

**Göknur Gıda Maddeleri Enerji İmalat İthalat İhracat Ticaret ve Sanayi A.Ş.
Fiyat Tespit Raporu Hakkında Değerlendirme ve Analist Raporu**

1- Amaç

Sermaye Piyasası Kurulu'nun VII-128.1 Pay Tebliği'nin 29. maddesine istinaden İfo Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanmış olan bu rapor, Göknur Gıda Maddeleri Enerji İmalat İthalat İhracat Ticaret ve Sanayi A.Ş. ("GOKNR", "Göknur Gıda" veya "Şirket") için Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("Yapı Kredi Yatırım") tarafından hazırlanarak 03.02.2023 tarihinde Kamuyu Aydınlatma Platformu'nda ilan edilmiş olan Halka Arz Fiyat Tespit Raporu'nun değerlendirmesi niteliğindedir.

Bu Rapor; Göknur Gıda'nın halka arzına ilişkin olarak, yatırımcıların halka arza katılması ya da katılmaması yönünde bir teklif değildir. Bu raporda yer alan verilerin gerçeği tam olarak yansıttığı kabul edilmiş olup, finansal ve hukuki açıdan inceleme yapılmamıştır.

2- Halka Arz Bilgileri
HALKA ARZA İLİŞKİN ÖZET BİLGİLER

Halka Arz Miktarı ve Şekli (Nominal)	- Ödenmiş Sermaye	:	285.000.000 TL
	- Halka Arz Şekli	:	Sermaye Artırımı ve Ortak Satışı
	- Halka Arz Miktarı - Sermaye Artırımı	:	65.000.000 TL
	- Halka Arz Miktarı - Ortak Satışı	:	14.250.000 TL
	- Halka Arz Miktarı - Toplam	:	79.250.000 TL
	- Halka Arz Oranı (Halka Açıklık)	:	22,64%
Şirket Değeri ve Halka Arz Büyüklüğü	- Halka Arz Fiyatı	:	11,00 TL
	- Halka Arz Öncesi Şirket Değeri	:	3,14 Milyar TL
	- Halka Arz Büyüklüğü	:	871,8 Milyon TL
	- Halka Arz Sonrası Piyasa Değeri	:	3,85 Milyar TL
Yatırımcı Grupları ve Tahsisatlar	- Yatırımcı Grubu	Satış Payı	Satış Miktarı
	- Yurt İçi Bireysel Yatırımcılar	72%	: 57.060.000
	- Yurt İçi Kurumsal Yatırımcılar	15%	: 11.887.500
	- Yurt Dışı Kurumsal Yatırımcılar	10%	: 7.925.000
	- Şirket Çalışanları	3%	: 2.377.500
Talep Toplama Yöntemi	- Sabit Fiyat ile Talep Toplama		
Dağıtım Yöntemi	- Eşit Dağıtım		
Aracılık Yöntemi	- En İyi Gayret Aracılığı		
Konsorsiyum Lideri	- Yapı Kredi Yatırım liderliğinde oluşturulan toplam 34 üyeli konsorsiyum		
Fiyat İstikrarı	- Halka arz gelirinin %30'u ile 30 gün süreli fiyat istikrarı işlemi planlanmaktadır.		
Lock-up (Satmama Taahhüdü)	Şirket tarafından 1 yıl bedelli ve bedelsiz sermaye artırımı yapılmayacağı, - Şirket ortakları tarafından ise 1 yıl boyunca pay satışı yapılmayacağı taahhüt edilmiştir.		
BİST İşlem Kodu	- GOKNR		
Talep Toplama Tarihleri	- 15 – 16 - 17 Şubat 2023		

Bu raporda yer alan bilgi ve fikirler İfo Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan alınmıştır. İfo Yatırım bu bilgilerin doğruluğu ve bütünlüğü konusunda garanti veremez. Raporda yer alan bilgiler, analizler, yorumlar, tahminler ve tavsiyeler yatırım danışmanlığı kapsamında değildir ve analistlerin kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Bu görüşler yatırımcıların mali durum ve risk getiri tercihlerine uygun olmayabilir. Bu nedenle burada yapılan öngörülerin gerçekleşmeme olasılığının bulunduğu dikkate alınmalıdır. Analistler, görüş ve tahminlerini haber vermeksizin değiştirme hakkında sahiptir. Bu rapor sadece bilgi vermek amacıyla hazırlanmıştır. İfo Yatırım ve personeli bu rapordaki bilgilerin eksikliğinden veya yanlışlığından dolayı hiçbir şart altında sorumlu tutulamaz.

3- Şirkete İlişkin Bilgiler

1993 yılında kurulan Şirket, meyve ve sebze suyu ve konsantresi sektöründe faaliyet göstermektedir. Şirketin 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. Şirketin üretimde kullandığı hammaddeler, Şirketin 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. Şirketin 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.

Şirketin halka arz öncesi ve sonrası ortaklık yapısı aşağıda yer almaktadır.

HALKA ARZ ÖNCESİ VE SONRASI ORTAKLIK YAPISI				
Ortağın Adı	Halka Arz Öncesi		Halka Arz Sonrası	
	Sermaye Tutarı	Sermaye Payı	Sermaye Tutarı	Sermaye Payı
Turkey Juice Company SARL	203.293.350	71,33%	189.043.350	54,01%
Aslanali Tarım	47.022.150	16,50%	47.022.150	13,43%
Tijaria GG Gıda Yatırım AŞ	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	-	0,00%	79.250.000	22,64%
Toplam	285.000.000	100,00%	350.000.000	100,00%

Kaynak: İzahname

4- Finansal Tablolar

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
Nakit ve nakit benzerleri	38.292.399	109.221.821	201.510.324	39.756.863
Finansal yatırımlar	156.915	0	0	55.642.300
Ticari alacaklar	307.499.272	538.183.469	1.056.782.760	1.252.232.942
Diğer alacaklar	96.313.434	121.964.054	136.759.499	96.494.154
Stoklar	276.297.799	308.210.963	659.652.583	1.102.064.921
Peşin ödenmiş giderler	61.063.310	32.404.381	59.656.852	79.509.386
Cari dönem vergisiyle ilgili varlıklar	1.259.533	1.703	2.768.536	4.672.519
Diğer dönen varlıklar	11.737.440	27.028.933	64.248.187	85.967.762
Duran Varlıklar	221.942.694	250.671.505	863.521.986	898.959.809
Diğer alacaklar	8.323.326	8.485.468	1.507.956	621.684
Yatırım amaçlı gayrimenkuller	531.924	503.240	2.960.000	2.960.000
Maddi duran varlıklar	177.336.536	192.162.701	814.420.052	867.472.406
Maddi olmayan duran varlıklar	348.697	7.691.396	7.102.999	6.735.285
Kullanım hakkı varlıkları	686.777	0	0	0
Peşin ödenmiş giderler	0	2.676	0	0
Ertelenmiş vergi varlığı	19.695.424	19.803.493	0	0
Diğer duran varlıklar	15.020.010	22.022.531	37.530.979	21.170.434
TOPLAM VARLIKLAR	1.014.562.796	1.387.686.829	3.044.900.727	3.615.300.656
Kısa Vadeli Yükümlülükler	617.675.621	999.818.527	1.826.748.826	2.218.466.153
Kısa vadeli borçlanmalar	330.130.628	559.014.729	1.014.530.854	1.488.992.259
Uzun vadeli borçlanmaların kısa vadeli kısımları	162.225.122	158.559.206	384.756.942	340.559.219
Kiralama işlemlerinden borçlar	519.159	0	0	0
Ticari borçlar	84.109.052	205.231.109	375.040.996	342.664.678
Çalışanlara sağlanan faydalar kapsamında borçlar	2.504.390	3.015.612	5.990.699	12.993.837
Diğer borçlar	10.899.470	11.283.308	30.197.991	1.772.971
Ertelenmiş gelirler	10.179.941	43.579.964	8.550.632	14.572.571
Dönem karı vergi yükümlülüğü	429.001	0	81.795	602.559
Kısa vadeli karşılıklar	15.667.768	16.965.966	4.386.787	12.584.852
Diğer kısa vadeli yükümlülükler	1.011.090	2.168.633	3.212.130	3.723.207
Uzun Vadeli Yükümlülükler	149.370.940	95.027.002	400.336.245	276.532.065
Uzun vadeli borçlanmalar	146.272.129	90.949.156	309.961.121	180.822.720
Kiralama işlemlerinden borçlar	189.380	0	0	0
Ertelenmiş vergi yükümlülüğü	0	0	82.350.634	79.443.010
Uzun vadeli karşılıklar	2.909.431	4.077.846	8.024.490	16.266.335
Özkaynaklar	247.516.235	292.841.300	817.815.656	1.120.302.438
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	254.885.653	292.841.300	817.815.656	1.120.302.438
Ödenmiş sermaye	69.000.000	69.000.000	285.000.000	285.000.000
Sermaye enflasyon düzeltmesi olumlu farkları	6.109.608	6.109.608	2.483.164	2.483.164
Hisse senedi ihraç primi	92.100	92.100	0	0
Ortak Kontrole Tabi Teşebbüs ve İşl. İçeren Birl. Etkisi	0	0	-89.835.175	-89.835.175
Kar/zar. yen. sınıflandırılmayacak bir. Diğ. Gel. Gid.	-1.436.311	-2.862.407	430.616.877	430.616.877
-Tanımlanmış Fayda Planları Yen. Ölçüm Kaz./Kay.	-1.436.311	-2.862.407	-3.148.901	-3.148.901
-Maddi Duran Varlıklar Yeniden değerlendirme artışı	0	0	433.765.778	433.765.778
Kar / zar. yen. Sınıflandırılacak bir. Diğ. Gel. Gid.	-25.012.057	-36.267.767	-1.260.871	-928.956
-Yabancı para çevrim farkları	-25.012.057	-36.267.767	-1.260.871	-928.956
Kârdan ayrılan kısıtlanmış yedekler	11.372.268	11.372.267	27.552.108	27.552.108
Geçmiş yıllar karları	194.540.729	177.301.559	36.784.613	163.259.552
Dönem net karı	219.316	68.095.940	126.474.940	302.154.868
Kontrol Gücü Olmayan Paylar	-7.369.418	0	0	0
TOPLAM KAYNAKLAR	1.014.562.796	1.387.686.829	3.044.900.727	3.615.300.656

Bu raporda yer alan bilgi ve fikirler Info Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan alınmıştır. Info Yatırım bu bilgilerin doğruluğu ve bütünlüğü konusunda garanti veremez. Raporda yer alan bilgiler, analizler, yorumlar, tahminler ve tavsiyeler yatırım danışmanlığı kapsamında değildir ve analistlerin kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Bu görüşler yatırımcıların mali durum ve risk getiri tercihlerine uygun olmayabilir. Bu nedenle burada yapılan öngörülerin gerçekleşmeme olasılığının bulunduğu dikkate alınmalıdır. Analistler, görüş ve tahminlerini haber vermeksizin değiştirme hakkında sahiptir. Bu rapor sadece bilgi vermek amacıyla hazırlanmıştır. Info Yatırım ve personeli bu rapordaki bilgilerin eksikliğinden veya yanlışlığından dolayı hiçbir şart altında sorumlu tutulamaz.

Gelir Tablosu (TL)	31.12.2019	31.12.2020	31.12.2021	30.09.2021	30.09.2022
Hasılat	692.976.872	1.171.529.887	1.982.470.615	1.232.789.992	3.106.232.188
<i>Değişim</i>		69,10%	69,20%		152,00%
Satışların Maliyeti	-584.343.995	-786.815.933	-1.296.813.855	-850.543.365	-2.111.286.662
Brüt Kâr	108.632.877	384.713.954	685.656.760	382.246.627	994.945.526
<i>Değişim</i>		254,14%	78,23%		160,29%
<i>Brüt Kar Marjı</i>	15,68%	32,84%	34,59%	31,01%	32,03%
Genel Yönetim Giderleri	-18.338.906	-15.861.820	-28.252.047	-17.561.545	-51.196.617
Pazarlama Satış ve Dağ. Gid.	-55.989.096	-131.708.038	-333.818.739	-201.872.499	-537.512.671
Faaliyet Karı	34.304.875	237.144.096	323.585.974	162.812.583	406.236.238
<i>Değişim</i>		591,28%	36,45%		149,51%
<i>Faaliyet Kar Marjı</i>	4,95%	20,24%	16,32%	13,21%	13,08%
Amortisman	16.402.350	17.070.264	27.660.581	17.189.618	34.476.379
FAVÖK	50.707.225	254.214.360	351.246.555	180.002.201	440.712.617
<i>Değişim</i>		401,34%	38,17%		144,84%
<i>FAVÖK Marjı</i>	7,32%	21,70%	17,72%	14,60%	14,19%
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	41.297.780	43.161.585	457.260.495	92.969.166	351.123.447
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler	-8.998.425	-6.956.812	-2.262.755	-8.533.763	-6.997.334
Esas Faaliyet Kârı	66.604.230	273.348.869	778.583.714	247.247.986	750.362.351
<i>Değişim</i>		310,41%	184,83%		203,49%
<i>E. Faaliyet Kar Marjı</i>	9,61%	23,33%	39,27%	20,06%	24,16%
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	854.795	2.190.075	4.405.045	4.129.333	2.944.407
Yatırım Faaliyetlerinden Giderler	-25.518	0	0	0	0
Finansman Gid. Öncesi Faal. Kârı	67.433.507	275.538.944	782.988.759	251.377.319	753.306.758
Finansman Gelirleri	351.662	834.897	874.307	716.267	3.041.390
Finansman Giderleri	-64.269.893	-207.393.238	-665.505.391	-123.022.387	-456.067.548
Vergi Öncesi Kar	3.515.276	68.980.603	118.357.675	129.071.199	300.280.600
Vergi Gelir/(Gideri)	-2.051.793	-884.664	8.117.265	-285.875	1.874.269
<i>Dönemin Vergi Gideri</i>	-1.438.651	-713.174	-744.613	-744.613	-1.033.356
<i>Ertelenmiş Vergi Geliri/Gideri</i>	-613.142	-171.490	8.861.878	458.738	2.907.625
Dönem Net Kâr/(Zararı)	1.463.483	68.095.940	126.474.940	128.785.323	302.154.868
<i>Değişim</i>		4553,01%	85,73%		134,62%
<i>Net Kar Marjı</i>	0,21%	5,81%	6,38%	10,45%	9,73%

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporu

5- Halka Arzdan Elde Edilecek Kaynağın Kullanımı

Halka Arz Gelirinin Kullanım Yeri	Halka Arz Gelirine Oranı
Bahçe Yatırımları	%35
Enerji Üretimi Kapsamında GES Yatırımları	%15
Makine Ekipman Alımı	%15
İşletme Sermayesi Güçlendirmesi	%15
Finansal Borçların Ödenmesi	%20

6- Fiyat Tespit Raporu Hakkındaki Genel Tespitler

Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanan 27.01.2023 tarihli fiyat tespit raporunda, Şirket değerinin belirlenmesinde Pazar Yaklaşımı (Piyasa Çarpanları) ve Gelir Yaklaşımı (İndirgenmiş Nakit Akımı) yöntemlerinin uygulanmasına karar verilmiştir.

Bu raporda yer alan bilgi ve fikirler Info Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan alınmıştır. Info Yatırım bu bilgilerin doğruluğu ve bütünlüğü konusunda garanti veremez. Raporda yer alan bilgiler, analizler, yorumlar, tahminler ve tavsiyeler yatırım danışmanlığı kapsamında değildir ve analistlerin kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Bu görüşler yatırımcıların mali durum ve risk getiri tercihlerine uygun olmayabilir. Bu nedenle burada yapılan öngörülerin gerçekleşmeme olasılığının bulunduğu dikkate alınmalıdır. Analistler, görüş ve tahminlerini haber vermeksizin değiştirme hakkında sahiptir. Bu rapor sadece bilgi vermek amacıyla hazırlanmıştır. Info Yatırım ve personeli bu rapordaki bilgilerin eksikliğinden veya yanlışlığından dolayı hiçbir şart altında sorumlu tutulamaz.

a. Piyasa Yaklaşımı – Piyasa Çarpanları Analizi

Yapı Kredi Yatırım, Göknur Gıda'nın pay başına değerinin belirlenebilmesi amacıyla aşağıda belirtilen değerlendirme yöntemleri kullanmıştır:

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

Piyasa çarpanları analizinde karşılaştırma bazında kullanılacak benzer şirketlerin Firma Değeri / FAVÖK (FD/FAVÖK), Firma Değeri / Satışlar (FD/Satışlar) ile Fiyat/Kazanç (F/K) çarpanları kullanılmış olup ilgili çarpanlara sırasıyla %50, %25 ve %25 ağırlık verilmiştir.

Değerlemede Kullanılan Finansallar (TL)	30.09.2022
Net Satışlar (Yıllıklandırılmış)	3.855.912.811
FAVÖK (Yıllıklandırılmış)	611.956.971
Net Kar (Yıllıklandırılmış)	299.844.485
Net Borç	1.914.975.035
Özkaynaklar	1.120.302.438

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Şirket ile aynı sektörde faaliyet gösteren yurt dışı ve yurt içi benzer şirketlerin FD/FAVÖK, FD/Satışlar ve F/K çarpanları dikkate alınmıştır. Değerlemede yurt içi benzer şirketlere %70, yurt dışı benzer şirketlere %30 ağırlık verilmiştir. Benzer şirketlerin çarpanları için 05.01.2023 tarihli kapanış verileri baz alınmıştır.

FD/FAVÖK Çarpanına Göre Özkaynak Değeri	Hesaplanan Değer (mTL)	Ağırlık
Yurt Dışı Benzer Şirketler	4.517	30%
Yurt İçi Benzer Şirketler	4.026	70%
FD/FAVÖK Çarpanına Göre Özkaynak Değeri	4.173	100%

FD/Satış Çarpanına Göre Özkaynak Değeri	Hesaplanan Değer (mTL)	Ağırlık
Yurt Dışı Benzer Şirketler	4.167	30%
Yurt İçi Benzer Şirketler	2.672	70%
FD/Satış Çarpanına Göre Özkaynak Değeri	3.121	100%

F/K Çarpanına Göre Özkaynak Değeri	Hesaplanan Değer (mTL)	Ağırlık
Yurt Dışı Benzer Şirketler	4.647	30%
Yurt İçi Benzer Şirketler	3.639	70%
F/K Çarpanına Göre Özkaynak Değeri	3.941	100%

Değerleme Yöntemi	Hesaplanan Değer (TL)	Ağırlık	Özkaynak Değeri (TL)
Benzer Şirketler FD / FAVÖK Çarpanı Yöntemi	4.173.489.705	50%	2.086.744.853
Benzer Şirketler FD / Satışlar Çarpanı Yöntemi	3.120.811.780	25%	780.202.945
Benzer Şirketler F/K Çarpanı Yöntemi	3.941.258.669	25%	985.314.667
Özkaynak Değeri			3.852.262.465

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Çarpan analizinde uç değerlerin elimine edilmesi ve ortalama yerine medyan değerlerin kullanılmasını makul karşılıyoruz. Piyasa çarpanları analizinde 3 yöntemden FD/FAVÖK çarpanına %50, FD/Satışlar ve F/K çarpanlarına %25 ağırlık verilmiş olup çarpan analizi sonucu Şirket'in özkaynak değeri 3.852.262.465 TL olarak hesaplanmıştır. FD/FAVÖK çarpanının operasyonel karlılığı yansıtması sebebiyle daha yüksek ağırlık verilmesini makul karşılıyoruz.

b. İndirgenmiş Nakit Akımı

İNA metodunda gelir tablosu ve bilançoya ilişkin projeksiyonlar geçmiş veriler ve Şirket yönetiminin beklentileri doğrultusunda hazırlanmış olup 2022 son çeyrek ve 2023 – 2027 yılları için projekte edilmiştir.

- İndirgenmiş Nakit Akımı Analizi gelecek beş yıllık dönem esas alınarak hesaplanmıştır.
- Ağırlıklandırılmış ortalama sermaye maliyetinin projeksiyon dönemi içerisinde değişken olacağı varsayılmış olup tarafımızca makuldür.
- 2022 yılı risksiz getiri oranı için düşen tahvil getirilerini etkisi hesaba katılmayarak %22,5 olarak alınmış ve 2023 yılı için %21,8, 2024 yılı için %18,3 olacağı ve ilerleyen yıllarda da %18,3 seviyesinde kalacağı varsayılmış olup tarafımızca makuldür.
- Türkiye hisse senedi risk primi 2022-2027 ve uç değer hesaplaması döneminde %5,5 olarak alınmış ve sabit tutulmuş, Şirket'in kaldıraçlı betası 1,0x olarak öngörülmüş ve sabit tutulmuş, vergi öncesi borç maliyetinin risksiz getiri oranının %2 üzerinde olacağı varsayılmış, vergi hesaplamalarında vergi oranı 2022 yılı için %23, izleyen yıllar için %20 alınmış olup tarafımızca makuldür.
- Yatırım tutarları projeksiyonu yapılırken Şirketten alınan bilgiler doğrultusunda geçmiş yıllarda bakım amaçlı yatırımların hasılatın %1,5'i seviyesinde seyretmesi sebebiyle 2022 yılı için hasılatın %1,5'i seviyesinde olacağı varsayılmış ve projeksiyon dönemi boyunca gerek ölçek ekonomisi gerekse bakım yatırımı gerektirmeyen taze meyve satışı sayesinde her yıl %0,1 düşerek 2027 yılında hasılatın %1,0'i seviyesine düşeceği varsayılmıştır. Şirket'in değerlendirme çalışmasında Şirket'in 2022 yılı için 9 aylık gerçekleştirmeler ve Şirket İş Planı baz alınarak projeksiyonlar hazırlanmıştır. Ürün grupları bazında satış hacmi artışı tahminleri kullanılmış ve ürün grupları birim satış fiyatlarının ABD \$ cinsinden sabit kalacağı varsayılmıştır.
- Brüt kar marjının 2022 yılında %32,25, izleyen yıllarda kademeli artış göstererek 2027 yılında %33,50 seviyesinde olacağı, faaliyet giderlerinin ise 2022 yılında cironun %17,3'ü olarak başlayıp 2027 yılına kadar taşıma ve komisyon giderlerindeki azalışa bağlı olarak %15,2'ye gerileyeceği varsayılmıştır.
- Uç değer hesaplaması için büyüme oranı %5 olarak varsayılmış olup tarafımızca makuldür.
- Biyogaz santrallerinden elde edilen gelir "Diğer Gelir" olarak nakit akışına yansıtılmıştır.
- Değerleme çalışmasında İndirgenmiş Nakit Akışları Yöntemi ve Piyasa Çarpan Analizi %50-%50 ağırlıklandırılarak nihai değer tespit edilmiştir. FD/FAVÖK, FD/Satışlar ve F/K çarpanlarının ağırlığı sırasıyla %50, %25 ve %25 olarak belirlenirken her bir çarpan kendi içerisinde de yurt içi benzer şirketlerin çarpanları %70, yurt dışı benzer şirketlerin çarpanları %30 ile ağırlıklandırılmıştır.

İNA'ya göre Şirket'in değeri 3.626,2 milyon TL olarak hesaplanmaktadır.

c. Sonuç

Göknur Gıda için Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanan fiyat tespit raporunda Şirket'in piyasa değeri tespit edilirken Piyasa Çarpanları Analizine %50 ve İndirgenmiş Nakit Akımları Analizine %50 ağırlık verilerek 3.739,2 milyon TL piyasa değeri hesaplanmıştır. Bu değere %16,15 halka arz iskontosu uygulanarak **3.135,0 milyon TL piyasa değeri** hesaplanmış olup **pay başına 11,00 TL değer** hesaplanmıştır.

Değerleme Özeti (TL)			
Değerleme Yöntemi	Piyasa Değeri	Ağırlık	Ağırlıklandırılmış Şirket Değeri
İNA	3.626.183.258	50%	1.813.091.629
Piyasa Çarpanları	3.852.262.465	50%	1.926.131.232
İskonto Öncesi Ağırlıklandırılmış Özkaynak Değeri			3.739.222.861
Halka Arz İskontosu			16,15%
İskonto Sonrası Özkaynak Değeri			3.135.000.000
Sermaye			285.000.000
Halka Arz Fiyatı (TL/Pay)			11,00

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

8 – Fiyat Tespit Raporunda Kullanılan Değerleme Yöntemlerine İlişkin Görüşlerimiz

- Fiyat tespit raporunda şirket ve faaliyet gösterilen sektör hakkında yeterince aydınlatıcı bilgiler yatırımcıya sunulmuştur.
- Ağırlıklandırılmış ortalama sermaye maliyetinin projeksiyon dönemi içerisinde değişken olacağı varsayılmış olup tarafımızca makuldür.
- 2022 yılı risksiz getiri oranı için düşen tahvil getirilerini etkisi hesaba katılmayarak %22,5 olarak alınmış ve 2023 yılı için %21,8 olacağı ve ilerleyen yıllarda kademeli bir şekilde azalarak %18,3 seviyesine ulaşacağı varsayılmış olup tarafımızca makuldür.
- Türkiye hisse senedi risk primi 2021-2026 ve uç değer hesaplaması döneminde %5,5 olarak alınmış ve sabit tutulmuş, Şirket'in kaldıraçlı betası 1,0x olarak öngörülmüş ve sabit tutulmuş, vergi öncesi borç maliyetinin risksiz getiri oranının %2 üzerinde olacağı varsayılmış, vergi hesaplamalarında vergi oranı 2022 yılı için %23, izleyen yıllar için %20 alınmış olup tarafımızca makuldür.
- İşletme sermayesi hesabında ticari alacak, stok ve ticari borç gün sürelerinin hesaplamasında 2019-2021 yılları ortalamaları baz alınmış olup tarafımızca makuldür.
- Bizim hesaplamalarımıza göre işletme sermayesinin hasıllata oranı, projeksiyon dönemince ortalaması %62 civarında olup 2019-2022/09 dönemi gerçekleşmiş İS/Hasılat oranını destekler seviyededir. İlgili dönemlerde İS/Hasılat oranı yaklaşık %62 seviyelerindedir. İşletme sermayesi, projeksiyon dönemince geçmişte destekler nitelikte olup tarafımızca makuldür.
- Uç değer hesaplaması için büyüme oranı %5 olarak varsayılmış olup tarafımızca makuldür.
- Değerleme çalışmasında İndirgenmiş Nakit Akışları Yöntemi ve Piyasa Çarpan Analizi %50-%50 ağırlıklandırılarak nihai değer tespit edilmiş olup tarafımızca makuldür.
- Çarpan analizinde uç değerlerin elimine edilmesi ve ortalama yerine medyan değerlerin kullanılmasını makul karşıyoruz.
- Piyasa çarpanları analizinde 3 yöntemden FD/FAVÖK çarpanına %50, FD/Satışlar ve F/K çarpanlarına %25 ağırlık verilmiştir. FD/FAVÖK çarpanının operasyonel karlılığı yansıtması sebebiyle daha yüksek ağırlık verilmesini makul karşıyoruz.
- Şirket değerine %16,15 oranında halka arz iskontosu uygulanarak 11,00 TL olarak belirlenen halka arz fiyatının makul olduğu kanaatindeyiz.