



ERSAN ALIŞVERİŞ HİZMETLERİ VE GIDA SANAYİ TİCARET A.Ş.

Halka Arz Fiyatının Belirlenmesinde Esas Alınan Varsayımlara İlişkin

Denetimden Sorumlu Komite Tarafından Hazırlanan

Gerçekleşme ve Değerlendirme Raporu

10.03.2023

1. Raporun Konusu ve Gerekçesi

Ersan Alışveriş Hizmetleri ve Gıda Sanayi Ticaret A.Ş.’nin (“Kim Market” veya “Şirket”) halka arz fiyatının belirlenmesinde esas alınan varsayımların gerçekleşip gerçekleşmediğine ilişkin değerlendirmeler içeren işbu rapor, Sermaye Piyasası Kurulu’nun VII-128.1 Sayılı Pay Tebliği’nin 29/5 maddesi gereğince Denetimden Sorumlu Komite tarafından hazırlanmıştır.

2. Açıklamalar

Sermaye Piyasası Kurulu’nun VII-128.1 Sayılı Pay Tebliği’nin 29. maddesinin 5. Fıkrasında yer alan “*Payları ilk defa halka arz edilen ortaklığın, paylarının borsada işlem görmeye başlamasından sonraki iki yıl boyunca finansal tablolarının kamuya açıklanmasını müteakip on iş günü içerisinde, halka arz fiyatının belirlenmesinde esas alınan varsayımların gerçekleşip gerçekleşmediği, gerçekleşmediyse nedeni hakkında değerlendirmeleri içeren bir rapor hazırlaması ve söz konusu raporun ortaklığın internet sitesinde ve KAP’ta yayımlanması zorunludur. Bu yükümlülük ortaklık bünyesindeki denetimden sorumlu komite tarafından yerine getirilir. Denetimden sorumlu komite kurma zorunluluğu bulunmayan ortaklıklar için bu yükümlülük yönetim kurulu tarafından yerine getirilir.*” hükmü uyarınca, işbu rapor hazırlanarak kamuoyu ile paylaşılmaktadır.

3. Fiyat Tespit Raporunda Kullanılan Yöntemler

Şirketin paylarının halka arzına aracılık eden Tacirler Yatırım Menkul Değerler A.Ş. (Tacirler Yatırım) tarafından 23.08.2021 tarihinde hazırlanan ve 10.09.2021 tarihinde Kamuyu Aydınlatma Platformu’nda yayımlanan Fiyat Tespit Raporu’nda Şirketin halka arz edilecek pay başına değerinin belirlenmesinde iki temel yöntem kullanılmış olup, her iki yöntem de eşit ağırlıklandırılarak nihai şirket değeri belirlenmiştir.

- Gelir Yaklaşımı: İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi
- Pazar Yaklaşımı: Piyasa Çarpanları Analizi

3.1. İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi

İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) Analizi yöntemi, bir şirketin gelecekte oluşturacağı serbest nakit akımlarının bugüne indirgenmesi esasına dayanmaktadır. Bu metotta şirketin uzun vadeli potansiyelinin analiz edilmesi ve şirketin faaliyetlerinin içsel değerini belirlenmesi hedeflenmektedir. Bu İNA Analizi Şirket’in gelecekte kaydedeceği satış büyümesi, karlılık, net işletme sermayesi yönetimi ve yatırım harcamaları varsayımlarına önemli ölçüde bağlıdır.

İNA Analizi’nde önemli rol oynayan bir diğer faktör ise şirketin gelecekte kaydedeceği serbest nakit akımlarının bugüne indirgenirken kullanılacak olan iskonto oranıdır. İNA Analizi’nde kullanılan iskonto oranı gerek şirkete borç veren gerekse şirketin sermayedarlarının getiri beklentilerini karşılayacak seviyede olmalıdır. Şirketin fonlama yapısı ve borç verenlerin ve sermayedarların beklentileri göz önünde bulundurularak Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (“AOSM”) kullanılmalıdır.

İNA analizi gerçekleştirilirken Kim Market'in mevcut yapısı ve potansiyeli, perakende sektörünün yapısı ve büyüme dinamikleri ve makroekonomik beklentiler dikkate alınmıştır. Bununla beraber diğer genel varsayımlar aşağıda belirtilmiştir:

- Şirket'in İzahname'sinde yer alan risklerin Şirket'in faaliyetlerinin sürdürebilirliğini etkilemeyeceği,
- Şirket yönetiminde ve kilit personel kadrosunda Şirketin faaliyetlerine etki edebilecek değişiklikler olmayacağı,
- Türkiye ve Şirket'in faaliyet gösterdiği perakende sektöründe ciddi dalgalanmaların ve regülasyon değişikliklerinin yaşanmayacağıdır.

İNA yönetiminin yapısı nedeniyle söz konusu projeksiyonlar, Şirket'in öngörülleri ile oluşturulması ve birçok varsayımsal parametreye bağlı olması nedeniyle, geleceğe bağlı herhangi bir taahhüt anlamına gelmemektedir. Projeksiyonlar ve varsayımların değişmesi sonucu farklı özsermaye ve buna bağlı olarak da farklı pay başına değere ulaşılabilir.

İNA analizinde serbest nakit akımları hesaplanırken TFRS 16 düzenlemelerine göre kira gideri olarak sınıflandırılmayan ve aktifleştirilen kira giderinin etkileri de serbest nakit akımlarına yansıtılmıştır. Ayrıca, Şirketin faaliyetlerinin parçası olan ticari alacak ve ticari borçlardan kaynaklanan vade farkı gelirleri ve vade farkı giderlerinin etkileri de serbest nakit akımları hesaplamasına dahil edilmiştir.

Uç değer hesabında kullanılan büyüme oranı Türkiye'nin uzun vadeli büyüme oranı beklentileri doğrultusunda %5 olarak alınmıştır.

Net finansal borç, Şirket'in kısa ve uzun vadeli finansal borçlarından nakit ve nakit benzerleri çıkartılarak hesaplanmaktadır. Özsermaye Değeri hesaplanırken net finansal borç firma değerinden düşülmektedir.

İNA analizine göre Şirket için Özsermaye Değeri 677 Milyon TL olarak belirlenmektedir.

3.2. Piyasa Çarpanları Analizi

Piyasa çarpanları analizi yönteminde şirket değeri borsalarda işlem gören benzer şirketlerin güncel piyasa değerleri ve kamuya açıkladıkları mali tablolarındaki bulunan verilerle hesaplanan değerlendirme oranlarının mukayese edilmesi esasına dayanır. Piyasa çarpanları analizinin avantajları, nesnel bir yaklaşımla kolayca uygulanabilir olması olup dezavantajları ise şirketin geleceğe yönelik büyüme beklentileri ile risk faktörlerinin tam olarak fiyata yansıtılmamış olabileceği, değerlemeye konu olan benzer şirketlerin her zaman borsalarda işlem görmemesi ve/veya belirli dönemde mali tablo verilerinin kamuya açıklanmış olmasıdır. Öte yandan, bu yöntemde mukayese edilen şirketlerin güncel piyasa değerleri baz alındığından piyasalarda oluşabilecek oynaklıklara bağlı analizi sonucu değişmektedir.

Kim Market'in değerlemesinde Firma Değeri / FAVÖK çarpanları kullanılarak değerlendirme çalışması yapılmıştır.

Piyasa arpanları analizine Borsa İstanbul’da işlem gören benzer şirketlerinin arpanları ile BİST-100 endeksinin FD/FAVÖK arpanları dahil edilmiştir. Benzer şirketler olarak Borsa İstanbul’da işlem gören Bim Birleşik Mağazalar A.Ş. (BIMAS), Migros Ticaret A.Ş. (MGROS) ve Şok Marketler Ticaret A.Ş. (SOKM) analize dahil edilmiştir.

Benzer şirketleri baz alarak yapılan piyasa arpanları analizinde bu şirketlerin 23/08/2021 tarihli piyasa değerleri üzerinden 30/06/2021 tarihi itibarıyla yıllıklandırılmış (son 12 ay) mali verileri alınarak yapılan çalışmaya göre hesaplanan çarpan değerleri kullanılmıştır. Hesaplama Şirket’in operasyonel karlılığını en iyi yansıttığını düşündüğümüz FD/FAVÖK ve yine perakende sektöründe ağırlıklı olarak kullanılan FD/Net Satışlar arpanları kullanılmıştır.

Hesaplanan Firma Değerinden Şirket’in 30/06/2021 tarihi itibarıyla net borç rakamı ile birlikte Şirket’in 17/08/2021 tarihinde vergi dairesine yapmış olduğu uzlaşma başvurusu neticesinde Vergi Dairesi tarafından tanımlanan peşin tutardaki borç rakamı da düşölerek Özsermaye Değerine ulaşılmaktadır. FD/FAVÖK ve FD/Net Satışlar arpanları kullanılarak hesaplanan Özsermaye Değerlerin ortalaması alınarak Şirket için Benzer Şirket çarpanlarına göre Özsermaye Değeri 570,47 milyon TL olarak hesaplanmaktadır.

Değerleme tarihi itibarıyla, BIST-100 endeksine dahil olan şirketlerin 1Y21 yıllıklandırılmış FAVÖK rakamları baz alınarak hesaplanan FD/FAVÖK çarpanlarının medyanı 8,8 olup bu çarpan kullanarak Kim Market’in özkaynak değeri 1,134 milyon TL olarak hesaplanmaktadır. BIST 100 endeksine dahil olan şirketler seçilirken banka, sigorta ve leasing şirketleri dahil edilmemiş, Holding şirketleri ve GYO’lar dahil edilmiştir.

4.Halka Arz Değeri

Değerleme çalışmasında İndirgenmiş Nakit Akımları yöntemine %50 ağırlık verilmiş olup piyasa arpanları metoduna %50 ağırlık verilmiştir. Piyasa arpanları Analizi içinde benzer şirketlerin arpanları baz alınarak hesaplanan değere ve BIST-100 endeksinin çarpanı baz alınarak hesaplanan değere eşit ağırlık verilmiştir.

İndirgenmiş Nakit Akımları ve Piyasa arpan Analizi sonucunda bulunan özkaynak değerleri aşağıdaki tabloda sunulmaktadır.

Değerleme Metodu	Özkaynak Değeri (milyon TL)	Ağırlık	Özkaynak Katkısı (milyon TL)
İndirgenmiş Nakit Akımları	677	%50	338
Piyasa arpan Analizi	852	%50	426
BIST-100 FD/FAVÖK analizi - %50 ağırlık	1.134		
Benzer şirket FD/FAVÖK - FD/Net Satışlar Analizi - %50 ağırlık	570		
Ağırlıklandırılmış Özsermaye Değeri (milyon TL)			764

Yukarıda belirtilen değerleme çalışması sonucunda Şirket’in halka arz öncesindeki özsermaye değeri 764 milyon TL ve %19,9 oranında halka arz iskontosu uygulandıktan sonra özsermaye değeri de 612,5 milyon TL olarak belirlenmiştir. Bu değerler üzerinden pay başında halka arz fiyatı da 3,5 TL olarak hesaplanmıştır.

Nominal Sermaye Tutarı (TL)	175.000.000
Değerleme Yöntemleri ile Hesaplanan Halka Arz Öncesi Özsermaye Değeri (TL)	764.426.562
Halka Arz İskontosu	%19,9
Halka Arz İskontosu Sonrası Özsermaye Değeri (TL)	612.500.000
Halka Arz Fiyatı (TL/Pay)	3,50

5.Tahmin ve Gerçekleşme Verileri

Kim Market (milyon TL)	2022/12 (T)	2022/12 (G)	Gerçekleşme Oranı
Hasılat	1.612	2.464	152,85 %
Satışların Maliyeti	(1.218)	(1.860)	152,72 %
Brüt Kar	394	604	153,25 %
Brüt Kar Marjı	24,5%	24,5%	100%
Faaliyet Giderleri	(282)	(456)	161,59 %
Net Satışlara Oranı	17,5%	18,5%	105,72%
FAVÖK*	137	176	128,47 %
FAVÖK Marjı*	8,5%	7,1%	84,05 %
E-Ticaret	105	170	161,90 %

(T):Tahmin , (G) Gerçekleşme

* TFRS 16 etkisi hariç

2022 yıl sonu gerçekleştirmelerine göre ;

Şirketin hasılatı %152,85 gerçekleşme oranı ile tahmin edilenin üzerinde 2 milyar 464 milyon TL olarak, satışların maliyeti %152,72 gerçekleşme oranı ile tahmin edilenin üzerinde 1 milyar 860 milyon TL olarak gerçekleşmiştir. Satışların maliyetinde tahmin edilene kıyasla görülen sapma ciroda beklenenin üzerinde yaşanan artışa paralel olarak gerçekleşmiştir. Brüt kar %153,25 gerçekleşme oranı ile tahmin edilen tutarın üzerinde 604 milyon TL olarak gerçekleşmiş olup, brüt kar marjı da beklentiye paralel olarak %24,5 olarak gerçekleşmiştir.

Faaliyet giderleri %161,59 gerçekleşme oranı ile tahmin edilenin üzerinde 456 milyon TL olarak gerçekleşmiştir. Bu durum özellikle enerji maliyetleri, personel giderleri ve kira giderlerindeki artışların etkisinden kaynaklanmaktadır. Elektrik giderinin 2022 yıl sonunda toplam faaliyet giderinin %14'üne geldiği göz önüne alındığında şirketin GES projesinin hayata geçmesi ile faaliyet gider oranında anlamlı bir düşüş olma potansiyeli vardır.(2022 yıl sonu verilerine göre GES projesinin %45'lik tüketimi karşılaması durumunda faaliyet giderlerinde %1,6 bir düşüş etkisi olacağı hesaplanmıştır.)

FAVÖK rakamı 2022 yıl sonunda % 128,47 gerçekleşme oranı ile tahmin edilenin üzerinde 176 milyon TL olarak gerçekleşmiştir. FAVÖK tutarına paralel olarak FAVÖK marjı % 7,1 olarak beklentinin bir miktar altında gerçekleşmiştir. Bunda özellikle artan enerji maliyetleri ile personel ve kira gider artışları etkili olmuştur. Şirketin devam eden Ges projesi faaliyet gider oranının düşürme potansiyeli taşıdığı gidi aynı şekilde FAVÖK oranında da artış potansiyeli taşımaktadır.

E-ticaret tutarı da %161,90 gerçekleşme oranı ile tahmin edilenin oldukça üzerinde 170 milyon TL olarak gerçekleşmiştir.

Fiyat Tespit Raporu'na göre 2022 yılsonu itibariyle ulaşılması öngörölen mağaza sayısı 145'tir. Şirketin 2022 yıl sonu itibari ile mağaza sayısı 140 olarak gerçekleşmiştir.

Fiyat Tespit Raporu'nda da belirtildiği üzere Şirketimizin ilettiği tahminler doğrultusunda oluşturulmuş projeksiyonlar ve 2022/12 gerçekleşmeleri karşılaştırıldığında, Şirketimizin 2022 yıllık performanslarının büyük oranda tahminlere paralel ve tahminlerin üzerinde gerçekleştiği görölmektedir.

Saygılarımızla,

Doç. Dr. İbrahim Sırma
Denetim Komitesi Başkanı

Ali Zırırh
Denetim Komitesi Üyesi