

Bizim Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanan bu rapor Sermaye Piyasası Kurulu'nun VII-128.1 no'lu Pay Tebliği'nin 29. Maddesi çerçevesinde İfo Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanan Fade Gıda Yatırım Sanayi 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.

Fade Gıda Yatırım Sanayi Ticaret A.Ş. Halka Arz Bilgileri

Fade Gıda Yatırım Sanayi Ticaret A.Ş.	
Borsa Kodu	FADE
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	29-30 Temmuz 2020
Halka Arz Öncesi Sermaye	55.000.000 TL
Sermaye Artırımı	11.000.000 TL
Ortak Satışı	7.000.000 TL
Halka Arz Sonrası Sermaye	66.000.000 TL
Halka Açıklık Oranı	27,3%
Talep Toplama Fiyatı	2,40 TL
Halka Arz Büyüklüğü	43.200.000 TL
Halka Arz Öncesi Piyasa Değeri	132.000.000 TL
Halka Arz Sonrası Piyasa Değeri	158.400.000 TL

Halka Arz Çarpanları	
F/K 1Ç20	4,57
Düzeltilmiş F/K 1Ç20*	14,51
FD/FAVÖK 1Ç20	10,22
PD/DD 1Ç20	0,86

Halka Arz Sonrası Çarpanlar	
F/K 1Ç20	5,49
Düzeltilmiş F/K 1Ç20*	17,41
FD/FAVÖK 1Ç20	10,22
PD/DD 1Ç20	0,88

* Gayrimenkul Değerleme Karı Elimine Edilmiştir.

Özet Bilgi

- FADE Gıda Yatırım Sanayi Ticaret A.Ş., 1995 yılında İzmir Bergama Kınık'ta Fade Gübre Toprak Ürünleri ve Nakliye Sanayi ve Ticaret Ltd. Şti. unvanıyla kurulmuş olup, şirketin unvanı 05.12.2001 tarihinde Fade Gübre Toprak Ürünleri Nakliye ve Kuyumculuk Sanayi Ticaret Ltd. Şti. olarak değiştirilmiştir. Akabinde şirketin unvanı 10.04.2007 tarihinde Fade Gıda Gübre Toprak Ürünleri, Nakliye, İnşaat, Petrol Ürünleri, Depoculuk ve Hayvancılık Sanayi ve Ticaret Ltd. Şti. olarak değiştirilmiş olup, şirketin nevi değişikliği ile birlikte anonim şirkete dönüşüm sonrası nihai ticaret unvanı 08.11.2018 tarihinde Fade Gıda Yatırım Sanayi Ticaret A.Ş. olarak değiştirilmiştir.
- Şirket'in merkezi Cumhuriyet Mah. 136/2 Sk. No:10/A, 35660 Koyundere Menemen/İZMİR'de bulunmaktadır.
- Şirket'in ana faaliyet konularını, her türlü sebze ve meyve kurutma işlemleri, kurutulmuş veya konserve sebze ve meyvelerin alımı, satımı, işlenmesi, pazarlanması, komisyonculuğu, bayiliği, ihracat ve ithalatının yapılması olup, kurutulmuş domates imalatı ve ihracatının yapılması oluşturuyor.
- Bununla birlikte fide faaliyetleri de bulunan ihraççı firma, aynı zamanda bünyesinde bulunan Novada Menemen AVM ile birlikte AVM işletmeciliği de yürütmektedir.
- Şirket'in ayrıca %100 bağlı ortaklığı Hade Fidecilik ile kurutulmuş domates faaliyetlerinin başlangıç noktasını oluşturan fide üretim faaliyeti yürütülmektedir.
- Şirket'in 2018 yılının son çeyreğinde %51 oranında iştirak ettiği ve bağlı ortaklık olarak konsolide edilen Moro İnşaat aracılığıyla da inşaat sektöründe; inşaat, projelendirme, taahhüt faaliyetlerini sürdürmekte iken, söz konusu şirketteki payları 31.03.2020 tarihinde satılmıştır.
- Fade Gıda'nın sahip olduğu uluslararası kalite ve gıda güvenliği yönetim sistemleri sertifikaları aşağıda yer almaktadır:
 - BRC (A Grade)
 - Kosher (STAR K)
 - Organik
- Kurulmuş olan BRC sistemleri üretimin uluslararası standartlarda olmasını sağlamaktadır. Kosher sertifikası Musevi cemaatine ürünün uygun olduğu, Organik ile ise organik üretiminin gerçekleştirildiği görülmektedir.
- Şirket'in ihracat yaptığı ülkeler; AB ülkeleri ve ABD başta olmak üzere Kanada, İsrail, Brezilya ve Arjantin'dir.
- Fade gıda esas faaliyet konusu dışında müteahhitliğini kendi üstlendiği Novada Menemen AVM 2017 tarihinde açılmış olup kiralama işlemlerini de gerçekleştirmektedir. AVM bulunduğu konum itibarıyla Kuzey Ege Bölgesi'nin gereksinimini karşılamaktadır.
- 2020 yılının ikinci çeyreği itibarıyla yatırımı tamamlanan küçükbaş hayvan çiftliği ile hayvancılık alanında da faaliyete geçilmiştir. Böylece Covid-19 pandemisi ile birlikte ülkeler açısından önem kazanmaya başlayan tarım ve gıda alanında fide, kurutulmuş domates ve küçükbaş hayvancılık faaliyetleri ile birlikte yer edinmeye başlamıştır.
- Şirket büyüme hedeflerinin devamlılığını sağlamak, şeffaflık ve hesap verilebilirlik düzeyinin artırılması, rekabet gücünün artırılması, kurumsal yapının güçlendirilmesi, potansiyel müşteriler ve iş ortakları nezdinde mevcut güvenilirliğinin ve saygınlığının attırılması ve şirket bilinirliğinin artırılması amacını gütmektedir.

- Halka arz eden ortak olan Faruk Demir'in 7.000.000 adet payın satışından elde edeceği 16.800.000 TL gelirden 917.655 TL olan halka arz maliyetinin çıkarılması ile 15.882.345 TL tutarında net gelir elde etmesi beklenmekte olup, söz konusu gelir Faruk Demir'in tasarrufunda olacak ve söz konusu gelirin tamamı halka arz teşvikleri kapsamında günlük alım emri taahhüdünün yerine getirilmesinde kullanılacaktır.
- Şirket'in yapılan sermaye artırımını sonucu 26.400.000 TL'lik gelirden 2.000.000 TL'lik halka arz maliyetleri sonucunda elde edeceği net 24.400.000 TL tutarındaki kaynak sübvansiyonlu tarım destekleme kredileri dışında kalan ve 31.03.2020 dönemi itibarıyla 32.525.452 TL'ye karşılık gelen TL ve döviz cinsi kredilerin kapatılmasında kullanılacaktır.

Ortaklık Yapısı

Fade Gıda Yatırım Sanayi Ticaret Ortaklık Yapısı	Pay Grubu	Halka Arz Öncesi		Halka Arz Edilen Paylar		Halka Arz Sonrası	
		Sermaye, TL	Oran	Sermaye, TL	Halka Arz Edilen Kısım İçindeki Pay	Sermaye, TL	Oran
Faruk Demir	A	2.750.000	55,0%	7.000.000	38,9%	2.750.000	4,2%
	B	27.500.000				20.500.000	31,1%
Emine Demir	B	16.500.000			16.500.000	25,0%	
Hacı Ali Demir	A	2.750.000	10,0%			2.750.000	4,2%
	B	2.750.000				2.750.000	4,2%
Hedef Girişim Sermayesi Yatırım Ort. A.Ş.	B	2.750.000	5,0%			2.750.000	4,2%
Bedelli Sermaye Artırımı	B			11.000.000	61,1%		
Halka Açık Kısım	B	0	0,0%			18.000.000	27,3%
Toplam	A+B	55.000.000	100,0%	18.000.000	100,0%	66.000.000	100,0%

Mali Tablolar

FADE Gıda Yatırım Sanayi Ticaret, Gelir Tablosu, TL	2017/12	2018/12	2019/12	2019/03	2020/03	Son 4Ç
Hasılat	18.627.319	43.933.619	57.690.548	12.489.809	20.469.570	65.670.309
Yıllık Artış		136%	31%		64%	
Satışların Maliyeti (-)	-11.624.618	-29.587.227	-39.349.003	-7.905.753	-14.013.305	-45.456.555
Ticari Faaliyetlerden Brüt Kar	7.002.701	14.346.392	18.341.545	4.584.056	6.456.265	20.213.754
Brüt Kar Marjı	37,6%	32,7%	31,8%	36,7%	31,5%	30,8%
Faaliyet Giderleri	-2.545.837	-2.904.198	-3.732.970	-1.041.425	-1.725.786	-4.417.331
Yıllık Artış		14%	29%		66%	
Faaliyet Giderleri/Ciro	13,7%	6,6%	6,5%	8,3%	8,4%	6,7%
Genel Yönetim Giderleri (-)	-1.527.647	-1.622.661	-2.309.122	-711.660	-1.367.952	-2.965.414
Yıllık Artış		6%	42%		92%	
Pazarlama Giderleri (-)	-1.018.190	-1.281.537	-1.423.848	-329.765	-357.834	-1.451.917
Yıllık Artış		26%	11%		9%	
Esas Faaliyet Karı/Zararı	4.456.864	11.442.194	14.608.575	3.542.631	4.730.479	15.796.423
Yıllık Artış		157%	28%		34%	
Esas Faaliyet Kar Marjı	23,93%	26,04%	25,32%	28,36%	23,11%	24,05%
Amortisman	300.701	429.019	929.088	229.182	216.109	916.015
FAVÖK	4.757.565	11.871.213	15.537.663	3.771.813	4.946.588	16.712.438
Yıllık Artış		150%	31%		31%	
FAVÖK Marjı	25,54%	27,02%	26,93%	30,20%	24,17%	25,45%
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	999.219	3.129.855	3.213.274	1.062.917	1.579.676	3.730.033
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler (-)	-1.710.624	-6.170.949	-2.277.037	-1.788.651	-1.770.691	-2.259.077
Faaliyet Karı/Zararı (-)	3.745.459	8.401.100	15.544.812	2.816.897	4.539.464	17.267.379
Faaliyet Kar Marjı	20,1%	19,1%	26,9%	22,6%	22,2%	26,6%
FAVÖK2	4.046.160	8.830.119	16.473.900	3.046.079	4.755.573	18.183.394
FAVÖK2 Marjı	21,72%	20,10%	28,56%	24,39%	23,23%	27,40%
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	525.498	514.078	40.205.552	39.960	191.606	
Yatırım Faaliyetlerinden Giderler	0	0	-5.330.666	0	-8.855.800	-14.186.466
TFRS 9 Uyarınca Belirlenen Değer Düşüklüğü Kazançları	0	-52.490	77.344	100.913	27.468	
Finansman Gideri (Geliri) Öncesi Faaliyet Karı/Zararı	4.270.957	8.862.688	50.497.042	2.957.770	-4.097.262	43.442.010
Finansman Gelirleri	1.699.498	3.083.217	845.725	10.628	43.072	
Finansman Giderleri (-)	-3.622.926	-9.396.224	-6.519.493	-1.709.858	-1.960.830	-6.770.465
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Öncesi Karı/Zararı	2.347.529	2.549.681	44.823.274	1.258.540	-6.015.020	37.549.714
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Gideri/Geliri	-470.268	-562.201	-10.312.364	-194.969	1.159.983	-8.957.412
Dönem Vergi Gideri/Geliri	-153.353	-531.961	-1.691.621	-240.710	-707.082	-2.157.993
Ertelenmiş Vergi Gideri/Geliri	-316.915	-30.240	-8.620.743	45.741	1.867.065	-6.799.419
Sürdürülen Faaliyetler Dönem Karı/Zararı	1.877.261	1.987.480	34.510.910	1.063.571	-4.855.037	28.592.302
DÖNEM KARI/ZARARI	1.877.261	1.987.480	34.510.910	1.063.571	-4.855.037	28.592.302
Dönem Karının (Zararının Dağılımı)						
Kontrol Gücü Olmayan Paylar	0	79.482	4.277	287.344	0	-283.067
Ana Ortaklık Payları	1.877.261	1.907.998	34.506.633	776.227	-4.855.037	28.875.369

FADE Gıda Yatırım Sanayi Ticaret A.Ş. Bilanço	2020/03	2019	2018	2017
VARLIKLAR				
Dönen Varlıklar	48.140.535	57.292.514	44.046.297	19.625.271
Nakit ve Nakit Benzerleri	815.193	388.178	445.755	750.050
Ticari Alacaklar	8.802.212	8.649.992	11.972.584	4.732.351
İlişkili Taraplardan Ticari Alacaklar	82.138	273.100	0	0
İlişkili Olmayan Taraplardan Ticari Alacaklar	8.720.074	8.376.892	11.972.584	4.732.351
Diğer Alacaklar	1.685.376	1.097.361	1.302.805	722.173
İlişkili Taraplardan Diğer Alacaklar	0	0	380.955	0
İlişkili Olmayan Taraplardan Diğer Alacaklar	1.685.376	1.097.361	921.850	722.173
Stoklar	28.866.005	40.700.596	24.300.568	5.465.543
Peşin Ödenmiş Giderler	3.631.603	826.744	1.049.639	3.824.461
İlişkili Olmayan Taraplara Peşin Ödenmiş Giderler	3.631.603	826.744	1.049.639	3.824.461
Diğer Dönen Varlıklar	4.340.146	5.629.643	4.974.946	4.130.693
DURAN VARLIKLAR	177.284.146	185.962.183	149.382.050	99.640.077
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller	133.120.000	141.775.000	101.330.000	96.400.000
Maddi Duran Varlıklar	44.163.525	44.116.782	42.665.822	3.189.002
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	0	0	5.330.666	181
Şerhiye	0	0	5.330.666	0
Diğer Maddi Olmayan Duran Varlıklar	0	0	0	181
Peşin Ödenmiş Giderler	621	70.401	55.562	50.894
TOPLAM VARLIKLAR	225.424.681	243.254.697	193.428.347	119.265.348
KAYNAKLAR				
Kısa Vadeli Yükümlülükler	37.584.289	47.500.103	33.774.543	23.827.000
Kısa Vadeli Borçlanmalar	25.009.603	26.780.477	9.871.946	6.529.989
İlişkili Olmayan Taraplardan Kısa Vadeli Borçlanmalar	25.009.603	26.780.477	9.871.946	6.529.989
Uzun Vadeli Borçlanmaların Kısa Vadeli Kısımları	6.396.860	6.039.084	11.902.153	7.930.992
İlişkili Olmayan Taraplardan Uzun Vadeli Borçlanmalar	6.396.860	6.039.084	11.902.153	7.930.992
Diğer Finansal Yükümlülükler	0	0	0	65.867
Ticari Borçlar	4.240.444	6.237.983	10.747.474	5.919.211
İlişkili Taraplara Ticari Borçlar	271.109	235.302	3.544.196	0
İlişkili Olmayan Taraplara Ticari Borçlar	3.969.335	6.002.681	7.203.278	5.919.211
Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kapsamında Borçlar	173.498	206.715	253.313	79.035
Diğer Borçlar	125.090	3.146.317	221.706	43.245
İlişkili Taraplara Diğer Borçlar	0	2.881.292	0	0
İlişkili Olmayan Taraplara Diğer Borçlar	125.090	265.025	221.706	43.245
Ertelenmiş Gelirler	746.380	4.554.217	297.141	3.108.484
İlişkili Taraplardan Ertelenmiş Gelirler	0	4.150.000	0	2.132.106
İlişkili Olmayan Taraplardan Ertelenmiş Gelirler	746.380	404.217	297.141	976.378
Dönem Karı Vergi Yükümlülüğü	848.999	458.774	453.495	128.076
Kısa Vadeli Karşılıklar	43.415	76.536	27.315	22.101
Çalışanlara Sağlanan Faydalara İlişkin Karşılıklar	20.010	5.313	6.110	896
Diğer Kısa Vadeli Karşılıklar	23.405	23.405	21.205	21.205
Uzun Vadeli Yükümlülükler	34.306.470	37.218.303	35.557.390	30.159.164
Uzun Vadeli Borçlanmalar	8.218.989	9.418.791	16.378.586	16.943.680
İlişkili Olmayan Taraplardan Uzun Vadeli Borçlanmalar	8.218.989	9.418.791	16.378.586	16.943.680
Diğer Borçlar	28.249	25.542	140.489	92.677
İlişkili Olmayan Taraplara Diğer Borçlar	28.249	25.542	140.489	92.677
Uzun Vadeli Karşılıklar	415.163	323.976	232.785	132.834
Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kapsamında Borç	415.163	323.976	232.785	132.834
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	25.644.069	27.449.994	18.838.713	12.989.973
ÖZKAYNAKLAR	153.533.922	158.536.291	124.063.231	65.279.184
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	153.533.922	158.386.786	123.918.002	65.279.184
Ödenmiş Sermaye	55.000.000	55.000.000	55.000.000	10.000.000
Kar veya Zararda Yeniden Sınıflandırılmayacak Birikim	68.728.646	68.726.473	68.764.322	53.705.038
Yeniden Değerleme ve Ölçüm Kazançları (Kayıpları)	68.728.646	68.726.473	68.764.322	53.705.038
Maddi Duran Varlık Yeniden Değerleme Artışları	68.766.815	68.766.815	68.766.815	53.715.892
Tanımlanmış Fayda Planları Yeniden Ölçüm Kazançları	-38.169	-40.342	-2.493	-10.854
Kardan Ayrılmış Kısıtlanmış Yedekler	119.284	119.284	108.257	56.844
Diğer Yedekler	0	0	0	2.222.609
Geçmiş Yıllar Karları	34.541.029	34.396	-1.862.575	-2.582.568
Net Dönem Karı veya Zararı	-4.855.037	34.506.633	1.907.998	1.877.261
Kontrol Gücü Olmayan Paylar	0	149.505	145.229	0
TOPLAM KAYNAKLAR	225.424.681	243.254.697	193.428.347	119.265.348

Değerleme

Piyasa Çarpanları Analizi

İnfo Yatırım Menkul Değerler tarafından Fade Gıda'nın halka arz fiyatının belirlenmesinde 'Defter Değeri', 'Piyasa Çarpanları' ve 'İndirgenmiş Nakit Akımları' yöntemleri kullanılmıştır.

a) 'Defter Değeri' Yöntemi

Defter Değeri= Aktif Toplamı - Borç Toplamı

Payların defter değeri, özsermaye toplamının pay sayısına bölünmesiyle elde edilmektedir. 31.03.2020 dönemi itibarıyla ana ortaklığa ait özkaynakları 153.533.922 TL olup, 55.000.000 TL'lik sermayesi dikkate alındığında pay başına defter değeri 2,79 TL'ye karşılık gelmektedir.

b) Piyasa Çarpanları Analizi Yöntemi

Fade Gıda'nın tarım alanında gerek kurutulmuş domates gerekse de fide üretim faaliyetlerinde bulunması, bununla birlikte bünyesinde bulundurduğu Novada Menemen AVM ile AVM işletmeciliği faaliyetinde bulunması sebebiyle Piyasa Çarpanları Analizi yöntemine göre Fade Gıda'nın Borsa İstanbul'da işlem gören birebir benzer nitelikte şirket olmadığı göz önünde bulundurulmuştur. 31.03.2020 tarihinde Moro İnşaat'taki payların satılmış olması sebebiyle inşaat segmentine ilişkin verilerle değerlendirme çalışması yapılmamıştır.

Bu doğrultuda faaliyet gösterilen alanlar da göz önünde bulundurularak piyasa çarpanları olarak tarım segmenti için BİST-Gıda İçecek Endeksi'nin, AVM için ise Borsa'da benzer nitelikte şirket olan EDIP'in çarpanları ile birlikte bünyesinde AVM bulunan gayrimenkul yatırım ortaklığı (GYO) şirketlerinin endeksleştirilmiş Fiyat/Kazanç (F/K), Piyasa Değeri/Defter Değeri (PD/DD), Firma Değeri/Faiz Vergi Amortisman Öncesi Kar (FD/FAVÖK) ve Firma Değeri/Satışlar (FD/S) çarpanları değerlendirilmiştir. Yapılan değerlendirme için Gelir Tablosu ve bilanço kalemleri bölümlere göre raporlamadan hesaplanmış ve tek seferlik gelir/giderlerinin etkisi giderilmiş olup tarafımızca makul karşılanmaktadır.

Fade Gıda Net Borç, TL	2020/03	2019/12
Kısa Vadeli Borçlanmalar	25.009.603	26.780.477
Uzun Vadeli Borçlanmaların Kısa Vadeli Kı	6.396.860	6.039.084
Uzun Vadeli Borçlanmalar	8.218.989	9.418.791
Nakit ve Nakit Benzerleri	815.193	388.178
Net Borç	38.810.259	41.850.174

Tarım Segmenti Çarpan Analizi Değeri

BİST-Gıda İçecek Endeksi'nde yer alan KENT ve ERSU'nun uç değer ihtiva etmesi sebebiyle sektör çarpanlarını yukarı yönlü etkilemesi doğrultusunda KENT ve ERSU hariç sektör çarpanları aşağıdaki şekilde hesaplanmaktadır.

BİST-Gıda İçecek Endeksi çarpanlarına göre Fade Gıda'nın tarım segmentinin değeri 82.076.400 TL olarak hesaplanmış olup tarafımızca makuldür.

Şirketler	Fiyat/Kazanç	PD/DD	Fd/Satışlar	Fd/FAVÖK
AVOD	38,25	4,20	2,02	16,51
AEFES	11,04	1,05	0,76	4,88
BANVT	27,60	2,28	0,72	5,92
CCOLA	10,81	1,81	1,15	6,14
ERSU	58,48	3,94	11,48	368,36
KENT	672,04	79,52	36,04	287,06
KERT	31,03	4,96	1,51	10,37
KNFRT	24,23	2,46	1,74	10,27
KRSTL	138,80	1,83	1,50	35,85
MERKO	0,00	5,40	1,53	19,96
OYLUM	77,06	2,36	1,70	19,55
PENGD	0,00	1,67	1,97	32,41
PETUN	12,20	1,32	1,08	9,69
PINSU	0,00	6,84	2,16	18,39
PNSUT	19,97	0,97	0,61	10,79
TBORG	12,21	3,74	2,21	6,31
TATGD	17,66	2,56	1,31	12,42
TKURU	0,00	20,19	8,23	-
TUKAS	19,82	7,85	3,97	16,14
ULUUN	20,58	2,45	0,28	7,35
ULKER	20,65	2,11	1,28	7,57
VANGD	13,25	1,41	6,40	-
Endeks Çarpanı	25,37	3,12	1,64	10,48
KENT ve ERSU Hariç Endeks Çarpanı	14,67	1,81	1,03	6,54

AVM Segmenti Çarpan Analizi Değeri

Novada Menemen AVM ile AVM faaliyeti yürüten Fade Gıda için Borsa İstanbul'da işlem gören benzer şirket olan Edip Gayrimenkul Yatırım Sanayi ve Ticaret A.Ş. (EDIP) ile birlikte bünyesinde AVM bulunduran GYO'ların endekslenirilmiş piyasa çarpanlarından hareketle değer tespiti yapılmıştır.

EDIP ve bünyesinde AVM bulunan GYO'ların endekslenirilmiş çarpanlarına göre Fade Gıda'nın AVM alanındaki faaliyetlerinden ortalama değeri 69.643.983 TL olarak hesaplanmıştır. GYO'lar özelinde değerlendirilme F/K, FD/FAVÖK, PD/DD ve FD/Ciro çarpanlarından ziyade Net Aktif Değer iskontosu dikkate alınarak yapılmaktadır. Proje bazlı GYO'ların satışları ve gelirleri yılın değişik zamanlarında yoğunlaştığı için çarpanları oynaklık gösterebilmektedir. Bu sebeple değerlemede Net Aktif Değer iskontolarının da gösterilerek AVM segmenti için bir değer tespit edilmesi gerektiği kanaatindeyiz.

Faaliyet Alanlarına Göre Çarpan Analizi Toplam Değeri

Faaliyet alanlarına göre, tek seferlik gelir giderlerin elimine edildiği şirket verilerinden hareketle tarım segmentinin BİST-Gıda İçecek Endeksi'ne, AVM segmentinin ise EDIP ve bünyesinde AVM bulunduran GYO'ların endekslenirilmiş çarpanlarına göre elde edilmiş değerlerinin ortalamasına göre

hesaplanan değerlerin toplamı sonucunda Fade Gıda'nın değeri 151.720.383 TL olarak hesaplanmış olup, pay başına değeri ise 2,76 TL'ye karşılık gelmektedir.

İndirgenmiş Nakit Akışları (İNA) Yöntemi;

Şirket'in "İndirgenmiş Nakit Akım Analizi"ne göre yapılan değerlemesinde faaliyet alanlarına göre iki ayrı İNA çalışması yapılarak toplam şirket değerine ulaşılmıştır.

1- Tarım Segmenti İNA Değeri

Projeksiyon dönemi olarak 2020-2024 yılları alınmış olup, Şirket'in indirgenmiş nakit akımları analizine (İNA) göre değerlemesinde ileriye dönük serbest nakit akımları hesaplanmış ve söz konusu serbest nakit akımları ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti üzerinden iskonto edilerek bugünkü değerine indirgenmiştir. Tarım segmentinde kurutulmuş domates, fide ve faaliyete yeni başlanan küçükbaş hayvancılık faaliyetleri için gelir projeksiyonları oluşturulmuştur.

Şirket'in satış gelirlerinin 2020 yılında %17 artışla 45 milyon TL, 2021 yılında %18 artışla 53 milyon TL olması öngörülürken 2024 yılında 88 milyon TL ciroya ulaşacağı varsayılmıştır. Brüt kar marjının son 2 yıllık ortalama oran olan %27,7 olarak gerçekleşmesi öngörülmekte olup tarafımızca makuldür.

Şirket'in faaliyet giderlerinin satışlara oranı son 2 yılda ortalama %8,8 olmasına karşılık, 2020 yılı için ilk çeyrekteki %9,8 oranı baz alınmış, akabinde kademeli azalışlar %9,0'a kadar ineceği varsayılmıştır. Faaliyet giderlerinin dağılımında son 3 yıldaki pazarlama ve genel yönetim giderleri ortalamaları sırasıyla %39 ve %61 olarak gerçekleşmiştir.

Net işletme sermayesinin hesaplanmasında ortalama alacak ve borç ödeme vadelerinin 2 ay, stok devir sürelerinin ise kademeli olarak azalarak 11 aydan 9 aya kadar ineceği varsayılmış olup, işletme sermayesi ihtiyacı yıllar itibariyle aşağıdaki gibi belirlenmiştir.

Net İşletme Sermayesi	2020T	2021T	2020T	2023T	2024T
Satış Gelirleri	45.042.090	52.997.379	76.759.745	88.273.707	97.101.077
Satışların Maliyeti	32.547.134	38.295.576	33.239.006	36.003.914	37.669.260
Ticari Alacaklar	7.404.179	8.711.898	27.944.113	37.456.189	40.593.130
Stoklar	29.451.306	31.475.816	4.869.337	6.636.508	7.516.603
Ticari Borçlar	5.350.214	6.295.163	17.455.173	20.278.324	21.433.744
Alacak Tahsil Süresi	60	60	60	60	60
Stok Devir Süresi	330	330	270	270	270
Borç Ödeme Süresi	60	60	60	60	60
Net İşletme Sermayesi Döngüsü	330	330	270	270	270
Net İşletme Sermayesi	31.505.271	33.892.551	36.864.075	44.688.889	50.947.427
Net İşletme Sermayesindeki Değişim	-4.363.246	2.387.280	2.971.525	7.824.813	6.258.539

AOSM hesabında Piyasa Risk Primi %4 kabul edilmiş olup tarafımızca düşük kalmıştır. %5-%7 bandında kullanılan bu oranın daha yüksek olması gerektiği kanaatindeyiz. Teorik olarak hiçbir şirketin devletten daha düşük bir maliyetle borçlanamaz olmasına rağmen tarım sektörü özelinde kullanılan faizsiz kredilerin AOSM hesabında kullanılmasını makul karşılıyoruz. Özsermaye oranının yüksek olmasıyla beraber betanın 1 olması AOSM'nin %15,49 olmasını beraberinde getirmiş olup tarafımızca makul görülmektedir.

Uç değer büyüme oranı olarak %6,25 kullanılmış olup Türkiye için uzun vadeli TCMB enflasyon beklentisi olan %5'in üzerinde olmamasını beklerdik.

2- AVM Segmenti İNA Değeri

Projeksiyon dönemi 2020-2029 yılları olarak dikkate alınmıştır.

AVM'nin 1. yıl kira gelir artış oranı %9,0, 2. yıl için %8,5, 3.yıl için %7,5, 4. yıl için %7,0, 5. yıl için %7,0 ve diğer yıllar için ise %6,25 olacağı öngörülmüştür.

2020 yılında AVM'nin kapalı olduğu ve kiracılardan kira alınmayan dönem için 2020 yılında %18 oranında kira indirimi uygulandığı varsayılmıştır.

Diğer gelirler oranının toplam gelirlerin %2'si oranında olacağı varsayılmıştır.

Cironun yaklaşık %1,0'ı oranında yenileme maliyeti olacağı öngörülmüştür.

Ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti hesaplamasında kullanılan Sermaye Piyasası Risk Primi olarak dikkate alınan %3,77 oranını makul bulmuyoruz. Şirketin borçlanma maliyetini olarak dikkate alınan %10 oranını da düşük buluyoruz.

Uç değer büyüme oranı olarak %6,25 kullanılmış olup Türkiye için uzun vadeli TCMB enflasyon beklentisi olan %5'in üzerinde olmamasını beklerdik.

AVM segmentinin net borç verisi olarak bölümlere göre raporlamada AVM'ye ait net borç dikkate alınmış olup, hesaplaması aşağıda gösterilmiştir.

31.03.2020	(TL)
Kısa ve Uzun Vadeli Finansal Borçlar	33.346.708
Hazır Değerler	0
Net Borç	33.346.708

AVM segmentinin İNA piyasa değeri 139.406.205 TL hesaplanmıştır. Böylelikle toplam İNA değeri 195,5 milyon TL'ye ulaşmaktadır.

Halka Arz Değeri

İnfo Yatırım Defter Değeri, İNA değeri ve Çarpan Değerinden hesaplanan Piyasa Değerlerini 1/3 oranında ağırlıklandırarak Şirket için 166,9 milyon TL piyasa değeri hesaplanmıştır. Hisse başı 3,04 TL'ye denk gelen bu değere %20,9 iskonto uygulanarak 2,40 TL talep toplama fiyatına ulaşılmıştır.

Sonuç

- Fiyat tespit raporunda şirket ve faaliyet gösterilen sektör hakkında yeterince aydınlatıcı bilgiler yatırımcıya sunulmuştur.
- Fade Gıda'nın fiyat tespitinde Defter Değeri, İndirgenmiş Nakit Akımları ve Çarpan Analizi 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. Fade Gıda özelinde faaliyet gösterilen sektördeki gelişmelerin nakit akışına olası etkilerini daha net görülebilmesi adına İNA'nın kullanılmasını olumlu karşılamaktayız.
- Çarpan analizinde Tarım ve AVM segmenti için ayrı ayrı olmak üzere Piyasa Değeri/Defter Değeri (PD/DD), Fiyat / Kazanç (F/K), Firma Değeri/FAVÖK (FD/FAVÖK) ve FD/Satışlar çarpanları kullanılmıştır. Kullanılan çarpanlar piyasada kabul edilmiş ve yaygın olarak kullanılmaktadır.

Segment ayrıştırmasını makul bulmakla beraber AVM segmenti özelinde Net Aktif Değer İskontosu yönteminin de kullanılması gerektiğini düşünmekteyiz.

- Çarpan değerlemede tüm sektör çarpan değerlerini eşit olarak ağırlıklandırılmıştır.
- İNA değerlemede kullanılan varsayımların makul olduğunu düşünmekle beraber AOSM hesaplamasında daha muhafazakar tarafta kalınması gerektiği kanaatindeyiz. Özellikle Sermaye Piyasası Risk Primi'nin düşük olması, uç değer büyüme oranının yüksek olması ve borçlanma maliyetinin risksiz getiri oranından düşük alınması değerlemeyi yukarı yönlü etkilemesi nedeniyle makul bulmuyoruz.
- İfo Yatırım Defter Değeri, İNA değeri ve Çarpan Değerinden hesaplanan Piyasa Değerlerini 1/3 oranında ağırlıklandırarak Şirket için 166,9 milyon TL piyasa değeri hesaplamıştır. Hisse başı 3,04 TL'ye denk gelen bu değere %20,9 iskonto uygulanarak 2,40 TL talep toplama fiyatına ulaşılmıştır.
- Değerlemede kullanılan varsayımların muhafazakar olmaması nedeniyle %20,9 iskonto oranının kullanılmasının değerlendirilmesinde oluşabilecek yukarı yönlü sapmaları elimine edebilecek büyüklükte olmadığı kanaatindeyiz.
- Halka arz sonrası oluşan çarpanların piyasa ortalamasının üstünde kalmasının değerlemenin muhafazakar tarafta olmadığını teyit ettiğini düşünmekteyiz. Bu bağlamda halka arz fiyatına uygulanan %20,9 iskonto oranının düşük kaldığını ve talep toplama fiyatı olan pay başı 2,40 TL'nin makul olmadığı kanaatindeyiz.