

Bizim Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanan bu rapor Sermaye Piyasası Kurulu'nun VII-128.1 no'lu Pay Tebliği'nin 29. Maddesi çerçevesinde Metro Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanan Ensari Deri Gıda Sanayi ve Ticaret A.Ş. fiyat tespit raporunu değerlendirmek amacıyla hazırlanmış olup, yatırımcıların pay alım satımına ilişkin herhangi bir tavsiye veya teklif içermemektedir. Yatırımcılar, yatırım kararlarını halka arza ilişkin izahnameyi inceleyerek vermelidirler.

Ensari Deri Gıda Sanayi ve Ticaret A.Ş. Halka Arz Bilgileri

Ensari Deri Gıda Sanayi ve Ticaret A.Ş.	
Borsa Kodu	ENSRI
Halka Arz Yöntemi	Sermaye Artırımı & Ortak Satışı
Halka Arz Şekli	Sabit Fiyatla Talep Toplama ve Borsada Satış
Kote Olunacak Pazar	Ana Pazar
Talep Toplama Tarihleri	16-17 Mart 2022
Halka Arz Öncesi Sermaye	30.000.000 TL
Sermaye Artırımı	6.500.000 TL
Ortak Satışı	2.000.000 TL
Ek Satış	0 TL
Halka Arz Sonrası Sermaye	36.500.000 TL
Halka Açıklık Oranı	23,29%
Talep Toplama Fiyatı	14,00 TL
Halka Arz Büyüklüğü	119.000.000 TL
Halka Arz Öncesi Piyasa Değeri	420.000.000 TL
Halka Arz Sonrası Piyasa Değeri	511.000.000 TL

Halka Arz Çarpanları	
F/K 2021Ç3	15,43
FD/FAVÖK1 2021Ç3	14,56
FD/FAVÖK2* 2021Ç3	11,49
PD/DD 2021Ç3	4,47

Halka Arz Sonrası Çarpanlar	
F/K 2021Ç3	18,77
FD/FAVÖK1 2021Ç3	14,56
FD/FAVÖK2* 2021Ç3	11,49
PD/DD 2021Ç3	2,76

*Esas Faaliyetlerden Diğer Gelir/Gider Dahil Edilerek Hesaplanan FAVÖK Rakamına Göre

Özet Bilgi

- Şirket, 04.10.1993 tarihinde 304229 sicil numarası ile Ensari Deri Kürk Sanayi ve Ticaret Limited Şirketi unvanı ile İstanbul Ticaret Sicil Müdürlüğü'ne tescil edilmiş olup 99 yıllığına kurulmuştur.
- Şirket 22 Ağustos 2005 tarihinde nevi değişikliği ile anonim şirket olarak faaliyetlerine devam etmiştir. Şirket ticaret unvanını 13 Ekim 2021 tarihli Genel Kurul Kararı'na istinaden Ensari Deri Gıda Sanayi ve Ticaret A.Ş olarak değiştirilmiştir. 28 Aralık 2021 tarihinde yapılan Olağanüstü Genel Kurul Kararı ile şirket esas sözleşmesinde yapılan tadil ile "Şirketin süresi kuruluşundan itibaren sınırsızdır" halini almıştır.
- Şirketin ana faaliyet konusu, kürklü kuzu derisi imalatı (Deri tabaklama) ve ham kürklü kuzu derisinin tabaklanarak işlenmiş hale getirilmesidir. İhraççı Ergene/Tekirdağ OSB içinde 18.000 m2 kapalı alanına sahip kendisine ait fabrikasında üretim yapmaktadır. Yıllık 1.300.000 adet kuzu derisi tabaklama kapasitesine sahip olarak bu konuda dünyada aynı sektörde bulunan önde gelen firmalardan birisidir.
- İhraççı üretiminin hammaddesi olan kuzu derisinin tamamını Türkiye'de standardizasyon ve sürekliliği sağlanamadığı ve standart ham deri üretiminin yetersizliği sebebiyle yurtdışından ithal etmektedir. Kuzu derisi ithalatının büyük bölümü İtalya, İspanya, Yunanistan ve İngiltere'den ithal etmektedir. 2021 yılında ülkelerin ithalattaki payları; İspanya %40, Yunanistan %38, İtalya %15 ve İngiltere %7 olarak gerçekleşmiştir.
- İhraççının yurt dışı ihracatının büyük bölümü Güney Kore, İtalya, Hindistan, Çin, Almanya ve Polonya'ya yapılmaktadır. Yurt dışı ihracatta 2021 yılında Güney Kore (%42), İtalya (%29), Hindistan (%13), Polonya (%9) ve Almanya (%5) ile ilk beş konumundadır. Yurt içi satışlarını daha çok İstanbul içi firmaların yurtdışına ihraç etmek üzere yaptığı talepleri oluşturmaktadır.

Halka Arz Gelirinin Kullanım Yerleri

- Halka arzdan beklenen gelirin %40'ı ile kredi ve ticari borçlarının bir bölümünün ödenmesi planlanmaktadır. Böylece şirketin kur farkı ve faizden kaynaklı finansman giderinin düşülerek karlılığının artırılması amaçlanmaktadır.
- %30'luk kısmı ile peşin para ile daha uygun fiyatlı deri alışı yaparak mamul maliyetinin düşürülmesi ve bu yolla karlılığın artırılması hedeflenmektedir.
- İhraççı 29.09.2021 tarihinde Mardin ili Kızıltepe ilçesi Organize Sanayi Bölgesi içinde KDV dahil 38.518.636,72 TL'ye tüm bina, makine teçhizat ve demirbaşı ile birlikte un fabrikası satın almıştır. Fabrikanın yıllık 68.500 ton un, 24.050 ton kepek üretim kapasitesi bulunmaktadır. Halka arzdan beklenen gelirin %15'lik kısmı ile ihraççının peşin para ile buğday alışı yaparak fabrikada üretime başlanması planlanmaktadır.
- %15'lik kısmı ile ihraççının üretimde kullanılacak kimyevi madde alımı, işçi maaşları, üretim giderleri genel yönetim giderleriyle alakalı yapılacak harcamaların bir bölümünün karşılanması planlanmaktadır.

Ortaklık Yapısı

Ensari Deri Ortaklık Yapısı	Halka Arz Öncesi		Halka Arz Sonrası	
	Sermaye (TL)	Pay Oranı	Sermaye (TL)	Pay Oranı
Hissedar				
Muhammet Nuri Ensari	30.000.000	100,00%	28.000.000	76,71
Halka Açık Kısım	0	0,00%	8.500.000	23,29
Toplam	30.000.000	100,0%	36.500.000	100,00

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Mali Tablolar

Ensari Deri Bilanço (TL)			
VARLIKLAR	2019	2020	2021
DÖNEN VARLIKLAR	69.347.198	68.288.808	116.050.245
Nakit ve Nakit Benzerleri	722.886	3.027.874	1.914.251
Ticari Alacaklar	25.824.752	21.128.228	52.033.982
Diğer Alacaklar	5.105.145	4.610.319	473.944
Stoklar	32.433.661	36.357.068	55.941.102
Peşin Ödenmiş Giderler	3.609.086	3.151.394	841.975
Cari Dönem Vergisiyle İlgili Varlıklar			2.915.868
Diğer Dönen Varlıklar	1.651.668	13.925	1.929.123
DURAN VARLIKLAR	84.694.160	89.078.349	172.214.265
Yatırım Amaçlı Gayrimenkul	69.133.051	76.814.501	124.323.251
Maddi Duran Varlıklar	14.688.701	11.377.335	47.838.163
TOPLAM VARLIKLAR	154.041.358	157.367.157	288.264.510

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporu

KAYNAKLAR	2019	2020	2021
KISA VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER	77.256.671	71.984.593	148.907.894
Kısa Vadeli Borçlanmalar	26.559.410	42.922.533	75.590.511
Uzun. Vad. Borç. Kısa. Vad. Kıs.	14.690.779	18.241.567	23.117.128
Ticari Borçlar	31.005.167	8.969.977	39.937.727
Diğer Borçlar	6.179	3.999	8.606.074
UZUN VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER	21.289.514	22.376.445	45.375.838
Uzun Vadeli Borçlanmalar	12.220.968	11.945.057	23.082.188
Uzun Vadeli Karşılıklar	1.281.847	1.154.754	1.556.861
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	7.786.699	9.276.634	19.433.750
ÖZKAYNAKLAR	55.495.173	63.006.119	93.980.778
Çıkarılmış Sermaye	10.000.000	10.000.000	30.000.000
Maddi Duran Varlık Yeniden Değerleme Artışı	28.850.835	28.850.835	28.850.835
Geçmiş Yıllar Karı/Zararı (-)	15.525.166	17.262.012	8.984.850
Net Dönem Karı/Zararı (-)	1.736.846	7.697.996	27.218.656
TOPLAM KAYNAKLAR	154.041.358	157.367.157	288.264.510

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporu

Ensari Deri Gelir Tablosu (TL)			
	2019	2020	2021
Hasılat	82.803.730	53.305.392	95.834.051
Satışlardaki Büyüme %	25,01	-35,62	79,78
Satışların Maliyeti (-)	-67.232.855	-28.131.843	-53.165.830
Yıllık Değişim		-58,16%	88,99%
Ticari Faaliyetlerden Brüt Kar	15.570.875	25.173.549	42.668.221
Yıllık Değişim		62%	69%
Brüt Kar Marjı	18,80%	47,23%	44,52%
Pazarlama,Satış ve Dağıtım Giderleri (-)	-1.906.718	-1.595.284	-2.674.885
Genel Yönetim Giderleri (-)	-2.295.465	-2.009.611	-5.214.361
Faaliyet Karı	11.368.692	21.568.654	34.778.975
Yıllık Değişim		90%	61%
Faaliyet Kar Marjı	14%	40%	36%
Amortisman	952.074	1.001.260	2.291.585
FAVÖK1	12.320.766	22.569.914	37.070.560
Yıllık Değişim		83%	64%
FAVÖK1Marjı	15%	42%	39%
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	5.428.322	8.349.516	26.435.723
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler (-)	-13.020.111	-5.931.074	-16.510.230
Esas Faaliyet Karı /Zararı (-)	3.776.903	23.984.096	44.704.468
Yıllık Değişim		535%	86%
Esas Faaliyet Kar Marjı	4,56%	44,99%	46,65%
FAVÖK 2*	4.728.977	24.985.356	46.996.053
Yıllık Değişim		428%	88%
FAVÖK2 Marjı	6%	47%	49%
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	8.896.254	8.753.806	43.606.941
Yatırım Faaliyetlerinden Giderler (-)	-67.426		
Finansman Giderleri (-)	-9.664.391	-22.028.604	-50.868.427
SÜRDÜRÜLEN FAAL. VERGİ ÖNCESİ KÂRI/ZARARI	2.941.340	10.709.298	37.442.982
Sürdürülen Faaliyetler Vergi (Geliri)/Gideri (-)	-1.204.494	-3.011.302	-10.224.326
SÜRDÜRÜLEN FAAL. VERGİ ÖNCESİ KÂRI/ZARARI	1.736.846	7.697.996	27.218.656

Değerleme

- Metro Yatırım, Ensari Deri'nin halka arz fiyatının tespitinde İndirgenmiş Nakit Akımı (İNA)ve Çarpan metodunu kullanmış olup, İNA %50 ve Çarpan Analizi %50 ağırlıklandırılarak nihai şirket değeri belirlenmiştir.
- Metodoloji olarak İNA'nın şirketin büyüme potansiyelini, nakit üretme kabiliyetini, gelecek dönemde ihtiyaç duyacağı fon miktarını ve yönetimin gelecek yıllardaki şirket performans beklentisini göstermesi açısından en uygun yöntem olduğu akademik makalelerde ifade edilmekte ve piyasada da sıkça bu yöntem kullanılmaktadır. Ensari Deri'nin özelinde yönetimin beklentilerini yansıtması açısından İNA'nın kullanılmasını olumlu değerlendirmekteyiz.

Piyasa Çarpanları Analizi

- Piyasa çarpanları metodu değerlendirilecek şirkete benzer şirketlerin uygun rayiç piyasa çarpanlarının analizine dayanmaktadır.
- Metro Yatırım tarafından Ensari Deri'nin halka arz fiyatının belirlenmesinde BİST Ana Pazar Endeksi şirketlerinin 01.03.2022 tarihi itibarıyla açıkladıkları bilançolarına göre hesaplanan oranları kullanılmıştır. Borsa İstanbul'da faaliyet konusu Ensari Deri ile benzeşen bir şirket işlem görmediğinden, DESA ve Derimod gibi şirketler ise "deri" kullanılarak giyim eşyası üreten ve zincir mağazaları aracılığıyla satan perakende mağazalar zinciri olduklarından, benzer konumda değillerdir. Bu nedenle benzer şirket analizi yapılmamıştır.

Ana Pazar Çarpan Analizi

- Şirket'in halka arz sonrası Ana Pazarda işlem görmesi öngörüldüğü için Ana Pazar şirketlerinin çarpanları da değerlendirilmiştir.
- PD/DD Çarpanı ve FD/FAVÖK çarpanı değerlendirilmiştir.
- Değerlemede baz alınan BIST Ana Pazar şirketlerinin 01.03.2022 tarihi itibarıyla aritmetik ortalama rasyoları Ensari Deri'nin faaliyet alanı gereği, mali sektör şirketleri hariç tutularak hesaplanmıştır. Ortalama hesaplamadan önce iki aşamalı olarak veriler elden geçirilmiştir. İlk olarak ortalama hesaplanmadan önce mevcut data serileri negatif değerler ve aşırı büyük uç değerlerden arındırılarak normalize edilmiştir. Normalize edilen bu data serilerinin standart sapmaları hesaplanmış ve sınır değer olarak kabul edilmiştir. İkinci aşamada da bu sınır değeri (Standart sapma) aşan değerler "aşırı uç" olarak kabul edilerek hesaplamaya dahil edilmemiştir. Bu şekilde hesaplanan aritmetik ortalama verileri aşağıdadır.
- Sonuç olarak BİST Ana Pazar şirketlerinin Piyasa değeri hesaplanırken Şirketin net borçluluk durumu hesaplamaya dahil edilmiştir. Şirket değeri hesaplanırken, değerlendirilmede muhafazakârlık adına düşük değer veren PD/DD yöntemine %70, yüksek değer veren/FAVÖK yöntemine %30 ağırlık verilmiştir. Şirket'in halka arz sonrası Ana Pazarda işlem görmesi öngörüldüğü için Ana Pazar şirketlerinin çarpanları da değerlendirilmiştir. Tarafımızca makul bulunmakla birlikte Yurtdışı benzer şirketlerle ilgili çarpan analizi yapılabilir kanaatindeyiz.

Karşılaştırılan Pazar ve Sektörler	PD/DD Piyasa Değeri	FD/FAVÖK Piyasa Değeri	Toplam Piyasa Değeri
BİST Ana Pazar	314.171.028	603.189.496	
Nihai Şirket Değeri (PD/DD %70, FD/FAVÖK %30 Ağırlık)	219.919.720	180.956.849	
Toplam Piyasa Değeri			400.876.568
Birim Pay Değeri			13,36

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

İndirgenmiş Nakit Akımı Metodu

- İNA metodunda gelir tablosu ve bilançoya ilişkin projeksiyonlar geçmiş veriler ve Şirket'in gelecek yıllara ilişkin beklentileri doğrultusunda hazırlanmış olup 2022-2026 yılları için projekte edilmiştir.
- **Satışlar:** Satışlardaki artış trendinin önümüzdeki yıllarda da devam etmesi öngörülmektedir. Gerek mevcut gerçekleştirmeler gerekse Şirketin gelecek projeksiyonları göz önüne alınarak, Şirket için 5 yıllık projeksiyon döneminde 2022 için %30, 2023 için %20, 2025 için %15 ve 2026 için %10 oranında yıllık ciro artışı gerçekleştirileceği tahmini değerlendirilmiştir.

- **Maliyetler:** Maliyetlerin satışlara oranı 2019 yılında %81, 2020 yılında %53 ve 2021 yılında %55 seviyesindedir. Projeksiyon döneminde bu oranın önceki iki yılın ortalamasında (%54-55 bandında) gerçekleşeceği öngörülmektedir.
- **Esas Faaliyet Karı:** 2019 yılında %5 olan esas faaliyet karı marjı, 2020 yılında %45, 2021 yılında ise %47 olarak gerçekleşmiştir. Esas faaliyet marjının 2019 yılında düşük olmasında ilgili yılda daha düşük kar marjlı olan “buğday alım-satım” işlemi yapılması etkili olmuştur. Projeksiyon döneminde bu oranın % 43,3-49,74 bandında seyredeceği öngörülmektedir.
- **Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti:** İNA metodunda AOSM hesabında Sermaye Varlıklarının Fiyatlama Metodolojisi'ne göre (CAPM) şirket için sermaye maliyeti, borçlanma maliyeti ve borçlanma oranı kullanılarak AOSM tespit edilmiştir.
 - **Risksiz Getiri Oranı:** Projeksiyon dönemi ile uyumlu olması açısından 2022 yılında Türkiye 5 yıllık tahvil faizinin oranı olan %25,06'nın kullanılması uygun görülmüştür. 2023 yılında %37,47, 2024 yılında %16,96, 2025 ve sonrasında ise %8,36 olarak kullanılmış olup risksiz faiz oranının yıllar sari bu denli sert bir şekilde düşeceği varsayımını makul bulmuyoruz.
 - **Piyasa risk primi:** %5,5 kullanılmış olup tarafımızca makuldür.
 - **Beta:** 1 olarak kabul edilmiş olup makuldür.
 - **Özsermaye Maliyeti:** 2022 yılı için 30,56, 2023 için 42,97, 2024 için 22,46, 2025-2026 yılları için ise 13,86 oranı kullanılmıştır.
 - **Borçlanma Maliyeti:** 2022 yılı için 21,23, 2023 için 32,97, 2024 için 14,93, 2025-2026 yılları için ise 7,36 oranı kullanılmıştır. Tarafımızca makul karşılanmaktadır.
 - **Borç Oranı:** %56,44 kullanılmış olup tarafımızca makul karşılanmaktadır.
- AOSM 2022 yılı için %25,29, 2023 için %37,32, 2024 için %18,21,2025-2026 yılları için ise %10,19 olarak hesaplanmış olup özellikle uç değer hesabında kullanılan %10,19 AOSM'nin değerlemeyi oldukça yukarı yönlü etkilediğini belirtmek isteriz.
- **Uç Değer Büyüme Oranı:** %5 olarak varsayılmıştır.
- Sonuçta İNA'dan şirket için, yapılan değerlendirme neticesinde Şirket değeri 528.362.856 TL olarak hesaplanmıştır. Şirket'in mevcut çıkarılmış sermayesi olan 30.000.000 TL'ye göre birim pay değeri 17,61 TL'ye karşılık gelmektedir. Şirket'in birim halka arz fiyatı, bulunan birim pay değerine %20,5 oranında halka arz iskontosu uygulanarak şirket değeri 420.048.470 TL olarak belirlenmiş olup, hisse başına değer 14,00 TL olarak belirlenmiştir.

Halka Arz Değeri

Değerleme Sonucu (TL)	Ağırlık	Piyasa Değeri	Hisse Başına Değer
Pazar Yaklaşımı Yöntemi	50,00%	400.876.568	13,36
Gelir Yaklaşımı Yöntemi (İNA)	50,00%	655.849.143	21,86
Ağırlıklandırılmış Şirket Değeri (Pazar Yaklaşımı %50,Gelir Yaklaşımı %50 ağırlık)		528.362.856	17,61
İskonto Tutarı (%20,5)		108.314.385	
İskontolu Şirket Değeri		420.048.470	14,00

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

- Halka arz talep toplama fiyatı belirlenirken İNA'ya %50 ve Çarpan Analizine %50 ağırlık verilmiş ve %20,5 halka arz iskontosu uygulanarak pay başına 14,00 TL halka arz değeri tespit edilmiştir.

Sonuç

- Fiyat tespit raporunda şirket ve faaliyet gösterilen sektör hakkında yeterince aydınlatıcı bilgiler yatırımcıya sunulmuştur.
 - Ensari Deri fiyat tespitinde Çarpan Analizi metoduyla beraber İndirgenmiş Nakit Akımları yöntemi de kullanılmıştır. İNA'nın şirketin büyüme potansiyelini, nakit üretme kabiliyetini, gelecek dönemde ihtiyaç duyacağı fon miktarını ve yönetimin gelecek yıllardaki şirket performans beklentisini göstermesi açısından en uygun yöntem olduğu akademik makalelerde ifade edilmekte ve piyasada da sıkça bu yöntem kullanılmaktadır. Ensari Deri özelinde İNA'nın kullanılmış olmasını olumlu değerlendiriyoruz.
 - İNA metodunda Şirket yönetiminin beklentileriyle geçmiş mali veriler ışığında analiz edilerek 2022-2026 yılları için projekte edilmiş olması makuldür.
 - Değerlemede baz alınan BIST Ana Pazar şirketlerinin 01.03.2022 tarihi itibarıyla aritmetik ortalama PD/DD ve FD/FAVÖK çarpanları kullanılmış olup aritmetik ortalama yerine medyan rakamlarının kullanılması gerektiği kanaatindeyiz. Şirketin varlıklarının zaten gerçeğe uygun hale getirilmiş olması nedeniyle PD/DD çarpanından bir değer hesaplamasının makul olmadığı kanaatindeyiz. PD/DD çarpanı yerine F/K çarpanının medyanından bir değer hesaplanmasının daha uygun olacağını düşünmekteyiz.
 - Risksiz getiri oranı olarak projeksiyon dönemi ile uyumlu olması açısından 2022 yılında Türkiye 5 yıllık tahvil faizinin oranı olan %25,06'nın kullanılması uygun görülmüştür. 2023 yılında %37,47, 2024 yılında %16,96, 2025 ve sonrasında ise %8,36 olarak kullanılmış olup risksiz faiz oranının yıllar sari bu denli sert bir şekilde düşeceği varsayımını makul bulmuyoruz.
 - AOSM 2022 yılı için %25,29, 2023 için %37,32, 2024 için %18,21,2025-2026 yılları için ise %10,19 olarak hesaplanmış olup özellikle uç değer hesabında kullanılan %10,19 AOSM'nin değerlemeyi oldukça yukarı yönlü etkilediğini belirtmek isteriz. 2022 yılında hesaplanan %25,29 AOSM'nin tüm projeksiyon dönemi ve uç değer hesaplanmasında kullanılması durumunda İNA'dan hesaplanan piyasa değerinin FTR'de hesaplanan değer altında kalacağını belirtmek isteriz.
 - Halka arz talep toplama fiyatı belirlenirken İNA'ya %50 ve Çarpan Analizi'ne %50 ağırlık verilmiş olmasını makul karşılamakla birlikte her iki yöntemden de hesaplanan değerlerin, kullanılan varsayımların değerlemeyi oldukça yukarı yönlü etkilediği göz önünde bulundurulmalıdır.
 - Uygulanan %20,5'lik iskonto sonrası hesaplanan 14,00 TL pay başı talep toplama fiyatının yukarıda bahsettiğimiz varsayımlara ilişkin çekincelerimiz ışığında makul olmadığı kanaatindeyiz.