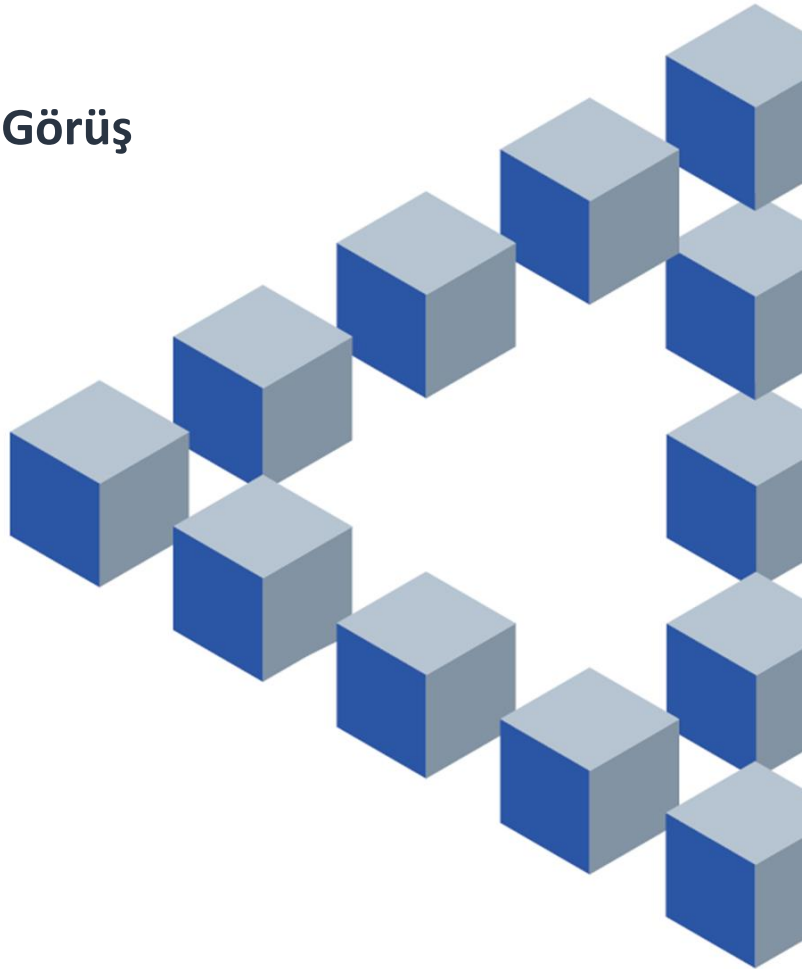


YAYLA AGRO GIDA SANAYİ VE TİCARET A.Ş.

Fiyat Tespit Raporuna İlişkin Görüş

10 Mayıs 2022



İçindekiler

1	Halka Arz ile İlgili Bilgiler	4
2	Şirket Hakkında Özet Bilgi.....	4
3	Finansal Durum	6
4	Değerleme Hakkında Özet Bilgi.....	8
4.1	Pazar Yaklaşımı	8
4.1.1	Yurt Dışı Benzer Şirketler Piyasa Çarpan Analizi	9
4.1.2	Yurt İçi Benzer Şirketler Piyasa Çarpan Analizi.....	10
4.2	Gelir Yaklaşımı	11
5	Görüş	13
5.1	Pazar Yaklaşımı	13
5.2	Gelir Yaklaşımı	13
5.3	Sonuç	13

Önemli Not

İşbu rapor, Sermaye Piyasası Kurulu Tebliği VII-128.1 Pay Tebliği'nin 29.maddesine istinaden İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("İş Yatırım") Kurumsal Finansman Müdürlüğü tarafından, Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("Yapı Kredi Yatırım") ve Garanti Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş.'nin ("Garanti Yatırım") halka arza aracılık eden yetkili kuruluşlar olduğu Yayla Agro Gıda Sanayi ve Ticaret A.Ş. ("Yayla Agro", "Şirket") paylarının halka arzı kapsamında Yapı Kredi Yatırım'ın hazırladığı 19 Nisan 2022 tarihli fiyat tespit raporunu değerlendirmek amacıyla hazırlanmış olup, yatırımcıların pay alım satımına ilişkin herhangi bir tavsiye veya teklif içermemektedir. Yatırım kararlarının ilgili izahnamenin incelenmesi sonucu verilmesi gerekmektedir. Rapor içerisinde bulunabilecek hata ve noksanlıklardan dolayı İş Yatırım hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz.

1 Halka Arz ile İlgili Bilgiler

Tablo 1: Halka Arza İlişkin Genel Bilgiler

Halka Arza İlişkin Bilgiler	Halka Arza İlişkin Bilgiler
Aracılık Yöntemi	En İyi Gayret Aracılığı
Halka Arz Yöntemi	Sabit Fiyat ile Talep Toplama
Dağıtım Yöntemi	Oransal Dağıtım
Mevcut Çıkarılmış Sermaye	430.000.000 TL
Halka Arz Oranı	%15,02
Halka Arz Metodu	%60 Sermaye Artırımı %40 Ortak Satışı
Arz Edilecek Paylar (Nominal Değer)	Sermaye Artışı: 42.600.000 TL Ortak Satışı: 28.400.000 TL Toplam: 71.000.000 TL
Ek Satış	-
Satmama Taahhüdü	Şirket ve Hasan Gümüş ("Satan Ortak") için 6 ay
Tahsisat Grupları	%30 Yurt İçi Yüksek Başvurulmuş Yatırımcılar %30 Yurt İçi Bireysel Yatırımcılar %30 Yurt İçi Kurumsal Yatırımcılar %10 Yurt Dışı Kurumsal Yatırımcılar
Fiyat İstikrarı	Payların BİAŞ'da işlem görmeye başlamasından itibaren 30 gün süre ile yapılması planlanmaktadır
Halka Arz Büyüklüğü	887,5 mn TL
Talep Toplama	11-12-13 Mayıs 2022
Halka Arz Fiyatı	12,50 TL
BIST İşlem Kodu	YYLGD
Mali Tablo Denetçisi	Eren Bağımsız Denetim A.Ş. (Member Firm of Grant Thornton International)

Kaynak: İzahname

Tablo 2: Halka Arz Öncesi ve Sonrası Ortaklık Yapısı

	Halka Arz Öncesi		Halka Arz Sonrası	
Ortaklar	Tutar (TL)	Pay (%)	Tutar (TL)	Pay (%)
Hasan Gümüş	430.000.000	100,00	401.600.000	84,98
Halka Açık Kısım	-	-	71.000.000	15,02
TOPLAM	430.000.000	100,00	472.600.000	100,00

Kaynak: İzahname

2 Şirket Hakkında Özet Bilgi

Yayla Agro Gıda, pirinç, bakliyat ve katma değeri yüksek işlenmiş gıda sektöründe faaliyet göstermektedir. Şirket esas faaliyet konuları;

- Çeltik (pirinç hammaddesi), kabuklu mercimek ve natürel (tarladan doğrudan hasat edilmiş) bakliyat gibi hammaddeleri ve bulgur gibi gıda ürünlerinin tedariki, bu hammaddelerin elenmesi, kırılması, boylanması, işlenmiş ve paketli/paketsiz üretimi, yurt içi ve yurt dışı satışı.
- Pirinç, bakliyat ve bulgur gibi ürünlerin çeşitli süper gıdalar (kinoa, chia vb.) ve kurutulmuş domates, kurutulmuş mantar gibi doğal gıdalarla reçetelere uygun karıştırılarak katma değeri yüksek pişirilmeye hazır özel karışım ürünleri olarak paketli üretimi, yurt içi ve yurt dışı satışı.

3. Geleneksel bitkisel protein bazlı bakliyat, bulgur ve pirinç ürünlerinden üretilen hazır yemek ürünlerinin (Çorba, Pilaki, Bulgur ve Pirinç Pilavları, Makarna, Hoşaf, Baklagil Yemekleri, Zeytinyağlılar, Tahıl ve Bakliyat Salataları) son teknoloji makinelerle el değmeden katkısız ve koruyucuz olarak tekniğine uygun yöntemlerle (haşlanması, sterilizasyonu vb.) hazırlanması, çeşitli soslarla lezzetlendirilmesi, 18-36 aya kadar soğuk zincir gerektirmeden duyuşal (lezzet) ve yapısal (vitamin ve mineral) özelliklerini kaybetmeden saklanabilen yeni nesil BPA'sız ambalajlarda paketlenmesi, yurt içi ve yurt dışı satışı.
4. Başta buğday olmak üzere mısır, arpa, pirinç, çeltik, kabuklu mercimek gibi işlenmemiş hububat, tahıl ve bakliyat ürünlerinin yurt içi ve yurt dışı ticari mal olarak ticaretidir.

Şirket'in kapasite kullanım oranları aşağıdaki tablo ile sunulmuştur:

Tablo 3: 2019-2020-2021 Yılları Kapasite Kullanım Oranları

Ürün Adı	2019				2020				2021			
	Üretim	Birim	Kapasite	Kapasite Kullanım	Üretim	Birim	Kapasite	Kapasite Kullanım	Üretim	Birim	Kapasite	Kapasite Kullanım
Çeltik	55.079	Ton	28.800	%191,25	52.399	Ton	28.800	%181,94	24.125	Ton	28.800	%83,77
Pirinç	91.240	Ton	96.000	%95,04	113.178	Ton	96.000	%117,89	88.568	Ton	96.000	%92,26
Kabuklu Mercimek	31.615	Ton	38.400	%82,33	46.989	Ton	38.400	%122,37	41.177	Ton	38.400	%107,23
Naturel	29.216	Ton	62.400	%46,82	46.894	Ton	62.400	%75,15	51.246	Ton	62.400	%82,13
Paketleme	240.631	Ton	295.200	%81,51	253.485	Ton	295.200	%85,87	255.236	Ton	295.200	%86,46

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Şirket'in satışlarının yurt içi ve yurt dışı dağılımı aşağıdaki tablo ile sunulmuştur:

Tablo 4: Yurt İçi ve Yurt Dışı Bazlı Satış Kırılımı

(TL)	2019	2020	2021
Yurt İçi Satışlar	1.032.830.893	1.093.153.237	1.566.631.073
Yurt Dışı Satışlar	554.283.150	756.336.293	2.915.106.331
TOPLAM	1.587.114.043	1.849.489.530	4.481.737.404

Kaynak: İzahname

Şirket'in satışlarının ürün bazlı dağılımı aşağıdaki tablo ile sunulmuştur:

Tablo 5: Ürün Bazlı Satış Kırılımı

Ürün Adı	2019	Ürün Bazlı Ağırlık (2019)	2020	Ürün Bazlı Ağırlık (2020)	2021	Ürün Bazlı Ağırlık (2021)	2021-2019 BYBO
Klasik Ürünler	1.211.212.330	%78,2	1.325.028.233	%73,4	1.691.324.444	%38,1	%18,2
Katma Değerli Ürünler	50.763.270	%3,3	99.907.933	%5,5	105.421.135	%2,4	%44,1
Ticari Mallar	258.784.448	%16,7	344.206.574	%19,1	2.594.201.574	%58,4	%216,6
Diğer	28.854.996	%1,9	36.377.467	%2,0	49.920.324	%1,1	%31,5
Toplam	1.549.615.045	%100,0	1.805.520.208	%100,0	4.440.867.477	%100,0	%69,3

Kaynak: İzahname



3 Finansal Durum

Tablo 6: Gelir Tablosu

GELİR TABLOSU			
(TL)	31.12.2019	31.12.2020	31.12.2021
Hasılat	1.587.114.043	1.849.489.530	4.481.737.404
Satışların Maliyeti	(1.351.905.793)	(1.545.765.872)	(3.718.265.232)
Brüt Kâr	235.208.250	303.723.658	763.472.172
Genel Yönetim Giderleri	(19.807.977)	(21.836.817)	(28.354.524)
Pazarlama, Satış ve Dağıtım Giderleri	(45.494.724)	(71.421.823)	(81.511.895)
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	29.861.885	39.737.149	123.765.680
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler	(16.827.835)	(30.552.877)	(18.885.623)
Esas Faaliyet Karı	179.935.139	217.140.589	754.147.367
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	9.604.649	10.231.212	102.402.550
Yatırım Faaliyetlerinden Giderler	(905.908)	(8.643.226)	-
Finansal Gelir/Gider Öncesi Faaliyet Karı	188.633.880	218.728.575	856.549.917
Finansal Gelirler	49.014.676	86.203.541	148.770.441
Finansal Giderler	(179.402.553)	(283.934.316)	(451.067.683)
Vergi Öncesi Kar	58.246.003	20.997.800	554.252.675
Vergi Gideri	(9.076.946)	4.062.141	(135.820.809)
Dönem Net Karı	49.169.057	25.059.941	418.431.866
Pay Başına Kazanç/Kayıp	0,2798	0,2369	348,69

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Tablo 7: Bilanço

BİLANÇO			
(TL)	BAĞIMSIZ DENETİMDEN GEÇMİŞ		
	31.12.2019	31.12.2020	31.12.2021
Nakit ve Nakit Benzerleri	55.667.299	142.238.493	925.233.844
Ticari Alacaklar	238.556.255	245.469.837	284.431.995
Diğer Alacaklar	2.377.152	6.958.288	2.070.436
Türev Araçlar	-	-	41.073.218
Stoklar	425.751.706	705.538.783	1.101.744.274
Peşin Ödenmiş Giderler	38.535.405	55.436.298	13.043.649
Cari Dönem Vergisiyle İlgili Varlıklar	6.051.152	7.352.310	-
Diğer Dönen Varlıklar	27.485.174	34.671.741	13.146.336
Dönen Varlıklar	794.424.143	1.197.665.750	2.380.743.752
Finansal Yatırımlar	454.425	32.877.117	4.839.541
Diğer Alacaklar	-	-	5.466.283
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller	92.665.468	103.208.418	22.290.000
Maddi Duran Varlıklar	271.515.832	328.948.679	410.988.086
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	206.940	1.147.509	1.009.137
Duran Varlıklar	364.842.665	466.181.723	444.593.047
TOPLAM VARLIKLAR	1.159.266.808	1.663.847.473	2.825.336.799
Kısa Vadeli Borçlanmalar	453.527.976	716.199.779	1.197.697.185
Ticari Borçlar	76.460.612	44.726.904	226.436.886
Türev Araçlar	493.250	9.822.322	-
Diğer Borçlar	24.063.524	5.071.002	33.595
Ertelenmiş Gelirler	13.847.703	16.336.993	73.517.013
Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kapsamında Borçlar	1.885.839	2.543.862	2.815.658
Dönem Karı Vergi Yükümlülüğü	-	-	31.624.226
Kısa Vadeli Karşılıklar	1.217.701	2.479.974	4.792.282
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	882.115	489.764	780.626



BİLANÇO			
(TL)	BAĞIMSIZ DENETİMDEN GEÇMİŞ		
	31.12.2019	31.12.2020	31.12.2021
Kısa Vadeli Yükümlülükler	572.378.720	797.670.600	1.537.697.471
Uzun Vadeli Borçlanmalar	298.458.413	483.659.001	426.466.846
Ertelenmiş Gelirler	900.000	-	-
Uzun Vadeli Karşılıklar	3.257.091	3.021.526	4.929.256
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	3.022.537	4.053.952	87.062.628
Uzun Vadeli Yükümlülükler	305.638.041	490.734.479	518.458.730
TOPLAM YÜKÜMLÜLÜKLER	878.016.761	1.288.405.079	2.056.156.201
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar			
Ödenmiş Sermaye	195.000.000	300.000.000	300.000.000
Diğer Yedekler	56.380.702	10.000.000	-
Kardan Ayrılmış Kısıtlanmış Yedekler	6.108.404	7.307.279	7.307.279
Yabancı Para Çevrim Farkları	(2.666.352)	-	-
Kar veya Zararda Yeniden Sınıflandırılmayacak Birikmiş Diğer Kapsamlı Gelir veya Giderler	39.097.028	70.874.628	242.819.551
Kar veya Zararda Yeniden Sınıflandırılacak Birikmiş Diğer Kapsamlı Gelir veya Giderler	-	-	(136.559.351)
Geçmiş Yıllar Zararları	(61.838.792)	(37.799.454)	(62.818.747)
Net Dönem Karı	49.169.057	25.059.941	418.431.866
Toplam Özkaynaklar	281.250.047	375.442.394	769.180.598
TOPLAM KAYNAKLAR	1.159.266.808	1.663.847.473	2.825.336.799

Kaynak: İzahname

Şirket'in net borç / nakit göstergesi aşağıdaki tabloda gösterilmektedir.

Tablo 8: Net Borçluluk Durumu

Borçluluk Durumu (TL)	31.12.2019	31.12.2020	31.12.2021
Finansal Yükümlülükler	751.986.389	1.199.858.780	1.624.164.031
Eksi: Hazır Değerler	55.667.299	142.238.493	925.233.844
Net Borç	696.319.090	1.057.620.287	698.930.187
Dönem Sonu İtibarıyla ABD Dolar Kuru	5,9400	7,4194	13,3290
ABD Doları Bazında Net Borç	117.225.436	142.547.954	52.436.806

Kaynak: İzahname

Şirket'in likidite oranları aşağıdaki tabloda gösterilmektedir.

Tablo 9: Likidite Oranları

Likidite Oranları	2019	2020	2021
Cari Oran (Dönen Varlıklar/Kısa Vadeli Yükümlülükler)	1,39	1,50	1,55
Asit Test Oranı ((Dönen Varlıklar-Stoklar)/Kısa Vadeli Yükümlülükler)	0,64	0,62	0,83
Nakit Oranı (Nakit ve Nakit Benzerleri/Kısa Vadeli Yükümlülükler)	0,1	0,18	0,6

Kaynak: İzahname

Şirket'in mali yapı ve faaliyet oranları aşağıdaki tabloda gösterilmektedir.

Tablo 10: Mali Yapı ve Faaliyet Oranları

Mali Yapı ve Faaliyet Oranları	2019	2020	2021
Kaldıraç Oranı (Toplam Yükümlülükler/Toplam Varlıklar)	0,76	0,77	0,73
Kısa Vadeli Yükümlülükler/Toplam Varlıklar	0,49	0,48	0,54
Uzun Vadeli Yükümlülükler/Toplam Varlıklar	0,26	0,29	0,18
Özkaynaklar/Toplam Varlıklar	0,24	0,23	0,27



Mali Yapı ve Faaliyet Oranları	2019	2020	2021
Alacak Devir Gün Sayısı (Ortalama Ticari Alacaklar/Net Satışlar*360)- Gün	51	47	21
Stok Devir Gün Sayısı (Ortalama Stoklar/Net Satışlar*360)- Gün	100	131	87
Borç Devir Gün Sayısı (Ortalama Ticari Borçlar/Satışların Maliyeti*360)- Gün	19	14	13

Kaynak: İzahname

Şirket'in FAVÖK ve Net Kar hesaplaması aşağıdaki tabloda gösterilmektedir.

Tablo 10: FAVÖK ve Net Kar Hesaplaması

(Bin TL)	31.12.2021
Satışlar	4.481.737
Satışların Maliyeti	3.718.265
Brüt Kar	763.472
Brüt Kar Marjı	%17,0
Pazarlama, Satış ve Dağıtım Giderleri	81.512
Genel Yönetim Giderleri	28.355
Araştırma ve Geliştirme Giderleri	4.338
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	123.766
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler	18.886
Amortisman	24.338
FAVÖK	778.486
FAVÖK Marjı	%17,4
Düzeltilmiş FAVÖK*	637.494
Düzeltilmiş FAVÖK Marjı*	%14,2
Net Kar	418.432
Net Kar Marjı	%9,3
Düzeltilmiş Net Kar**	350.324
Düzeltilmiş Net Kar Marjı**	%7,8

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

* Düzeltilmiş FAVÖK Şirket'in 2021 yılı içerisindeki brüt karından Pazarlama, Satış ve Dağıtım, Genel Yönetim ve Ar-Ge giderleri düşüldükten sonra amortisman tutarının eklenmesiyle hesaplanmaktadır. Şirket'in ilgili yıl içerisindeki Diğer Faaliyetlerden Gelir ve Giderleri hesaba katılmamaktadır. Ayrıca Şirket'in 2021 yılında Enerji işkolundan elde ettiği FAVÖK katkısı (2021 Enerji Üretimi İş Kolu Faaliyet Karı: 25.328.238 TL, Amortisman: 10.783.667 TL, FAVÖK: 36.111.905 TL) enerji üretimi iş kolunun satılmış olması sebebiyle düşülmüştür.

** Düzeltilmiş Net Kar Şirket'in 2021 yılı net karından, 2021 yılında elde edilen Sabit Kıymet Satış karından (90.811.151 TL) %25 kurumlar vergisi tutarı çıkarıldıktan sonra kalan tutarın düşülmesiyle hesaplanmaktadır. Sabit kıymet satış karının Şirket'in sahip olduğu güneş santrallerinin satışından gelmesi, sürdürülebilir olmaması sebebiyle bu düzeltme yapılmıştır.

4 Değerleme Hakkında Özet Bilgi

Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanan 19 Nisan 2022 tarihli fiyat tespit raporuna göre Şirket'in değerlemesinde Pazar yaklaşımı (piyasa çarpanları) ve gelir yaklaşımı (indirgenmiş nakit akımı) dikkate alınmıştır.

4.1 Pazar Yaklaşımı

Pazar yaklaşımı metoduyla yapılan değerlemede Yapı Kredi Yatırım çarpan analizi metodunu tercih etmiştir. Bu kapsamda hem Borsa İstanbul'da hem yurtdışı borsalarda işlem gören benzer şirketler incelenmiştir. Bu nedenle yurtdışı karşılaştırılabilir şirketler FD/FAVÖK çarpanları ile BIST benzer şirketlerin FD/FAVÖK çarpanları kullanılmıştır.



Çarpan analizi yönteminde Yapı Kredi Yatırım tarafından Şirket'in 2021 düzeltilmiş FAVÖK'ü kullanılmıştır. 2021 düzeltilmiş FAVÖK kalemine ulaşmak için, İzahname'nin ekinde yer alan 31.12.2021 tarihli konsolide bağımsız denetim raporu dikkate alınmış, brüt karından Pazarlama, Satış ve Dağıtım, Genel Yönetim ve Ar-Ge giderleri düşürüldükten sonra amortisman tutarının eklenmesiyle hesaplanmaktadır, Diğer Faaliyetlerden Gelir ve Giderler hesaba katılmamaktadır.

Bu doğrultuda Yapı Kredi Yatırım tarafından 2021 düzeltilmiş FAVÖK'ü 637,5 mn TL olarak hesaplanmıştır.

4.1.1 Yurt Dışı Benzer Şirketler Piyasa Çarpan Analizi

Yurt dışı benzer şirketler piyasa çarpan analizi kapsamında kullanılan şirketlerin bilgileri aşağıdaki tabloda verilmektedir. Yapı Kredi Yatırım tarafından yapılan değerlendirme kapsamında 2021 FD/FAVÖK çarpanları dikkate alınmıştır.

Tablo 11: Yurt Dışı Benzer Şirketler FD/FAVÖK ve F/K Çarpanları

Şirket	Ülke	FD/FAVÖK	F/K
Archer-Daniels-Midland Co	ABD	13,5x	18,6x
B&G Foods INC	ABD	14,2x	16,1x
General MillsINC	ABD	14,5x	17,7x
Yamami CO	Japonya	6,2x	19,8x
Nissin Foods Holdings CO LTD	Japonya	12,5x	25,8x
Bunge LTD	İsviçre	8,9x	8,9x
Inversion Es Agrícolas Y Come	Şili	21,2x	25,3x
M Dias Branco SA	Brezilya	12,2x	15,9x
	Medyan	13,5x	17,7x

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Yamami CO FD/FAVÖK çarpanı uç değer kabul edilip hesaplama dahil edilmemiştir. F/K çarpanlarının medyanı hesaplanırken 10x altı ve 20x üstü değerler uç değer kabul edilip hesaplama dahil edilmemiştir. Yurt dışı borsalarda işlem gören benzer şirketlerin FD/FAVÖK çarpanlarının medyanı 13,5x, F/K çarpanlarının medyanı 17,7x olduğu gözlemlenmektedir.

Yurt dışı halka açık benzer şirket FD/FAVÖK çarpan analizi sonucunda ortaya çıkan değer aşağıdaki tablo ile verilmektedir.

Tablo 12: Yurt Dışı Benzer Şirketler FD/FAVÖK Çarpanına Göre Özsermaye Değeri Hesabı

	(mn TL)
Yabancı Benzer Şirketler FD/FAVÖK Medyan	13,5x
Düzeltilmiş FAVÖK	637,5
Şirket Değeri	8.606
Net Borç	699
Yurt Dışı Şirketler FD/FAVÖK Çarpanına Göre Özkaynak Değeri	7.907

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Yurt dışı halka açık benzer şirket F/K çarpan analizi sonucunda ortaya çıkan değer aşağıdaki tablo ile verilmektedir.

Tablo 13: Yurt Dışı Benzer Şirketler F/K Çarpanına Göre Özsermaye Değeri Hesabı

	(mn TL)
Yabancı Benzer Şirketler F/K Medyan	17,7x
Düzeltilmiş Net Kar	350
Yurt Dışı Şirketler F/K Çarpanına Göre Özkaynak Değeri	6.201

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu



4.1.2 Yurt İçi Benzer Şirketler Piyasa Çarpan Analizi

Yurt içi benzer şirketler piyasa çarpan analizi kapsamında kullanılan şirketlerin bilgileri aşağıdaki tabloda verilmektedir. Yapı Kredi Yatırım tarafından yapılan değerlendirme kapsamında 2021 FD/FAVÖK çarpanları dikkate alınmıştır.

Tablo 14: Yurt İçi Benzer Şirketler FD/FAVÖK ve F/K Çarpanları

Şirket	Borsa Kodu	Halka Açıklık Oranı (%)	Piyasa Değeri (mn TL)	FD/FAVÖK	F/K
Ülker Bisküvi Sanayi A.Ş.	ULKER	41,6	5.800,3	6,0x	-
Kervan Gıda Sanayi ve Ticaret A.Ş.	KRVGD	27,4	2.349,6	11,4x	14,2x
Ulusoy Un Sanayi ve Ticaret A.Ş.	ULUUN	34,0	1.741,6	7,5x	11,3x
AVOD Kurutulmuş Gıda ve Tarım Ürünleri Sanayi Ticaret A.Ş.	AVOD	93,9	504,9	12,4x	21,1x
Elite Naturel Organik Gıda San. ve Ticaret A.Ş.	ELITE	22,2	1.152,4	8,4x	25,9x
Fade Gıda Yatırım Sanayi ve Ticaret A.Ş.	FADE	45,0	547,0	40,6x	17,6x
Kütahya Şeker Fabrikası A.Ş.	KTSKR	20,4	1.584,2	31,6x	15,4x
Oylum Sınai Yatırımlar A.Ş.	OYLUM	81,7	187,0	23,1x	21,6x
Penguen Gıda Sanayi A.Ş.	PENGD	76,8	731,5	9,7x	18,0x
Pınar Entegre Et ve Un Sanayi A.Ş.	PETUN	33,2	1.047,0	10,7x	7,2x
Tukaş Gıda Sanayi ve Ticaret A.Ş.	TUKAS	34,3	2.478,4	10,9x	12,2x
			Medyan	10,7x	16,5x

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

FD/FAVÖK çarpanı 30x üzerinde olan firmalar uç değer kabul edilmiş ve ağırlıklı ortalamaya dahil edilmemiştir. Yurt içi benzer şirketlerin FD/FAVÖK çarpanlarının medyanı 10,7x, F/K çarpanlarının medyanı 16,5x olduğu gözlemlenmektedir.

Yurt içi halka açık benzer şirket FD/FAVÖK çarpan analizi sonucunda ortaya çıkan değer aşağıdaki tablo ile verilmektedir.

Tablo 15: Yurt İçi Benzer Şirketler FD/FAVÖK Çarpanına Göre Özsermaye Değeri Hesabı

	(mn TL)
Yurt İçi Benzer Şirketler FD/FAVÖK Medyan	10,7x
Düzeltilmiş FAVÖK	637,5
Şirket Değeri	6.821
Net Borç	699
Yurt İçi Şirketler FD/FAVÖK Çarpanına Göre Özkaynak Değeri	6.122

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Yurt dışı halka açık benzer şirket F/K çarpan analizi sonucunda ortaya çıkan değer aşağıdaki tablo ile verilmektedir.

Tablo 16: Yurt İçi Benzer Şirketler F/K Çarpanına Göre Özsermaye Değeri Hesabı

	(mn TL)
Yurt İçi Benzer Şirketler F/K Medyan	16,5x
Düzeltilmiş Net Kar	350
Yurt İçi Şirketler F/K Çarpanına Göre Özkaynak Değeri	5.780

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Şirket'in FD/FAVÖK çarpanlarına göre yurt içi ve yurt dışı piyasa değerlerini ağırlıklandırılarak bulunan piyasa değeri aşağıdaki tabloda verilmiştir.



Tablo 17: FD/FAVÖK Çarpan Analizine Göre Ortalama Özkaynak Değeri

	(mn TL)
Yurt Dışı Şirketler FD/FAVÖK Çarpanına Göre Özkaynak Değeri	7.907
Yurt İçi Şirketler FD/FAVÖK Çarpanına Göre Özkaynak Değeri	6.122
FD/FAVÖK Çarpanına Göre Özkaynak Değeri	7.015

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Şirket'in F/K çarpanlarına göre yurt içi ve yurt dışı piyasa değerlerini ağırlıklandırılarak bulunan piyasa değeri aşağıdaki tabloda verilmiştir.

Tablo 18: F/K Çarpan Analizine Göre Ortalama Özkaynak Değeri

	(mn TL)
Yurt Dışı Şirketler F/K Çarpanına Göre Özkaynak Değeri	6.201
Yurt İçi Şirketler F/K Çarpanına Göre Özkaynak Değeri	5.780
F/K Çarpanına Göre Özkaynak Değeri	5.991

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

FD/FAVÖK ve F/K çarpanlarına göre ulaşılan piyasa değerlerinin eşit ağırlıklandırılarak hesaplanan piyasa değeri aşağıdaki tabloda verilmiştir.

Tablo 19: Piyasa Çarpanları Analizi Özet

	Hesaplanan Özkaynak Değeri (TL)	Ağırlık	Özkaynak Değeri (TL)
Benzer Şirketler FD/FAVÖK Çarpanı Yöntemi	7.014.743.353	%50	3.507.371.677
Benzer Şirketler F/K Çarpanı Yöntemi	5.990.531.897	%50	2.995.265.949
Özkaynak Değeri			6.502.637.625

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Pazar yaklaşımı değerlendirme metoduna göre Şirket'in piyasa değeri 6.503 mn TL olarak hesaplanmıştır.

4.2 Gelir Yaklaşımı

Yapı Kredi Yatırım tarafından yapılan indirgenmiş nakit akımları analizi kapsamında Şirket tarafından sağlanan varsayımlar ve projeksiyonlar kullanılmıştır.

İNA değerlemesi kapsamında kullanılan temel varsayımlar aşağıda verilmektedir;

- Uç değer hesaplaması için büyüme oranı %5 olarak varsayılmıştır.
- 10 yıllık nakit akış hazırlanmış, uç değer hesaplaması için 2031 yılı baz alınarak uç değer büyüme oranı kullanılarak uç değer hesaplamasına baz teşkil eden nakit akışı hesaplanmıştır.
- Uç değer hesaplamasına baz olması amacıyla uç yıl nakit akışı tahmini yapılmıştır.
- Nakit akışlarına göre Şirket Değer 31.12.2021 itibarıyla hesaplanmış, ilgili tarihteki net borç düşülerek özkaynak değeri hesaplanmıştır.
- İndirgenmiş nakit analizine göre özkaynak değeri 6.863.911.418 TL olarak hesaplanmıştır.

Şirket'in halka arz edilecek pay başı değerinin tespitinde indirgenmiş nakit akımları analizi aşağıdaki tablo ile verilmiştir.

Tablo 20: İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi

('000 TL)	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	Uç Yıl Nakit
Net Satışlar	5.499.725	6.106.108	7.561.177	8.875.686	10.263.491	11.852.174	13.670.615	15.575.902	17.700.294	20.059.862	21.062.855
% Büyüme	%24	%11	%24	%17	%16	%15	%15	%14	%14	%13	
FVÖK	799.569	768.663	1.078.671	1.301.166	1.549.874	1.845.906	2.201.232	2.538.430	2.920.409	3.351.484	3.519.058
FVÖK Marjı	%15	%13	%14	%15	%15	%16	%16	%16	%16	%17	
Vergi Ödemeleri	183.901	153.733	215.734	260.233	309.975	369.181	440.246	507.686	584.082	670.297	703.812
Vergi Sonrası Faaliyet Karı	615.668	614.931	862.937	1.040.933	1.239.899	1.476.725	1.760.986	2.030.744	2.336.328	2.681.187	2.815.247
Amortisman	25.156	41.675	67.320	82.312	92.787	98.808	105.418	112.525	120.249	128.620	128.620
NİS'teki Artış	268.608	185.149	355.118	334.416	349.892	397.918	451.632	481.516	535.526	593.261	301.281
Yatırım Harcamaları	160.520	245.251	139.798	94.057	47.978	52.096	56.402	60.886	65.534	70.329	128.620
Serbest Nakit Akışı	211.695	226.206	435.341	694.773	934.816	1.125.519	1.358.369	1.600.867	1.855.517	2.146.217	2.513.965
İndirgeme Oranı (AOSM)	%22,5	%21,7	%18,8	%16,6	%16,6	%16,6	%16,6	%16,6	%16,6	%16,6	
İndirgeme Faktörü	%122,5	%149,2	%177,1	%206,5	%240,7	%280,5	%327,0	%381,1	%444,3	%517,8	
SNA'nın 31.12.2021 değeri	172.775	151.653	245.757	336.485	388.413	401.205	415.410	420.010	417.653	414.448	
SNA Toplamı	3.363.810										
Terminal Büyüme Oranı	%5,0										
Terminal AOSM	%16,6										
Terminal Değeri	21.744.677										
TD'nin Bugünkü Değeri	4.199.032										
Firma Değeri	7.562.842										
Net Borç	698.930										
Piyasa Değeri	6.863.911										

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Sonuç olarak;

Değerleme çalışması kapsamında İNA yöntemine %60, piyasa çarpan analizine ise %40 ağırlık verilmiştir.

Bu kapsamda kullanılan ağırlıklandırmanın özeti ve söz konusu ağırlıklandırma sonucunda hesaplanan öz sermaye değeri aşağıdaki tablo ile verilmiştir.

Tablo 21: Değerleme Yöntemleri Sonuçları

Değerleme Yöntemi	Hesaplanan Özkaynak Değeri (TL)	Ağırlık	Piyasa Katkısı (TL)
İndirgenmiş Nakit Akışları Yöntemi	6.863.911.418	%60	4.118.346.851
Piyasa Çarpan Analizi	6.502.637.625	%40	2.601.055.050
Ağırlıklandırılmış Özsermaye Değeri			6.719.401.901

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Çalışma kapsamında hesaplanan pay başına değer, halka arz iskontosu ve halka arz fiyatı aşağıdaki tablo ile verilmiştir.

Tablo 22: Halka Arz Öncesi İskonto Hesabı

(TL)	Sonuç
Nominal Sermaye Tutarı	430.000.000
Değerleme Yöntemleri ile Hesaplanan Halka Arz Öncesi Özkaynak Değeri	6.719.401.901
Halka Arz İskonto Oranı	%20
Halka Arz İskontolu Piyasa Değeri	5.375.521.521
Halka Arz Fiyatı (TL/Pay)	12,50

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Değerleme yöntemleri ile hesaplanan halka arz öncesi özsermaye değeri üzerinden, %20,0 halka arz öncesi iskonto oranı uygulanarak, halka arz fiyatı hisse başına 12,50 TL olarak hesaplanmaktadır.

5 Görüş

İş Yatırım görüşü değerlendirme yöntemleri üstünden oluşturulmuştur.

5.1 Pazar Yaklaşımı

- Sektör dinamiklerini yansıtabildiği için bu yöntemin kullanılmasını makul buluyoruz.
- Sıklıkla kullanılan FD/FAVÖK ve F/K çarpanlarının kullanılmasını makul buluyoruz.
- İNA ve Çarpan Analizi yöntemlerini ağırlıklandırmalarını makul buluyoruz.

5.2 Gelir Yaklaşımı

- Şirket'in kendine özgü dinamikleri yansıtabildiği için bu yöntemin kullanılmasını makul buluyoruz.
- Şirket'in ana kalemi olan satışların ürün kırılımına göre projekte edilmesini makul buluyoruz.
- Gelir yaklaşımı yönteminde hesaplanan değer için hedeflenen ciro büyümelerinin gerçekleşmesi ve hedeflenen marjların yakalanması önem arz etmektedir. Aksi halde, yaşanabilecek sapmaların değerlemeyi etkileyebileceği düşünülmektedir.
- İNA ve Çarpan Analizi yöntemlerinin ağırlıklandırmalarını makul buluyoruz.

5.3 Sonuç

İş Yatırım tarafından gerçekleştirilen değerlendirme çalışmasında, fiyatın makul olup olmadığını değerlendirmek amacıyla, fiyat tespit raporunda yer alan veriler esas alınarak, indirgenmiş nakit akımları ve piyasa çarpanları yöntemi kullanılmıştır.

Yapı Kredi Yatırım tarafından Şirket için hazırlanan fiyat tespit raporunda şirket ve faaliyet gösterilen sektöre yönelik yeterli ve aydınlatıcı bilgiler yatırımcıya sunulmuş olup kapsamlı hazırlandığı kanaatindeyiz. Değerlemede kullanılan varsayımlara ilişkin yeterli açıklamaların yapıldığı görülmektedir.

Değerleme çalışmasında her bir yöntemle göre (İndirgenmiş Nakit Akımları, Piyasa Çarpanları) Yayla Agro Gıda Sanayi ve Ticaret A.Ş.'nin öz sermaye değeri hesaplanmıştır. Değerleme yöntemlerinin uygun görülen çarpanları ile ulaşılan değer ağırlıklandırılması sonucu toplamı alınmıştır.

Nihai öz sermaye değeri tespit edilirken, Yapı Kredi Yatırım tarafından konu alınan piyasa çarpanları yönteminden elde edilen değere %40 ve indirgenmiş nakit akımları yöntemine %60 ağırlık verilerek piyasa değeri hesaplanmıştır.

Fiyat Tespit Raporu'nda Şirket hakkında kapsamlı bir şekilde bilgilendirme yapılmıştır. Kullanılan değerlendirme yöntemleri ve bu yöntemler temelinde yapılan analizler, Fiyat Tespit Raporu'nda detaylı olarak ve yeterli şekilde açıklanmıştır.

SONUÇ OLARAK;

Yapı Kredi Yatırım tarafından kullanılan yöntemler ve ilgili çalışmalar dikkate alınarak yapılan incelemeler sonucunda, belirlenen 12,50 TL halka arz fiyatının makul olduğu kanaatine varılmıştır.