

‘Fiyat Tespit Raporu’ DEĞERLENDİRME RAPORU GÖKNUR GIDA MADDELERİ ENERJİ İMALAT İTHALAT İHRACAT TİCARET VE SANAYİ A.Ş.

‘Göknur Gıda Fiyat Tespit Raporu’ DEĞERLENDİRME RAPORU

İşbu rapor, Ak Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından, Sermaye Piyasası Kurulu’nun 12/02/2013 tarihli ve 5/145 sayılı kararında yer alan; payların ilk kez halka arzı öncesi uygulanacak esasların 7. Maddesine dayanılarak hazırlanmıştır. Rapor, Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş.’nin Göknur Gıda Maddeleri Enerji İmalat İthalat İhracat Ticaret Ve Sanayi A.Ş. (“Şirket” ve/veya “Göknur Gıda”) için hazırladığı Halka Arz Fiyat Tespit Raporu’nu değerlendirmek amacıyla hazırlanmış olup, yatırımcıların pay alım satımına ilişkin herhangi bir öneri ya da teklif içermemektedir. Yatırımcılar, halka arza ilişkin izahnameyi inceleyerek kararlarını vermelidirler.

A) ŞİRKET HAKKINDA VERİLEN ÖZET BİLGİLER:

1. Faaliyet Konusu Hakkında:

1993 yılında kurulan Şirket, meyve ve sebze suyu ve konsantresi sektöründe faaliyet göstermektedir. Şirket’in faaliyet konusu meyve ve sebzelerin bahçelerde üretilmesi, tesislerde meyve suyu konsantresi haline getirilmesi, işlenmesi, depolanması ve nihai tüketici ürünlerinin üretilmesi veya meyve ve sebze suyuna yönelik tüketici ürünleri üreten firmalara hammadde olarak konstantre sağlanarak yurt içinde ve yurt dışında satılmasıdır.

Şirket hali hazırda 10 adet üretim tesisi, 1 adet AR-GE merkezi, 3 adet yurtdışı lojistik merkezi, 1 adet yurtiçi irtibat ofisi, 1 adet merkezi yönetim binasında faaliyetlerini sürdürmektedir. Şirket günlük toplam 7.200 ton meyve işleme kapasitesine sahiptir.

Şirket’in ana ürün grupları konsantreler, paketlenmiş meyve suyu, püre konsantreler ve püreler, soğuk meyve ve sebze ve yenilikçi ürünlerdir.

2. Şirket’in Operasyonları Hakkında:

2019, 2020, 2021 ile 2021/09 ve 2022/09 dönemleri itibarıyla Göksun Gıda’nın satış hacimleri aşağıda verilmiştir.

Net Satışlar (kg)	2019	2020	2021	2021/9	2022/9
Konsantreler	68.916.774	72.900.014	95.052.966	66.974.638	74.340.678
Paketli Meyve Suyu	12.232.334	17.226.730	28.678.404	20.609.268	24.285.449
Püre Konsantreler ve Püreler	8.764.406	9.360.047	10.689.595	7.786.210	10.261.790
Sofralık Meyve ve Sebze	6.892.797	9.264.675	11.482.897	6.302.143	5.015.794
Diğer Gıda Ürünleri	3.908.021	3.601.510	6.103.695	2.436.014	5.691.048
Toplam	99.714.332	112.352.976	152.007.559	104.108.273	119.954.759

Kaynak: Şirket İzahnamesi

Şirket hasılatının büyük bir bölümünü yurt dışına yapılan satışlar oluşturmaktadır. Yurt dışı satışların toplam hasılat içindeki payı 31.12.2019'da %82,2, 31.12.2020'de %76,5, 31.12.2021'de %89,2, 30.09.2022'de %82,9 olarak gerçekleşmiştir. 30.09.2022 itibarıyla yurt dışı satışların en büyük payı Amerika ve Kanada olurken, bunu Avrupa ülkeleri, Asya Pasifik ülkeleri, Orta Asya ve Kafkaslar ve Birleşik Krallık izlemektedir.

(Milyon TL)	2019	2020	2021	2021/9	2022/9
Yurt içi Gelirleri	127,9	279,0	227,7	131,7	546,7
Yurt dışı Gelirleri	569,3	896,2	1.769,2	1.113,0	2.576,3
Diğer Gelirler	0,8	1,3	1,0	0,7	2,7
Satıştan İadeler (-)	0,6	0,2	0,6	0,5	4,1
Satıştan İndirimler (-)	4,4	4,8	14,9	12,1	15,3
Net Satışlar	693,0	1.171,5	1.982,5	1.232,8	3.106,2
Satışların Maliyeti (-)	584,3	786,8	1.296,8	850,5	2.111,3
Brüt Kar	108,6	384,7	685,6	382,2	994,9

Özet Finansallar:

Aşağıdaki tabloda 2019-2021 ve 2021/9 – 2022/9 dönemine ait özet finansallar gösterilmektedir:

Milyon (TL)	2019	2020	2021	2021/9	2022/9
Hasılat	693,0	1.171,5	1.982,5	1.232,8	3.106,2
Brüt Kar	108,6	384,7	685,6	382,2	994,9

<i>Brüt Kar Marjı (%)</i>	%15,6	%32,8	%34,6	%31	%32
FAVÖK	50,7	254,2	351,2	180	440,7
<i>FAVÖK Marjı (%)</i>	%7,3	%21,7	%17,7	%14,6	%14,2
Net Kar	1,5	68,1	126,5	128,8	302,2
<i>Net Kar Marjı (%)</i>	%0,2	%5,8	%6,4	%10,5	%9,7
Net Finansal Borç					1.915

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporu

3. Halka Arz Gelirlerinin Kullanım Yerleri:

- %35 Bahçe yatırımları.
- %15 Güneş enerjisi yatırımları.
- %15 Makine ve ekipman yenileme.
- %15 İşletme sermayesi.
- %20 Finansal borçların ödenmesi.

4. Değerleme Hakkında Verilen Özet Bilgi:

Değerleme çalışmasında, İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) Analizi yöntemi için Şirket'in geçmiş finansalları baz alınarak gelecek yıllara ilişkin beklentileri doğrultusunda 2022-2027 projeksiyonları kullanılmıştır. Çarpan Analizinde son 9 aylık veriler dikkate alınırken, yurtiçi ve yurtdışı benzer şirketlerin PD/Net Satış (%25) FD/FAVÖK (%50) ve F/K (%25) çarpanları kullanılmıştır. Değerlemede İNA analizine %50, çarpan analizlerine %50 ağırlık verilmiştir.

İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA)

İNA metodunda, Şirket'in mevcut yapısı ve potansiyeli, sektörel beklentiler ve makroekonomik tahminler kullanılmıştır.

İndirgenmiş Nakit Akımları (mn TL)	4Ç2022	2023 T	2024 T	2025 T	2026 T	2027 T	Uç Değer
Net Satışlar	903	5.331	7.065	9.112	11.334	13.179	13.838
Büyüme (%)	0,0%	0,0%	32,5%	29,0%	24,4%	16,3%	5,0%
Satışların Maliyeti	611	3.598	4.751	6.105	7.565	8.764	-
FVÖK	136	771	1.092	1.497	1.972	2.419	2.540
FVÖK Marjı (%)	15,1%	14,5%	15,5%	16,4%	17,4%	18,4%	18,4%
Amortisman	7	33	36	39	43	45	47
FAVÖK	143	804	1.128	1.536	2.015	2.464	2.587
FAVÖK Marjı (%)	15,8%	15,1%	16,0%	16,9%	17,8%	18,7%	18,7%
- Vergi	31	154	218	299	394	484	508
- Yatırım Harcamaları	14	75	92	109	125	132	138

	-	16	384	557	825	1,344	1,526
Serbest Nakit Akışı (SNA)	152						
AOSM	5,6%	22,1%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%
	-	12	250	305	380	520	-
İndirgenmiş Firma Serbest Nakit Akışları	144						
Σ İndirgenmiş Firma Serbest Nakit Akışları	1.323						
Uç Değer Büyüme Oranı (%)	5%						
İndirgenmiş Uç Değer	4.218						
Firma Değeri	5.541						
- Net Borç	1.915						
Özkaynak Değeri	3.626						

Şirketin ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti hesaplanırken, risksiz faiz oranı 2022 yılında %22,5 olarak kullanılmıştır ve oranın kademli olarak %18,3 seviyesine gerileyeceği öngörülmüştür. Borçlanma maliyeti hesaplanırken öngörülen risksiz getiri oranına %2 risk primi eklenmiştir. Hisse senedi risk primi %5,5 ve hisse betası 1,0 olarak kullanılmıştır. Borç / (Borç + Özkaynaklar) oranı 9A22 gerçekleştirmeleri baz alınarak %63,1 olarak hesaplanmıştır ve bu oranın projeksiyon döneminde sabit kalacağı öngörülmüştür. Uç büyüme oranı %5 olarak hesaplanmıştır.

			2024 ve Sonrası
AOSM	2022	2023	
Risksiz Getiri Oranı	22,5%	21,8%	18,3%
Risk Primi	5,5%	5,5%	5,5%
Beta	1,0	1,0	1,0
Özkaynak Maliyeti	28,0%	27,3%	23,8%
Borç Maliyeti	24,5%	23,8%	20,3%
Vergi Oranı	23%	20%	20%
Borç / Özkaynak + Borç	63%	63%	63%
AOSM	22,2%	22,1%	19,0%

Çarpan Analizi

Şirketin özsermaye değeri hesaplanırken şirketlerin PD/Net Satışlar (%25), FD/FAVÖK (%50) ve F/K (%25) çarpanları parantez için de verilen ağırlıklarla kullanılmıştır. Çarpan Analizinde yurtiçi ve yurtdışı benzer şirketler incelenmiştir. Çarpan analizinde yurtiçi ve yurtdışı çarpan analizlerine sırasıyla %70 ve %30 ağırlık verilmiştir.

Benzer Şirket Çarpanları			
Yabancı Benzer Şirketler	10,51	1,58	15,50
Yerli Benzer Şirketler	9,71	1,19	12,14

Göknur Gıda (mn TL)	FAVÖK	Satışlar	Net Kar	Net Borç
30.09.2022 - Son 12 ay	612	3.856	300	1.915

Şirket Değeri (mn TL)	FD/FAVÖK	FD/Satışlar	F/K
Yabancı Benzer Şirketler	4.517	4.167	4.647
Ağırlık	0,3	0,3	0,3
Yerli Benzer Şirketler	4.026	2.672	3.639
Ağırlık	0,7	0,7	0,7
İlgili Çarpan Ağırlıklı Değer	4.173	3.121	3.941
Ağırlık	0,50	0,25	0,25
Çarpan Analizi Şirket Değeri (mn TL)	3.852		

5. Sonuç:

Çarpan Analizi (%50) ve İNA (%50) hesaplamalardan çıkan değerlerin ağırlıklandırılması sonucu 3.739,2 milyon TL sermaye değerine ulaşılmıştır. Pay başına %16,15 iskonto ile **11,0 TL** nihai arz fiyatı hesaplanmıştır.

Değerleme Sonucu	Ağırlık	Özkaynak Değeri (mn TL)
İndirgenmiş Nakit Akışları	50%	3.626
Çarpan Analizi	50%	3.852
Ağırlıklandırılmış Özkaynak Değeri	100%	3.739
Çıkarılmış Sermaye		285
Halka Arz İskontosu		%16,15
Halka Arz Pay Değeri		11,00

Göknur Gıda için hazırlanmış olan fiyat tespit raporunun kapsamlı, net ve anlaşılır olduğu görüşünderiz. Bununla birlikte;

- Şirketin yüksek işletme sermayesi kaynaklı finansman ihtiyacı yüksek olduğundan F/K çarpanına daha yüksek ağırlık verilmesinin daha makul olacağını düşünürüz.
- Şirketin 9A22 itibarıyla meyve konsantresi satışlarının yaklaşık üçte biri ithal edilen ürünlerden oluşmaktadır. Görece düşük katma değerli ithal ürün satışlarının şirketin faaliyet karlılığında oynaklık yaratama potansiyeli olabileceğini düşünürüz.

Yukarıda belirtilen çekincelerimiz dışında halka arz fiyatının makul olduğu görüşünderiz.

AKYatırım

Bu rapor, Ak Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından, güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan elde edilen bilgi ve veriler kullanılarak hazırlanmıştır. Raporla yer alan ifadeler, hiçbir şekilde veya suretle alış veya satış teklifi olarak değerlendirilmemelidir. Ak Yatırım, 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 dayanarak aldıkları kararlarda sorumluluk kendilerine aittir. Bilgilerin eksikliği ve yanlışlığından Ak Yatırım hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. Ayrıca, Ak Yatırım'ın ve Akbank'ın tüm çalışanları ve danışmanlarının, herhangi bir şekilde bilgiler dolayısıyla ortaya çıkabilecek, doğrudan veya dolaylı zararlarla ilgili herhangi bir sorumluluğu yoktur. Bunlara ilaveten, Ak Yatırım, raporların Internet üzerinden e-mail yoluyla alınması durumunda virüs, hatalı gönderim veya diğer herhangi bir teknik sebepten dolayı alıcının donanımına veya yazılımına gelebilecek herhangi bir zarardan dolayı sorumlu tutulamaz.

© Ak Yatırım Menkul Değerler A.Ş. 2023