

## Tekstil ve Mandıra İşletmeciliği

# SÖKTAŞ

## Yeni Bir Sayfa Açmanın Zamanı

**Aynı çatı altında iki farklı lider şirket.** 1971 yılından bu yana faaliyet gösteren Söktaş tekstil, yılda 10 milyon metre boyama ve işleme kapasitesi ile Türkiye'nin en büyük, Avrupa'nın ise ikinci büyük pamuklu kumaş üreticisi konumundadır. Diğer yandan bünyesinde yer alan Efeler Çiftliği de 7,000 baş hayvan ve günlük 85 ton çiğ süt üretimi ile Türkiye'nin en büyük üç süt çiftliğinden birisidir.

**Söktaş Tekstil- Türkiye'nin en büyük pamuklu kumaş üreticisi.** Söktaş Tekstil gömlek konfeksiyonunda kullanılan yüksek kaliteli pamuklu kumaş üretmektedir. Satışlarının %90'ını ihracat oluşturmaktadır. Müşterileri arasında Ermenegildo Zegna, Stella McCartney, Hugo Boss, Paul & Shark, Eton, Canali, Zara, Massimo Dutti, Gucci, Paul Smith, Ted Baker and Max Mara gibi dünya moda devleri yer almaktadır. Şirketin tasarım ofisinin geliştirdiği 300,000'in üzerinde kumaş desen tasarımı on-line sipariş ve tedarik sistemi ile müşterilere sunulmaktadır. Bunun yanı sıra Avrupa Birliğinin 2 yıl önce yürürlüğe soktuğu "Better Cotton Initiative" politikasına uyum gösteren Söktaş Tekstil, çevreye duyarlı ve sürdürülebilir üretim ile AB'ye ürün tedarik eden pamuklu dokumacılar arasında avantajlı konuma geçmiştir. Pandemi sonrasında Avrupa'daki önemli rakiplerinin bazıları üretimi tamamen durdururken, bazıları ise üretimi kısma yoluna gitmişlerdir. İç pazarın payı düşük olmakla birlikte, Söktaş'la AB pazarında rekabet edecek ölçekte ve kalitede üreticilerin sayısı da oldukça sınırlıdır.

**Efeler Çiftliği- Türkiye ve Avrupa'nın en büyük süt üretim çiftliklerinden birisi.** Söktaş AŞ Aydın-Germencik'te kurulu olan ve 7,000 baş hayvan ile Türkiye'nin ve Avrupa'nın en büyük süt çiftliklerinden birisi olan Efeler Çiftliği'nin %84'üne sahiptir. İstanbul Portföy ise geçen yıl şirkete %16 pay ile ortak olmuştur. Efeler Çiftliği Tarım ve Orman Bakanlığı tarafından verilen Hastalıktan Ari İşletme sertifikasına sahiptir. Bu sertifikaya sahip işletmeler bakanlığın sığır ve Onaylı Süt Çiftliği desteklerinden yararlanmaktadırlar. Efeler ayrıca AB'den "Onaylı Süt Çiftliği" sertifikasına sahiptir. Şirket 2021 yılında kendi markasıyla paketlenmiş süt, peynir ve diğer süt ürünleri üretimine de başlayacaktır. 2020 yılında 25 milyon litre çiğ süt üreten Efeler Çiftliği dökme sütte Pınar Süt gibi sektör liderleri ve paketlenmiş ürünlerde ise Migros ile çalışmaktadır. Üstün süt kalitesi (yüksek yağ oranı ve mikrobiyolojik kalite) ile piyasa süt fiyatlarının %15-20 üzerinde fiyatlarla ürünlerini satabilen Efeler, aynı zamanda Türkiye işlenmiş süt mamulleri üretiminin yarısının yapıldığı Ege bölgesinde olmanın avantajlarından yararlanmaktadır. Şirketin 2022 yılında halka arzının planlanıyor olması da olumlu bir faktör olarak öne çıkmaktadır.

**2021 yılı tekstil için dönüm yılı olmaya aday.** Pandemi sonrası global tedarik zincirlerinde görülen sıkışma özellikle Avrupa pazarı için Türkiye'ye çok önemli fırsatlar sunmuştur. Bu bağlamda Türkiye'nin toplam pamuklu dokuma ihracatı 2021 yılının ilk 4 ayında 193 milyon USD ile yıllardır görülmemeyen bir seviyeye çıkmıştır. Tahminlerimize göre 2021 yılı sonunda toplam pamuklu dokuma ihracatı 600 mn USD seviyesini geçerek yıllık %40'ın üzerinde bir artış sergileyecektir. 2022-2023 döneminde 700 mn USD üzerine çıkmasını beklediğimiz toplam ihracatın tarihsel tepe noktası olan 2005 yılı düzeyini de geçmesi beklenmelidir.

**Söktaş Tekstil yeni döneme yeni bir strateji ile girmektedir.** 2018 yılı sonunda Hindistan'daki üretim tesislerini satan Söktaş üretim ve satış süreçlerinde kapsamlı bir değişikliğe gitmiştir. Bu stratejik değişimin ana hedefleri 1) ürün gamı ve stoklarda sadeleşme 2) sıkı maliyet kontrolü 3) ana pazarlara odaklanma ve 4) çevreye duyarlı/sürdürülebilir (ESG) üretim oluşturmaktadır. 2021 yılının ikinci çeyreğinde pandeminin etkisinin de azalmasıyla şirketin satışları hızlı bir artış göstermiştir. 2021 yılı sonunda toplam satışların bir önceki yıla göre TL bazında %60 (eur bazında %23) artarak 277 mn TL'ye çıkacağını tahmin etmekteyiz. Şirketin ana pazarı olan AB'deki rekabetçi konumunun güçlenmesi ve pandemi sonrası beklenen hızlı toparlanma ile Söktaş'ın 2022-2025 yılları arasında çok yüksek bir performans göstermesini beklemekteyiz.

**Söktaş'ın güncel piyasa değeri olumlu dinamikleri yansıtmıyor.** Söktaş'ın tekstil ve süt çiftçiliği faaliyetlerini İNA ve benzer şirket değerlemelerini kullanarak ayrı ayrı tahmin etmekteyiz. Bu tahminlerin ima ettiği şirket değerinden güncel esas faaliyetlerle ilişkisi olmayan, geçmiş yılların zararlarını finanse etmek için kullanılan borçları düştükten sonra 641 milyon TL hedef şirket değerine ulaşmaktayız. Hisse başına 8.2 TL hedef fiyat ile Söktaş hissesi için AL tavsiyesi vermekteyiz. 2022 yılı sonu için beklediğimiz VAFÖK tahminine göre 3.8x FD çarpanı ile işlem gören hisse fiyatının şirketin kendi alanlarında lider konumunda olan iş kollarının gerçek değerini yansıtmaktan çok uzak olduğunu düşünmekteyiz. Efeler Çiftliğinin olası planlanan halka arzı ise şirketin içindeki gizli değeri ortaya çıkarmada önemli bir katalist olacağına inanmaktayız. Şirket sermayesini %96.5 oranında bedelli artırarak 153.8 milyon TL'ye yükseltme kararı almıştır.

## AL

Fiyat: TL4.53

Hedef Fiyat: TL8.20

### Şirket Bilgileri

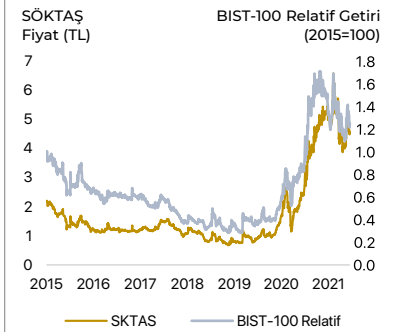
|                           |           |
|---------------------------|-----------|
| Hisse Kodu                | SKTAS     |
| Hisse Öneri               | AL        |
| Hedef Fiyat (TL)          | 8.20      |
| Hedef Getiri              | 81%       |
| Hisse Fiyatı (TL)         | 4.53      |
| 52 hafta fiyat aralığı    | 2.4 - 6.6 |
| Hisse Adedi (mn)          | 78.2      |
| HAO                       | 51%       |
| Piyasa Değeri (TL mn)     | 354       |
| Piyasa Değeri (USD mn)    | 42        |
| Firma Değeri (TL mn)      | 748       |
| Firma Değeri (USD mn)     | 90        |
| Net Borç (TL mn)          | 408       |
| Net Borç (USD mn)         | 49        |
| 3A OIH (USD mn)           | 1.3       |
| 3A OIH/HA Piyasa Değ. (%) | 6.0%      |

### Değerleme Çarpanları

|              | 21T  | 22T | 23T |
|--------------|------|-----|-----|
| F/K (x)      | 21.4 | 4.3 | 2.4 |
| FD/VAFÖK (x) | 5.4  | 3.8 | 2.8 |
| FD/Satışlar  | 1.7  | 1.3 | 1.0 |

Kaynak: INFO Araştırma tahminleri

### Fiyat Performansı



### INFO Araştırma Ekibi

Araştırma: +90 (212) 700-3769  
research@infoyatirim.com.tr

Kurumsal Satış: +90 (212) 700-3770  
sales@infoyatirim.com.tr

Lütfen raporun sonunda yer alan yasal uyarı notunu okuyunuz.

Tablo 1. **Söktaş** Ortaklık Yapısı

| Ortaklar              | Sermayedeki Payı (000 TL) | Sermayedeki Payı (%) | Oy Hakkı Oranı (%) |
|-----------------------|---------------------------|----------------------|--------------------|
| Kayhan Holding        | 18,726                    | 23.9                 | 23.9               |
| Eyüp Hilmi Kayhan     | 10,477                    | 13.4                 | 13.4               |
| Muharrem Hilmi Kayhan | 8,960                     | 11.5                 | 11.5               |
| Halka Açık Olan       | 40,070                    | 51.2                 | 51.2               |
| <b>Total</b>          | <b>78,233</b>             | <b>100.0</b>         | <b>100.0</b>       |

Kaynak: Şirket verileri

Tablo 2. **Söktaş** Grup Şirketlerinin Tarihsel Gelişimi

|   | 2010         | 2011                 | 2012         | 2013         | 2014         | 2015         | 2016         | 2017         | 2018            | 2019         | 2020         |
|---|--------------|----------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-----------------|--------------|--------------|
| Tekstil A.Ş. (Ana Şirket)               | Tekstil A.Ş. | Tekstil A.Ş.         | Tekstil A.Ş. | Tekstil A.Ş. | Tekstil A.Ş. | Tekstil A.Ş. | Tekstil A.Ş. | Tekstil A.Ş. | Tekstil A.Ş.    | Tekstil A.Ş. | Tekstil A.Ş. |
| <b>İş kolları ve bağlı ortaklıklar:</b> |              | <b>Kısmi bölünme</b> |              |              |              |              |              |              | <b>Birleşme</b> |              |              |
| Tekstil iş kolu                         | Tekstil A.Ş. | Dokuma AŞ            | Dokuma AŞ    | Dokuma AŞ    | Dokuma AŞ    | Dokuma AŞ    | Dokuma AŞ    | Dokuma AŞ    | Dokuma AŞ       | Tekstil A.Ş. | Tekstil A.Ş. |
| Süt hayvancılığı iş kolu                | Tekstil A.Ş. | Efeler A.Ş.          | Efeler A.Ş.  | Efeler A.Ş.  | Efeler A.Ş.  | Efeler A.Ş.  | Efeler A.Ş.  | Efeler A.Ş.  | Efeler A.Ş.     | Efeler A.Ş.  | Efeler A.Ş.  |
| Hindistan tekstil                       | India PVT    | India PVT            | India PVT    | India PVT    | India PVT    | India PVT    | India PVT    | India PVT    | India PVT       | India PVT    | India PVT    |
| Moova                                   | Moova        | Moova                | Moova        | Moova        | Moova        |              |              |              |                 |              |              |

Kaynak: Şirket verileri

Tablo 3. **Söktaş** Finansal Özet

## Söktaş AŞ

### Gelir Tablosu

| (TL mn)                             | 2018       | 2019       | 2020       | 2021T     | 2022T     | 2023T      | 2024T      | 2025T      |
|-------------------------------------|------------|------------|------------|-----------|-----------|------------|------------|------------|
| Net Satışlar                        | 411        | 306        | 261        | 438       | 586       | 735        | 894        | 1,081      |
| Satışların Maliyeti                 | -283       | -259       | -218       | -280      | -359      | -427       | -518       | -618       |
| Brüt Kar/Zarar                      | 128        | 83         | 87         | 158       | 227       | 309        | 376        | 463        |
| Faaliyet Giderleri                  | -60        | -56        | -55        | -48       | -62       | -76        | -91        | -110       |
| Diğer Faaliyet Giderleri            | -2         | -1         | -1         | 0         | 0         | 0          | 0          | 0          |
| Esas Faaliyet Kar/Zarar             | 68         | 27         | 31         | 110       | 165       | 233        | 285        | 354        |
| Diğer Faaliyetlerden Gelir/Giderler | 23         | 10         | 14         | 12        | 15        | 19         | 22         | 26         |
| Faaliyet Kar/Zararı                 | 91         | 37         | 45         | 122       | 180       | 252        | 307        | 380        |
| Finansman Giderleri                 | -149       | -82        | -90        | -79       | -52       | -43        | -26        | -22        |
| Diğer Gelirler                      | -3         | 25         | -5         | -27       | -38       | -45        | -56        | -59        |
| Vergi Öncesi Kar/Zarar              | -61        | -19        | -51        | 17        | 91        | 164        | 226        | 299        |
| Dönem Vergi Gideri                  | -16        | 5          | 2          | 2         | -9        | -16        | -34        | -60        |
| Sürdürülen Faaliyetlerden Kar/Zarar | -76        | -14        | -49        | 17        | 81        | 148        | 192        | 239        |
| <b>Net Kar/Zarar</b>                | <b>-76</b> | <b>-14</b> | <b>-49</b> | <b>17</b> | <b>81</b> | <b>148</b> | <b>192</b> | <b>239</b> |
| Düzeltilmiş VAFÖK                   | 98         | 71         | 83         | 139       | 199       | 269        | 327        | 402        |
| VAFÖK                               | 110        | 55         | 63         |           |           |            |            |            |

### Bilanço

| (TL mn)                         | 2018       | 2019       | 2020       | 2021T      | 2022T      | 2023T        | 2024T        | 2025T        |
|---------------------------------|------------|------------|------------|------------|------------|--------------|--------------|--------------|
| Dönen Varlıklar                 | 197        | 145        | 190        | 188        | 233        | 296          | 382          | 486          |
| Nakit ve Finansal Yatırımlar    | 13         | 17         | 41         | 34         | 36         | 53           | 69           | 85           |
| Ticari Alacaklar                | 81         | 42         | 53         | 55         | 65         | 80           | 101          | 158          |
| Stoklar                         | 89         | 70         | 79         | 76         | 106        | 132          | 162          | 180          |
| Diğer Dönen Varlıklar           | 16         | 16         | 17         | 22         | 27         | 32           | 51           | 63           |
| Duran Varlıklar                 | 586        | 437        | 613        | 669        | 733        | 802          | 902          | 1,031        |
| Maddi Duran Varlıklar           | 457        | 295        | 440        | 467        | 497        | 530          | 586          | 652          |
| Maddi Olmayan Duran Varlıklar   | 9          | 7          | 6          | 5          | 5          | 5            | 5            | 5            |
| Ticari Alacaklar                | 0          | 0          | 0          | 0          | 0          | 0            | 0            | 0            |
| Diğer Duran Varlıklar           | 120        | 135        | 168        | 200        | 233        | 269          | 311          | 373          |
| <b>Toplam Varlıklar</b>         | <b>783</b> | <b>582</b> | <b>803</b> | <b>857</b> | <b>966</b> | <b>1,099</b> | <b>1,285</b> | <b>1,516</b> |
| Kısa Vadeli Yükümlülükler       | 325        | 258        | 348        | 366        | 244        | 242          | 260          | 299          |
| Finansal Yükümlülükler          | 189        | 144        | 237        | 238        | 208        | 179          | 153          | 134          |
| Ticari Borçlar                  | 112        | 97         | 98         | 114        | 147        | 134          | 141          | 154          |
| Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler | 24         | 16         | 12         | 14         | 15         | 22           | 28           | 35           |
| Uzun Vadeli Yükümlülükler       | 328        | 263        | 272        | 199        | 193        | 183          | 174          | 174          |
| Finansal Yükümlülükler          | 247        | 201        | 184        | 159        | 139        | 120          | 102          | 89           |
| Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler | 77         | 55         | 80         | 40         | 54         | 64           | 72           | 85           |
| Özkaynaklar                     | 130        | 62         | 183        | 293        | 528        | 674          | 850          | 1,043        |
| <b>Toplam Yükümlülükler</b>     | <b>783</b> | <b>582</b> | <b>803</b> | <b>857</b> | <b>966</b> | <b>1,099</b> | <b>1,285</b> | <b>1,516</b> |

Kaynak: Şirket verileri, INFO Araştırma tahminleri

\*Düzeltilmiş VAFÖK Efeler Çiftliği'nin canlı hayvan satış maliyetlerinin SPK ve UFRS-41 kurallarına uygun olarak Yatırımlardan Elde edilen Kar/Zarar kalemine taşınması sonucu ortaya çıkan rakamlardır. Bu düzeltmenin 2020 VAFÖK'üne olan etkisi 20 mn TL artış olmakla birlikte net Kar/zarar'a bir etkisi olmamaktadır.

## Değerleme

**Tablo 4. Söktaş Finansal Borçlar**

| (TL mn)  | 2018        | 2019       | 2020       | 2021T      | 2022T      | 2023T      | 2024T      | 2025T      |
|--|-------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| Toplam Finansal Borçlar                              | <b>435</b>  | <b>345</b> | <b>422</b> | <b>397</b> | <b>347</b> | <b>299</b> | <b>256</b> | <b>224</b> |
| Esas faaliyetlere ait borçlar                        | 78          | 103        | 93         | 83         | 84         | 85         | 92         | 110        |
| Geçmiş zararların finansmanı için kullanılan borçlar | 358         | 252        | 339        | 314        | 264        | 214        | 164        | 114        |
| Toplam Finanman Giderleri                            | <b>-149</b> | <b>-82</b> | <b>-90</b> | <b>-79</b> | <b>-52</b> | <b>-43</b> | <b>-26</b> | <b>-22</b> |
| Esas faaliyetlere ait borçlar                        | -25         | -24        | -22        | -14        | -8         | -7         | -7         | -8         |
| Geçmiş zararların finansmanı için kullanılan borçlar | -123        | -58        | -68        | -65        | -43        | -36        | -19        | -14        |
| Ortalama fonlama maliyeti (%)                        |             | -19%       | -23%       | -20%       | -15%       | -15%       | -10%       | -10%       |

Kaynak: Şirket verileri, INFO Araştırma tahminleri

**Tablo 5. Söktaş Şirket Değerlemesi**

| Bölüm  | Değerleme Metodu                       | Hedef Şirket Değeri (TL mn) | Hedef Şirket Değeri Katkısı | Hedef FD/VAFÖK (x) | Hedef Nakit FD/VAFÖK (x) |
|--|--|-----------------------------|-----------------------------|--------------------|--------------------------|
| Söktaş Tekstil   | İNA                                    | <b>658</b>                  | 100%                        | 7.9                |                          |
| Efeler Çifliği   |  |                             |                             |                    |                          |
|  | İNA                                    | 408                         | 50%                         | 3.6                | 7.1                      |
|  | @Benzer Şirket medyan FD/VAFÖK çarpanı | 576                         | 50%                         | 5.1                | 10.0                     |
|  | Hedef Şirket Değeri (HŞD)              | 492                         |                             | 4.3                | 8.5                      |
|  | HŞD @84% pay                           | <b>413</b>                  |                             |                    |                          |
| <b>Söktaş AŞ Hedef Şirket Değeri (esas faaliyet dışı borç öncesi)</b>  |  | <b>1,071</b>                |                             |                    |                          |
| Esas Faaliyet Dışı Borç (anapara + faiz) Net Bugünkü Değer (NBD)       |  | 430                         |                             |                    |                          |
| <b>Söktaş AŞ Hedef Şirket Değeri (esas faaliyet dışı borç sonrası)</b> |  | <b>641</b>                  |                             |                    |                          |
| Bugünkü Piyasa Değeri (TL mn)  |  | 354                         |                             |                    |                          |
| <b>Hedef Hisse Fiyatı (TL)</b>   |  | <b>8.2</b>                  |                             |                    |                          |
| Hedef Getiri (%)   |  | 81                          |                             |                    |                          |

Kaynak: Şirket verileri, INFO Araştırma tahminleri

**Tablo 6. Söktaş Tekstil Bölümü** İndirgenmiş Nakit Akımları Değerlemesi

|   | 2020       | 2021T     | 2022T     | 2023T     | 2024T      | 2025T      |
|---|------------|-----------|-----------|-----------|------------|------------|
| Net Kar/zarar                               | 12         | 49        | 68        | 101       | 118        | 148        |
| +Amortisman Giderleri                       | 11         | 15        | 19        | 19        | 23         | 28         |
| -Yatırım Giderleri                          | -1         | -3        | -4        | -5        | -6         | -7         |
| -Net İşletme Sermayesindeki Değişim         | 20         | -33       | -9        | -34       | -38        | -64        |
| + Net Borçlardaki Değişim                   | -16        | -2        | 10        | 10        | 10         | 18         |
| <b>Öz Sermayeye Serbest Nakit Akışı</b>     | <b>26</b>  | <b>25</b> | <b>85</b> | <b>91</b> | <b>108</b> | <b>123</b> |
| İskonto Oranı                               |            | 0.89      | 0.73      | 0.59      | 0.48       | 0.39       |
| Tahmin Aralığı İçin İndirgenmiş Nakit Akışı | 239        | 22        | 62        | 54        | 52         | 48         |
| Uç Değer İçin İndirgenmiş Nakit Akışı       | 419        |           |           |           |            |            |
| <b>Hedef Piyasa Değeri</b>                  | <b>658</b> |           |           |           |            |            |
| -İştirakler                                 | 0          |           |           |           |            |            |
| +Net Borç (en son dönem)                    | 21         |           |           |           |            |            |
| +Azınlık Payları                            | 0          |           |           |           |            |            |
| <b>Hedef Firma Değeri (FD)</b>              | <b>678</b> |           |           |           |            |            |

**AOSM**

|                                     |       |   |
|-------------------------------------|-------|---|
| Risksiz Getiri Oranı                | 16.0% | >> Tekstil bölümü gelirleri YP cinsinden olduğu için daha düşük bir risksiz getiri oranı kullanmaktayız |
| Beta                                | 0.96  |   |
| Risk Primi                          | 7.0%  |   |
| Sermaye Maliyeti                    | 22.7% |   |
| Vergi Sonrası Borçlanma Maliyeti    | 13.1% |   |
| Sermayelendirme Oranı               | 13.7% |   |
| Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti | 21.4% |   |
| Uzun Dönemli Büyüme Oranı           | 10.0% |   |

Kaynak: Şirket verileri, INFO Araştırma tahminleri

**Tablo 7. Söktaş Tekstil Bölümü** Benzer Şirket Değerlemeleri

| BIST Kodu | Şirket Adı           | Ülke    | Piyasa Değeri<br>(USD mn) | Geçmiş 12 Ay |              |
|-----------|----------------------|---------|---------------------------|--------------|--------------|
|           |                      |         |                           | F/K (x)      | FD/VAFÖK (x) |
| ARSAN     | Arsan Tekstil        | Türkiye | 84                        | 6.0          | 10.1         |
| ATEKS     | Akın Tekstil         | Türkiye | 110                       | 24.1         | 13.1         |
| BOSSA     | Bossa                | Türkiye | 199                       | 27.5         | 8.2          |
| HATEK     | Hateks Hatay Tekstil | Türkiye | 45                        | 19.4         | 8.8          |
| KRTEK     | Karsu Tekstil        | Türkiye | 34                        | 19.1         | 5.3          |
| LUKSK     | Lüks Kadife          | Türkiye | 59                        | 52.3         | 14.3         |
| MNDRS     | Menderes Tekstil     | Türkiye | 64                        |              | 5.6          |
|           |                      | Medyan  | 64                        | 21.7         | 8.8          |

Kaynak: Bloomberg, EquityRT, INFO Araştırma Tahminleri

Tablo 8. **Söktaş Tekstil Bölümü** Finansal Tablolar

## Söktaş Tekstil

### Gelir Tablosu

| (TL mn)                             | 2018      | 2019      | 2020      | 2021T     | 2022T     | 2023T      | 2024T      | 2025T      |
|-------------------------------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|------------|------------|------------|
| Net Satışlar                        | 208       | 205       | 176       | 277       | 373       | 469        | 572        | 698        |
| Satışların Maliyeti                 | -134      | -147      | -117      | -188      | -252      | -304       | -376       | -455       |
| Brüt Kar/Zarar                      | 74        | 58        | 59        | 90        | 121       | 165        | 196        | 243        |
| Faaliyet Giderleri                  | -33       | -41       | -43       | -40       | -54       | -67        | -81        | -99        |
| Diğer Faaliyet Giderleri            | 0         | 0         | 0         | 0         | 0         | 0          | 0          | 0          |
| Esas Faaliyet Kar/Zarar             | 41        | 17        | 16        | 49        | 67        | 99         | 114        | 144        |
| Diğer Faaliyetlerden Gelir/Giderler | 14        | 2         | 2         | 5         | 7         | 10         | 11         | 14         |
| Faaliyet Kar/Zararı                 | 55        | 18        | 18        | 54        | 74        | 108        | 126        | 158        |
| Finansman Giderleri                 | -5        | -7        | -8        | -5        | -4        | -4         | -4         | -5         |
| Diğer Gelirler                      | 21        | 5         | 5         | 11        | 15        | 22         | 25         | 32         |
| Vergi Öncesi Kar/Zarar              | 72        | 17        | 15        | 60        | 85        | 126        | 147        | 184        |
| Dönem Vergi Gideri                  | -13       | -3        | -3        | -12       | -17       | -25        | -29        | -37        |
| Sürdürülen Faaliyetlerden Kar/Zarar | 59        | 14        | 12        | 48        | 68        | 101        | 117        | 148        |
| <b>Net Kar/Zarar</b>                | <b>59</b> | <b>14</b> | <b>12</b> | <b>49</b> | <b>68</b> | <b>101</b> | <b>118</b> | <b>148</b> |
| VAFÖK                               | 51        | 28        | 27        | 64        | 86        | 117        | 137        | 172        |

### Bilanço

| (TL mn)                         | 2018       | 2019       | 2020       | 2021T      | 2022T      | 2023T      | 2024T      | 2025T      |
|---------------------------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| Dönen Varlıklar                 | 83         | 94         | 92         | 125        | 157        | 201        | 264        | 347        |
| Nakit ve Finansal Yatırımlar    | 2          | 7          | 22         | 19         | 19         | 23         | 29         | 35         |
| Ticari Alacaklar                | 22         | 28         | 25         | 38         | 41         | 50         | 64         | 115        |
| Stoklar                         | 53         | 52         | 41         | 62         | 89         | 117        | 144        | 162        |
| Diğer Dönen Varlıklar           | 7          | 6          | 4          | 6          | 8          | 10         | 27         | 35         |
| Duran Varlıklar                 | 160        | 199        | 315        | 346        | 380        | 418        | 480        | 551        |
| Maddi Duran Varlıklar           | 155        | 192        | 311        | 342        | 376        | 414        | 476        | 547        |
| Maddi Olmayan Duran Varlıklar   | 5          | 7          | 4          | 4          | 4          | 4          | 4          | 4          |
| Ticari Alacaklar                | 0          | 0          | 0          | 0          | 0          | 0          | 0          | 0          |
| Diğer Duran Varlıklar           | 0          | 0          | 0          | 0          | 0          | 0          | 0          | 0          |
| <b>Toplam Varlıklar</b>         | <b>243</b> | <b>293</b> | <b>408</b> | <b>471</b> | <b>537</b> | <b>618</b> | <b>744</b> | <b>898</b> |
| Kısa Vadeli Yükümlülükler       | 74         | 110        | 97         | 97         | 131        | 146        | 177        | 206        |
| Finansal Yükümlülükler          | 30         | 58         | 42         | 40         | 50         | 60         | 70         | 88         |
| Ticari Borçlar                  | 42         | 49         | 45         | 46         | 69         | 67         | 83         | 87         |
| Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler | 2          | 3          | 10         | 11         | 12         | 19         | 24         | 31         |
| Uzun Vadeli Yükümlülükler       | 0          | 0          | 0          | 0          | 0          | 0          | 0          | 0          |
| Finansal Yükümlülükler          | 0          | 0          | 0          | 0          | 0          | 0          | 0          | 0          |
| Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler | 0          | 0          | 0          | 0          | 0          | 0          | 0          | 0          |
| Özkaynaklar                     | 169        | 183        | 276        | 325        | 337        | 386        | 454        | 687        |
| <b>Toplam Yükümlülükler</b>     | <b>243</b> | <b>293</b> | <b>407</b> | <b>471</b> | <b>537</b> | <b>619</b> | <b>744</b> | <b>898</b> |

Kaynak: Şirket verileri, INFO Araştırma Tahminleri

Tablo 9. **Efeler Çiftliği** İndirgenmiş Nakit Akımları Değerlemesi

| (TL mn)                                     | 2018         | 2019         | 2020         | 2021T        | 2022T      | 2023T       | 2024T       | 2025T       |
|---|--------------|--------------|--------------|--------------|------------|-------------|-------------|-------------|
| Esas Faaliyet Karı                          | 43.0         | 37.8         | 49.2         | 67.7         | 106.1      | 143.9       | 181.5       | 222.0       |
| Canlı Varlık Makul Değer Farkı              | -37.2        | -36.1        | -44.2        | -41.6        | -56.0      | -66.9       | -80.2       | -96.1       |
| Nakit VAFÖK                                 | 9.9          | 6.2          | 11.7         | 33.3         | 57.6       | 84.8        | 109.3       | 134.3       |
| Nakit VAFÖk Marjı (%)                       | 19.1         | 9.8          | 14.8         | 28.0         | 36.8       | 42.6        | 45.2        | 46.7        |
| VAFÖK                                       | 47.1         | 42.3         | 55.9         | 74.9         | 113.6      | 151.7       | 189.6       | 230.4       |
| Yatırım Harcamaları                         | 16.0         | 19.6         | 23.5         | 24.7         | 30.4       | 34.8        | 39.9        | 45.9        |
| Vergi                                       | 8.6          | 7.6          | 9.8          | 16.9         | 24.4       | 33.1        | 41.7        | 51.1        |
| Net İşletme Sermayesindeki Değişim          | -6.4         | -16.8        | -3.3         | -3.1         | 0.8        | 16.9        | 21.1        | 1.7         |
| <b>Serbest Nakit Akımları</b>               | <b>-21.1</b> | <b>-37.8</b> | <b>-24.9</b> | <b>-11.4</b> | <b>3.6</b> | <b>33.8</b> | <b>48.8</b> | <b>39.1</b> |
| İskonto Oranı                               |              |              |              | 0.90         | 0.74       | 0.62        | 0.51        | 0.42        |
| Tahmin Aralığı İçin İndirgenmiş Nakit Akışı | 54           |              |              | -10          | 3          | 21          | 25          | 16          |
| Uç Değer İçin İndirgenmiş Nakit Akışı       | 355          |              |              |              |            |             |             |             |
| <b>Hedef Piyasa Değeri</b>                  | <b>409</b>   |              |              |              |            |             |             |             |
| -İştirakler                                 | 0.0          |              |              |              |            |             |             |             |
| +Net Borç (en son dönem)                    | 33           |              |              |              |            |             |             |             |
| +Azınlık Payları                            | 0            |              |              |              |            |             |             |             |
| <b>Hedef Firma Değeri (FD)</b>              | <b>441</b>   |              |              |              |            |             |             |             |
| <b>AOSM</b>                                 |              |              |              |              |            |             |             |             |
| Risksiz Faiz Oranı                          | %18.0        |              |              |              |            |             |             |             |
| Hisse Senedi Risk Primi                     | %7.0         |              |              |              |            |             |             |             |
| Beta  | 0.44         |              |              |              |            |             |             |             |
| Sermaye Maliyeti                            | %21.1        |              |              |              |            |             |             |             |
| Borçlanma Maliyeti                          | %15.4        |              |              |              |            |             |             |             |
| Borç/Sermaye+Borç                           | %42.1        |              |              |              |            |             |             |             |
| <b>AOSM</b>                                 | <b>%17.3</b> |              |              |              |            |             |             |             |
| Terminal Büyüme Oranı                       | %11.5        |              |              |              |            |             |             |             |

Kaynak: Şirket verileri, INFO Araştırma Tahminleri

Tablo 10. **Efeler Çiftliği** Önemli Göstergeler

|   | Efeler Çiftliği | Yaprak Süt ve Besi Çiftliği |
|---|-----------------|-----------------------------|
| Toplam Baş Sayısı                       | 6,951           | 2,655                       |
| Sağılan Baş Sayısı                      | 2,707           | 929                         |
| Piyasa Değeri (USD mn)*                 | 48              | 54                          |
| Hayvan Başına Düşen Piyasa Değeri (USD) | 6,842           | 20,347                      |
| VAFÖK (USD mn)                          | 8.0             | 1.4                         |
| Hayvan Başına Düşen VAFÖK (USD)         | 1,147           | 537                         |

Kaynak: Şirket verileri, INFO Araştırma Tahminleri

**Tablo 11. Efeler Çiftliği** Hindistan Pazarında Gerçekleşen Önemli Birleşme ve Satın Almalar

| Özel Sermaye Şirketi     | Hedef Şirket | Özel Sermaye Fonu | Tarih | Fiyat<br>(USD mn) | Alınan Hisse | FD/<br>VAFÖK (x) | FD/<br>Net Satışlar (x) | VAFÖK<br>Marjı (%) |
|--------------------------|--------------|-------------------|-------|-------------------|--------------|------------------|-------------------------|--------------------|
|                          |              |                   |       |                   | Oranı<br>(%) |                  |                         |                    |
| Osam Dairy               | CDC          |                   | 2019  | 11                | 36           | na               | 1.1                     | na                 |
| Dodla Dairy              | TPG          |                   | 2017  | 50                | 27           | 11.6             | 1.0                     | 8.5                |
| Dairy Classic Ice Creams | Motital      |                   | 2016  | 17                | 39           | 13.6             | 1.7                     | 12.2               |
| Parag Milk               | IDFC         |                   | 2016  | 10                | 3            | 23.3             | 1.8                     | 7.5                |
| Prabhat Dairy            | TVS          |                   | 2015  | 13                | 8            | 13.3             | 1.4                     | 10.3               |
| Dodla Dairy              | Proparco     |                   | 2012  | 20                | 24           | 11.6             | 0.7                     | 5.8                |
| Medyan                   |              |                   |       | 15                | 26           | <b>13.3</b>      | 1.3                     | 8.5                |

**M&A İşlemleri**

| Hedef Şirket       | Satın Alan Şirket | Tarih | Fiyat<br>(USD mn) | Alınan Hisse<br>(%) | FD/<br>VAFÖK (x) | FD/<br>Net Satışlar (x) | VAFÖK<br>Marjı (%) |
|--------------------|-------------------|-------|-------------------|---------------------|------------------|-------------------------|--------------------|
| Prabhat Dairy      | Trimala Milk      | 2019  | 238               | 100                 | 12.7             | 1.1                     | 8.8                |
| Anik Dairy         | Groupe Lacralis   | 2016  | 67                | 100                 | na               | na                      | na                 |
| Creamline          | Godrej            | 2015  | 23                | 25                  | 20.0             | 0.7                     | 3.6                |
| Nilgiri Dairy Farm | Future Consumer   | 2014  | 49                | 100                 | na               | 1.7                     | na                 |
| Trimala Milk       | Groupe Lacralis   | 2014  | 275               | 100                 | 13.8             | 1.2                     | 9.6                |
| Medyan             |                   |       | 67                | 100                 | 13.8             | 1.2                     | 8.8                |

Kaynak: Şirket verileri, INFO Araştırma Tahminleri

**Tablo 12. Efeler Çiftliği** Benzer Şirket Değerlemeleri

| Şirket Adı                          | Kod        | Piyasa Değeri<br>(USD mn) | F/K (x) | FD/VAFÖK (x) | PD/Satışlar (x) | PD/DD (x) |
|-------------------------------------|------------|---------------------------|---------|--------------|-----------------|-----------|
| Pınar Et Ve Un                      | PETUN:IS   | 95                        | 10.3    | 10.2         | 1.0             | 1.2       |
| Pınar Süt                           | PNSUT:IS   | 99                        | 19.0    | 9.6          | 0.4             | 0.8       |
| Yaprak Süt ve Besi Çift.            | YAPRK:IS   | 54                        | 127.8   | 57.8         | 15.3            | 17.5      |
| Medyan                              |            |                           | 19.0    | 10.2         | 1.0             | 1.2       |
| Almarai Co JSC (SAR)                | 2280:SA    | 16,400                    | 28.2    | 16.3         | 4.4             | 3.42      |
| Saudia Dairy & Foodstuff Co (RİYAL) | 2270:SA    | 1,563                     | 16.8    | 11.3         | 2.1             | 3.62      |
| China Modern Dairy Hold (000 RMB)   | 1117:HK    | 1,566                     | 7.9     | 5.3          | 1.6             | 1.43      |
| China Mengniu Dairy Co Ltd          | 2319:HK    | 23,371                    | 24.1    | 17.7         | 1.6             | 4.23      |
| BRIGHT DAIRY & FOOD CO LTD-A        | 600597:CNA | 2,890                     | 24.0    | 8.6          | 0.7             | 3.18      |
| INNER MONGOLIA YILI INDUS-A         | 600887:CNA | 34,965                    | 23.3    | 15.7         | 1.9             | 6.81      |
| MEGMILK SNOW BRAND CO LTD           | 6MG:DEB    | 1,413                     | 10.6    | 0.0          | 0.0             | 0.82      |
| MORINAGA MILK INDUSTRY CO           | MO8:DEF    | 2,634                     | 13.6    | 0.1          | 0.0             | 1.45      |
| WANT WANT CHINA HOLDINGS LTD        | 4HQ:DEB    | 11,072                    | 17.7    | 1.1          | 0.3             | 5.75      |
| Medyan                              |            |                           | 17.7    | 8.6          | 1.6             | 3.4       |

Kaynak: Şirket verileri, Bloomberg, EquityRT, INFO Araştırma Tahminleri



Tablo 13. **Efeler Çiftliği** İndirgenmiş Nakit Akımları Değerlemesi

## Efeler Çiftliği

### Gelir Tablosu

| (TL mn)                                    | 2018     | 2019     | 2020      | 2021T     | 2022T     | 2023T     | 2024T     | 2025T      |
|--|----------|----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|------------|
| Net Satışlar                               | 52       | 63       | 79        | 119       | 157       | 199       | 242       | 287        |
| Satışların Maliyeti                        | 37       | 36       | 44        | 42        | 56        | 67        | 80        | 96         |
| Brüt Kar/Zarar                             | -48      | -63      | -74       | -92       | -107      | -123      | -141      | -163       |
| Faaliyet Giderleri                         | -5       | -6       | -5        | -8        | -8        | -9        | -10       | -10        |
| Diğer Faaliyet Giderleri                   | 0        | 0        | 0         | 0         | 0         | 0         | 0         | 0          |
| Esas Faaliyet Kar/Zarar                    | 36       | 31       | 44        | 60        | 98        | 134       | 171       | 210        |
| Diğer Faaliyetlerden Gelir/Giderler        | 7        | 7        | 5         | 7         | 8         | 9         | 11        | 12         |
| Faaliyet Kar/Zararı                        | 43       | 38       | 49        | 68        | 106       | 144       | 181       | 222        |
| Finansman Giderleri                        | -21      | -17      | -15       | -9        | -4        | -3        | -2        | -3         |
| Diğer Gelirler                             | -16      | -23      | -26       | -37       | -53       | -67       | -81       | -91        |
| Vergi Öncesi Kar/Zarar                     | 6        | -2       | 9         | 21        | 49        | 74        | 98        | 128        |
| Dönem Vergi Gideri                         | 2        | 4        | 2         | 6         | 15        | -2        | -10       | -10        |
| <b>Sürdürülen Faaliyetlerden Kar/Zarar</b> | <b>9</b> | <b>1</b> | <b>10</b> | <b>27</b> | <b>64</b> | <b>72</b> | <b>88</b> | <b>118</b> |
| Net Kar/Zarar                              | 10       | 6        | 12        | 33        | 58        | 85        | 109       | 134        |
| Düzeltilmiş VAFÖK                          | 47       | 42       | 56        | 75        | 114       | 152       | 190       | 230        |
| VAFÖK                                      | 35       | 24       | 36        |           |           |           |           |            |

### Bilanço

| (TL mn)                         | 2018       | 2019       | 2020       | 2021T      | 2022T      | 2023T      | 2024T      | 2025T      |
|---------------------------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| Dönen Varlıklar                 | 31         | 35         | 56         | 63         | 76         | 96         | 118        | 139        |
| Nakit ve Finansal Yatırımlar    | 9          | 10         | 19         | 15         | 17         | 30         | 40         | 50         |
| Ticari Alacaklar                | 7          | 8          | 12         | 17         | 24         | 29         | 36         | 43         |
| Stoklar                         | 10         | 7          | 12         | 15         | 17         | 15         | 17         | 18         |
| Diğer Dönen Varlıklar           | 5          | 10         | 13         | 16         | 18         | 21         | 24         | 28         |
| Duran Varlıklar                 | 195        | 214        | 297        | 323        | 352        | 385        | 422        | 479        |
| Maddi Duran Varlıklar           | 83         | 80         | 129        | 125        | 121        | 116        | 111        | 105        |
| Maddi Olmayan Duran Varlıklar   | 0          | 0          | 1          | 1          | 1          | 1          | 1          | 1          |
| Ticari Alacaklar                | -7         | -6         | -5         | -4         | -3         | -2         | -1         | 0          |
| Diğer Duran Varlıklar           | 120        | 140        | 172        | 200        | 233        | 269        | 311        | 373        |
| <b>Toplam Varlıklar</b>         | <b>226</b> | <b>249</b> | <b>352</b> | <b>386</b> | <b>429</b> | <b>480</b> | <b>540</b> | <b>619</b> |
| Kısa Vadeli Yükümlülükler       | 46         | 81         | 91         | 106        | 113        | 96         | 84         | 93         |
| Finansal Yükümlülükler          | 18         | 21         | 35         | 35         | 33         | 25         | 22         | 22         |
| Ticari Borçlar                  | 18         | 36         | 54         | 67         | 78         | 67         | 58         | 67         |
| Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler | 10         | 24         | 3          | 3          | 3          | 3          | 4          | 4          |
| Uzun Vadeli Yükümlülükler       | 65         | 60         | 50         | 44         | 53         | 62         | 71         | 85         |
| Finansal Yükümlülükler          | 30         | 24         | 16         | 8          | 1          | 0          | 0          | 0          |
| Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler | 42         | 42         | 39         | 40         | 54         | 64         | 72         | 85         |
| Özkaynaklar                     | 115        | 109        | 211        | 236        | 262        | 323        | 385        | 441        |
| <b>Toplam Yükümlülükler</b>     | <b>226</b> | <b>249</b> | <b>352</b> | <b>386</b> | <b>429</b> | <b>480</b> | <b>540</b> | <b>619</b> |

Kaynak: Şirket verileri, INFO Araştırma Tahminleri

## Uyarı Notu

Bu raporda yer alan her türlü bilgi, değerlendirme, yorum, istatistiki şekil ve bilgiler hazırlandığı tarih itibari ile mevcut piyasa koşulları ve güvenilirliğine inanılan kaynaklardan elde edilerek derlenmiştir ve İfo Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından genel bilgilendirme amacı ile hazırlanmıştır. Sunulan bilgilerin doğruluğu ve bunların yatırım kararlarına uygunluğu tarafımızca garanti edilmemektedir. Bu bilgiler belli bir getirinin sağlanmasına yönelik olarak verilmemekte olup alım satım kararını destekleyebilecek yeterli bilgiler burada bulunmayabilir. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Herhangi bir yatırım aracının alım-satım önerisi ya da getiri vaadi olarak yorumlanmamalıdır. Bu görüşler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Bu nedenle bu sayfalarda yer alan bilgilerdeki hatalardan, eksikliklerden ya da bu bilgilere dayanılarak yapılan işlemlerden, yorum ve bilgilerin kullanılmasından doğacak her türlü maddi/manevi zararlardan ve her ne şekilde olursa olsun üçüncü kişilerin uğrayabileceği her türlü doğrudan ve/veya dolaylı zararlardan dolayı İfo Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ile bağlı kuruluşları, çalışanları, yöneticileri ve ortakları sorumlu tutulamaz. Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir.

11 Haziran 2021 tarihinde İngilizce olarak yayınlanan şirket raporu sonrasında şirket bedelli sermaye artırımını yapacağını bildirmiştir. Bedelli sermaye artırımını süreci, aracı kurum olarak İfo Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından gerçekleştirilecektir. Türkçe raporda, İngilizce rapora ek olarak bedelli sermaye artırımını yapılacağı bilgisi yer almakla birlikte finansal tahminler ve hedef fiyatta bir değişiklik yapılmamıştır.

### INFO Yatırım Araştırma Ekibi

Oytun Altaşlı Widmer– Araştırma Direktörü

Ercan Uysal– YK Danışmanı

Çağlar Toros– Uzman Analist

Bartu Çolak– Yardımcı Uzman Analist

Kutay Ağırbaş– Yardımcı Uzman Analist