

Göknur Gıda Maddeleri Enerji İmalat İthalat İhracat Ticaret ve Sanayi A.Ş.

27/02/2023

Bu rapor Sermaye Piyasası Kurulu'nun VII-128.1 sayılı Pay Tebliği'nin 29. maddesine dayanılarak Marbaş Menkul Değerler A.Ş. tarafından, Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin Göknur Gıda Maddeleri Enerji İmalat İthalat İhracat Ticaret ve Sanayi A.Ş. Fiyat Tespit Raporuna ilişkin değerlendirme raporu olup, yatırımcıların pay alım satımına ilişkin herhangi bir öneri ya da teklif içermemektedir. Yatırımcılar, halka arza ilişkin izahnameyi inceleyerek kararlarını vermelidirler.

1. HALKA ARZ HAKKINDA ÖZET BİLGİ

Halka Arz Fiyatı	11,00 TL
Halka Arz Şekli	Sermaye Artırımı ve Ortak Satışı
Halka Arz Yöntemi	Sabit Fiyatla Talep Toplama
Halka Arz Dağıtım Yöntemi	Oransal Dağıtım Yöntemi
Halka Arz Öncesi Çıkarılmış Sermaye	285.000.000 TL
Halka Arz Sonrası Çıkarılmış Sermaye	350.000.000 TL
Halka Arz Miktarı Toplam Nominal	79.250.000 TL
<i>Sermaye Artırımı</i>	65.000.000 TL
<i>Ortak Satışı</i>	14.250.000 TL
Halka Arz Büyüklüğü	871.750.000 TL
Halka Açıklık oranı	%22,64
Ek Satış	-
Talep Toplama Tarihleri	1-2-3 Mart 2023
BIST İşlem Kodu	GOKNR.E
Halka Arza İlişkin Taahhütler	Ortaklar tarafından verilen taahhütler: Şirket tarafından 1 yıl bedelli ve bedelsiz sermaye artırımı yapılmayacağı, Şirket ortakları tarafından ise 1 yıl boyunca pay satışı yapılmayacağı taahhüt edilmiştir

2. HALKA ARZ GELİRİNİN KULLANIM ALANI

- Bahçe Yatırımları %35
- Enerji Üretimi Kapsamında GES Yatırımları %15
- Makine Ekipman Alımı %15
- İşletme Sermayesi Güçlendirmesi %15
- Finansal Borçların Ödenmesi %20

3. ŞİRKET HAKKINDA GENEL BİLGİLER

1993 yılında kurulan Şirket, meyve ve sebze suyu ve konsantresi sektöründe faaliyet göstermektedir. Şirket'in 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. Şirket'in üretimde kullandığı hammaddeler, Şirket'in 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. Şirket'in faaliyetleri arasında taze meyve depolama ve satışı, konsantre dış ticareti ve birleşik 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, dolun, pake.tleme) yurt dışına satış yapılmaktadır.

Şirket'in satış hasılatının yurt dışı ve yurt içi kırılımı dönemler itibarıyla yukarıdaki tabloda yer almaktadır. Şirket'in 85 ülkeye yapmış olduğu ihracat neticesinde son 3 yıl içerisinde ihracatın satış hasılatındaki payı en az %76,5, en çok da %89,2 olarak gerçekleşmiştir.

Şirket Sermayesinin Dağılımı:

Ortağın Adı Soyadı / Ticaret Unvanı	Grup	Halka Arz Öncesi		Halka Arz Sonrası	
		Pay tutan ve adedi	Oran (%)	Pay tutan ve adedi	Oran (%)
Aslanali Tarım	C	22.800.000	8,00	22.800.000	6,51
Aslanali Tarım	B	24.222.150	8,50	24.222.150	6,92
Turkey Juice Company SARL	B	203.293.350	71,33	189.043.350	54,01
Tijruia GG Gıda Yatırım A.Ş.	A	14.032.210	4,92	14.032.210	4,01
Tijruia GG Gıda Yatırım A.Ş.	B	7.314.290	2,57	7.314.290	2,09
Al Yasra Investment Company Ltd	A	8.767.790	3,08	8.767.790	2,51
Al Yasra Investment Company Ltd	A	4.570.210	1,60	4.570.210	1,31
Halka Açık Kısım	-	-	-	79.250.000	22,64
Toplam		285.000.000	100,00	350.000.000	100,00

4. DEĞERLEME ÖZETİ

Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanan Fiyat Tespit Raporu'nda, Şirket'in pay başına değerinin belirlenmesinde Çarpan Analizi (Pazar Yaklaşımı) ve İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi (Gelir Yakalığı) yöntemine yer verilmiştir. İNA ve Çarpan Analizleri eşit ağırlıklandırılmış olup, 3.739.222.861 TL özsermaye değerine ulaşılmıştır. Buna göre, çıkarılmış sermayesi 285.000.000 TL olan Şirketin %16,15 halka iskontosu sonrası arz pay başına değeri 11,00 TL olarak hesaplanmıştır.

Değerleme çalışmasında indirgenmiş 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 yerli şirketlerin çarpanları %70, yabancı şirket çarpanları %30 ile ağırlıklandırılmıştır. İndirgenmiş nakit analizine göre özkaynak değeri 3.626.183.258 TL olarak hesaplanmıştır.

Piyasa Değeri ve Halka Arz Birim Pay Değeri			
Değerleme Özeti	Ağırlık	Şirket Değeri (Milyon TL)	Ağırlıklı Değer TL
İNA	%50	3.626.183.258	1.813.091.629
Çarpan Analizi	%50	3.852.262.465	1.926.131.232
Ağırlıklandırılmış Şirket Değeri			3.739.222.861
Halka Arz İskontosu (%)			%16,15
İskontolu Şirket Değeri			3.135.000.000
Halka Arz Pay Başına Değer			11,00

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

4.1. Çarpan Analizi Yöntemi

Şirket'in özkaynak değeri FD/FAVÖK, FD/Satışlar ve F/K çarpanları analizleri sonucu hesaplanmış ve analiz sonucu hesaplanan FD/FAVÖK analizine %50, FD/Satışlar analizine %25 ve F/K analizine %25 ağırlık verilerek Piyasa Çarpanları Analizi sonucu özkaynak değeri hesaplanmıştır. Benzer şirketlerin çarpanları yabancı şirketler için 5.01.2023 kapanış itibarıyla "Bloomberg" platformundan, yerli şirketler için 5.01.2023 kapanış itibarıyla Rasyonet platformundan elde edilmiştir.

27.12.2022			
Çarpanlar	Ortanca	Özkaynak	
YURTDIŞI BENZER ŞİRKETLER		Değeri (mn TL)	
F/K	12,14	3.639	
FD/FAVÖK	9,71	4.026	
FD/Satışlar	1,19	2.672	
YURTDIŞI BENZER ŞİRKETLER			
F/K	15,50	4.647	
FD/FAVÖK	10,51	4.517	
FD/Satışlar	1,58	4.167	
Çarpanlar ile değerlendirme (TL)	Şirket		Ağırlıklı
YURTDIŞI BENZER ŞİRKETLER	Değeri	Ağırlık	Değer
F/K	941.258.669	%25	985.314.667
FD/FAVÖK	4.173.489.705	%50	2.086.744.853
FD/Satışlar	3.120.811.780	%25	780.202.945
Çarpanlara göre Şirket Değeri			3.852.262.465

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

4.2. İndirgenmiş Nakit Analizi

Şirket'in "İndirgenmiş Nakit Akımı Analizi'ne göre yapılan değerlemesinde kullanılan temel varsayımlar aşağıda sıralanmıştır:

- Şirket'in değerlendirme çalışmasında Şirket'in 2022 yılı için 9 aylık gerçekleştirmeler ve Şirket iş planı baz alınarak projeksiyonlar hazırlanmıştır. Ürün grupları bazında satış hacmi artışı tahminleri kullanılmış ve ürün grupları birim satış fiyatlarının ABD doları 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 varsayılmıştır.
- Biyogaz santrallerinden elde edilen gelir "Diğer Gelir" olarak nakit akışına yansıtılmıştır.
- Nakit akışlarına göre Şirket Değeri 30.09.2022 itibarıyla hesaplanmış, ilgili tarihteki net borç düşülerek özkaynak değeri hesaplanmıştır.
- İndirgenmiş nakit analizine göre özkaynak değeri 3.626.183.258 TL olarak hesaplanmıştır. Hazırlanan projeksiyonlara göre nakit akışı aşağıdaki tabloda gösterilmiştir.
- Kurumlar vergisi oranı %20 olarak alınmıştır.

(TL mn)	20224.C	2023	2024	2025	2026	2027	Uç Değer Nakit
Net Satışlar	903	5.331	7.065	9.112	11.334	13.179	13.838
yıllık büyüme			32,53%	28,98%	24,37%	16,28%	5,00%
Satılan Malın Maliyeti	611	3.598	4.751	6.105	7.565	8.764	
Diğer Gelir	1	6	8	9	10	11	
FVÖK	136	771	1.092	1.497	1.972	2.419	2.540
FVÖK marjı	15,12%	14,47%	15,45%	16,43%	17,40%	18,36%	18,36%
(-) Vergi Ödemeleri	31	154	218	299	394	484	508
Vergi Sonrası Faaliyet Karı	105	617	873	1.198	1.578	1.935	2.032
(+) Amortisman	7	33	36	39	43	45	47
() Net İşletme Sermayesindeki Artış	251	560	434	571	671	504	415
(-) Yatırım Harcamaları	14	75	92	109	125	132	138
Serbest Nakit Akışı(SNA)	-152	16	384	557	825	1.344	1.526
<i>indirgeme Oranı (AOSM)</i>	5,6%	22,1%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%
<i>indirgeme Faktörü</i>	105,6%	128,9%	153,4%	182,6%	217,2%	258,5%	
SNA'nın 30.09.2022 itibarıyla değeri	-144	12	250	305	380	520	
SNA'nın Bugünkü Değeri	1.323						
Terminal büyüme oranı	5,00%						
Terminal Değer (TD)	10.904						
TD'nin Bugünkü Değeri	4.218						
Firma Değeri	5.541						
Net Borç (30 Eylül 2022)	1.915,0						
Özsermaye Değeri	3.626						

5. DEĞERLENDİRME VE SONUÇ

- Göknur Gıda Maddeleri Enerji İmalat İthalat İhracat Ticaret ve Sanayi A.Ş.’nin Fiyat Tespit Raporunda yer alan bilgilerin açıklayıcı ve verilerle desteklenmiş olduğunu düşünmekteyiz. Şirket’e, sektöre ve Şirket’in sektördeki yerine ilişkin olarak verilen bilgi ve verilerin yeterince açıklayıcı olduğunu düşünüyoruz.
- Şirket’in halka arz edilecek pay başına değerinin tespitinde iki temel olarak Pazar yaklaşımı - Piyasa Çarpanları Analizi (“Çarpan Analizi”) ve Gelir Yaklaşımı - İndirgenmiş Nakit Akımı Analizi (“İNA”) kullanılmış ve İndirgenmiş Nakit Akımı Analizine (İNA) ve Piyasa Çarpanları Analizine eşit ağırlık verilmiş olmasını uygun buluyoruz.
- Yurt içi çarpan analizinde, 05/01/2023 tarihli veriler ve çarpanlar kullanılmış, FD/FAVÖK oranına %50, diğer 2 orana %25’er ağırlık verilmiştir. FD/FAVÖK (Firma Değeri/Faiz Vergi amortisman Öncesi Kar) çarpanının şirketin faaliyet karlılığını ön plana çıkarması ve finans dışı sektörler açısından daha açıklayıcı bir çarpan olması bakımından bu çarpana daha yüksek ağırlık verilmesini uygun buluyoruz.
- Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanan Fiyat Tespit Raporu’nda Çarpan Analizi ve İNA ile Şirket’in nihai piyasa değeri 3.739.222.861 TL olarak bulunmuştur.
- Şirket’in piyasa değerine uygulanan %16,15 halka arz iskontosu sonrası halka arz birim pay değeri 11,00 TL olmasını makul buluyoruz.

EK 1: Göknur Gıda Sanayi ve Ticaret A.Ş. Bilanço

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 Kontrolde 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

EK 2: Göknur Gıda Sanayi ve Ticaret A.Ş. Gelir Tablosu

	31.12.2019	31.12.2020	31.12.2021	30.09.2021	30.09.2022
Gelir Tablosu (TL)					
Hasılat	692.976.872	1.171.529.887	1.982.470.615	1.232.789.992	3.106.232.188
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
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
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
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
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>	<i>-1.438.651</i>	<i>-713.174</i>	<i>-744.613</i>	<i>-744.613</i>	<i>-1.033.356</i>
<i>Ertelenmiş Vergi Geliri/Gideri</i>	<i>-613.142</i>	<i>-171.490</i>	<i>8.861.878</i>	<i>458.738</i>	<i>2.907.625</i>
Dönem Net Kân/(Zararı)	1.463.483	68.095.940	126.474.940	128.785.323	302.154.868

Burada yer alan her türlü bilgi, değerlendirme, yorum ve istatistiki şekil ve değerler hazırlandığı tarih itibarıyla mevcut piyasa koşulları ve güvenilirliğine inanılan kaynaklardan elde edilerek derlenmiştir. Marbaş Menkul Değerler A.Ş. tarafından, karşılığında herhangi bir maddi menfaat temin edilmeksizin, genel anlamda bilgi vermek amacıyla hazırlanmış olup, hiçbir şekilde yönlendirici nitelikte olmayan bilgiler yatırımcılar tarafından danışmanlık faaliyeti olarak kabul edilmemeli ve yatırım kararlarına esas olarak alınmamalıdır. Bu bilgiler, belli bir getirinin sağlanmasına yönelik olarak verilmemekte ve bu yönde herhangi bir şekilde taahhüt veya garantimiz bulunmamaktadır. Bu itibarla bu sayfalarda yer alan ve hiç bir şekilde yönlendirici nitelikte olmayan hususlar hakkında herhangi bir sorumluluğumuz bulunmamaktadır. Gerek bu yayındaki, gerekse bu yayında kullanılan kaynaklardaki hata ve eksikliklerden ve bu yayındaki bilgilerin kullanılması sonucunda yatırımcıların ve/veya ilgili kişilerin uğrayabilecekleri doğrudan ve/veya dolaylı zararlardan, kâr yoksunluğundan manevi zararlardan ve her ne şekilde ve surette olursa olsun üçüncü kişilerin uğrayabileceği her türlü zararlardan dolayı Marbaş Menkul Değerler A.Ş. sorumlu tutulamaz.