

2007 yılında çiğ süt fiyatlarında çok ciddi bir düşüş yaşanmış olup, o dönemden bu yana fiyatlar istikrarlı bir biçimde artmaktadır. Burada önemli olan konu, süt fiyatlarının Türkiye’de ortalama işletme büyüklüğü ve hayvan başına süt verimine göre oluşmasıdır. TÜİK verilerine göre yurdumuzda hayvan başına ortalama süt verimi 11-13 lt arasındadır. Bu noktada hayvan başına günlük ortalama 30 lt. üzerinde verim elde edilmesi durumunda hem ölçek ekonomisinden kaynaklanan maliyet düşüşü hem de verim yüksekliğinden kaynaklanan satış fiyatı avantajı, fiyat riskini bertaraf etmektedir. Kamu kaynaklarından sektöre yapılan desteklemeler de çiğ süt üreticisi işletmelerin fiyat düşüşlerinden kaynaklanan zararlarını karşılamaktadır.

Türkiye’de gerek besi gerekse süt siğirciliğinde gerçek anlamda endüstriyel üretici sayısı ve işletme başına ortalama hayvan sayısı çok düşük olduğundan hayvan sağlığını koruma konusunda gerekli önlemlerin alınması mümkün olmamaktadır. Şap, Brusella ve Verem gibi yaygın hayvan hastalıkları Sığır Yetiştiriciliği’nde önemli bir risk oluşturmaktadır.

Yem sektöründe genel olarak fiyatlar süt fiyatları ile paralel seyir göstermektedir. Bazı dönemlerde özellikle yonca ve silaj üretimi için gerekli olan mısır fiyatlarındaki aşırı dalgalanmalar önemli maliyet artışları ya da ürün bulma sıkıntısı yaratabilmektedir. Ayrıca istenen kalitede ürün bulmak her zaman mümkün olmamakta, yemdeki kalite düşüşü süt veriminde ve kalitesinde önemli düşüşleri beraberinde getirmektedir.

III. DEĞERLEME

Yaprak Çiftliği’nin halka arz edilecek paylarının fiyat tespitine yönelik değerlendirme çalışmasında “Piyasa Çarpanları” yöntemi kullanılmıştır. Piyasa Çarpanları Yöntemi; benzer şirket ve/veya sektörün çarpanlarının, değerlemeye konu olan şirketin benzer parametreleriyle çarpılması esasına dayanmaktadır. Buna göre değerlendirme çalışmasında;

- Piyasa değeri ve net kar arasındaki ilişkiyi gösteren (fiyat/kazanç) F/K,
- Piyasa değeri ile özsermaye arasındaki ilişkiyi gösteren (piyasa değeri/defter değeri) PD/DD,
- Firmanın nakit yaratma gücünü gösteren Firma Değeri/FAVÖK

oranları kullanılarak, şirket değeri saptanmaya çalışılmıştır.

Piyasa Çarpanları Yöntemi; Yurtiçi Benzer Şirket Çarpanları ve Uluslararası Benzer Şirket Çarpanları olmak üzere iki aşamalı olarak ele alınmıştır.

Yurtiçi Benzer Şirket Çarpanları: Yurtiçinde halihazırda İMKB’de işlem gören Yaprak Çiftliği’ne benzer şirket bulunmadığından genel piyasa göstergesi olması anlamında İMKB-100’e ilişkin 2011 yılı tahmini değerlendirme oranları kullanılmıştır. Aşağıdaki tabloda İMKB-100’ün 2001 yılına dair tahmini değerlendirme oranları verilmiştir.

İMKB-100 (2011 Tahmin)	
F/K	12,74
PD/DD	2,01
FD/FAVÖK	12,92

Söz konusu çarpanlar Yaprak Çiftliği’nin 2011 yılı için öngörülen hisse başına karına, defter değerine ve yaratacağı FAVÖK’e uygulanarak Yaprak Çiftliği için her bir çarpan bazında değer hesaplaması yapılmıştır. Daha sonra bu çarpanlardan F/K’ya %40, PD/DD’ye %40 ve FAVÖK’e %20 ağırlık verilerek elde edilen ağırlıklı değerler üzerinden Yurtiçi Çarpanlara göre Yaprak Çiftliği’nin değeri 42,18 milyon TL olarak bulunmuştur.

Çarpanlar	Değer (Bin TL)	Ağırlık	Ağırlıklı Değer (Bin TL)
İMKB-100 F/K’ya göre	42.571	0,40	17.028
İMKB-100 PD/DD’ye göre	35.583	0,40	14.233
İMKB-100 FAVÖK Çarpanına göre	54.575	0,20	10.915
Yurtiçi Çarpanlara Göre		1,00	42.177

Yurtdışı Benzer Şirket Çarpanları: Değerlemenin ikinci aşamasında Şirket ile benzerlik gösterdiği düşünülen gelişmekte olan piyasalarda faaliyet gösteren firmalara ait olan çarpanlarla çalışılmıştır. Buna göre Çin merkezli Xinjiang Weste, China Modern Dairy ve Inner Mongolia Yili Industry şirketlerinin 2011 yılı tahmini değerlendirme oranları Yaprak Çiftliği'nin 2011 yılı için öngörülen değerlerine uygulanmış ve Yaprak Çiftliği için her bir çarpan bazında değer hesaplaması yapılmıştır. Aşağıdaki tabloda ilgili yabancı şirketlerin 2001 yılına dair tahmini değerlendirme oranları verilmiştir.

Şirket Adı	F/K (2011 Tahmin)	PD/DD (2011 Tahmin)	FD/FAVÖK (2011 Tahmin)
XINJIANG WESTE	15,08	3,06	42,96
CHINA MODERN DAIRY	45,37	4,01	28,56
INNER MONGALIA YILI INDUSTRY	25,63	5,36	12,62
Medyan	25,63	4,01	28,56

Bu çarpanlardan F/K'ya %40, PD/DD'ye %40 ve FAVÖK'e %20 ağırlık verilerek elde edilen ağırlıklı değerler üzerinden Yurtdışı Çarpanlara göre Yaprak Çiftliği'nin değeri 87,51 milyon TL olarak bulunmuştur.

Çarpanlar	Değer (Bin TL)	Ağırlık	Ağırlıklı Değer (Bin TL)
Yurtdışı Benzer Şirket F/K'ya göre	85.655	0,40	34.262
Yurtdışı Benzer Şirket PD/DD'ye göre	71.081	0,40	28.432
Yurtdışı Benzer Şirket FAVÖK Çarpanına göre	124.094	0,20	24.819
Yurtdışı Çarpanlara Göre		1,00	87.513

IV. SONUÇ

Yaprak Çiftliği'nin halka arz edilecek paylarının "Piyasa Çarpanları" yöntemi ile fiyat tespitine yönelik değerlendirme çalışmasının sonunda; Yurtiçi ve Yurtdışı Çarpanlara göre bulunan değerler, sırasıyla %60 ve %40 oranlarında ağırlıklandırılarak Yaprak Çiftliği için 60,31 milyon TL piyasa değerine ulaşılmıştır. Bu değere %30 halka arz iskontosu uygulanmasıyla pay başına hisse değeri 5,95 TL olarak bulunmuş ve bunun yukarı yuvarlanmasıyla halka arz da Yaprak Süt ve Besi Çiftlikleri Sanayi ve Ticaret A.Ş.'nin birim pay fiyatı 6,00 TL olarak belirlenmiştir.

YAPRAK ÇİFTLİĞİ				
Yöntemler	Piyasa Değeri (Bin TL)	Ağırlık	Ağırlıklı Değer (Bin TL)	Birim Pay Fiyatı (TL)
Yurtiçi Çarpanlara Göre	42.177	0,60	25.306	3,56
Yurtdışı Çarpanlara Göre	87.513	0,40	35.005	4,93
TOPLAM	129.690	1,00	60.311	8,49
İskonto (%30)			42.218	5,95

ZİRAAT YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.

Eski Büyükdere Cad. No: 39 Kat: 3
Maslak / İSTANBUL
Ticaret Sicil No: 270900
Mükellefler V.D. 978 0704694