

İZ HAYVANCILIK TARIM ve GIDA SANAYİ TİCARET A.Ş**05.11.2013**

Bu rapor Sermaye Piyasası Kurulu'nun 12/02/2013 tarih ve 5/145 sayılı kararına dayanılarak Gedik Yatırım Menkul Değerler A.Ş tarafından, A1 Capital Menkul Değerler A.Ş'nin konsorsiyum lideri olarak hazırladıkları İz Hayvancılık Tarım Ve Gıda Sanayi Ticaret A.Ş (İz Hayvancılık, Şirket) Fiyat Tespit Raporuna ilişkin analist raporudur.

Halka Arz Detayları

Halka Arz Fiyatı: 2,73 TL
Halka Arz Şekli: Sermaye Artırımı Halka Arz Yöntemi: Sabit Fiyat ile Talep Toplamaksızın Borsa'da Satış Yöntemi
Halka Arz Öncesi Çıkarılmış Sermaye: 3.661.000 TL Halka Arz Sonrası Çıkarılmış Sermaye: 6.650.000 TL Halka Arz Miktarı Toplam Nominal: 2.989.000 TL <i>Sermaye Artırımı: 2.989.000 TL</i> <i>Ortak Satışı: -</i> Halka Arz Büyüklüğü: 8.159.970 TL Satışa Hazır Hale Getirilecek Nominal Pay Tutarı: 747.250 TL (Halka Arz Edilecek Tutarın %25'i) Halka Açılacak Oran: %44,95
Halka Arz Tarihi: 6-7 Kasım 2013
Halka Arz Taahhütleri: - Şirket ortakları 1 yıl süreyle pay satmayacak ve bedelli sermaye artırımını yapmayacaktır.

Halka Arz Hakkında Özet Bilgi:

3.661.000 TL çıkarılmış sermayesi bulunan İz Hayvancılık; mevcut ortakların rüçhan haklarının kısıtlanması suretiyle sermaye artırımını yöntemi kullanılarak ihraç edeceği 2.989.000 TL nominal değerli payları, 2,73 TL/hisse fiyatla Borsa İstanbul Gelişen İşletmeler Piyasası'nda (GİP), 6-7 Kasım 2013 tarihleri arasında, A1 Capital Menkul Değerler A.Ş'nin aracılığında halka arz edecektir. Halka arz, sabit fiyat ile talep toplamaksızın Borsada satış yöntemi kullanılarak gerçekleştirilecektir. Şirket ortakları halka arzdan itibaren 1 yıl süreyle pay satışı gerçekleştirilmeyeceğini ve bedelli sermaye artırımını yapılmayacağını taahhüt etmiştir.

Halka Arz Gelirinin Kullanım Alanı:

Şirket halka arzdan elde edilebilecek olan 8.159.970 TL'lik geliri şu alanlarda kullanmayı planlamaktadır:

- 4 milyon TL'lik kısmı ile meyve üretimi ve fidan yetiştiriciliği gerçekleştirme yatırımı,
- 2 milyon TL'lik kısmı ile banka kredilerinin kapatılması,
- 600 bin TL'lik kısmı ile işletme sermayesi ihtiyacının karşılanması,
- 500 bin TL'lik kısmı ile perakende süt satışı yatırımının gerçekleşmesi,
- 500 bin TL'lik kısmı ile yem depoları ve makine-teçhizat yatırımı.

İz Hayvancılık Hakkında Özet Bilgi

İz Hayvancılık, 8 Ekim 2010 tarihinde kurulmuştur. Şirket'in başlıca faaliyet konusu sahip olduğu ari ırk sağmal büyükbaş çiftlik hayvanlarından süt üretimi yapmak ve doğan erkek buzağları belli olgunluğa gelene kadar besleyerek bu büyükbaş hayvanların ticaretini yapmaktır.

Şirket'in çiftlik ve süt üretim tesisleri Kırklareli ilinin Lüleburgaz ilçesinde bulunmakta olup, Şirket genel merkezi İstanbul-Eyüp'tedir. Şirket'in 30 Haziran 2013 tarihi itibarıyla personel sayısı 25'tir. (31 Aralık 2012: 19, 31 Aralık 2011: 17)

Şirke, 20.000 m² kapalı alanda hayvan barınakları, sağımhane, doğumhane, yem depoları, gübre yönetim sistemleri, depolama alanları, slaj depoları ve lojman binaları olmak üzere üretim tesisi ve çiftlik yatırımlarını gerçekleştirmiştir. Çiftlik işletmesi şu anda 178.000 m² alan üzerine kuruludur. Kapalı alanlarda kalan kısımlar sulanabilir alanlar olup, arazi tarımsal üretim yapmaya da elverişli bir arazidir. Hayvan beslemede kullanılan yemler, çevredeki çiftçilerden sözleşmeli tarım projesi kapsamında sağlanmaktadır. Ayrıca Şirket'in Kırklareli-Lüleburgaz'da 14.000 tonluk sıvı gübre havuzu bulunmakta olup, hem kendi tarlalarına hem de sözleşmeli, üreticilerin tarlalarına sıvı gübre taşımaktadır. Yeni yapılacak yatırımlarla; tarım işletmeciliğinin geliştirilerek kaba yem üretiminin bir kısmı olan slaj üretiminin Şirket bünyesinde gerçekleştirilmesi, gübre kalitesinin artırılarak botanik, sera ve meyve üreticilerine de satılmasının mümkün hale getirilmesine ilişkin çalışmalar planlanmaktadır.

Şirket'in %80 oranında sahibi olduğu bağlı ortaklığı İzmay Hayvancılık ve Tarım Yatırımları Ltd. Şti. (İzmay Hayvancılık) 29 Kasım 2011 'de kurulmuş olup; yurtdışından ithal edilen hayvanların ülke içinde pazarlanması konusunda faaliyet göstermesi planlanmıştır. İzmay Hayvancılık'ın henüz bir faaliyeti bulunmamaktadır.

Şirket'in halka arz öncesi ve halka arz sonrası ortaklık yapısı aşağıdaki gibidir.

Ortak	Halka Arz Öncesi		Halka Arz Sonrası	
	Pay	Oran	Pay	Oran
Sinan Araç	1.961.500	53,58%	1.961.500	29,50%
Aynur Özcan	1.624.500	44,37%	1.624.500	24,43%
Neslihan Çolak	37.500	1,02%	37.500	0,56%
Aslıhan Kanlıdağ	37.500	1,02%	37.500	0,56%
Halka Açık Kısım	0	0,00%	2.989.000	44,95%
TOPLAM	3.661.000	100,00%	6.650.000	100,00%

Kaynak: İz Hayvancılık Fiyat Tespit Raporu, İz Hayvancılık Halka Arz Analist Sunumu

- **Hayvancılık Faaliyeti**

İz Hayvancılık, 720 sağmal büyükbaş, 40 kuru inek ve 1.000 büyükbaş hayvan kapasitesine sahip besleme ahırları, doğumhane ve genç ahırlarına sahiptir. Şirket, ABD'den ithal ettiği 498 adet Holstein ırkı gebe düveyi 2011 yılı Ekim ayında çiftliklerine getirmiş ve gebe düveler 2011 yılı Kasım ve Aralık aylarında doğum yaparak sağmal hale gelmeye başlamışlardır. 2012 yılı ilk yarısında ise gebe hayvanların doğum süreçleri devam etmiştir. Ayrıca 2011 yılında gebe düvelerin doğum yapmasının ardından süt üretimine başlanarak yurtiçi alıcılarla yapılan anlaşmalar sonucu süt üretimine devam edilmiştir.

Şirket'in dönemler itibariyle sahip olduğu hayvan sayıları şu şekildedir;

Hayvan	30.06.2013	31.12.2012	31.12.2011
Besi Hayvanları- Erkek Buzağı & Dana	155	96	13
Dişi Buzağı	152	247	28
Düve	246	74	456
Sağmal İnek	393	406	42
Kurudaki İnek	89	82	
Toplam	1.035	905	539

Kaynak: İz Hayvancılık Fiyat Tespit Raporu

2013 yılında aylar itibariyle hayvan başına günlük süt verimine ilişkin veriler ise aşağıdaki gibidir;

	Sağılan Süt Miktarı	Gün Sayısı	Günlük Ortalama Süt	Sağılan Ortalama Hayvan Sayısı	Hayvan Başı Günlük Süt Verimi (Lt.)
Oca.13	265.634	31	8.568,84	370	23,16
Şub.13	294.531	28	10.518,96	397	26,50
Mar.13	354.762	31	11.443,94	401	28,54
Nis.13	341.122	30	11.370,73	385	29,53
May.13	344.486	31	11.112,45	367	30,28
Haz.13	347.133	30	11.571,10	369	31,36
Tem.13	383.131	31	12.359,06	385	32,10
Ağu.13	374.324	31	12.074,97	385	31,36
Eyl.13	352.975	30	11.765,83	395	29,79

Kaynak: İz Hayvancılık Fiyat Tespit Raporu

Süt üretiminde sağılan sütlerin tamamı satılmayıp %5 kadarlık kısım yeni doğan buzağılara verilmek amacıyla ayrılmaktadır.

Şirket'in mevcut durumda hayvan başı günlük süt verimi ortalaması yaklaşık 30 lt. olup, inek laktasyon 305 gün süt verimi ortalaması ise 9.150 lt seviyesindedir. Doğuma iki ayı kalan inekler sağımdan kesildiği için 365 yerine 305 gün süt sağımı yapılmaktadır. Süt sağımı faaliyetinde; laktasyon 305 gün süt verimi Avrupa ortalaması 8.700 lt. olan Avrupa ortalamasının üzerinde bir üretim mevcuttur.

- **Sektörel Görünüm**

Şirket'in faaliyet gösterdiği hayvancılık ve tarım sektörü; kırsal alanda kısa vadede ve eb az yatırımla istihdam yaratması, kalkınmada öncelikli bölgelerin gelişimi, tarımda verimliliğin artırılması ve Avrupa Birliği sürecinde kritik alt sektör olması amacıyla önemli bir sektör konumundadır.

Tarımsal anlamda gelişme göstermiş olan ülkelerde hayvancılığın toplam tarımsal üretim içerisindeki payı genellikle %50'nin üzerindedir. Hayvancılık sektörü; dünya tarımsal gayri safi yurt içi hasılasının %40'ını oluşturmaktadır. AB'de ise hayvansal üretimin tarımdaki payı %49 seviyesinde olup, AB'de 7,5 milyon adet tarım işletmesi mevcuttur. Yine AB ülkelerinde işletme başına ortalama 44 baş hayvan düşmektedir.

TÜİK verilerine göre Türkiye'de toplam büyükbaş hayvan sayısı 2012 yılında bir önceki yıla göre %12,3'lük artışla 14.022.347 adede ulaşmış olup; bu sayının 13.914.912 adedi sığır, 107.435 adedi mandadır. İz Hayvancılık, 30 Haziran 2013 itibariyle sahip olduğu 1.035 adet büyükbaş hayvan ile ülke sığır hayvancılığının yaklaşık %0,007'sine sahiptir.

Sağmal hayvan sayılarına bakıldığında; 2012 yılı itibariyle mevcut 22.049.059 adet hayvanın %59,3'ünü (13.068.428 adet) ile koyunlar oluştururken, sığırlar ise 5.431.400 adet ile %24,6'lık bir paya sahiptir. Sağmal sığır sayısında; 2012 yılında bir önceki yıla göre %14,1 oranında büyüme yakalanmıştır. İz Hayvancılık, 30 Haziran 2013 itibariyle sahip

olduğu 393 adet sağmal inek ile sağmal hayvan toplamının yaklaşık %0,007'sine sahiptir. (Kaynak: TÜİK, İz Hayvancılık Fiyat Tespit Raporu)

2012 yılında hayvan başına süt üretimi miktarlarına kilogram bazında bakıldığında sığırlarda 2.942 lt. yıllık ortalamaya ulaşılmış, verimlilik artışı ise bir önceki yıla göre %1,48 olmuştur. Yıllar itibariyle hayvan başına ortalama süt üretim miktarları (Lt.) aşağıdaki gibidir;

Yıl	Sığır	Koyun	Keçi	Manda
2002	1.705	48	59	986
2003	1.888	62	89	850
2004	2.479	78	105	998
2005	2.508	78	105	996
2006	2.595	78	105	1.000
2007	2.667	77	105	997
2008	2.758	77	105	964
2009	2.803	78	105	1.003
2010	2.833	77	106	993
2011	2.899	77	106	1.004
2012	2.942	77	105	1.001

Kaynak: İz Hayvancılık Fiyat Tespit Raporu

Toplam süt üretiminde; 2012 yılında süt üretimi %12,1 artışla 7,93 milyon ton üretim gerçekleşirken, Ocak-Ağustos 2013 döneminde bir önceki yılın aynı dönemine göre %1,7'lik azalışla 5,46 milyon tona gerilemiştir. Aylar itibariyle ton bazında süt üretimi şu şekildedir;

Aylar	2011	2012	2013
Ocak	561.528	634.578	637.799
Şubat	545.628	631.521	622.185
Mart	627.661	715.190	708.981
Nisan	646.642	727.769	730.169
Mayıs	699.108	782.621	768.696
Haziran	636.494	727.805	692.008
Temmuz	591.864	695.079	675.085
Ağustos	566.044	641.380	628.928
Eylül	537.872	599.773	
Ekim	543.655	587.149	
Kasım	530.376	575.344	
Aralık	586.867	614.276	
Toplam	7.073.739	7.932.485	5.463.850

Kaynak: İz Hayvancılık Fiyat Tespit Raporu

İz Hayvancılık'ın temel faaliyet konusu; sahip olduğu sağmal büyükbaş hayvanlarından süt üretimi yapmak, doğan erkek buzağuları belirgin olgunluğa gelene kadar beslemek ve bu büyükbaş hayvanların ticaretini yapmaktır. Bununla birlikte Şirket'in en büyük geliri süt satışından elde ettiği gelirdir. Bu nedenle Şirket süt fiyatlarına karşı duyarlı bir yapıdadır. Süt fiyatları ise temel iki kritere göre belirlenmektedir: Damızlık Yetiştiricileri ve Süt Birliklerinin ihaleler sonucu firmalarla yaptığı anlaşmalara göre oluşturulan "taban fiyat" ve süt numunesine yapılan testler ile birlikte çiftlik kalitesine verilen katsayılar ile oluşan "süt kalite primi" dir. Litre başına inek sütü fiyatları 2012 yılını ortalama 0,89 TL'den tamamlamıştır. Ulusal süt konseyi tarafından 2013 yılı ilk çeyreği için 0,90 TL olan süt fiyatlarının 1

Ağustos – 31 Aralık 2013 dönemi için 1,00 TL'ye yükseltilmesiyle birlikte inek sütü fiyatlarının 2013 yılında, 2012 yılına göre artış göstererek tamamlayacağı beklenmektedir.

DEĞERLEME ÇALIŞMASI

İz Hayvancılık'ın halka arz edilecek paylarının değe tespitinde İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi ve Piyasa Çarpanları Analizi yöntemleri kullanılmış olup, bu yöntemlerin uygulanması sonucunda 2,73 TL fiyata ulaşılmıştır.

1. İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi Yöntemi

İz Hayvancılık için, A1 Capital tarafından indirgenmiş nakit akımları analizi kullanılarak yapılan değerlemeye göre Özsermaye Değeri 16.459.381 TL olarak hesaplanmıştır. Bu değer; mevcut 3.661.000 TL sermayeye göre 4,50 TL birim pay değerine denk gelmektedir. İndirgenmiş Nakit Akımları hesaplanırken 2013-2017 dönemleri arası projekte edilmiştir.

Projeksiyon döneminde öngörülen hayvan sayıları aşağıdaki tabloda görüldüğü şekildedir;

	31.12.2012	2013(T)	2014(T)	2015-2017(T)
Hayvan Sayısı ve Verimi				
Ortalama Sağmal Hayvan Sayısı (Ulaşılabilecek)	400	447	677	760
Yılsonu Mevcut Sağmal Hayvan Sayısı (Ulaşılabilecek)	488	562	791	760
Dişi Düve Sayısı				
Gebe Düve	14	190	190	190
12-15 aylık	60	39	29	
9-12 aylık	200	26	17	
0-9 aylık	8	174	281	366
0-6 aylık	39	29	58	
Besi (Satılabilir)	96	203	289	406
Sürü Artış Oranı (Dişiler için)		26%	34%	0%
Ortalama Sağmal Hayvan Sayısı (Sağılabilir)	400	447	677	760
Gençleştirme-Verimlileştirme (%25)		-	-	190
Satılabilir İnek		-	-	-190
Satılabilir Dişi Deve		-	226	176
Yılsonu Mevcut Dişi Sayısı	809	1.020	1.140	1.140

Kaynak: İz Hayvancılık Fiyat Tespit Raporu, İz Hayvancılık Halka Arz Analist Sunumu

Bu öngörüler yapılırken, 2012 yıl sonundaki mevcut erkek buzağuların 1 yaşına kadar beslenip satılması öngörülmüştür. Ayrıca diğer üretim giderleri, dişiler için sürü artış oranı kadar artırılmış, üretimde çalışan personele yönelik maliyetlerde yıllık %10 oranında artış öngörülmüştür. 2015 yılı sonundan itibaren ise %25 oranında gençleştirme ve verimliliştirme yapılacağı varsayılmıştır.

İz Hayvancılık'ın projeksiyon dönemi boyunca; erkek-dişi oranının %50 olacağı, tohumlama başarısının %95 olarak gerçekleştirileceği, hayvanların %5'inin hamileliğinin sonlandırılacağı ve ölü doğma oranının %5 olacağı varsayılmıştır.

Süt verimliliği açısından bakıldığında 1. Laktasyon sonrası günlük verimin 26,2 lt/gün, 2. Laktasyon sonrası günlük verimin 28,8 lt/gün olacağı varsayılmıştır.

2013 yılı için hayvan satışı için adet fiyatları Dişi Düve için 2.000 TL, Erkek Buzağı için 1.250 TL, İnek Satışı için 6.000 TL, 2012 yılından kalan Erkek Buzağular için 2.500 TL olarak belirlenmiştir.

2013 yılında toptan süt satış fiyatı 1,0358 TL/lt olarak öngörülmüş ve takip eden yıllarda %7 oranında artacağı öngörülmüştür. Şirket 2014 yılından itibaren perakende süt satışına başlamayı planlamakta olup, 2014 yılında perakende süt satış fiyatının 2,50 TL/lt olacağı ve %7 oranında artacağı öngörülmüştür. Perakende süt satışı için ambalajlama, lojistik ve diğer ek maliyetlerin %30 olacağı öngörülmüştür. Yıllık toptan ve perakende satış öngörülerini aşağıdaki tablodadır;

	2013(T)	2014(T)	2015(T)	2016-2017(T)
Yıllık Toptan Satış Miktarı	3.839.417	5.409.701	5.871.347	5.688.847
	2014(T)	2015(T)	2016(T)	2017(T)
Yıllık Perakende Satış Miktarı	365.000	547.500	730.000	730.000

Kaynak: İz Hayvancılık Fiyat Tespit Raporu

Süt ve Canlı Hayvan segmentinde devlet desteklerinin %5 olacağı öngörülmüştür. Satılabilir gübre üretiminde ortalama hayvan başı üretimin 15 kg/büyükbaş olacağı, gübre fiyatının 2013'de 15 TL/ton'dan başlayarak %5 oranında artacağı öngörülmüştür. İnek başına günlük ortalama yem maliyetinin 13,83 TL/adet; günlük düve başına yem maliyetinin 5,04 TL/adet olacağı ve yem maliyetlerinin %7 artacağı öngörülmüştür. Faaliyet giderlerinde ise yıllık %10 artış öngörülmektedir.

Dişi buzağı ve düvelerin sağmal hale gelene kadar yapılan tüm maliyetlerin yatırım harcaması olarak değerlendirileceği varsayılmıştır. Yıllar itibarıyla yatırım harcamaları şu şekildedir;

	2013(T)	2014(T)	2015(T)	2016(T)	2017(T)
Canlı Dişi Hayvan Yatırım Harcamaları	790.320	686.747	747.747	856.095	916.022

Kaynak: İz Hayvancılık Fiyat Tespit Raporu

Nakit akımlarının indirgenmesinde kullanılacak olan "Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti" belirlenirken, risksiz faiz oranı olarak 10 yıllık devlet tahvilinin rapor tarihinden bir gün önceki bileşik faizi olan %8,56 alınmış, piyasa risk primi ise %6 olarak belirlenmiştir. Yakın tarihli halka arzlarında kullanılan risk primlerinin de %5,5-%6 olarak alındığı göz önünde bulundurulduğunda kullanılan risk priminin makul olduğunu düşünmekteyiz. Borçlanma faiz oranlarında, Şirket'in kullandığı rotatif kredilerin ortalama maliyeti olan %11 oranı kullanılmıştır. Bu yöntemin muhafazakar yaklaşıma uygun olduğunu düşünüyoruz. Tüm bunların sonucunda ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti %11,34 olarak hesaplanmıştır. Ağırlıklı Ortalama sermaye maliyeti hesaplanırken kullanılan veriler tablodaki gibidir;

Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti	11,34%
Beta	1,00
Risksiz Faiz Oranı (08.03.2023)	8,60%
Piyasa Risk Primi	6,00%
Borç Oranı	55,89%
Özsermaye Oranı	44,11%
Borç Maliyeti	11,00%
Vergi Sonrası Borç Maliyeti	8,80%
Sermaye Maliyeti	14,56%
Vergi Oranı	20,00%
Nihai Büyüme Oranı	1%

Kaynak: İz Hayvancılık Fiyat Tespit Raporu

Projeksiyonun son dönemi olan 2017'den sonra nihai değer hesaplamasında %1 büyüme oranı öngörülmesinin de muhafazakar yaklaşıma uygun olduğunu düşünüyoruz. Kurumlar vergisi ise %20 olarak uygulanmıştır.

Net işletme sermayesi ihtiyacı hesaplanırken; 2013-2017 arası ticari alacak devir hızı gün sayısı 30 gün, destekleme alacakları devir hızı gün sayısı 180 gün, ticari borçlar devir hızı gün sayısı 120 gün, genel giderler devir hızı gün sayısı 60

gün olarak varsayılmıştır. Bu varsayımlar ile birlikte oluşan net işletme sermayesi ihtiyacı ise aşağıdaki gibi oluşmaktadır;

	2013(T)	2014(T)	245323	2016(T)	2017(T)
İşletme Sermayesi İhtiyacı	600.233	309.528	245.323	56.792	70.698
Stoklar	840.082	1.219.096	1.368.556	1.566.860	1.676.540
Ticari Alacaklar	404.311	695.140	937.183	1.020.406	1.086.728
Destekleme Alacakları	203.661	294.424	329.023	337.140	353.997
Ticari ve Diğer Borçlar	919.139	1.370.219	1.550.998	1.783.850	1.906.011

Kaynak: İz Hayvancılık Fiyat Tespit Raporu

Bütün bu varsayımlar sonucu oluşan satış geliri ve satış maliyeti projeksiyonları aşağıdaki şekilde oluşmaktadır;

	2013(T)	2014(T)	2015(T)	2016(T)	2017(T)
Satış Gelirleri	5.332.092	8.457.541	11.402.397	12.414.946	13.221.857
Süt Satış Gelirleri					
- Toptan Satış	3.976.996	5.995.797	6.962.981	7.218.808	7.724.124
- Perakende Satış	0	912.500	1.464.563	2.089.443	2.235.703
Hayvan Satış Gelirleri	253.750	853.913	2.204.449	2.314.671	2.430.405
Süt Satışı Devlet Teşviği Gelirleri	307.153	454.415	517.853	526.844	553.186
Hayvancılık Devlet Teşviği Gelirleri	105.825	142.613	149.334	156.800	164.640
Tarımsal Ürün Satış Gelirleri (Ticari Mal)	604.600	0	0	0	0
Gübre Satış Gelirleri	83.768	98.304	103.219	108.380	113.799
Satış Maliyetleri (-)	4.780.690	6.741.935	7.427.765	8.312.807	8.811.749
Yem Maliyetleri (-)	2.520.245	3.657.287	4.105.669	4.700.581	5.029.621
Diğer Hayvancılık Giderleri (-)	380.612	516.177	541.986	569.085	597.539
Tarımsal Ürün Alım Maliyeti (Ticari Mal Maliyeti) (-)	483.680	0	0	0	0
Canlı Hayvan Sağlık-Tedavi Giderleri (-)	170.329	230.996	242.545	254.673	267.406
Personel Maliyetleri (-)	512.679	563.947	620.341	682.375	750.613
Perakende Süt Satışı Ambalajlama ve Diğer Giderleri (-)	0	273.750	439.369	626.833	670.711
Amortisman Giderleri (-)	713.145	1.499.779	1.477.855	1.479.260	1.495.859

Kaynak: İz Hayvancılık Fiyat Tespit Raporu

İz Hayvancılık'ın "İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi" nihai değer tablosu aşağıdaki gibi oluşmaktadır;

İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi (TL)	2013(T)	2014(T)	2015(T)	2016(T)	2017(T)
Net Satışlar	5.332.092	8.457.541	11.402.397	12.414.946	13.221.857
Satışların Maliyeti (-)	4.780.690	6.741.935	7.427.765	8.312.807	8.811.749
Brüt Kâr	551.402	1.715.606	3.974.632	4.102.139	4.410.108
Brüt Kâr Marjı	10,3%	20,3%	34,9%	33,0%	33,4%
Faaliyet Gideri	500.136	550.149	605.164	665.681	732.249
Faaliyet Kârı	51.266	1.165.456	3.369.467	3.436.458	3.677.860
Vergi (-)	0	214.913	673.893	687.292	735.572
Amortisman Giderleri (+)	713.145	1.499.779	1.477.855	1.479.260	1.495.859
İşletme Sermayesi İhtiyacı (+/-)	600.233	309.528	245.323	56.792	70.698
Yatırım Harcamaları		500.000			
Canlı Dışı Hayvan Yatırım Harcamaları (-)	790.320	686.747	747.747	856.095	916.022
Serbest Nakit Akışları	-626.141	954.048	3.180.359	3.315.539	3.451.427
İskonto Oranı	0,90	0,81	0,72	0,65	0,58
İndirgenmiş Nakit Akışları (İNA)	-562.365	769.593	2.304.160	2.157.427	2.017.094
Toplam İNA	6.685.909				
Uç Değer	19.701.145				
Şirket Değeri	26.387.054				
Net Borç veya Nakit (+/-)	9.927.673				
Özsermaye Değeri	16.459.381				

Kaynak: İz Hayvancılık Fiyat Tespit Raporu

Projeksiyonların varsayımlarının yeterince açıklayıcı olduğunu, 2013 ve 2014 yıllarında ise brüt kâr marjının hızlı yükseldiğini düşünürüz.

2. Piyasa Çarpanları Analizi Yöntemi

İz Hayvancılık için, yurtiçi benzer şirketler ve BİST-100 endeksi çarpanlarına göre Fiyat/Kazanç (F/K), Piyasa Değeri/Defter Değeri (PD/DD) ve Firma Değeri/Faiz, Amortisman ve Vergi Öncesi Kâr (FD/FAVÖK) çarpanları kullanılarak değer tespiti yapılmıştır. Buna göre BİST-100 endeksi çarpanlarına göre Şirket'in değeri 9.424.362 TL (Birim Pay Değeri: 2,57 TL), Benzer Şirketler Çarpanına göre 13.559.704 TL (Birim Pay Değeri: 3,70 TL) olarak hesaplanmıştır.

- BİST-100 Endeksine Göre Şirket Değeri

Analiz'de Şirket'in yıllıklandırılmış verileri ve 21.10.2013 tarihli BİST-100 endeksi çarpanları kullanılmıştır. Kullanılan veriler ve nihai değer hesaplaması aşağıdaki gibidir.

Piyasa Çarpanları	F/K	PD/DD	FD/FAVÖK	
BİST-100	11,02	1,69	8,49	
Şirket Verileri (TL)	Net Kâr	Özkaynaklar	FAVÖK	Net Borç
Yıllıklandırılmış	863.107	6.112.164	2.160.099	9.927.673
Şirket Değeri (TL)	F/K	PD/DD	FD/FAVÖK	Ortalama
BİST 100 Endeksi	9.513.696	10.356.666	8.402.724	9.424.362

Kaynak: İz Hayvancılık Fiyat Tespit Raporu

- Benzer Şirket Çarpanlarına Göre Şirket Değeri

Benzer Şirket çarpanlarına göre Analiz yapılırken; bazı şirketlerin fiyat çarpanları uç değerlere sahip olduğu için endeksleme (Sektör toplamından hareketle çarpan hesaplama) yapılmıştır. Bu doğrultuda hayvancılık ve süt sektöründe faaliyet gösteren Ar Tarım, Yaprak Süt, Pınar Süt, Pınar Et&Un, Tat Konserve, Taç Tarım ve Banvit'in 21.10.2013 tarihli verilerinden faydalanılmıştır. Buna göre Şirket verileri ve çarpanları aşağıdaki gibidir.

Benzer Şirketler	Piyasa Değeri	Firma Değeri	Net Kâr	Özkaynaklar	FAVÖK
ARTOG	76.275.000	77.460.555	1.202.465	31.019.481	758.545
YAPRK	17.963.000	18.459.847	-167.897	17.449.173	149.657
PNSUT	759.672.766	772.781.418	57.894.296	419.875.246	69.330.013
PETUN	316.345.500	315.833.729	33.529.329	303.592.743	39.962.856
TATKS	352.240.000	574.959.719	9.212.799	210.449.360	49.821.334
TACTR	25.520.000	28.747.921	-2.565.410	13.617.182	-2.022.339
BANVT	283.066.729	787.973.139	-15.371.200	156.212.779	94.728.355
Toplam	1.831.082.995	2.576.216.328	83.734.382	1.152.215.964	252.728.421

Benzer Şirketler	F/K	PD/DD	FD/FAVÖK
ARTOG	63,43	2,46	102,12
YAPRK	0,00	1,03	123,30
PNSUT	13,12	1,81	11,15
PETUN	9,43	1,04	7,90
TATKS	38,23	1,67	11,54
TACTR	0,00	1,87	-14,22
BANVT	0,00	1,81	8,32

Kaynak: İz Hayvancılık Fiyat Tespit Raporu

Piyasa Çarpanları	F/K	PD/DD	FD/FAVÖK	
Endekslenmiş Çarpanlar	21,87	1,59	10,19	
Şirket Verileri (TL)	1,59	Özkaynaklar	FAVÖK	Net Borç
Yıllıklandırılmış	863.107	6.112.164	2.160.099	9.927.673
Şirket Değeri (TL)	F/K	PD/DD	FD/FAVÖK	Ortalama
BİST 100 Endeksi	18.874.213	9.713.352	12.091.545	13.559.704

Kaynak: İz Hayvancılık Fiyat Tespit Raporu

Benzer Şirket Çarpanları analizinde, seçilen Şirket ve baz alınan endeksin makul olduğunu düşünmekle birlikte, gelir elde eden bir Şirket olan İz Hayvancılık için Firma Değeri/Satış Gelirleri (FD/Satışlar) oranının da hesaplama dahil edilmesi gerektiğini düşünüyoruz. Ayrıca endekslenmiş çarpanlar hesaplanırken baz alınan Şirketlerin net kâr ve FAVÖK verilerinde yıllıklandırılmış veri kullanılmasının doğru olduğunu düşünüyoruz.

- Nihai Değerin Belirlenmesi

İz Hayvancılık'ın nihai değeri belirlenirken, İndirgenmiş Nakit Akımları, Benzer Şirket Çarpanları ve BİST-100 Endeksi Çarpanlarına sırasıyla %30-%35-%35 ağırlık verilerek 12.982.237 TL Şirket Değeri'ne ulaşılmıştır. Bu değer 3.661.000 çıkarılmış sermaye üzerinden 3,55 TL fiyata işaret etmekte olup, %23 halka arz iskontosu kullanılarak, 2,73 TL halka arz fiyatına ulaşılmıştır.

	Şirket Değeri	Ağırlık	Ağırlıklandırılmış Şirket Değeri
İndirgenmiş Nakit Akımları	16.459.381	30%	4.937.814
BİST-100 Endeksi	9.424.362	35%	3.298.527
Benzer Şirket Çarpanları	13.559.704	35%	4.745.896
Toplam Şirket Değeri			12.982.237
Çıkarılmış Sermaye			3.661.000
Pay Başına Şirket Değeri			3,55
Halka Arz İskontosu			23,0%
Halka Arz Fiyatı			2,73

Kaynak: İz Hayvancılık Fiyat Tespit Raporu

Fiyat tespit edilirken kullanılan ağırlıkların makul olduğunu düşünüyoruz. Kullanılan halka arz iskontosunun, yakın zamanda yapılan halka arzlar göz önünde bulundurulduğunda uygun bir oran olduğunu düşünüyoruz.

DEĞERLENDİRME VE SONUÇ

Genel olarak İz Hayvancılık'ın fiyat tespit raporunda yer alan bilgilerin yeterince açıklayıcı ve verilerle desteklenmiş olduğunu düşünmekteyiz. Şirket'e, sektöre ve Şirket'in sektördeki yerine ilişkin olarak verilen bilgi ve verilerin yeterince açıklayıcı olduğunu düşünüyoruz. Şirket'in içinde bulunduğu sektöre ilişkin pozitif ve negatif noktaların, açık ve net bir biçimde ortaya konulduğu düşüncesindeyiz.

Analizlerde kullanılan varsayımların detaylı bir şekilde, tablolarla ortaya konulmasının, yatırımcılar ve analiz edenler için olumlu olduğunu düşünmekteyiz. Projeksiyonların genel olarak muhafazakar bakış açısına uygun hazırlandığını düşünmekle beraber brüt kâr marjının 2013 ve 2014 yıllarında hızlı artışlar gösterdiğini düşünüyoruz. Ayrıca net işletme sermayesi ihtiyacının hesaplanma yönteminin daha açık bir biçimde ifade edilmesinin, analiz edenler açısından olumlu olabileceği görüşündeyiz.

Çarpan analizinde ise kullanılan yöntemlerin makul olduğunu, seçilen endeksin uygun ve seçilen benzer şirketlerin, İz Hayvancılık'ın faaliyetlerini yansıtan Şirketler olduğunu düşünüyoruz.

Nihai fiyatlamada kullanılan ağırlıkların ve halka arz iskontosunun uygun ve makul oranlar olduğu görüşündeyiz.

EK: Mali Tablolar - Bilanço

Bilanço	2010	2011	2012	2013-06
AKTİFLER				
Dönen Varlıklar	933.800	2.152.073	3.322.297	4.091.524
Nakit ve Nakit Benzerleri	882.376	40.700	6.530	683.677
Ticari Alacaklar		13.119	280.511	860.276
Diğer Alacaklar		1.220	2.525	448.375
Stoklar		709.395	1.227.689	480.194
Canlı Varlıklar		13.206	222.240	305.164
Peşin Ödenmiş Giderler		407.615	275.379	322.039
Cari Dönem Vergisiyle İlgili Varlıklar		358	586	2.072
Diğer Dönen Varlıklar	51.424	966.460	1.306.837	989.727
Duran Varlıklar	200.310	10.383.282	14.142.694	14.895.247
Canlı Varlıklar		3.749.007	4.907.169	5.773.295
Maddi Duran Varlıklar	192.808	5.779.845	8.776.811	8.710.761
Maddi Olmayan Duran Varlıklar				1.805
Peşin Ödenmiş Giderler		751.757	317.597	183.871
Ertelenmiş Vergi Varlığı	7.502	102.600	138.870	223.268
Diğer Duran Varlıklar		73	2.247	2.247
TOPLAM VARLIKLAR	1.134.110	12.535.355	17.464.991	18.986.771
PASİFLER				
Kısa Vadeli Yükümlülükler	58.407	3.773.937	4.620.919	5.550.644
Kısa Vadeli Borçlanmalar		670.660	1.633.025	2.177.442
Uzun Vadeli Borçlanmaların Kısa Vadeli Kısımları		100.721	1.767.001	1.787.211
Ticari Borçlar	43.060	1.420.493	1.137.923	1.343.689
Diğer Borçlar	1.810	1.483.881		149.086
Çalışanlara Sağlanan Faydalara İlişkin Borçlar	1.804	14.101	10.472	62.827
Ertelenmiş Giderler		72.104	65.000	15.000
Dönem Kârı Vergi Yükümlülüğü				
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	11.733	11.977	7.498	15.389
Uzun Vadeli Yükümlülükler	900.170	8.142.350	7.242.915	7.326.782
Uzun Vadeli Borçlanmalar	900.000	7.998.938	6.787.820	6.646.697
Çalışanlara Sağlanan Kıdem Tazminatı Karşılıkları		1.445	1.586	1.590
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	170	141.967	453.509	678.495
Özsermaye	175.533	619.068	5.601.157	6.109.345
Ana Ortaklığa Ait Özsermaye	175.533	619.534	5.603.160	6.112.164
Ödenmiş Sermaye	204.863	750.000	3.661.000	3.661.000
Kâr veya Zararda Yeniden Sınıflandırılmayacak Birikmiş				
Diğer Kapsamlı Gelirler veya Giderler				
- Kıdem Tazminatına ilişkin aktüeryal kayıp/kazanç fonu		77	1.151	1.635
- Yeniden Değerleme Fonları			1.345.675	1.345.675
Geçmiş Yıl Kâr/Zararları		-29.407	-131.617	595.334
Net Kâr/(Zararı)	-29.330	-101.136	726.951	508.520
Kontrol Gücü Olmayan Paylar		-466	-2.003	-2.819
TOPLAM KAYNAKLAR	1.134.110	12.535.355	17.464.991	18.986.771

Kaynak: İz Hayvancılık Bağımsız Denetim Raporu ve Fiyat Tespit Raporu

EK: Mali Tablolar – Gelir Tablosu

Gelir Tablosu						
TL	2010	2011	2012	2012-06	2013-06	Yıllıklandırılmış
Satış Gelirleri		13.983	4.391.803	1.560.634	2.986.272	5.817.441
Satışların Maliyeti (-)		57.300	3.570.628	1.385.426	2.694.237	4.879.439
Canlı Varlıklar Makul Değer Farkı		288.469	976.281	672.296	930.539	1.234.524
Brüt Kâr		245.152	1.797.456	847.504	1.222.574	2.172.526
Brüt Kâr Marjı		1753,2%	40,9%	54,3%	40,9%	37,3%
Genel Yönetim Giderleri	31.972	446.515	479.391	322.703	302.500	459.188
Esas Faaliyet Kârı	-31.972	-201.363	1.318.065	524.801	920.074	1.713.338
Esas Faaliyet Kâr Marjı		-1440,1%	30,0%	33,6%	30,8%	29,5%
Diğer Faaliyet Gelirleri		1.147	161.437	132.095	75.418	104.760
Diğer Faaliyet Giderleri		2.992	48.325	19.339	95.862	124.848
Diğer Faaliyet Gelir/Gider (Net)		-1.845	113.112	112.756	-20.444	-20.088
Faaliyet Kârı	-31.972	-203.208	1.431.177	637.557	899.630	1.693.250
Finansal Gelirler	844	249.966	7.369	2.612	14.115	18.872
Finansal Giderler	5.534	101.661	508.685	233.234	265.574	541.025
Finansal Gelir/Gider (Net)	-4.690	148.305	-501.316	-230.622	-251.459	-522.153
Vergi Öncesi Kâr	-36.662	-54.903	929.861	406.935	648.171	1.171.097
Dönem Vergi Gideri						0
Ertelenmiş Vergi Gelir/Gideri	7.332	-46.699	-204.447	-35.291	-140.467	-309.623
Dönem Net Kârı/Zararı	-29.330	-101.602	725.414	371.644	507.704	861.474
Net Kâr Marjı			16,5%	23,8%	17,0%	14,8%
<i>Ana Ortaklık Kâr/Zararı</i>	<i>-29.330</i>	<i>-101.136</i>	<i>726.951</i>	<i>372.364</i>	<i>508.520</i>	<i>863.107</i>
<i>Azınlık Payı</i>		<i>-466</i>	<i>-1.537</i>	<i>-720</i>	<i>-816</i>	<i>-1.633</i>
Amortisman ve İtfa Giderleri	493	47.389	403.873	183.396	226.284	446.761
FAVÖK	-31.479	-153.974	1.721.938	708.197	1.146.358	2.160.099
FAVÖK Marjı			39,2%	45,4%	38,4%	37,1%

Kaynak: İz Hayvancılık Bağımsız Denetim Raporu ve Fiyat Tespit Raporu

Burada yer alan her türlü bilgi, değerlendirme, yorum ve istatistikî şekil ve değerler hazırlandığı tarih itibarıyla mevcut piyasa koşulları ve güvenilirliğine inanılan kaynaklardan elde edilerek derlenmiştir. Gedik Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından, karşılığında herhangi bir maddi menfaat temin edilmeksizin, genel anlamda bilgi vermek amacıyla hazırlanmış olup, hiçbir şekilde yönlendirici nitelikte olmayan bilgiler yatırımcılar tarafından danışmanlık faaliyeti olarak kabul edilmemeli ve yatırım kararlarına esas olarak alınmamalıdır. Bu bilgiler, belli bir getirinin sağlanmasına yönelik olarak verilmemekte ve bu yönde herhangi bir şekilde taahhüt veya garantimiz bulunmamaktadır. Bu itibarla bu sayfalarda yer alan ve hiç bir şekilde yönlendirici nitelikte olmayan hususlar hakkında herhangi bir sorumluluğumuz bulunmamaktadır. Gerek bu yayındaki, gerekse bu yayında kullanılan kaynaklardaki hata ve eksikliklerden ve bu yayındaki bilgilerin kullanılması sonucunda yatırımcıların ve/veya ilgili kişilerin uğrayabilecekleri doğrudan ve/veya dolaylı zararlardan, kâr yoksunluğundan manevi zararlardan ve her ne şekilde ve surette olursa olsun üçüncü kişilerin uğrayabileceği her türlü zararlardan dolayı Gedik Yatırım Menkul Değerler A.Ş. sorumlu tutulamaz.