

İşbu rapor, Gedik Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından, Sermaye Piyasası Kurulu VII-128.1 Pay Tebliği'nin 29. Maddesine istinaden hazırlanmıştır. Rapor, Metro Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin Ensari Deri Gıda Sanayi ve Ticaret Anonim Şirketi ("Ensari Deri" ve/veya "Şirket" ve/veya "İhraççı") için hazırladığı Halka Arz Fiyat Tespit Raporu'nu değerlendirmek amacıyla hazırlanmış olup, yatırımcıların pay alım satımına ilişkin herhangi bir öneri ya da teklif içermemektedir. Bu raporda yer alan Şirket verileri Fiyat Tespit Raporu'ndan sağlanmış olup, yatırımcılar halka arza ilişkin yatırım kararlarını KAP'ta yayınlanan İzahname'yi inceleyerek vermelidirler.

| Halka Arz Bilgileri | | | | | |
|---------------------|---|------------|--|--|--|
| Halka Arz Özeti | Halka Arz Öncesi Çıkarılmış Sermaye (TL) | 30.000.000 | Toplam Halka Arz Edilecek Pay (TL) | 8.500.000 | |
| | Halka Arz Sonrası Çıkarılmış Sermaye (TL) | 36.500.000 | Halka Açılacak Oran (%) | 23,29% | |
| | Sermaye Arttırımı (TL) | 6.500.000 | Halka Açılacak Oran (ek satış dahil) (%) | - | |
| | Mevcut Pay Satışı (TL) | 2.000.000 | Halka Arz Satış Fiyatı (TL) | 14,00 | |
| | Ek Pay Satışı (TL) | - | Satış Yöntemi | Borsa'da Satış- Sabit Fiyatla Talep Toplama ve Satış | |

1.Şirket Faaliyetleri Hakkında Önemli Bilgiler

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 edilmiştir. 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 değiştirmiştir.

Şirket deri imalat sektöründe faaliyet göstermektedir. 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 edilmektedir. 2021 yılında ülkelerin ithalattaki payları; İspanya %40, Yunanistan %38, İtalya %15 ve İngiltere %7 olarak gerçekleşmiştir.

İhraççı üretiminin büyük bölümünü ihraç etmekte, yurtiçi satışlarını ise genellikle ihracat yapan firmalara yapmaktadır. Yurt dışı ihracatının toplam satışlarına oranı 2019 yılında %36, 2020 yılında %47 ve 2021 yılında itibarıyla %41 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.

Ortaklık Yapısı

| Ortağın Adı Soyadı | Pay Grubu | Halka Arz Öncesi Sermayedeki Payı | | Halka Arz Sonrası Sermayedeki Payı | | |
|----------------------|-----------|-----------------------------------|---------------|------------------------------------|-------------------|---------------|
| | | Tutar (TL) | Oran (%) | Tutar (TL) | Oran (%) | |
| Muhammet Nuri Ensari | A | 3.000.000 | 10,00 | A | 3.000.000 | 8,22 |
| | B | 27.000.000 | 90,00 | B | 25.000.000 | 68,49 |
| Halka Açık Kısım | B | 0,00 | 0,00 | B | 8.500.000 | 23,29 |
| Toplam | | 30.000.000 | 100,00 | | 36.500.000 | 100,00 |

2.Halka Arz Gerekçesi ve Halk Arz Gelirlerinin Kullanımı

Halka Arz Gerekçeleri:

- Şirket'in büyüme hedeflerinin devamı
- Yeni yatırımların finansman planlaması
- Kurumsal yapının güçlendirilmesi
- Şeffaflık ve hesap verilebilirlik düzeyinin yükseltilmesi
- Şirket bilinirliğinin artırılması
- Rekabet gücünün artırılması,
- Potansiyel müşteriler ve iş ortakları nezdinde mevcut güvenilirliğin ve saygınlığın artırılması

Halka Arz Gelirinin Kullanım Yerleri:

Ensari Deri'nin planlanan halka arzı, sermaye artırımı ve ortak satışı yoluyla gerçekleştirilecektir. Yönetim Kurulu'nun 22.02.2022 tarihinde aldığı 2022/10 sayılı karar ile sermaye artırımı yoluyla gerçekleştirilecek halka arzdan sağlanacak net gelirin aşağıdaki gibi kullanılması planlanmaktadır;

- Borç Kapama (%40)
- Deri Alımı (%30)
- Buğday Alımı (%15)
- İşletme Sermayesi (%15)

Şirketin sermaye artırımı yoluyla halka arzdan 91.000.000 TL brüt, 88.149.515 TL net gelir elde edecektir.

Net halka arz gelirinin tümünün yukarıda belirtilen alanlarda kullanılmasının zaman alması halinde, halka arz geliri izahnamede belirtilen banka hesabı dışındaki banka ve hesaplarda nemalandırılabilir. Ayrıca yukarıda yer alan harcama kalemleri arasında geçişler olabilecektir. Yapılacak işlemlerde Şirket menfaatleri göz önünde bulundurulacaktır.

3.Özet Finansallar

| Gelir Tablosu (TL) | 2019 | 2020 | 2021 |
|---|-------------------|-------------------|-------------------|
| Hasılat | 82.803.730 | 53.305.392 | 95.834.051 |
| Satışların Maliyeti(-) | (67.232.855) | (28.131.843) | (53.165.830) |
| Ticari Faaliyetlerden Brüt Kar | 15.570.875 | 25.173.549 | 42.668.221 |
| Pazarlama, Satış ve Dağıtım Giderleri(-) | (1.906.718) | (1.598.284) | (2.674.885) |
| Genel Yönetim Giderleri(-) | (2.295.465) | (2.009.611) | (5.214.316) |
| 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) |
| FAALİYET KARI/ZARARI(-) | 3.776.903 | 23.984.096 | 44.704.468 |
| 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 Kar/Zararı | 2.941.340 | 10.709.298 | 37.442.982 |
| Sürdürülen Faaliyet. Vergi Gelir/Gideri | (1.204.494) | (3.011.302) | (10.224.326) |
| SÜRDÜRÜLEN FAAL. DÖNEM KARI/ZARARI | 1.736.846 | 7.697.996 | 27.218.656 |
| Dönem Karınının/Zararının Dağılımı | | | |
| -Azınlık Payları | - | - | - |
| -Ana Ortaklık Payları | 1.736.846 | 7.697.996 | 27.218.656 |

4. Değerleme

Ensari Deri'nin pay başına değerinin belirlenebilmesi için aşağıda belirtilen değerlendirme yöntemleri incelenmiştir.

- Pazar Yaklaşımı: Piyasa Çarpanları (PD/DD ve FD/FAVÖK)
- Gelir Yaklaşımı: İndirgenmiş Nakit Akışları

Piyasa Çarpanları Analizi

| Şirket Verileri (31.12.2021) | Özsermaye | Düzeltilmiş FAVÖK* | Net Nakit |
|------------------------------|------------|--------------------|--------------|
| TL | 93.980.778 | 38.572.768 | -119.875.576 |

*Şirket, 2021 yılında esas faaliyetler diğer gelirler altında önceki dönemlerde şüpheli alacak karşılığı olarak muhasebeleştirdiği alacağına ilişkin olarak 9.423.285 TL şüpheli alacak iptal geliri yazmıştır. Bu gelir 2021 yılı Favök hesaplamasına dahil edilmemiş ve Favök karından düşülmüştür.

| | BİST-Ana Pazar* | Ensari Deri Halka Arz Öncesi | Ensari Deri Halka Arz Sonrası |
|----------|-----------------|------------------------------|-------------------------------|
| PD/DD | 3,34 | 4,47 | 2,81 |
| FD/FAVÖK | 19,24 | 14,37 | 14,44 |

*01/03/2022 itibariyle finnet üzerinden alınmış bu oranlarda katsayılar hesaplanırken ortalama değerler kullanılmıştır.

| Karşılaştırılan Pazar ve Sektörler | Piyasa Değerleri (TL) | |
|--|-----------------------|-------------|
| | PD/DD | FD/FAVÖK* |
| BİST-Ana Pazar | 314.171.028 | 603.189.496 |
| Ağırlık | 70% | 30% |
| Nihai Şirket Değeri (PD/DD %70, FD/FAVÖK %30 Ağırlık)** | 400.876.568 | |
| Birim Pay Değeri | 13,36 | |

*Şirket Değeri hesaplanırken Şirketin net borçluluk durumu hesaplamaaya dahil edilmiştir.

Gelir Yaklaşımı

Ağırlıklandırılmış Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM)

| İskonto Oranları | 2022 | 2023 | 2024 | 2025-2026 |
|-------------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Risksiz Faiz Oranı (%) | 25,06 | 37,47 | 16,96 | 8,36 |
| Sermaye Maliyeti (%) | 30,56 | 42,97 | 22,46 | 13,86 |
| Borçlanma Faizi (%)* | 27,57 | 41,21 | 18,66 | 9,20 |
| Vergi Sonrası Borçlanma Maliyeti(%) | 21,23 | 32,97 | 14,93 | 7,36 |
| Piyasa Risk Primi (%) | | | 5,5 | |
| Beta | | | 1 | |
| Borçluluk Oranı (%) | | | 56,44 | |
| AOSM (%) | 25,29 | 37,32 | 18,21 | 10,19 |

*Projeksiyon döneminde şirketin risksiz faiz oranının %10 üzerinden borçlanacağı öngörülmüştür.

İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi (İNA)

| İNA (TL) | 2022 T | 2023 T | 2024 T | 2025 T | 2026 T |
|---|---------------------|---------------------|----------------------|----------------------|----------------------|
| Net Satışlar | 124.584.266 | 155.730.033 | 186.876.399 | 214.907.859 | 236.398.645 |
| Satışlardaki Büyüme (%) | 30,0% | 25,0% | 20,0% | 15,0% | 10,0% |
| Satışların Maliyeti | (67.432.372) | (85.342.469) | (101.779.761) | (117.409.666) | (128.951.015) |
| Maliyetlerin Satışlara Oranı (%) | -54,13% | -54,80% | -54,46% | -54,63% | -54,55 |
| Brüt Kar | 57.151.894 | 70.387.863 | 85.096.639 | 9.498.193 | 107.447.630 |
| Brüt Kar Marjı (%) | 45,87% | 45,20% | 45,54% | 45,37% | 45,45% |
| Faaliyet Giderleri (Diğer Gelir/Gider dahil) | 4.820.397 | (2.989.220) | 1.821.765 | (1.015.047) | 593.991 |
| Faaliyet Giderlerinin Satışlara Oranı (%) | 3,9% | -1,9% | 1,0% | -0,5% | 0,3% |
| Esas Faaliyet Karı E | 61.972.291 | 67.398.643 | 86.918.404 | 96.483.146 | 108.041.621 |
| Vergi (Y) | 14.253.627 | 13.479.729 | 17.383.681 | 19.296.629 | 21.608.324 |
| Yatırım Harcamaları (Y) | -2.291.585 | -3.978.473 | -4.001.389 | -6.213.618 | -4.446.700 |
| Çalışma Sermayesi (Y) | 3.922.424 | -31.163.675 | -9.952.683 | -20.012.595 | -9.747.298 |
| Amortisman (A) | 3.978.473 | 4.001.389 | 4.213.618 | 446.700 | 5.139.073 |
| Serbest Nakit Akışı (E-V-Y+Ç+A) | 53.327.977 | 22.778.155 | 59.794.269 | 56.407.296 | 77.378.372 |
| İndirgenme Oranı (AOSM) (%) | 25,29% | 37,32% | 18,21% | 10,19% | 10,19% |
| İndirgenme Katsayısı | 0,80 | 0,58 | 0,49 | 0,45 | 0,40 |
| İndirgenmiş Nakit Akımları | 42.563.157 | 13.238.878 | 29.399.693 | 25.169.625 | 31.334.572 |
| İndirgenmiş Nakit Akımları Toplamı 2022-2026 dönemi toplam (1) | 141.705.924 | | | | |

| | |
|--|-------------------------|
| Terminal Büyüme Oranı | 5,0% |
| Uç Dönem Serbest Nakit Akımları | 1.565.661.785 TL |
| İndirgenmiş Devam Edern Şirket Değeri(2) | 634.018.795 TL |
| Firma Değeri (1)+(2) | 775.724.719 TL |
| Net Borç (-) | 119.875.576 TL |
| Tahmini Gerçeğe Uygun Değer | 655.849.143 TL |
| Tahmini Birim Pay Değeri | 21,86 TL |

Değerleme Yöntemleri Sonuçları

| Değerleme Yöntemi | Piyasa Değeri (TL) | Ağırlık | Hisse Başına Değer (TL) |
|--|--------------------|---------|-------------------------|
| 1) Pazar Yaklaşımı Yöntemi | 400.876.568 | 50% | 13,36 |
| 2) Gelir Yaklaşımı Yönetimi (İNA)* | 655.849.143 | 50% | 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 |

*Şirket 29.09.2021 tarihinde Mardin ili Kızıltepe İlçesi Organize Sanayi Bölgesi içinde un fabrikası satın almıştır. Fabrikanın yıllık 68.500 ton un, 24.050 ton kepek üretim kapasitesi bulunmaktadır. Un fabrikasının 2022 yılında faaliyete geçirilmesi planlanmaktadır. Ancak fabrika henüz faaliyete geçmediği ve geçmişe dönük kıyaslamaya uygun bir veri tabanı olmadığı için değerlemede muhafazakar davranmak adına bu yatırım, İNA değerlemesi kapsamına alınmamıştır. Şirketin sadece mevcut faaliyetlerinin ve un fabrikası tarafı hiç yokmuş gibi yaklaşılması uygun görülmüştür. Öte yandan un fabrikasının 2022 yılında yıllık 250 milyon TL ciro ile faaliyete başlaması varsayımıyla fabrikanın İNA değerlemesine 118,7 milyon TL pozitif katkı yapabileceği hesaplanmıştır.

Sonuç olarak Ensari Deri için yapılan değerlendirme çalışmaları 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, **14,00 TL** olarak belirlenmiştir.

5.Halka Arz Hakkında Nihai Değerlendirme

- Fiyat Tespit Raporu'nda Ensari Deri hakkında verilen bilgilerin kapsamlı, yeterli ve anlaşılır olduğunu düşünüyoruz. Şirket ve sektör hakkında verilen bilgiler oldukça detaylıdır.
- Ensari Deri için yapılan değerlendirme çalışmasında "Çarpan Analizi" ve "İndirgenmiş Nakit Akımları" kullanılmıştır. Kullanılan değerlendirme yöntemlerinin net ve anlaşılır bir şekilde açıklandığını düşünüyoruz. Ancak İNA projeksiyonlarının 5 seneden daha uzun tutulabileceğini düşünmekteyiz.
- Değerleme yöntemi olarak İndirgenmiş Nakit Akımları ve Piyasa Çarpanları Yöntemi'ne sırasıyla %50 ve %50 ağırlık verilmesini uygun karşılıyoruz.
- Piyasa Çarpanları Yöntemi'nde BIST Ana Pazar şirketler değerlemeye dahil edilmiş olup yurt içi ve yurt dışı benzer şirket çarpanlarının kullanılmadığı göz önünde bulundurulmalıdır. Ayrıca ortalama değerler yerine medyan değerlerin kullanılmasının daha doğru bir yaklaşım olacağını düşünmekteyiz.

Kullanılan değerlendirme yöntemleri sonrasında pay başına değerden %20,5 iskonto oranı uygulanarak 14,00 TL pay başına fiyat hesaplanmış olup, uygulanan iskonto oranının mevcut mevduat faizleriyle karşılaştırıldığında makul olduğunu ancak değerlemede kullanılan çarpanların bir miktar yüksek olduğunu düşünüyoruz.

Yukarıdaki çekinceler dışında halka arz değerlendirme çalışmasının makul olduğunu düşünüyoruz.

YASAL UYARI

Burada yer alan bilgiler Gedik Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından genel bilgilendirme amacı ile hazırlanmıştır. 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 getiri vaadi 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 sonuçlar doğurmayabilir. Burada yer alan fiyatlar, veriler ve bilgilerin tam ve doğru olduğu garanti edilemez; içerik, haber verilmeksizin değiştirilebilir. Tüm veriler, Gedik Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan alınmıştır. Bu kaynakların kullanılması nedeni ile ortaya çıkabilecek hatalardan Gedik Yatırım Menkul Değerler A.Ş. sorumlu değildir.