.
- Yerli ve yabancı benzer şirketlerin çarpanları 5 Ocak 2023 kapanış değerleri üzerinden elde edilmiştir.

Yabancı Benzer Şirketler	FD/FAVÖK	FD/Satışlar	F/K
A.G. Barr	11,5	1,9	17,8
Agrana Beleiligungs	8,4	0,6	15,5
Agripure Holding	12,5	2,1	19,6
Fruitas Holdings	9,5	1,6	234,2
Gan Shmuel Foods	13,0	0,5	208,2
Ingredion	9,1	1,2	13,9
Sunopta	23,4	1,6	285,4
Tate & Lyle	15,8	2,1	11,6
Varun Beverages	31,5	6,6	58,8
<b>Medyan</b>	<b>10,51</b>	<b>1,58</b>	<b>15,50</b>

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu, KAP

- Yabancı benzer şirketlerin 30.09.2022 tarihinde sona eren 12 aylık dönem finansalları kullanılarak yapılan değerlemede 10,51x FD/FAVÖK, 1,58x FD/Satışlar ve 15,50x F/K değerleri elde edilmiştir.
- Çarpan analizinde yer alan yerli benzer şirketlerin 30.09.2022 itibarıyla son 12 aylık döneme ait çarpan değerleri kullanılmıştır.

Yerli Benzer Şirketler	FD/FAVÖK	FD/Satışlar	F/K
Ersu	128,5	6,1	104,1
Coca Cola	6,0	1,2	12,1
Konfrut	11,5	1,2	14,6
Kristal	118,3	2,7	51,4
Elite	9,1	3,5	16,0
Pınar Süt	10,3	0,8	10,8
Pınar Su	15,5	1,7	-
<b>Medyan</b>	<b>9,71</b>	<b>1,19</b>	<b>12,14</b>

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu, KAP



- Yerli benzer şirketlerin 30.09.2022 tarihinde sona eren 12 aylık dönem finansalları kullanılarak yapılan çalışmada 9,71x FD/FAVÖK, 1,19x FD/Satışlar ve 12,14x F/K değerleri elde edilmiştir.

Yabancı Benzer Şirketler	
mn, TRY	FD/FAVÖK
FAVÖK	612
Çarpan	10,51x
Firma Değeri	6.432
Net Borç	1.915
<b>Özkaynak Değeri</b>	<b>4.517</b>

Yabancı Benzer Şirketler	
mn, TRY	FD/Satışlar
Satışlar	3.856
Çarpan	1,58x
Firma Değeri	6.082
Net Borç	1.915
<b>Özkaynak Değeri</b>	<b>4.167</b>

Yabancı Benzer Şirketler	
mn, TRY	F/K
Net Kar	300
Çarpan	15,50x
<b>Özkaynak Değeri</b>	<b>4.647</b>

Yerli Benzer Şirketler	
mn, TRY	FD/FAVÖK
FAVÖK	612
Çarpan	9,71x
Firma Değeri	5.941
Net Borç	1.915
<b>Özkaynak Değeri</b>	<b>4.026</b>

Yerli Benzer Şirketler	
mn, TRY	FD/Satışlar
Satışlar	3.856
Çarpan	1,19x
Firma Değeri	4.587
Net Borç	1.915
<b>Özkaynak Değeri</b>	<b>2.672</b>

Yerli Benzer Şirketler	
mn, TRY	F/K
Net Kar	300
Çarpan	12,14x
<b>Özkaynak Değeri</b>	<b>3.639</b>

Ağırlıklandırılmış Özkaynak Değeri	
FD/FAVÖK çarpanına göre	4.173

Ağırlıklandırılmış Özkaynak Değeri	
FD/Satışlar çarpanına göre	3.121

Ağırlıklandırılmış Özkaynak Değeri	
F/K çarpanına göre	3.941

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu, KAP

- Benzer şirketlerin FD/FAVÖK çarpanına %50, FD/Satışlar çarpanına %25, F/K çarpanına %25 ağırlık uygulanarak 3.852mn TL özkaynak değerine ulaşılmış ve pay başına değer TL13,52 olarak hesaplanmıştır.

Piyasa Çarpanları Analiz Özeti	Ağırlık	Özsermaye Değeri	Ağırlıklandırılmış Özkaynak Değeri (mn TRY)
Benzer Şirketler FD/FAVÖK çarpanına göre	%50	4.173,5	2.086,74
Benzer Şirketler FD/Satışlar çarpanına göre	%25	3.120,8	780,20
Benzer Şirketler F/K çarpanına göre	%25	3.941,3	985,31
<b>Özkaynak değeri</b>			<b>3.852,26</b>
<b>Pay başı değeri</b>			<b>13,52</b>

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu, KAP

## Değerleme Sonuçları

Değerleme Yöntemi	Özkaynak Değeri (mn, TL)	Ağırlık	Ağırlıklı Piyasa Değeri (mn, TL)
İNA	3.626,18	%50	1.813,09
Çarpan Analizi	3.852,26	%50	1.926,13
<b>Ağırlıklandırılmış Özsermaye Değeri (mn, TL)</b>			<b>3.739,22</b>

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu, KAP

- Değerleme çalışmasında İNA Analizine %50 ve Çarpan Analizine %50 oranda ağırlık verilmiştir. Buna göre TL3.739,22mn halka arz öncesi piyasa değerine ulaşılmıştır.
- Bulunan değere %16,15 oranında halka arz iskontosu uygulanmıştır. Böylelikle pay başına TL11,00 fiyat hesaplanmıştır.

(TL)	
Çıkarılmış Sermaye	285.000.000
Pay Başına Fiyat	13,12
Halka Arz İskontosu	%16,15
İskontolu Piyasa Değeri	3.135.000.000
<b>Halka Arz Pay Fiyatı (TL/pay)</b>	<b>11,00</b>

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu, KAP

## 4. Değerleme Hakkında Nihai Görüşümüz

Fiyat Tespit Raporu'nda verilen şirket ve finansal bilgilerinin yeterli olduğu düşünülmektedir. Halka arz fiyatı %16,15 oranında iskontoludur. Bu oran halka arz iskontosu olarak makul kabul edilebilir. Belirlenen değerlendirme yöntemleri ve ilgili varsayımlar dikkate alındığında TL11,00 olarak belirlenen halka arz fiyatının da makul olduğu düşünülmektedir. Değerlemeyle ilgili ek görüşlerimiz aşağıdaki gibi özetlenmiştir:

- Genel itibarıyla İNA analizinde yer alan bilgilerin yeterince detaylı ve anlaşılabilir olduğunu düşünüyoruz.
- İNA analizinde %5 oranında yer alan uç büyüme oranını Şirket'in faaliyet gösterdiği sektörü de dikkate alarak uygun olduğunu düşünüyoruz.
- İNA analizinde AOSM'nin 2024 yılına kadar kademeli azaltılarak %22,1'den %19,0'a düşmesini ve ilerleyen yıllarda sabit alınmasını makul buluyoruz.
- Vergi hesaplamalarında vergi oranının 2022 yılı için %23, projeksiyon yapılan diğer dönemler için %20 oranında sabit alınmasını makul olarak değerlendiriyoruz.

## 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 zararla ilgili herhangi bir sorumluluğu bulunmamaktadır.

Ayrıca, QNB Finansinvest'in yazılı izni olmadıkça bu raporların içeriği kısmen ya da tamamen üçüncü kişilerce hiçbir 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.