

Şeker Yatırım Menkul Değerler Anonim Şirketi
Fiyat Tespit Raporu'na İlişkin Hazırlanan Fiyat Analiz Raporu

29.11.2023

Şeker Yatırım Menkul Değerler Anonim Şirketi Fiyat Analiz Raporu

İşbu rapor; Sermaye Piyasası Kurulu'nun ("SPK") 22.06.2013 tarihli Resmi Gazete'de yayımlanan Seri: VII, No: 128.1 Pay Tebliği'nin 29. Maddesi 2. fıkrası ve 2016/27 sayılı SPK bülteninde alınan ilke karar çerçevesinde Deniz Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş. tarafından hazırlanmış ve yayımlanmıştır.

Fiyat Tespit Raporu'na ilişkin hazırlanan Analiz Raporu'nda 6. kısımda bulunan fiyata ilişkin değerlendirmelerimizin dışında kalan tüm bilgi ve veriler izahname ve ekleri, tasarruf sahiplerine satış duyurusu ile Global Menkul Değerler A.Ş. ("Global Menkul") tarafından hazırlanan Fiyat Tespit Raporu ("FTR")'ndan alınmıştır.

1. Şeker Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("Şeker Yatırım" veya "Şirket")

Şirket 1996 yılında kurulmuş olup SPK'dan alınan "Geniş Yetkili Aracı Kurum" izni kapsamında; işlem aracılığı, bireysel portföy yöneticiliği, yatırım danışmanlığı, aracılık yüklenimi suretiyle halka arza aracılık faaliyetlerini gösterirken; sınırlı saklama hizmeti, genel saklama hizmeti, Borsa İstanbul A.Ş. Pay Piyasası, Borçlanma Araçları Piyasası, Vadeli işlem ve Opsiyon Piyasası ile Kaldıraçlı Alım Satım İşlemlerinde aracılık hizmetlerini de vermektedir.

2. Mali Tablolar

2.1. Finansal Durum Tabloları

Varlıklar - TL	31.12.2020	31.12.2021	31.12.2022	30.06.2023
Dönen Varlıklar	429.203.836	468.057.984	1.410.030.119	928.332.008
Nakit ve Nakit Benzerleri	61.408.657	78.228.228	303.679.632	152.455.643
Finansal Yatırımlar	167.668.551	77.692.824	157.607.045	103.616.972
Ticari Alacaklar	199.231.693	311.111.918	947.027.389	665.620.048
Peşin Ödenmiş Giderler	894.935	1.025.014	1.716.053	6.639.345
Duran Varlıklar	53.033.796	60.532.162	109.399.148	189.327.999
Diğer Alacaklar	7.020.843	8.332.654	22.459.130	15.046.630
Finansal Yatırımlar	0	0	1.365.521	1.365.521
Maddi Duran Varlıklar	44.816.892	51.279.489	83.616.410	171.087.190
Kullanım Hakkı Varlıkları	161.327	76.840	203.158	0
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	1.011.192	807.335	1.673.909	1.451.287
Diğer Duran Varlıklar	23.542	35.844	81.020	377.371
TOPLAM VARLIKLAR	482.237.632	528.590.146	1.519.429.267	1.117.660.007

Kaynaklar - TL	31.12.2020	31.12.2021	31.12.2022	30.06.2023
Kısa Vadeli Yükümlülükler	379.636.092	412.132.717	1.241.915.972	741.469.000
Kısa Vadeli Borçlanmalar	159.570.836	199.013.896	318.884.151	376.759.929
Kiralama İşlemlerinden Borçlar	208.510	112.708	60.180	0
Ticari Borçlar	210.586.343	198.763.121	900.175.077	347.623.642
Diğer Borçlar	7.011.579	4.668.968	7.702.549	7.606.658
Dönem Karı Vergi Yükümlülüğü	1.006.233	4.269.109	4.945.106	4.821.330
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	241.801	4.109.236	8.407.461	1.604.164
Çalışanlara Sağlanan Faydalara İlişkin Kısa Vadeli Karşılıklar	1.010.790	1.195.679	1.741.448	3.053.277
Uzun Vadeli Yükümlülükler	8.315.703	9.914.492	17.651.397	35.054.933
Kiralama İşlemlerinden Borçlar	0		160.819	0
Çalışanlara Sağlanan Faydalara İlişkin Uzun Vadeli Karşılıklar	3.831.408	4.528.813	11.278.755	5.827.954
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	4.484.295	5.385.679	6.211.823	29.226.979
Özkaynaklar	94.285.837	106.542.937	259.861.898	341.136.074
TOPLAM KAYNAKLAR	482.237.632	528.590.146	1.519.429.267	1.117.660.007

2.2. Kar/Zarar Tablosu

Kar veya Zarar Tablosu - TL	2020	2021	2022	2022/06	2023/06
Hasılat	26.834.841.824	25.711.284.826	28.660.702.917	12.877.228.274	12.028.969.684
Satışların Maliyeti	-26.759.772.997	-25.581.857.676	-28.481.135.241	-12.809.015.518	-11.892.279.064
Brüt Kâr/(Zarar)	75.068.827	129.427.150	179.567.676	68.212.756	136.690.620
Pazarlama Giderleri	-10.546.324	-13.806.656	-20.534.586	-7.922.852	-13.088.733
Genel Yönetim Giderleri	-43.945.893	-61.354.557	-102.690.419	-40.845.964	-76.721.348
Esas Faaliyetlerden Diğ. Gel.	5.280.660	20.042.873	16.668.990	10.474.828	21.866.484
Esas Faaliyetlerden Diğ. Gid.	-399.113	-1.368.543	-884.938	-558.638	-6.467.001
Faaliyet Kârı / (Zararı)	25.458.157	72.940.267	72.126.723	29.360.130	62.280.022
Finansman Gelirleri	23.211.024	11.203.163	30.512.824	7.607.437	14.444.467
Finansman Giderleri	-17.585.987	-57.130.902	-48.903.546	-21.555.216	-44.009.969
Vergi Öncesi Kârı/(Zararı)	31.083.194	27.012.528	53.736.001	15.412.351	32.714.520
Vergi Gelir/(Gideri)	-4.288.822	-8.301.726	-3.710.844	1.618.242	-8.730.015
Dönem Net Kârı/(Zararı)	26.794.372	18.710.802	50.025.157	17.030.593	23.984.505

3. Halka Arza İlişkin Bilgiler

Global Menkul – Şeker Yatırım Halka Arz Fiyat Tespit Raporu Özeti - Milyon TL	
Halka Arz Şekli	Sermaye Artışı ve Ortak Satışı
Çıkarılmış Sermaye	120,0
Halka Arz Edilecek Pay Adedi	52,5
<i>Sermaye Artırımı</i>	35,0
<i>Ortak Satışı</i>	17,5
Halka Arz Sonrası Çıkarılmış Sermaye	155,0
Halka Arz Sonrası Halka Açıklık Oranı	33,87%
Halka Arz Birim Pay Fiyatı (TL)	7,00 TL
Halka Arz Edilecek Payların Değeri (milyon TL)	367,5
Halka Arz Öncesi Hesaplanan Piyasa Değeri (<i>İskonto Öncesi</i>)	1.053,1
<i>Halka Arz İskontosu</i>	20,24%
Halka Arz Öncesi Piyasa Değeri	840,0
Halka Arz Sonrası Piyasa Değeri	1.085,0

4. Değerleme Yöntemleri

Global Menkul tarafından hazırlanan FTR’de, Şeker Yatırım paylarının halka arz fiyatının belirlenmesi amacıyla kullanılan yöntemler aşağıda yer almaktadır.

- 1) Çarpan Analizi
- 2) İndirgenmiş Nakit Akımları (“İNA”) Analizi

Nihai değer hesaplamasında Çarpan Analizi ve İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi yöntemleri eşit ağırlıklandırılmıştır.

4.1. Çarpan Analizi Yöntemi ile Piyasa Değeri Tespiti

Şeker Yatırım’ın şirket değerinin hesaplamasında; Fiyat/Kazanç (“F/K”) ve Piyasa Değeri/Defter Değeri (“PD/DD”) çarpanları yaklaşımlarına yer verilmiştir. Şirket, yerli ve yabancı benzer şirketler ile karşılaştırılmış olup aracılık faaliyetleri gösteren şirketlerin çarpan verileri 14.09.2023 tarihi itibarıyla dikkate alınmıştır.

F/K analizinde 2023 yılı proforma net dönem karı kullanılmıştır. 2023 yıl sonu tahmininin kullanılmasının sebebi; 2022 yılında artırılan toplam 90.000.000 TL’lik sermayenin kaydırılmış net dönem karına etkisinin tam olarak yansıyamaması olarak açıklanmıştır. PD/DD analizinde ise Şirket’in 30.06.2023 tarihi itibarıyla sahip olduğu özkaynakları kullanılmıştır.

Şeker Yatırım - Mn TL	Net Kar
2023 T (Proforma)	97,6

Şeker Yatırım - Mn TL	Özkaynak
30.06.2023	341,1

FTR'de yer verilen yerli ve yabancı benzer firmaların çarpanlarına ilişkin medyan değerleri aşağıda yer almaktadır.

Benzer Şirket Çarpanları	F/K	PD/DD
Yerli Benzer Şirketler	10,37	5,19
Yabancı Benzer Şirketler	14,43	2,29

Yurt içi Benzer F/K Çarpanına Göre Şirket Değer Hesaplaması	
F/K Çarpanı (Medyan)	10,37
Net Dönem Karı TL (2023T)	97,6
Özsermaye Değeri (TL)	1.011,7
İndirgenmiş Özsermaye Değeri	895,3

Yurt içi Benzer PD/DD Çarpanına Göre Şirket Değer Hesaplaması	
PD/DD Çarpanı (Medyan)	5,19
Özkaynak	341,1
Özsermaye Değeri (TL)	1.770,5

Yurt Dışı Benzer F/K Çarpanına Göre Şirket Değer Hesaplaması	
F/K Çarpanı (Medyan)	14,43
Net Dönem Karı TL (2023T)	97,6
Özsermaye Değeri (TL)	1.408,8
İndirgenmiş Özsermaye Değeri	1.246,7

Yurt Dışı Benzer PD/DD Çarpanına Göre Şirket Değer Hesaplaması	
PD/DD Çarpanı (Medyan)	2,29
Özkaynak	341,1
Özsermaye Değeri (TL)	782,1

F/K ile hesaplanan özsermaye değeri 2023 yılı için tahmin edilen sermaye maliyeti (6 aylık - %13) ile değerlendirme tarihine indirgenmiştir.

F/K ve PD/DD çarpanları ile hesaplanan değerler sırasıyla %50, %50 oranlarında ağırlıklandırılarak **Çarpan Analizi ile Şirket Değeri 1.173.641.119 TL** olarak hesaplanmıştır.

Şirket Değeri - Mn TL	F/K	PD/DD
Yabancı Benzer Şirketler	1.247	782
<i>Ağırlık</i>	25%	25%
Yerli Benzer Şirketler	1.770	895
<i>Ağırlık</i>	25%	25%
Çarpan Analizi Şirket Değeri	1.174	

4.2. İndirgenmiş Nakit Akımları ("İNA") Analizi Yöntemi ile Piyasa Değeri Tespiti

İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi yöntemi ile hesaplanan Şirket Değeri'ne ilişkin özet veriler aşağıdaki tablolarda yer almaktadır. FTR'de Şirket Değeri'nin hesaplanmasında 2023-2032 dönemi Özsermaye Artık Getiri Modeli kullanılmış, sermaye maliyeti 2023 ve izleyen yıllar için aşağıdaki tabloda yer aldığı şekilde hesaplanmıştır. Uç değer hesaplaması için büyüme oranı %5,0 olarak varsayılmıştır.

Sermaye Maliyeti	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	2032T
Risksiz Getiri Oranı	20,00%	19,50%	19,00%	18,50%	18,00%	17,50%	17,00%	16,50%	16,00%	15,50%
Piyasa Risk Primi	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%
Beta	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
Sermaye Maliyeti	26,00%	25,50%	25,00%	24,50%	24,00%	23,50%	23,00%	22,50%	22,00%	21,50%

Özsermaye Artık Getiri Modeli Mn TL	2022G	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	2032T
Net Kar	50	98	136	157	219	317	400	491	613	722	855
<i>Net Kar Değişim</i>		95,1%	39,6%	14,9%	40,1%	44,7%	25,9%	22,9%	24,9%	17,7%	18,5%
Dönem Sonu Özsermaye Defter Değeri	260	389	477	551	672	847	1.034	1.254	1.531	1.830	2.185
<i>Özsermaye Değişim</i>		49,6%	22,8%	15,5%	22,0%	25,9%	22,1%	21,2%	22,1%	19,5%	19,4%
Özsermaye Maliyeti (-)		102	122	138	165	204	244	289	345	403	470
Özsermaye Artık Getirisi (-)		-3	15	19	55	114	157	203	269	320	386
<i>İskonto Faktörü</i>	<i>1</i>	<i>0,79</i>	<i>0,63</i>	<i>0,51</i>	<i>0,41</i>	<i>0,33</i>	<i>0,27</i>	<i>0,22</i>	<i>0,18</i>	<i>0,14</i>	<i>0,12</i>
İndirgenmiş Özsermaye Artık Getirisi		-3	9	9	22	37	42	44	47	46	46
İndirgenmiş Özsermaye Artık Getirisinin Bugünkü Değeri	300,1										

Şirket Değer Hesaplaması (milyon TL)	
İndirgenmiş Özsermaye Artık Getirisinin Bugünkü Değeri	300,1
Özsermaye Değeri 30.06.2023	341,1
Artık Getirilerin Nihai Değerinin Bugünkü Değeri	291,5
Şirket Özsermaye Değeri	932,7
Pay Başına Değer	7,77

Buna göre Global Menkul tarafından İNA ile Şirket Değeri 932.657.203 TL olarak hesaplanmıştır.

5. Sonuç

Global Menkul tarafından Çarpan Analizi ve İndirgenmiş Nakit Akımları yöntemleri ile hesaplanan şirket değerleri eşit ağırlıklandırılması sonucunda Şirket Değeri **1.053.149.161 TL** olarak tespit edilmiştir. Söz konusu değere **%20,24 halka arz iskontosu** uygulanarak **Halka Arz Şirket Değeri 840.000.000 TL** ve **Halka Arz Birim Pay Değeri 7,00 TL** olarak belirlenmiştir.

Değerleme Yöntemi- TL	Hesaplanan Özkaynak Değeri	Ağırlık	Piyasa Değeri Katkısı
Çarpan Analizi	1.173.641.120	50 %	586.820.560
INA Analizi	932.657.203	50 %	466.328.602
Şirket Değeri	1.053.149.161		
Halka Arz İskontosu	20,24%		
Halka Arz Pay Fiyatı (TL)	7,00		

6. Global Menkul tarafından hazırlanan ve kap.org.tr’de yayımlanmış olan Halka Arz Fiyat Tespit Raporu’na ve Belirlenen Fiyata İlişkin Analist Raporu

Analizimizde Global Menkul tarafından hazırlanan FTR’de yer alan Şirket verilerinin gerçeği tam olarak yansıttığı kabul edilmiş, ayrıca mali veya hukuki inceleme yapılmamıştır.

FTR'de; Piyasa arpanları ve İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi (Özsermaye Artık Getiri) yöntemlerine yer verilmiştir. Halka arz fiyatının tespit edilmesinde kullanılan bu iki yönteme ilişkin görüşlerimiz aşağıdaki gibidir.

Çarpan Analizi Yöntemine İlişkin Görüşlerimiz:

- Aracı kurum değerlemesinde gösterge kabul edilen F/K ve PD/DD çarpanlarına eşit ağırlık verilmesini ve medyan değerin kullanılmasını makul buluyoruz.
- 2022 yılında gerçekleştirilen toplam 90 milyon TL tutarındaki sermaye artırımlarının etkilerinin yansıtılması amacıyla F/K hesaplamasında 2023 yılı proforma net karının kullanılmasını ve değerin indirgenmesini makul bulmakla birlikte, buna göre hesaplanan değerlerin tahminlerin gerçekleşmesi ile doğrudan bağlantılı olduğuna dikkat çekmek isteriz.
- Halka arz işlemlerinin doğal akışı çerçevesinde; FTR'de yer alan ve Şirket Değeri hesaplamasında dikkate alınan benzer şirketlerin kapanış verileri tarihinin 14.09.2023, halka arzın başlangıç tarihinin ise 30.11.2023 olması nedeniyle, güncel çarpan değerlerinin farklı olabileceğine dikkat çekmek isteriz.

İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi Yöntemine İlişkin Görüşlerimiz

İndirgenmiş Nakit Akımları analizi yönteminde özsermaye artık getiri modelinde kullanılan varsayımlar ile ilgili Global Menkul ve/veya Şirket ile bir araya gelmemiş olmamız ve söz konusu yönteme ilişkin bilginizin Fiyat Tespit Raporu'nda yer alan verilerle sınırlı kalması nedenleriyle detaylı bir analiz gerçekleştirilememiştir. Bununla birlikte, FTR'de yer alan projeksiyonların ve sermaye maliyeti hesaplamalarının yeterince detaylı ve açıklayıcı olduğunu değerlendiriyoruz.

Sonuç olarak;

Yukarıdaki görüşlerimiz ile birlikte; beklenen değerlerin oluşmasının, projeksiyonların gerçekleşmesine doğrudan bağlı olduğuna dikkat çekerek halka arz şirket değerinin makul olduğunu değerlendiriyoruz.

Uyarı Notu

Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Bu görüşler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Bu rapor ABD’de dağıtılmak için hazırlanmamıştır.