



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

20.05.2022

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 sürdürülebilirliğini 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 bağılı olması nedeniyle, geleceğe bağılı herhangi bir taahhüt anlamına gelmemektedir. Projeksiyonlar ve varsayımların değışmesi sonucu farklı özsermaye ve buna bağılı 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 değeri 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 değeri 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, değeri konusundaki 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 bağılı analizi sonucu değışmektedir.

Kim Market'in değeri hesaplamasında Firma Değeri / FAVÖK çarpanları kullanılarak değeri hesaplaması yapılmıştır.

Piyasa çarpanları analizine Borsa İstanbul'da işlem gören benzer şirketlerinin çarpanları ile BİST-100 endeksinin FD/FAVÖK çarpanları 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 çarpanları 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 çarpanları 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 düşülerek Özsermaye Değerine ulaşılmaktadır. FD/FAVÖK ve FD/Net Satışlar çarpanları 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 çarpanları metoduna %50 ağırlık verilmiştir. Piyasa Çarpanları Analizi içinde benzer şirketlerin çarpanları baz alınarak hesaplanan değere ve BIST-100 endeksinin çarpanı baz alınarak hesaplanan değere eşit ağırlık verilmiştir.

İndirgenmiş Nakit Akımları ve Piyasa Çarpan 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 Çarpan 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 değerlendirme 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)	2022/03 (T)	2022/03 (G)	Gerçekleşme Oranı
Hasılat	1.612	403	446	110,67%
Satışların Maliyeti	(1.218)	(304,5)	(333)	109,36%
Brüt Kar	394	98,5	113	114,72%
<i>Brüt Kar Marjı</i>	24,5%	24,5%	25,3%	104%
Faaliyet Giderleri	(282)	(70,5)	(92)	130,50%
<i>Net Satışlara Oranı</i>	17,5%	17,5%	20,6%	118%
FAVÖK*	137	34,25	27	78,83%
<i>FAVÖK Marjı*</i>	8,5%	%8,5	6,1%	71%
E-Ticaret	105	26,25	43	163,81%

(T):Tahmin , (G) Gerçekleşme

* TFRS 16 etkisi hariç

Fiyat tespit raporunda yer alan tahminler yıllık bazda hazırlandığından, 1. çeyrek tahminleri yıllık verilerin 1/4'ü alınarak hesaplanmıştır.

2022 yılı birinci çeyreğinde;

Şirketin hasılatı %110,67 gerçekleşme oranı ile tahmin edilenin üzerinde 446 milyon TL olarak, satışların maliyeti %109,36 gerçekleşme oranı ile tahmin edilenin üzerinde 333 milyon TL olarak gerçekleşmiştir. Satışların maliyetinde tahmin edilene kıyasla görülen sapma ciroda beklenenin üzerinde yaşanan artışa paralel olarak gerçekleşmiştir. Brüt kar %114,72 gerçekleşme oranı ile tahmin edilen tutarın üzerinde 113 milyon TL olarak gerçekleşmiş buna paralel brüt kar marjı %25,3 ile tahmin edilenin üzerinde gerçekleşmiştir.

Faaliyet giderleri % 130,50 gerçekleşme oranı ile tahmin edilenin üzerinde 92 milyon TL olarak gerçekleşmiştir. Bu durum enerji maliyetleri, personel giderleri ve kira giderlerindeki artışların etkisinin ilk çeyrekte daha yoğun bir şekilde hissedilmesinin doğal bir sonucu oluşmuştur.

FAVÖK rakamı 2022 yılı birinci çeyreğinde %78,83 gerçekleşme oranı ile tahmin edilenin altında 27 milyon TL olarak gerçekleşmiştir. FAVÖK rakamının tahmin edilenin altında kalmasında yukarıda bahsedilen sebeplerden ötürü artan faaliyet giderleri etkili olmuştur. FAVÖK tutarına paralel olarak FAVÖK marjı %6,1 ile tahmin edilenin altında gerçekleşmiştir.

E-ticaret tutarı da %163,81 gerçekleşme oranı ile tahmin edilenin oldukça üzerinde 43 milyon TL olarak gerçekleşmiştir.

Fiyat Tespit Raporu'na göre 2022 yılsonu itibariyle ulaşılması öngörülen mağaza sayısı 145'tir. Şirketin 2022 ilk çeyreğindeki mağaza sayısı 132 olarak gerçekleşmiştir.

Sonuç olarak,

Şirket, 2022 yılı birinci çeyreğinde artan enerji maliyetleri, kira ve personel giderlerinin etkisi ile faaliyet giderleri ve FAVÖK tahminlerindeki sapmalar dışında, Fiyat Tespit Raporu'ndaki tahminlere paralel ve tahminlerin üzerinde gerekleşmelerle faaliyetlerine devam etmektedir.

Faaliyet giderlerinin, FAVÖK marjına ilk çeyrekte oluşturduğu negatif baskının yılsonuna kadar azalarak devam edeceği yılsonunda, Şirketin Fiyat Tespit Raporu'nda yer alan hesaplamalar ile öngörülen tüm hedeflerine ulaşacağı beklenmektedir.

Saygılarımızla,

Doç. Dr. İbrahim Sırma
Denetim Komitesi Bařkanı

Ali Zırırh
Denetim Komitesi yesi