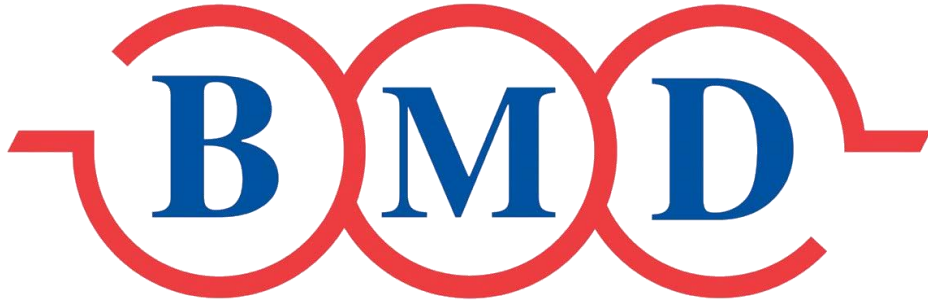


ULUSOY UN SANAYİ ve TİCARET A.Ş.

Fiyat Tespit Raporuna İlişkin Analist Raporu



Bizim Menkul Değerler A.Ş. Kasım 2014

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.

Önemli Not;

Bizim Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanan bu rapor Sermaye Piyasası Kurulu'nun VII-128.1 no'lu Pay Tebliği'nin 29. Maddesi çerçevesinde Şeker Yatırım Menkul Değerler A.Ş. (Şeker Yatırım) tarafından hazırlanan ULUSOY UN San. ve Tic. A.Ş. fiyat tespit raporunu değerlendirmek amacıyla hazırlanmıştır.

Bu rapor yalnızca aracı kurumun fiyat tespit raporu hakkındaki görüşü olup yatırımcıların pay alım satımına ilişkin herhangi bir tavsiye veya teklif içermemektedir. Yatırımcılar, yatırım kararlarını halka arza ilişkin izahnameyi inceleyerek vermelidirler.

Rapor içerisinde bulunabilecek hata ve noksanlıklardan dolayı Bizim Menkul Değerler A.Ş. sorumlu tutulamaz.

İÇİNDEKİLER TABLOSU

1-	Ulusoy Un Sanayi ve Ticaret A.Ş. Halka Arz Özet Bilgileri	- 4 -
2-	Bizim Menkul Değerler A.Ş. Görüşü	- 5 -
3-	Ortaklık Yapısı	- 6 -
4-	Faaliyetler Hakkında Bilgiler.....	- 6 -
5-	Bilançolar ve Gelir Tabloları	- 7 -
6-	Değerleme Hakkında Özet Bilgi ve Görüşler	- 9 -

1- Ulusoy Un Sanayi ve Ticaret A.Ş. Halka Arz Özet Bilgileri

Ulusoy Un Sanayi ve Ticaret A.Ş.'nin pay halka arzı mevcut ortakların yeni pay haklarının kısıtlanması suretiyle sermaye artırımı ve mevcut ortağın sahip olduğu paylarının satışı şeklinde olacaktır. **Pay halka arzında, şirketin 65.000.000 TL olan çıkarılmış sermayesi mevcut ortakların yeni pay alma hakları kısıtlanarak 84.500.000 TL'ye çıkartılması suretiyle artırılan 19.500.000 TL nominal paylar ile Şirketin mevcut ortağın sahip olduğu 4.000.000 TL nominal değerli paylar olmak üzere toplam 23.500.000 TL nominal değerli paylar halka arz edilecektir.**

Satış işlemi Şeker Yatırım Menkul Değerler A.Ş (Şeker Yatırım) liderliğinde oluşturulan konsorsiyum tarafından fiyat aralığı ile talep toplama yöntemiyle gerçekleştirilecektir. Halka arz aracılığı ise en iyi gayret aracılığı ile gerçekleştirilecek olup bakiyeyi yüklenim opsiyonel olarak gerçekleştirilecektir. **Halka arz pay başına 2,90 TL-3,45 TL fiyat aralığından gerçekleştirilecek olup talep toplama tarihleri 12-13-14 Kasım 2014 olarak belirlenmiştir.**

Fiyat Tespit raporunda belirlenmiş olan taban ve tavan fiyatlara göre şirketin halka arz öncesi ve sonrası ortaya çıkan değerleri aşağıdaki tabloda gösterilmiştir;

Taban Fiyat 2,90 TL			Tavan Fiyat 3,45 TL		
	Halka Arz Öncesi	Halka Arz Sonrası	Halka Arz Öncesi	Halka Arz Sonrası	
Piyasa Değeri	188.500.000	245.050.000	224.250.000	291.525.000	
Özkaynak	100.058.599	162.452.926	100.058.599	173.177.926	
Firma Değeri	92.314.581	92.314.581	128.064.581	128.064.581	
Net Borç	-96.185.419	-152.735.419	-96.185.419	-163.460.419	
Sermaye Artırımı	19.500.000		19.500.000		
Ortak Satışı	4.000.000		4.000.000		
Sermaye Artırımından Gelir(Brüt)		56.550.000		67.275.000	
Sermaye Artırımından Gelir(Net)		53.317.283		63.591.833	
Ortak Satışından Gelir		11.600.000		13.800.000	

Kaynak; Bağımsız Denetim Raporu, Fiyat Tespit Raporu

2- Bizim Menkul Değerler A.Ş. Görüşü

Şeker Yatırım Değerleme Özeti			
	Tespit Edilen Değer	Ağırlık	Özsermaye Değeri
İNA	251.603.548	50,00%	125.801.774
Piyasa Çarpanları (FD/FAVÖK)	332.369.524	25,00%	83.092.381
Piyasa Çarpanları (F/K)	190.204.416	25,00%	47.551.104
Halka Arz Öncesi Özsermaye Değeri			256.445.259
Pay Adedi			65.000.000
Halka Arz Öncesi Pay Fiyatı (TL)			3,95
Halka Arz Fiyat Aralığı (TL)			2,90 - 3,45
Halka Arz aralığı İskontosu			%26,5 - %12,6

Kaynak; Fiyat Tespit Raporu

Bizim Menkul Değerler Çarpan Analizi Sonucu			
	Piyasa Değeri	Ağırlık	Özsermaye Değeri
Yurtiçi Çarpan	241.207.211	50%	120.603.606
Yurtdışı Çarpan	287.178.809	50%	143.589.404
Nihai Değer			264.193.010
Ödenmiş Sermaye			65.000.000
Pay Başına Değer			4,06
Taban Fiyat (2,90 TL) İskontosu	188.500.000		-28,65%
Tavan Fiyat (3,45 TL) İskontosu	224.250.000		-15,12%

Oluşan değerler ve Şirketin gerçekleşmiş ve gerçekleşmesini beklediği veriler üzerinden oluşan çarpan değerleri aşağıdaki tabloda gösterilmiştir;

Ulusoy Un Sanayi ve Ticaret A.Ş. için hazırlanmış olan fiyat tespit raporunun yatırımcılar açısından yeterince açıklayıcı şekilde hazırlandığını ve kullanılan değerleme yöntemlerinin makul olduğunu düşünüyoruz.

Fiyat tespit raporunda şirket için bulunan Piyasa Değeri 256,5 Milyon TL olurken taban ve tavan fiyatlar üzerinden oluşan iskonto oranları sırası ile %26,5 ve %12,6'dır. Kullanılan yöntemler sonucunda oluşan nihai değer ve taban/tavan fiyatlar için uygulanan iskonto oranlarının makul olduğu görüşündeyiz.

Taban Fiyata göre Çarpan Değerleri	Halka Arz Öncesi		Halka Arz Sonrası	
	2013	2014T	2013	2014T
2,90 TL				
FD/FAVÖK	3,47	3,14	3,47	3,14
FD/SATIŞ	0,14	0,11	0,14	0,11
Fiyat / Kazanç	25,91	12,40	33,69	16,12
PD/DD	1,88	1,88	1,51	1,51
Tavan Fiyata göre Çarpan Değerleri	Halka Arz Öncesi		Halka Arz Sonrası	
	2013	2014T	2013	2014T
3,45 TL				
FD/FAVÖK	4,82	4,36	4,82	4,36
FD/SATIŞ	0,19	0,15	0,19	0,15
Fiyat / Kazanç	30,83	14,75	40,08	19,18
PD/DD	2,24	2,24	1,68	1,68

Raporun geri kalanında şirket hakkında özet bilgilendirme yapılmış ve kullanılan değerleme yöntemleri detaylarıyla incelenmiştir.

3- Ortaklık Yapısı

İhraççının kayıtlı sermaye tavanı 150.000.000 TL olup, ortaklık yapısı aşağıda gösterilmektedir;

Halka Arz Öncesi Ortaklık Yapısı		
	Nominal Pay	Pay Oranı(%)
Fahrettin Ulusoy	34.373.882	52,88%
Nevin Ulusoy	7.780.756	11,97%
E. Günhan Ulusoy	12.699.375	19,54%
O.Erhan Ulusoy	10.023.684	15,42%
Mithat Denizcigil	95.362	0,15%
Kamil Adem	26.941	0,04%
Toplam	65.000.000	

Kaynak; İzahname

Halka Arz Sonrası Ortaklık Yapısı		
	Nominal Pay	Pay Oranı(%)
Fahrettin Ulusoy	30.373.882	35,95%
Nevin Ulusoy	7.780.756	9,21%
E. Günhan Ulusoy	12.699.375	15,03%
O.Erhan Ulusoy	10.023.684	11,86%
Mithat Denizcigil	95.362	0,11%
Kamil Adem	26.941	0,03%
Halka Açık Pay	23.500.000	27,81%
Toplam	84.500.000	

Şirket sermayedarlarının ellerinde bulundurdıkları ve bu halka arz ile Borsa'da işlem görmeyecek A ve B grubu paylar sebebiyle şirketin yönetim kurulu üyelerinden en az dört üyesini (Yönetim Kurulu sekiz üyeden oluşur) Genel Kurul'a aday gösterme imtiyazları bulunmaktadır. Olağan ve olağan üstü genel kurul toplantılarında hazır bulunan (A) grubu pay sahiplerinin veya vekillerinin her bir pay için 15 (on beş) oy hakkı, (B) grubu pay sahiplerinin veya vekillerinin her bir pay için 10 (on) oy hakkı ve (C) grubu pay sahiplerinin veya vekillerinin her bir pay için 1 (bir) oy hakkı bulunmaktadır. A grubu payların nominal tutarı 9.750.000 TL ve B grubu payların nominal tutarı 6.500.000 TL'dir.

4- Faaliyetler Hakkında Bilgiler

İrmik, makarna ve bisküvi gibi hububat ve bakliyat; mamul, her türlü gıda maddesinin imalatını, ticaretini, ithalat ve ihracatını yapmak üzere 1989 yılında kurulan şirket, Un sektöründe yurt içinde 2013 verilerine göre %1.76 pazar payına sahiptir. Şirket, Samsun ve Çorlu'da bulunan iki fabrikasında toplam günlük 900 ton'a ulaşan üretim kapasitesi ve toplam 16 ürün gamı ile faaliyetini sürdürmektedir. Şirket bunun yanında Türkiye'nin çeşitli

limanlarında ve bölgelerinde, 119.000 ton tahıl stoklama kapasitesine sahip serbest bölge depoları, antrepo ve depoları ile bölge ve çevre ülke üreticilerinin tahıllarının iyi koşullarda muhafaza edilmesini sağlamaktadır.

Şirket 500 ton/gün üretim kapasitesine sahip Samsun Üretim tesisine, 400 ton /gün üretim kapasitesine sahip Çorlu üretim tesisine ve 34 Bin ton depolama kapasiteli Samsun depolama tesisine sahiptir. Aynı zamanda Samsun'da 600 ton/gün buğday işleme kapasiteli un fabrikası yatırımı da devam etmektedir.

Şirket miktarsal bazda 2011-2013 yılları arasında %20 yıllık bileşik büyüme oranı yakalamayı başarmıştır. 2014/06 döneminde ait miktarsal bazda satışların kırılımı aşağıdaki tabloda gösterilmiştir. 2011 yılında 697 Bin ton ürün satışı gerçekleştiren şirketin 2013 yılsonu satış miktarı 999 Bin ton olmuştur. 2013 yılının 6 aylık döneminde 420 Bin ton ürün satışı gerçekleştiren şirket 2014 yılının aynı döneminde 570 Bin ton ürün satışı gerçekleştirmiştir.

Miktar Bazında Satışların Kırılımı (Kg)		
2014/06		
Buğday	67,20%	383.204.485
Un	18,20%	103.784.548
Kepek	5,10%	29.082.483
Bonkalite	0,80%	4.561.958
Kırık Buğday	0,40%	2.280.979
Arpa	1,40%	7.983.427
Mısır	6,70%	38.206.400
Diğer	0,20%	1.140.490
Toplam		570.244.770

Kaynak; Fiyat Tespit Raporu

Yurtiçi buğday satışında 2014/06 itibariyle %2,84 paya sahip olan şirket, Türkiye un satışında %0,98'lik paya sahiptir. Şirket yapmış olduğu un ihracatı ile dünya un pazarında %0,92'lik paya sahip durumdadır. Şirket Türkiye İhracatçılar Meclisi 2014 verilerine göre en çok ihracat yapan ilk 1000 firma arasından 524. sırada yer alırken sektöründe 5. sıradadır. İstanbul Sanayi Odası verilerine göre ise üretimden satışlarda 410. sırada yer almıştır.

5- Bilanço ve Gelir Tablosu

Gelir Tablosu	2014/06	2013/06	2013/12	2012/12
Hasılat	433.352.360	269.445.835	681.123.194	491.961.707
Satışların Maliyeti (-)	-409.423.673	-248.950.927	-633.783.566	-458.589.599
BRÜT KAR/ZARAR	23.928.687	20.494.908	47.339.628	33.372.108
<i>Brüt Kar Marjı (%)</i>	<i>5,5%</i>	<i>7,6%</i>	<i>7,0%</i>	<i>6,8%</i>
Genel Yönetim Giderleri (-)	-2.052.330	-1.926.100	-4.253.659	-4.297.329
<i>Genel Yönetim Giderleri artış %</i>	<i>-0,76%</i>	<i>-0,71%</i>	<i>-1,58%</i>	<i>-1,59%</i>
Pazarlama Giderleri (-)	-9.962.662	-5.744.049	-17.759.151	-16.841.540
<i>Pazarlama Giderleri %</i>	<i>-3,70%</i>	<i>-2,13%</i>	<i>-6,59%</i>	<i>-6,25%</i>
ESAS FAALİYET KARI/ZARARI	11.913.695	12.824.759	25.326.818	12.233.239
<i>Esas Faaliyet Kar marjı</i>	<i>2,75%</i>	<i>4,76%</i>	<i>3,72%</i>	<i>2,49%</i>
<i>Amortisman</i>	<i>752.286</i>	<i>483.275</i>	<i>1.257.156</i>	<i>927.854</i>
FAVÖK	12.665.981	13.308.034	26.583.974	13.161.093
<i>FAVÖK Marjı</i>	<i>2,9%</i>	<i>4,9%</i>	<i>3,9%</i>	<i>2,7%</i>
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	2.239.675	1.382.762	6.414.393	2.863.259
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler (-)	-2.638.298	-1.645.457	-2.916.287	-2.834.869
FAALİYET KARI/ZARARI	11.515.072	12.562.064	28.824.924	12.261.629
FİNANSMAN GİDERİ ÖNCESİ FAALİYET KARI/ZARARI	11.728.794	12.562.064	28.824.924	12.261.629
Finansman Gelirleri	38.082.154	15.972.879	42.392.710	32.461.333
Finansman Giderleri (-)	-38.341.378	-24.409.073	-61.359.507	-39.213.656
SÜRDÜRÜLEN FAALİYETLER VERGİ ÖNCESİ KARI/ ZARARI	11.469.570	4.125.870	9.858.127	5.509.306
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Gideri/Geliri	-2.113.897	-1.257.684	-2.583.657	-1.376.173
Dönem Vergi Gideri/Geliri	-2.166.036	-1.511.307	-1.992.182	-1.745.019
Ertelenmiş Vergi Gideri/Geliri	52.139	253.623	-591.475	368.846
SÜRDÜRÜLEN FAALİYETLER DÖNEM KARI/ZARARI	9.355.673	2.868.186	7.274.470	4.133.133
<i>Net Kar Marjı (%)</i>	<i>2,2%</i>	<i>1,1%</i>	<i>1,1%</i>	<i>0,8%</i>
DÖNEM KARI/ZARARI	9.355.673	2.868.186	7.274.470	4.133.133

Kaynak; Bağımsız Denetim Raporu

BİLANÇO				
VARLIKLAR	2014/06	2013/12	2012/12	2011/12
<u>Dönen Varlıklar</u>	<u>323.553.525</u>	<u>288.866.127</u>	<u>242.383.566</u>	<u>184.864.136</u>
Nakit ve Nakit Benzerleri	116.050.830	63.983.460	6.622.081	15.166.718
Finansal Yatırımlar	93.223	10.557	3.468.527	955.761
Ticari Alacaklar	152.058.298	103.894.335	88.106.973	53.477.069
Diğer Alacaklar	2.296.985	3.429.237	1.010.979	2.691.268
Türev Araçlar	1.890.186	3.314.950	-	-
Stoklar	42.764.555	104.017.540	138.019.795	75.539.508
Peşin Ödenmiş Giderler	5.805.857	8.651.196	-	-
Cari Dönem Vergisiyle İlgili Varlıklar	1.065.496	-	-	-
Diğer Dönen Varlıklar	1.528.095	1.564.852	5.155.211	37.033.812
<u>Duran Varlıklar</u>	<u>50.788.030</u>	<u>51.116.025</u>	<u>21.101.186</u>	<u>19.213.781</u>
Diğer Alacaklar	9.556	142.153	2.153	2.139
Finansal Yatırımlar	15.000	15.000	10.000	192.367
Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımlar	4.146.325	4.250.000	-	-
Maddi Duran Varlıklar	46.172.804	46.236.180	20.032.395	18.524.896
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	50.248	49.488	38.312	42.940
Peşin Ödenmiş Giderler	54.701	-	-	-
Ertelenmiş Vergi Varlığı	339.396	423.204	794.595	302.294
Diğer Duran Varlıklar	-	-	223.731	149.145
TOPLAM VARLIKLAR	374.341.555	339.982.152	263.484.752	204.077.917
KAYNAKLAR	2014/06	2013/12	2012/12	2011/12
<u>Kısa Vadeli Yükümlülükler</u>	<u>265.445.645</u>	<u>244.262.605</u>	<u>214.514.955</u>	<u>160.755.398</u>
Finansal Borçlar	12.750.000	17.050.569	61.519.408	32.785.426
Uzun Vadeli Borçlanmaların Kısa Vadeli Kısım	4.826.909	2.100.382	-	-
Ticari Borçlar	240.467.944	221.397.906	148.244.054	122.173.206
Diğer Borçlar	4.392	618	645.091	183.717
Dönem Karı Vergi Yükümlülüğü	2.166.036	142.466	1.343.044	-
Kısa Vadeli Karşılıklar	23.076	-	-	-
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	4.752.112	3.268.721	2.763.358	5.613.049
Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kapsamında Borçlar	455.176	301.943	-	-
<u>Uzun Vadeli Yükümlülükler</u>	<u>8.837.311</u>	<u>8.327.037</u>	<u>1.768.472</u>	<u>2.748.259</u>
Finansal Borçlar	2.381.725	1.713.933	732.586	2.176.679
Diğer Borçlar	-	2.120	-	4.135
Borç Karşılıkları	536.106	543.165	-	-
Çalışanlara Sağlanan Fayda ve Yükümlülükler	-	-	497.529	312.524
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	5.919.480	6.067.819	538.357	254.921
<u>Özkaynaklar</u>	<u>100.058.599</u>	<u>87.392.510</u>	<u>47.201.325</u>	<u>40.574.260</u>
Ödenmiş Sermaye	65.000.000	50.000.000	38.000.000	30.000.000
Kar veya Zararda Yeniden Sınıflandırılmayacak Birikmiş Değer	21.827.875	21.877.446	-	-
Diğer Yedekler	-	4.999.928	-	6.172.911
Maddi Duran Varlık Yeniden Değerleme	-	-	639.932	-
Kardan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	1.400.369	1.050.779	767.184	767.184
Geçmiş Yıllar Kar/Zararları	2.474.682	1.415.578	3.661.076	2.161.253
Net Dönem Karı/Zararı	9.355.673	8.048.779	4.133.133	1.472.912
TOPLAM KAYNAKLAR	374.341.555	339.982.152	263.484.752	204.077.917

Kaynak; Bağımsız Denetim Raporu

6- Değerleme Hakkında Özet Bilgi ve Görüşler

Ulusoy Un San. Ve Tic. A.Ş. hakla arzı için hazırlanmış olan fiyat tespit raporu Şeker Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanmıştır. Yapılan çalışmada “İndirgenmiş nakit akımları analizi” ve “piyasa çarpanları analizi” yöntemleri kullanılarak nihai değere ulaşılmıştır.

A) İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) Analizi

Şeker Yatırım tarafından hazırlanan İNA analizinde projeksiyon dönemi 2014-2023 yılları arasını kapsamış olup, Şirketin vermiş olduğu projeksiyonlara göre ileriye dönük serbest nakit akımları hesaplanmış ve söz konusu serbest nakit akımları ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti üzerinden iskonto edilerek bugünkü değerine indirgenmiştir. 2023 sonraki dönemler için ise uç değere hesaplanmıştır.

Şeker Yatırım tarafından nihai değere ulaşılırken kullanılan satış varsayımlarının yatırımcı açısından yeterince detaylı olduğu görülmektedir. Analiz sırasında satış gelirine ulaşılırken kullanılan satış miktarı ve satış fiyatı varsayımları detaylı olarak verilirken, aynı zamanda varsayımların hangi gerekçelere dayandığı da yeterli derecede açıklanmıştır.

Yapılan analizde satış miktarları ve fiyatları için yapılan varsayımlar şu şekildedir;

Şirketin ton bazında toplam un satışlarının 2014 yılında %5, 2015 yılında %3, sonrasında 2016-2023 yılları arasında %1 artış olacağı tahmin edilmiştir. Buğday ihracatının ve yurt içi satışlarının ton bazında 2014 yılında %20, 2015-2018 arasında %5 ve sonrasında ise %3 büyüyeceği öngörülmüştür. Diğer ürünlerde ton bazında satışlar un satışlarına paralel 2014 yılında %5, 2015 yılında %3 ve 2016-2023 yılları arasında %1 artış olarak tahmin edilmiştir. Aynı ürünlerde birim satış fiyatları varsayımlarında ise un fiyatlarının 2014 yılında ortalama %10 artış göstereceği, aynı yıl için buğday fiyatlarının yurtiçinde ortalama %15 artış gösterirken yurtdışı satışlarda dolar bazında %8 azalacağı öngörülmüştür. 2015 yılı ve sonrası için ise ürün fiyatlarının 2015'te %8, 2016'da %7 2018-2020 arasında %5 ve 2021-2023 yılları arasında %3 seviyesinde artış göstereceği öngörülmüştür.

Değerleme sırasında oluşan gelir tablosu projeksiyonu aşağıdaki tabloda gösterilmiştir;

Gelir Tablosu Varsayımları (Milyon TL)	2012G	2013G	2013/06	2014/06	2014T	2015T	2016T	2017T
Net Satış Geliri	492	682,2	269,4	433,4	871,1	979,6	1086,5	1194,2
Brüt Kar	33,4	48,4	20,5	23,9	54,8	61,1	67,8	74,5
Marj	6,79%	7,09%	7,61%	5,51%	6,29%	6,24%	6,24%	6,24%
Esas Faaliyet Karı	12,2	26,4	12,8	11,9	27,8	30,8	34,1	37,5
Marj	2,48%	3,87%	4,75%	2,75%	3,19%	3,14%	3,14%	3,14%
FAVÖK	13,3	27,6	13,3	12,7	29,4	32,3	35,7	39,1
Marj	2,70%	4,05%	4,94%	2,93%	3,38%	3,30%	3,29%	3,27%
Net Kar	4,1	8,0	2,9	9,5	15,2	16,8	18,8	22,3
Marj	0,83%	1,17%	1,08%	2,19%	1,74%	1,71%	1,73%	1,87%
Büyüme Rakamları (%)	2012G	2013G	2013/06	2014/06	2014T	2015T	2016T	2017T
Net Satış Geliri	-	38,66%	-	60,88%	27,69%	12,46%	10,91%	9,91%
Brüt Kar	-	44,91%	-	16,59%	13,22%	11,50%	10,97%	9,88%
Esas Faaliyet Karı	-	116,39%	-	-7,03%	5,30%	10,79%	10,71%	9,97%
FAVÖK	-	107,52%	-	-4,51%	6,52%	9,86%	10,53%	9,52%
Net Kar	-	95,12%	-	227,59%	90,00%	10,53%	11,90%	18,62%

Kaynak; Fiyat Tespit Raporu

Şirket ve ürün gamı hakkında detaylı bir çalışma yapılmadan ve varsayımlar üzerinde şirket yetkilileriyle görüşülmeden bu konuda yorum yapma imkanı olmamakla birlikte, satış miktarları ve birim satış fiyatları konusunda yapılan varsayımların makul olduğu görüşündeyiz.

Şirket satış miktarları ve birim fiyatları konusunda detaylı açıklama yapmış olmasına rağmen aynı detaylar maliyetlerin projeksiyonlarında verilmemiş ve yapılan analiz FAVÖK marjı üzerinden açıklanmıştır. **Projeksiyonda kullanılan kar marjlarının muhafazakar bir yaklaşımla makul seviyelerde tutulmuş olduğu görülse de şirketin maliyet kalemleri hakkında detaylı bilgilerin verilmemiş olmasının yatırımcıların bilgilendirilmesi açısından eksiklik olduğu görüşündeyiz.**

Şeker Yatırım yapmış olduğu analizde şirketin halihazırda Samsun'da devam etmekte olan un öğütme tesis yatırımının olası etkilerini çalışmasına dahil etmediğini belirtmektedir. **2016 yılında faaliyete geçmesi beklenen ve muhtemelen şirket ve yatırımcı için artı bir değer oluşturacak olan tesisin muhafazakar tarafta kalınması açısından projeksiyonlara dahil edilmemiş olması tarafımızdan olumlu bulunmaktadır.**

Gelir tablosu projeksiyonlarında dikkat çekilmesi gereken bir diğer konu ise şirketin sektörü itibarıyla gelecek dönemde karşılaşılabileceği dalgalanmalardır. Şirketin bulunduğu sektör itibarıyla hem maliyet tarafında hem de gelir tarafında ürün fiyatlarını kontrol etme gücü bulunmamaktadır. Bu açıdan özellikle buğday fiyatlarında yurtiçi ve yurtdışında oluşabilecek dalgalanmalar şirketi olumlu veya olumsuz yönde etkileyebilecek ve gerçekleştirmelerin yapılan projeksiyonlardan farklılık göstermesine sebep olabilecektir. **Fiyat tespit raporunda bu konuda gerekli açıklama yapılarak yatırımcıların dikkatinin çekilmiş olması tarafımızdan olumlu bulunmaktadır.**

Yapılan analizde işletme sermayesi ihtiyacında meydana gelmesi öngörülen değişimler için ortalamalara uygun olarak alacak gün sayısı 53,4 gün, ticari borç gün sayısının 88,2 gün ve stok gün sayısının 69,6 olarak varsayıldığı belirtilmektedir. 2011, 2012 ve 2013 yıl sonu bilanço kalemleri incelendiğinde özellikle stok gün sayısı ve ticari borç gün sayısında yüksek dalgalanma gerçekleştiği görülmektedir. İşletme sermayesi kalemlerinin belirlendiği bilançolar şirketin anlık resmini vermektedir. Bu açıdan işletme sermayesi hesabı için aylık ya da 3 aylık bilançolarla hareket edilmesi daha sağlıklı sonuçlar vermektedir. Fiyat tespit raporunda yapılan analizde bu tür detaylara yer verilmemiş olduğu görüldüğünden konu hakkında yorum yapmanın yanıltıcı olabileceği düşüncesindeyiz.

Yapılan analizde kullanılan Ağırlıklı ortalama Sermaye maliyeti %14,3 olarak belirlenmiştir. **AOSM konusunda detaylı açıklamanın yapıldığını ve belirlenen seviyenin makul olduğunu düşüncesindeyiz.**

Yapılan analizde uç değer büyüme oranı %3 olarak alınmıştır. Önümüzdeki 10 yıl için yapılan varsayımlar üzerinden oluşan nakit akımlarında görülen büyüme oranlarına bakıldığında %3'lük uç değer büyüme oranının makul olduğunu düşünüyoruz. **Sonuç olarak yapılan indirgenmiş nakit akımları analizinde ulaşılan firma değeri 155,5 Milyon TL olarak bulunmuştur. 96,1 Milyon TL net nakit durumunda olan şirketin piyasa değeri ise 251,6 Milyon TL olarak bulunmuştur. Genel olarak nihai değere ulaşmak için kullanılan varsayımların makul olduğunu düşündüğümüzden, İNA analizinde ortaya çıkan değer de tarafımızdan makul bulunmaktadır.**

Nihai değere ulaşırken kullanılan net nakit pozisyonunun şirketin 2014 yılına ait 6 aylık verilerinden faydalanılarak yapıldığı görülmektedir. Aynı dönemde şirketin stoklar kaleminde dönemsel olarak sektörün özelliğinden kaynaklandığını düşündüğümüz önemli bir düşüş göze çarpmaktadır. Bu açıdan hammadde hasat dönemi sonrasında şirketin stok kaleminin artacağı ve işletme sermayesi kalemlerinde önemli değişiklikler olacağını varsaydığımızda, şirketin net nakit durumunda gerileme meydana gelebileceğini düşünebiliriz. Bu gerileme doğrudan şirket için hesaplanan piyasa değerini olumsuz etkileyebilecektir. 2014 yılı için nakit akımları (-57,10

Milyon TL) hesaplamalarında bu değişimin dengelendiğini ve muhafazakâr davranıldığını düşünsük de, yatırımcının bu noktayı göz önünde bulundurması faydalı olacaktır.

B) Çarpan Analizi

Yapılmış olan çarpan analizinde Firma Değeri/Favök ve Fiyat/Kazanç çarpan oranları hem yurtiçi hem de yurtdışı benzer şirketler için ayrı ayrı hesaplanarak kullanılmıştır.

a - Yurtiçi Benzer Şirketler Çarpan analizi

Yapılan değerlendirme de yurtiçi benzer şirket bulunmadığı ve gıda sektör çarpanlarının değerlemeye baz teşkil edecek yeterlilikte oluşmadığı belirtilerek yurtiçi çarpan için BİST 100 endeksi kullanılmıştır. Şirketle tamamıyla aynı faaliyet kolunda çalışan benzer yurtiçi şirket olmamasının doğruluğu tarafımızdan kabul edilmektedir. Ancak oluşan değerden bağımsız olarak; çarpan değerlemesi için içerisinde ülkenin en büyük sanayi kuruluşlarını, bankalarını, futbol kulüplerini ve GYO'larını bulunduran BİST 100 endeks çarpanlarının kullanılması yerine gıda sektöründe nispeten benzer faaliyet gösteren bazı şirketlerin yada halka arz endeksi gibi daha dar kapsamlı endekslerin kullanılmasının daha doğru olacağını düşünüyoruz.

2014/06 - Son 4 Çeyrek Dönem				
Benzer Şirket Çarpanları (2014/03 Dört Çeyrek)	F/K	FD/FAVÖK	PD/DD	
BİST 100 (Banka ve Spor Kulüpleri Hariç)	13,1	9,5	1,6	
Halka Arz Endeksi	10,0	8,6	1,4	
PETUN	4,4	4,0	1,6	
Gıda Endeksi*	10,4	10,2	1,6	
*PD olarak büyük olan, negatif özkaynak yada FAVÖK rakamı olan şirketler dışarıda bırakılmıştır.				
Çarpan Verileri	2012	2013	2014T	
FAVÖK	13.161.093	26.583.974	29.400.000	
Net Kar	4.100.000	8.000.000	15.200.000	
Özkaynak	47.201.325	87.392.510	100.058.599	
Net Borç		-96.185.419	-96.185.320	
Ortalama Cari Çarpan Değerleri	F/K	Tahmini Değer	FD/FAVÖK	Tahmini Değer
BİST 100 (Banka ve Spor Kulüpleri Hariç)	13,1	199.159.668	9,5	376.309.558
Halka Arz Endeksi	10,0	152.324.458	8,6	348.742.981
PETUN	4,4	67.420.681	4,0	212.760.267
Gıda Endeksi*	10,4	157.946.335	10,2	397.024.495
TAHMİNİ DEĞER ARALIĞI				
Min	67.420.681			
Mak	397.024.495			
Ortalama	241.207.211			

Kaynak; BMD

Ulusoy un için yapmış olduğumuz yurtiçi çarpan analizinin ayrıntıları yukarıdaki tabloda gösterilmiştir. Minimum ve maksimum değerler dışarıda bırakıldığında şirket için bulduğumuz piyasa değeri 241 Milyon TL olmuştur.

b - Yurtdışı Benzer Şirketler Çarpan analizi

Fiyat tespit raporunda kullanılan yurtdışı benzer şirketler sektöründe öncü ve hemen hemen aynı faaliyet alanında faaliyet gösteren şirketlerden seçilmiş olduğunu görmekteyiz.

Yurtdışı Benzer Şirket Çarpanları					
Şirket	Ülke	F/K	Tahmini Değer	FD/FAVÖK	Tahmini Değer
AGTHIA GROUP PJS	Birleşik Arap Emirlikleri	17,13	260.376.000	13,02	478.973.320
CARR'S MILLING	İngiltere	11,91	181.032.000	8,2	337.265.320
HONEYWELL FLOUR MILL PLC	Nijerya	6,23	94.696.000	4,85	238.775.320
NIPPO FLOUR MILLS CO LTD	Japonya	11,95	181.640.000	-	
FLOUR MILLS NIGERIA PLC	Nijerya	19,1	290.320.000	8,31	340.499.320
M DIAS BRANCO SA	Brezilya	18,14	275.728.000	13,95	506.315.320
TAHMINİ DEĞER ARALIĞI					
Min	94.696.000				
Mak	506.315.320				
Ortalama	287.178.809				

Kaynak; BMD, Fiyat Tespit Raporu

Fiyat tespit raporunda verilen seçilmiş yabancı şirket çarpanlarına göre yaptığımız analizde minimum ve maksimum değerler dışarıda bırakıldığında şirket için bulunan değer 287,2 Milyon TL olmuştur.

C) Sonuç

Yapmış olduğumuz yurtiçi ve yurtdışı çarpan analizleri sonucunda şirket için bulduğumuz değer 264,2 Milyon TL'dir. Bu değerlere göre taban ve tavan fiyatların iskonto oranları aşağıdaki tabloda gösterilmiştir.

Bizim Menkul Değerler Çarpan Analizi Sonucu			
	Piyasa Değeri	Ağırlık	Özsermaye Değeri
Yurtiçi Çarpan	241.207.211	50%	120.603.606
Yurtdışı Çarpan	287.178.809	50%	143.589.404
Nihai Değer			264.193.010
Ödenmiş Sermaye			65.000.000
Pay Başına Değer			4,06
Taban Fiyat (2,90 TL) İskontosu	188.500.000		-28,65%
Tavan Fiyat (3,45 TL) İskontosu	224.250.000		-15,12%

Şeker Yatırım tarafından hesaplanmış olan 256,5 Milyon TL'lik nihai değer makul olduğunu düşünürken taban ve tavan fiyatlar üzerinden oluşmuş olan iskonto oranlarının da makul olduğunu düşünmekteyiz.

Önemli Uyarı

Burada yer alan bilgiler Bizim Menkul Değerler A.Ş. tarafından okuyucuyu bilgilendirme amacı ile hazırlanmıştır. 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. Herhangi bir yatırım aracının alım-satım önerisi ya da belli bir getiri garantisi olarak yorumlanmamalıdır. Bu görüşler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun olmayan sonuçlar doğurabilir. Burada yer alan bilgiler BMD'nin güvenilir olduğunu düşündüğü yayımlanmış bilgilerden ve veri kaynaklarından derlenmiştir. Kullanılan bilgilerin hatasızlığı ve/veya eksiksizliği konusunda BMD hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. BMD Araştırma raporları şirket içi ve dışı dağıtım kanalları aracılığıyla tüm BMD müşterilerine eşzamanlı olarak dağıtılmaktadır. Ayrıca, Burada yer alan tahmin, yorum ve tavsiyeler dokümanın yayınlandığı tarih itibarıyla geçerlidir. BMD Araştırma Bölümü daha önce hazırladığı ya da daha sonra hazırlayacağı raporlarda bu raporda sunulan görüş ve tavsiyelerden farklı ya da bu raporda sunulan görüş ve tavsiyelerle çelişen başka raporlar yayımlayabilir. Çelişen fikir ve tavsiyeler bu raporu hazırlayan kişilerden farklı zaman dilimlerine işaret ediyor, farklı analiz yöntemlerini içeriyor ya da farklı varsayımlarda bulunuyor olabilir. Böyle durumlarda, BMD'nin bu raporlardaki tavsiye ve görüşlerle çelişen diğer BMD Araştırma Bölümü raporlarını okuyucunun dikkatine sunma zorunluluğu yoktur. Bu çalışma kesinlikle tekrar çıkarılmak, çoğaltılmak, kopyalanmak ve/veya okuyucudan başkasına dağıtılmak üzere hazırlanmamıştır ve BMD Araştırma Bölümü'nün izni olmadan kopyalanamaz ve çoğaltılıp dağıtılamaz. Okuyucuların bu raporun içeriğini oluşturan yatırım tavsiyeleri, tahmin ve hedef fiyat değerlemeleri de dahil olmak üzere tüm yorum ve çıkarımların, BMD Araştırma 'nın izni olmadan başkalarıyla paylaşmamaları gerekmektedir. BMD bu araştırma raporunu yayınlamaya, müşterilerine ve gerekli yatırım profesyonellerine dağıtmaya yetkilidir. BMD Araştırma Bölümü gerekli olduğunu düşündüğünde düzenli olarak yatırım tavsiyelerini güncellemekte ve temel analize dayalı araştırma raporları hazırlamaktadır. Bununla birlikte, bu çalışma herhangi bir hisse senedinin veya finansal yatırım enstrümanlarının alımı ya da satımı için BMD ve/veya BMD tarafından direk veya dolaylı olarak kontrol edilen herhangi bir şirket tarafından gönderilmiş bir teklif ya da öneri oluşturmamaktadır. Herhangi bir alım-satım ya da herhangi bir enstrümanın halka arzına talepte bulunma kararı bu çalışmaya değil, arz edilen yatırım aracı ile ilgili kamuya duyurulmuş ve yayınlanmış izahname ve sirkülere dayanmalıdır. BMD ya da herhangi bir BMD çalışanı bu raporun içeriğindeki görüş ve tavsiyelere uyulması sebebiyle doğabilecek doğrudan ya da dolaylı herhangi bir zarar ya da kayıpla ilgili olarak sorumlu tutulamaz.