

Ekiz Yağ ve Sabun Sanayii A.Ş.

Halka Arz Fiyat Tespit Raporu



Bizim Menkul Değerler A.Ş.

2010

Burada yer alan yatırım, bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. 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. Bu görüşler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanılarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

08.06.2010

İMKB Başkanlığı Kotasyon Müdürlüğü'ne

İstanbul

Konu: Ekiz Yağ ve Sabun Sanayii A.Ş. Değerleme Raporu

Bizim Menkul Değerler A.Ş. olarak Ekiz Yağ ve Sabun Sanayii A.Ş.'nin İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'na (İMKB'ye) halka arz işlemlerine ilişkin değerlendirme çalışmasını yapmış bulunmaktayız. Bu çalışmanın amacı Şirket'in İMKB'de işlem görmesi için referans fiyatı belirlemek ve Şirket hakkında yatırımcılara ve Şirket ortaklarına bilgi vermektir. Halka arz işlemlerine ilişkin değerlendirme, elde ettiğimiz finansal verilerin ve diğer bilgilerin gözden geçirilip yönetimin beklentiler ile ilgili düşünceleri ve değerlendirme tarihi itibarıyla hakim olan ekonomik ve finansal koşulların analizinden oluşmaktadır. **Şirket'in finansal durumuna ait bilgiler Sermaye Piyasası Kurulu Seri XI No:29 Sayılı Tebliği'ne göre bağımsız denetimden geçmiş 31 Aralık 2009, 31 Aralık 2008 ve 31 Aralık 2007 tarihli mali tablolardan elde edilmiştir.**

Ekiz Yağ ve Sabun Sanayii A.Ş. **indirgenmiş nakit akımı, piyasa çarpanları ve net aktif değer** yöntemi ile değerlemeye tabi tutulmuş ve bu değerlendirme metodlarına belirli ağırlıklar verilerek şirket değeri tespit edilmiştir. Sonuç olarak Ekiz Yağ ve Sabun Sanayii A.Ş.'nin **halka arz sonrası piyasa değeri 53 milyon TL; halka arz hisse birim fiyatı ise 6,65 TL** olarak belirlenmiştir.

| Değerleme Metodoloji | Ağırlık | Piyasa Değeri (TL) |
|---|---------|--------------------|
| İNA | 60% | 47.445.085 |
| 8,3x 10FD/FAVÖK (Yurtdışı) | 24% | 38.510.505 |
| 0,74x 09FD/Satışlar (Yurtdışı) | 16% | 51.384.631 |
| Halka Arz Öncesi Piyasa Değeri (TL) | | 45.931.113 |
| Halka Arz İskontosu | | 20% |
| Halka Arz Öncesi İskontolu Piyasa Değeri (TL) | | 36.744.891 |
| Halka Arz Öncesi Ödenmiş Sermaye (TL) | | 5.500.000 |
| Halka Arz Birim Hisse Fiyatı (TL) | | 6,65 |
| Sermaye Artırımı | | 2.475.000 |
| Ortak Satışı | | 371.250 |
| Halka Arz Sonrası Sermaye | | 7.975.000 |
| Halka Açıklık Oranı | | 35,7% |
| Halka Arz Sonrası Piyasa Değeri (TL) | | 53.033.750 |
| Halka Arz Birim Hisse Fiyatı (TL) | | 6,65 |

Bizim Menkul Değerler A.Ş.

Fatma SELÇUK
Kurumsal Finansman Müdürü

Emre Ergün KARATAŞ
Mali ve İdari İşler Müdürü

İçindekiler

| | |
|------------------------------------|----|
| YÖNETİCİ ÖZETİ | 4 |
| Şirket | 5 |
| Sektör | 7 |
| Fabrikalar ve Üretim Süreci | 8 |
| Ürünler ve Kapasite | 10 |
| Skualen | 10 |
| Yatırımlar | 12 |
| Sermaye Artırımları | 12 |
| Satışlar | 13 |
| Müşteriler ve Satış Kanalları..... | 14 |
| Finansal Analiz..... | 15 |
| Ürün Bazlı Favök..... | 16 |
| Değerleme Varsayımları..... | 17 |
| Çarpan Analizi | 22 |
| Net Aktif Değer..... | 23 |

YÖNETİCİ ÖZETİ

- Türkiye yıllık zeytinyağı üretimi **150-180 bin ton** civarındadır. **Son yıllarda yapılan yoğun zeytin fidanı dikimleri ile bu rakamın 5 yıl içerisinde 300-350 bin ton, 10 yıl içerisinde ise 500-550 bin ton düzeyinde olması beklenmektedir.** Bu bağlamda Türkiye önümüzdeki yıllarda dünya zeytinyağı üreticisi ülkeleri arasında ikinci sırayı almaya adaydır. **Türkiye’de kişi başına zeytinyağı tüketimi yıllık ortalama 1 kilogram civarındayken, diğer önemli zeytinyağı üretici ülkelerin yıllık ortalama tüketimi 12 kilogram dolayındadır.**
- Kökleri 1946 yılına dayanan **Ekiz Yağ ve Sabun San. A.Ş.’nin ana faaliyetleri zeytinyağı ve diğer bitkisel yağlar, zeytinyağlı kişisel bakım grubu ürünleri ve yağ kimyasallarının üretim, pazarlama, depolama ve iç ve dış pazara paketli ve dökme olarak satışdır.** İç pazarda ürünlerin satışı organize perakende zincirlerin (BİM, Migros, Tansaş, Metro, Real, Kipa vb) yanı sıra bayiler aracılığı ile yerel perakende zincirlerine, otellere ve restoranlara gerçekleşmektedir.
- Ekiz Yağ bugüne kadar, aralarında İspanya, İtalya, ABD, Kanada, Japonya, Tayland, Filipinler, Samoa, Güney Afrika, İran, Kore, Avustralya, Hindistan, K.K.T.C, Porto Riko, Özbekistan, Malezya, Portekiz, Zimbabve, Fransa, Çin, Fas, ve Singapur’un bulunduğu **40’tan fazla ülkeye ihracat gerçekleştirirken yurtiçi satışlar ise Türkiye’deki büyük ulusal perakendeciler ve yetkili satıcılar vasıtası ile yapılmaktadır.**
- Şirket, yönetiminden alınan verilere göre Ekiz Yağ’ın paketli zeytinyağı sektöründeki pazar payı 2007 yılında **%5,4** olan seviyesinden geçtiğimiz **yıl %16’ya** yükselmiş ve **Şirket yurtiçinde 4. sırada yer almıştır.** Şirket yönetiminin önümüzdeki yıl pazar payı hedefi ise **%20’dir.**
- Sıvı yağ kategorisinde Ekiz ve özmarkalı zeytinyağı ve bitkisel (ayçiçek, mısırözü ve kanola yağ) ürünleri yer alırken ham yağın rafinasyonundan oluşan ara ürün yağ asidinin işlenmesi ile skualen ve sanayi yağı üretilmektedir. **Sanayi yağı, sabun sektörü, tekstil sektörü, demir-çelik sektörü, yem sektörü boya ve mürekkep sanayinden kullanılırken skualen kozmetik ve ilaç sanayinin önemli bir ara ürünüdür.** Kişisel bakım ürünleri kategorisinde ise ticari olarak alınıp satılan zeytinyağı sabunları, sıvı zeytinyağı sabunu ve zeytinyağı duş jeli yer almaktadır. Şirket’in ürün gruplarının hitap ettiği sektörlerle bakıldığında **gıda, sanayi, temizlik ürünleri, kozmetik ve ilaç sanayi gibi önümüzdeki yıllarda GSYH büyümesinin üzerinde büyüme potansiyeli yüksek sektörlerin yer alması gelecek açısından önemli bir avantaj olarak değerlendirilmektedir.** 2013 yılındaki taşınma yatırımının tamamlanması ile Şirket yağ asidi işleme tesisinden farklı ürünler üretmeyi planlarken **zeytin yaprak çayı ve zeytinyağı içeceğinin** üretilmesi hedeflenmektedir.
- **Şirket’in Türkiye’de “tek üreticisi” olduğu skualen, kaynaklarında az miktarda bulunmakta ve talebin her geçen gün artmasına rağmen üretimin kısıtlı olması ürünün piyasa değerini de artırmaktadır.** 2009 yılında **%76** brüt kar marjı ile satılan skualenin sonraki yıllarda tonajsal olarak satışının artması ve katma değeri yüksek bir ürünün toplam ciro içerisindeki payının yükselmesi brüt kar marjını yıllara sari olarak olumlu etkileyecektir.
- Son 3 yılda **4,8 milyon TL yatırım** gerçekleştiren Şirket, 2008 yılında İzmir, Tekeli köyü İTOB organize sanayi bölgesinde tesisin yatırımına başlamış ve yağ asidi işleyen bu tesisin toplam yatırım tutarı **3 milyon TL** olarak kaydedilmiştir. Önümüzdeki 3 yılda Şirket’in sadece mevcut kapasiteyi korumak için bakım onarım yatırımı yapacağını öngörürken 2013 yılında üretim tesislerinin entegre çalışmasını gerçekleştirecek **7,7 milyon TL** taşınma yatırımı gerçekleştireceğini beklemekteyiz. Bu yatırım ile kapasitenin artırılması, Alsancak üretim tesisi ve idari binanın Tekeli’ye taşınması planlanmaktadır.

Şirket**1979 Yılında Kuruldu...**

- Kökleri 1946 yılına dayanan Ekiz Yağ ve Sabun San. A.Ş. 1979 yılında kurulmuştur. Şirket, geçmiş yıllarda ağırlıklı olarak dökme ihracat yapan bir emtia şirketi iken, marka bilinirliğini ve karlılığını artırmak adına 2006 yılından itibaren pazarlama faaliyetlerine hız vererek, paketli satışlarını artırmış, iç ve dış pazar perakende sektörünün önemli oyuncularından biri haline gelmiştir. **Şirket'in ana faaliyetleri zeytinyağı ve diğer bitkisel yağlar, zeytinyağı kişisel bakım grubu ürünleri ve yağ kimyasallarının üretim, pazarlama, depolama ve iç ve dış pazara paketli ve dökme olarak satışdır.** İç pazarda ürünlerin satışı organize perakende zincirlerin yanı sıra yetkili satıcılar aracılığı ile yerel perakende zincirlerine, otellere ve restoranlara gerçekleştirilmektedir.
- Şirket'in ana faaliyetleri arasında zeytin sıkımı yoktur. Zeytinyağı, Türkiye'nin dört bir yanındaki zeytinyağı sıkım tesislerinden ve zeytinyağı tacirlerinden ve üreticilerinden yılın 365 günü aralıksız tedarik edilebilmektedir. Tesise işlenmek veya dolmuş için gelen tüm ürünler uluslararası standartlardaki laboratuvarında yapılan analiz neticesinin uygunluğuna göre tesise kabul edilmektedir.

Kozmetik, İlaç ve Kimya Sektörlerine Yoğunlaşacak...

- Ekiz Yağ, bitkisel sıvı yağ sektöründe geçmiş yıllarda perakende kanalına yönelik olarak satışlarını sürdürmüş, 2009 yılında ise dökme satıcı olarak da sektörde kendisine yer edinmiştir. Perakende sektöründe satışların ağırlığı klasik kanaldadır. Modern kanal olarak tabir edilen organize perakende zincir kanalında ise ürünlerini yılın kimi dönemlerinde in & out aktivitelerle müşterilerine sunmaktadır. **Ekiz'in İleriye dönük projeleri arasında bitkisel yağ rafinasyonundaki kapasitesini arttırmak yer almaktadır. Böylelikle rafinasyon sonucu elde edilen bitkisel yağ asitinin mevcut yağ asiti tesisinde işlenmesi ile elde edilecek ürünlerin kozmetik, ilaç ve kimya sektörlerine satışı mümkün olacaktır.**

Türkiye'de Tek Skualen Üreticisi...

- Zeytinyağı ve ayçiçek yağı haricinde Şirket 2009 yılından itibaren skualen satışına başlamıştır. **Skualen hücre yenileme, antioksidan, cilt ve saç bakımındaki üstün nitelikleri sayesinde ilaç sektöründe besin ek maddesi olarak kullanılmaktadır.** Şirket 2009 yılında **78 ton** skualen satışı gerçekleştirmiştir. **Dünya skualen talebi 3.000 ton civarında olmakla birlikte, Türkiye'deki tek üretici Ekiz'dir.** Ekiz'in yıllık skualen üretim kapasitesi **200 ton** civarındadır ve Şirket orta vadede piyasa şartlarına paralel olarak **üretim kapasitesini artırmayı** planlamaktadır.

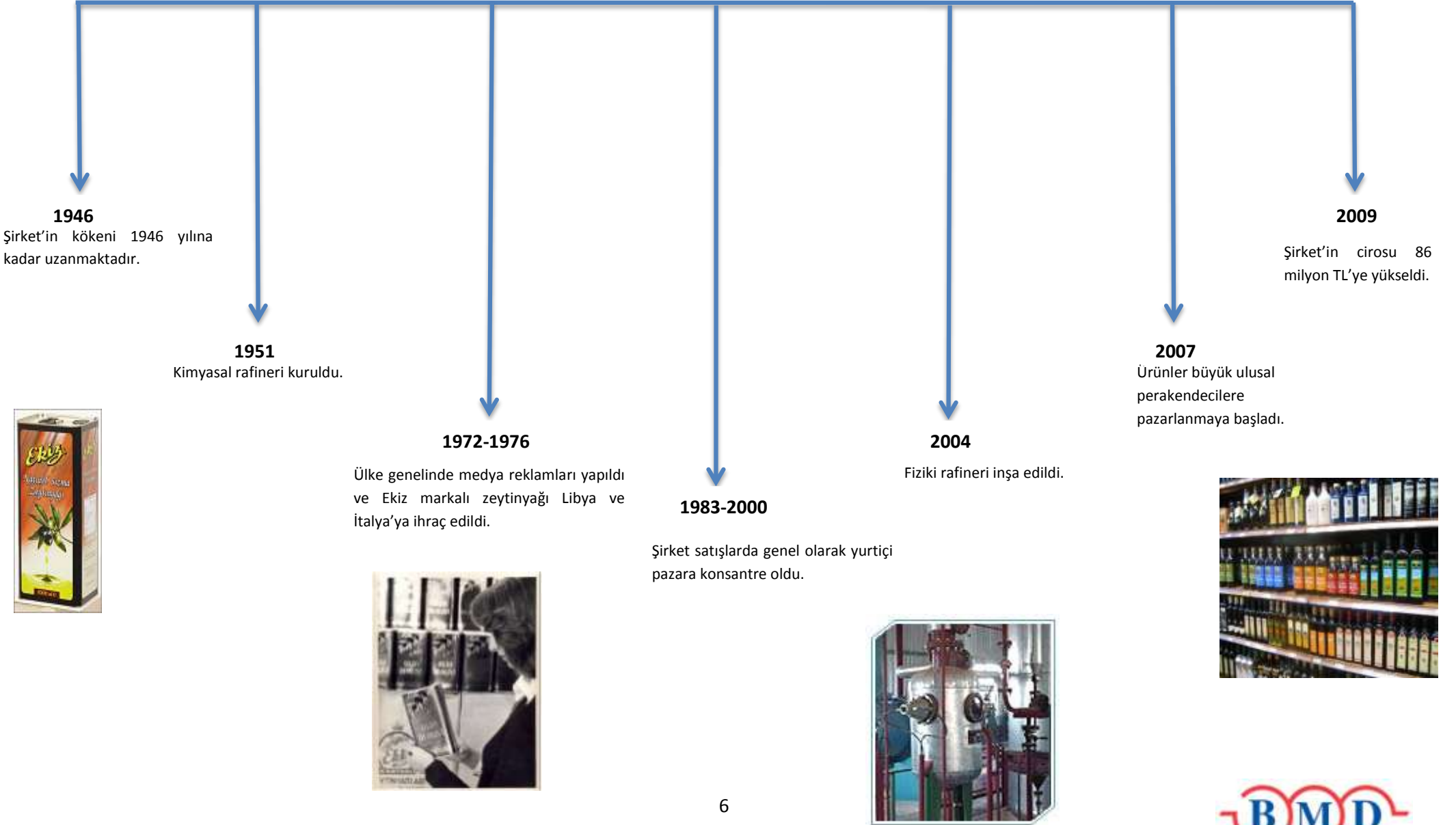
Ortaklık Yapısı...

- Şirket'in aşağıdaki tabloda 31.12.2009 tarihi itibarıyla ortaklık yapısı görülmektedir. Şirket'in 5 ortağı bulunmakla birlikte tüm ortakları gerçek kişilerden oluşmaktadır. Şirket hisselerinin **%56,6'sına** Muhittin Ekiz sahiptir.

| Ortaklık Yapısı | | |
|------------------|------------------|---------------|
| Ortak | Sermaye | % |
| Muhittin Ekiz | 3.110.250 | 56,6% |
| Hüseyin Ekiz | 550.000 | 10,0% |
| Hüsnü Ekiz | 919.050 | 16,7% |
| İbrahim Ekiz | 919.050 | 16,7% |
| Bekir Pakdemirli | 1.650 | 0,0% |
| Toplam | 5.500.000 | 100,0% |

Kaynak: Şirket

Ekiz

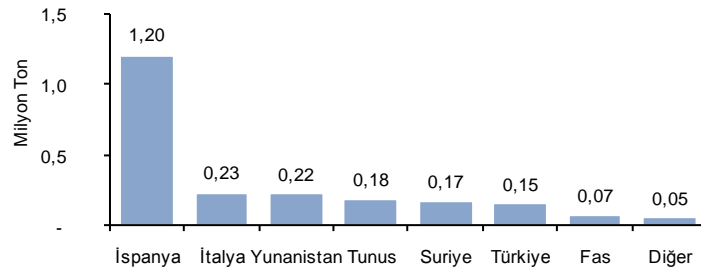


Sektör

Sektörün Büyüme Potansiyeli Var...

- Dünya zeytinyağı üretimi **2,5 milyon ton** civarındadır. **Pazarın her yıl %4 oranında büyüdüğü tahmin edilmektedir.** Dünya zeytinyağı üretiminde **lider ülke İspanya** olmakla birlikte, **diğer önemli zeytinyağı üreticisi ülkeler sırasıyla, İtalya, Yunanistan, Tunus ve Türkiye'dir.** Türkiye yıllık zeytinyağı üretimi **150-180 bin ton** civarındadır. **Son yıllarda yapılan yoğun zeytin fidanı ekimleri ile bu rakamın 5 yıl içerisinde 300- 350 bin ton, 10 yıl içerisinde ise 500-550 bin ton düzeyinde olması beklenmektedir.** Bu bağlamda Türkiye önümüzdeki yıllarda dünya zeytinyağı üreticisi ülkeler arasında ikinci sırayı almaya adaydır. **Türkiye'de kişi başına zeytinyağı tüketimi yıllık ortalama 1 kilogram civarındayken, diğer önemli zeytinyağı üretici ülkelerin yıllık ortalama tüketimi 12 kilogram dolayındadır.** Sektörün en önemli hedeflerinden biri tüketiciye zeytinyağının faydalarını anlatarak, kişi başına tüketimi 2 kilogram seviyesine çıkarmaktır.

Dünya Zeytinyağı Üretimi



Kaynak:Şirket

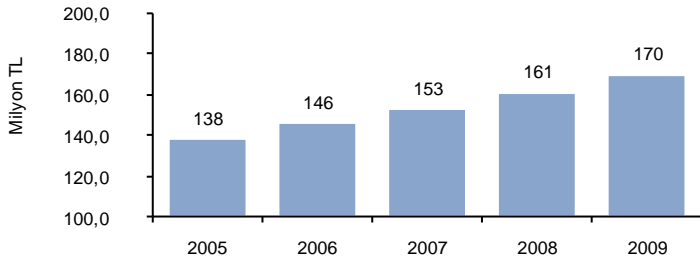
Büyük Perakende Zincirleri Ekiz Yağ A.Ş.'nin müşterisidir...

- Türkiye zeytinyağı **tüketimi yıllık 80 bin ton** civarında olmakla birlikte bu tüketimin **30 bin tonu büyük perakende zincirleri tarafından tüketiciye ulaştırılmaktadır.** Ekiz özellikle 2007 yılından sonra karlılığını artırmak için pazarlama faaliyetlerine önem vermiş ve sektörde kendine yer edinmiştir. 2009 verileri dikkate alındığında Şirket'in satışları Türkiye perakende zeytinyağı satışlarının (tonaj bakımından) **%16'sını** oluşturmaktadır. **Bim, Metro, Migros, Tesco Kipa gibi Türkiye'nin en önemli perakende zincirlerinde Şirket'in Ekiz ve özmarkalı satışları bulunmaktadır.**

Ekiz Yağ, Pazarda 4. Sırada Yer almaktadır...

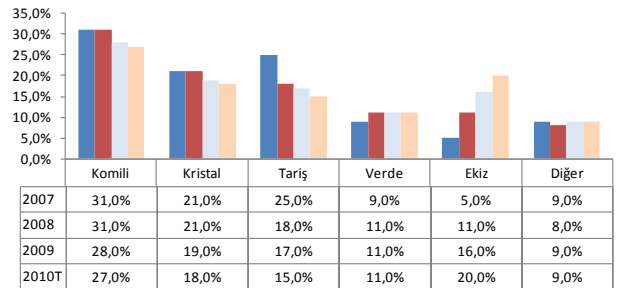
- Şirket yönetiminden alınan verilere göre Ekiz Yağ'ın paketli zeytinyağı sektöründeki pazar payı 2007 yılında **%5,4** olan seviyesinden **geçtiğimiz yıl %16'ya** yükselerek **Şirket yurtiçinde 4. sırada yer almıştır.** Şirket yönetimi 2010 yılında **%20'lik pazar payı hedefi ile 2.sıraya yerleşmeyi planlamaktadır.**

Türkiye Perakende zeytinyağı Sektörü



Kaynak:Şirket

Pazar Payları



Kaynak:Şirket

■ 2007 ■ 2008 ■ 2009 ■ 2010T

Şirket'in zeytinyağı sektöründeki başlıca avantajları şu şekilde sıralanabilir;

- Yılın 365 günü zeytinyağı alımı yaparak üretici ile sıkı ilişki içerisinde bulunması ve bunun alım fiyatlarında avantaj yaratması,
- Sektördeki konumu ve dağıtım ağının kuvvetli olmasının sağladığı güç ile müşterileri tarafından öncelikli olarak tercih edilmesi,
- Uzun yıllardır sektörde olmanın verdiği tecrübe ile sektörün geleceği ile ilgili muhakeme ve yorum yeteneğinin gelişmiş olması,
- Bitkisel sıvı yağ pazarında ortaya çıkan GDO tehdidinin, zeytinyağına olan güven ve bilincin ve dolayısı ile tüketiminin artmasını, gelecekte de artan bir trend seyretmesini sağlaması.
- Türkiye'de ayçiçek yağı sektör hacminin yıllık **600 bin ton, 1,5 milyar TL** düzeyinde olduğu tahmin edilmektedir. Bu rakam mısırozü yağı sektörü için **300-400 milyon TL**, kanola yağı için ise **180-190 milyon TL** düzeyindedir. Türkiye bitkisel yağ üretimi sektörün ihtiyacını karşılamamakta ve ürün ithal ürünler kaleminde önemli yer teşkil etmektedir.

Fabrikalar ve Üretim Süreci

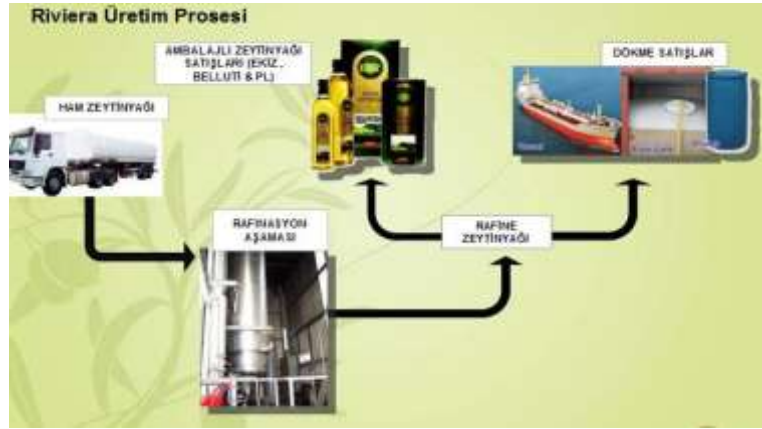
- Şirket'in Alsancak ve Tekeli'de faaliyet gösteren **2 fabrikası** bulunmaktadır. **Ekiz Alsancak fabrikasında ham zeytinyağı rafinasyon aşamasından geçirilmekte ve bu proses sonucunda rafine zeytinyağı üretilirken zeytinyağı asidi yan ürün olarak oluşmaktadır.** Alsancak fabrikasında rafine zeytinyağı dökme halinde yurtiçi ve yurtdışı piyasalara satılırken paketli bir ürün olarak daha çok yurtiçine pazarlanmaktadır. Riviera zeytinyağı üretim prosesinde rafine zeytinyağı ile sızma zeytinyağı karıştırılmaktadır. Riviera zeytinyağın yanı sıra Alsancak tesislerinde sızma zeytinyağı alınmakta; dinlendirme ve filtrasyon aşamalarından geçirilmekte **dökme ve paketli sızma zeytinyağı olarak yurtiçi ve yurtdışı piyasalara sunulmaktadır. Alsancak fabrikasında sadece bu 2 ürünün üretimi gerçekleştirilirken bayilerin talebi üzerine satışları yapılan ayçiçek ve mısırozü yağ üreticilerden alınmakta ve bu tesislerde ambalajlanarak pazarlanmaktadır.**

Tekeli Tesislerinde Yüksek Marjlı Ürünler Üretilmektedir...

- Şirket'in bir diğer fabrikası Tekeli'de zeytinyağı asidi işlenmekte ve skualen üretimi gerçekleştirilmektedir. 2007 Mart'ında ITOB'tan alınan 22.500 metrekarelik arazi üzerinde 2008 Ağustos ayında inşaat başlamış ve yılsonunda fabrika inşaatı tamamlanmıştır. 2009 Şubat ayında Tekeli tesislerinde deneme üretim süreci başlatılırken 2009 Haziran ayında tam üretime geçilmiştir. **Skualen gibi dünya ve Türkiye'de talebi artan bir ürünün üretildiği tesisler 2009 yılında sadece 6 ay üretimde bulunmuş ve tam kapasite ile ciroya katkıda bulunamamıştır. Ürünün Türk pazarı için yeni olması da pazarın bir tanıma süreci yaşamasına neden olmuştur. Buna rağmen 2009 yılında yurtiçine %76'lık brüt kar marjı ile 69,3 ton skualen satışı gerçekleştirilirken 8,5 ton skualen yurtdışına %68 brüt kar marjı ile satılmıştır.**
- 2010 yılında hem pazarın ürünü tanıma sürecinin atlatılmış olması ve müşteri ağının oluşturulmuş olması hem de Tekeli tesisinin tam kapasite ile çalışacak olması skualen ürününün satışını artıracaktır. **2009 yılında yaşanan krizle hem yurtiçi hem de yurtdışı piyasalarda talebin olumsuz etkilenmesine karşın 2010 yılında yurtiçi ve küresel ekonomilerde beklenen toparlanma süreci de pazarı olumlu etkileyecektir. 2010 yılında 120 ton skualen satışı öngörürken bu ürünlerdeki brüt kar marjının ortalama %69,5 olduğu düşünülürse satışların önemli bir kısmı FAVÖK olarak kaydedilecektir.** Tekeli tesisinde yağ asidinin işlenmesi ile yan ürün olarak da sanayi yağı da üretilmektedir.
- Ekiz Tekeli fabrikası son teknoloji ile donatılmış ve bu dalda **uzman İtalyan danışmanlar** tarafından tasarlanmıştır. Önümüzdeki yıllarda ise Şirket Tekeli tesisinde skualen üretimine ek olarak bitkisel yağ asitlerinden çeşitli ürünler üretmeyi planlamaktadır. **2013 yılında Şirket bir taşınma ve kapasite artış yatırımı gerçekleştirerek (yaklaşık 7,7 milyon TL) Alsancak'taki idari bina ve üretim tesislerini geniş bir alana sahip Tekeli tesislerine taşımayı hedeflemektedir. Halka arzdan sağlanacak nakit girişi de bu yatırımın fonlanmasında kullanılabileceği gibi bu birleşme ve entegrasyon daha verimli bir üretim prosesinin oluşmasını beraberinde getirecektir.**

Üretim Süreçleri...

- Zeytinyağı Üretim Süreci: Gelen yağların sızma ve ham yağ olarak ayrılması ile başlar. Rafine üretim süreci gelen ham yağların rafine tesisine alınarak yüksek ısıda içindeki koku ve partiküllerinin ayrılması ile rafine sürecinin tamamlanmasıyla sona erer.



- Sızma yağ ise zeytin meyvesinin suyudur. Serbest yağ asitleri %0 ila %0,8 arasında olan ve duyuşal özellikler olarak sızma özellikleri taşıyan yağlar sadece filtrelendir, bekleme tanklarında dolun için bekletilir.



- Skualen üretim prosesi ise; zeytinyağı rafinasyonundan çıkan yan ürün olan yağ asidinin yüksek ısı, farklı üretim ve kimyasal tekniklerle işlenmesiyle skualen ve sanayi yağı üretilir.



Ürünler ve Kapasite

- Şirket ürünleri 3 farklı kategoride nitelendirilmektedir. Yağ kategorisinde **Ekiz ve özmarkalı bitkisel (ayçiçek, mısırözü ve kanola yağı) ve zeytinyağı ürünleri** yer alırken ham yağın rafinasyonundan oluşan ara ürün yağ asidinin işlenmesi ile **skualen ve sanayi yağı** üretilmektedir. **Sanayi yağı, sabun sektörü, tekstil sektörü, demir-çelik sektörü, yem sektörü boya ve mürekkep sanayinde kullanılırken skualen kozmetik ve ilaç sanayinin önemli bir ara ürünüdür.** Kişisel bakım ürünleri kategorisinde ise ticari olarak alınıp satılan zeytinyağı sabunları, sıvı zeytinyağı sabunu ve zeytinyağı duş jeli yer almaktadır. **Şirket'in ürün gruplarının hitap ettiği sektörlerle bakıldığında gıda, sanayi, temizlik ürünleri, kozmetik ve ilaç sanayi gibi önümüzdeki yıllarda GSYH büyümesinin üzerinde büyüme potansiyeli yüksek sektörlerin yer alması gelecek açısından önemli bir avantaj olarak değerlendirilmektedir.** 2013 yılındaki taşınma yatırımının tamamlanması ile Şirket yağ asidi işleme tesisinden farklı ürünler üretmeyi planlarken zeytin yaprak çayı ve zeytinyağı içeceğinin üretilmesi hedeflenmektedir.
- Ekiz Yağ, fiziksel rafinasyon metodu ile zeytinyağı harici bitkisel yağ üretme kapasitesine sahip olmakla birlikte **bu bitkisel yağlar müşterilerden gelen talebe göre ticari olarak alınıp satılmakta ambalajlama Şirket tesislerinde gerçekleştirilmektedir.** Rafine zeytinyağı üretme kapasitesi ise yıllık **17.500 ton** olan Şirket'in bu üründe 2009 yılındaki kapasite kullanım oranı **%35** olarak kaydedilmiştir.
- Yüksek asitli ham yağın kimyasal rafinasyon sürecinden geçirilmesi ile **sabun üretimi** gerçekleştirilirken 2009 yılında Ekiz Yağ tesislerinde fiziksel rafinasyon yapılması nedeni ile sabun üretimi gerçekleşmemiş; **bu ürün grubu fason olarak üretilip satışa sunulmuştur.**

Yıllık 200 Ton Skualen Üretim Kapasitesi...

- Şirket'in yıllık 2.500 ton naturel sızma zeytinyağı üretme kapasitesi bulunurken geçtiğimiz yıl bu ürün grubunda %88'lik kapasite kullanım oranına ulaşılmıştır. Üretim tesisinde sızma zeytinyağı için sadece filtreleme işlemi yapılmaktadır. Şirket'in skualen üretim kapasitesi yıllık 200 ton olurken üretim tesisinin 2009 yılının Haziran ayında devreye girmesi nedeniyle geçtiğimiz yıl kapasite kullanım oranı **%39** seviyesinde kaydedilmiştir. Sanayi yağında ise Ekiz Yağ'ın toplam üretim kapasitesi yıllık **1.650 ton** olurken 2009 yılında 854 tonluk üretim gerçekleşmiştir.

| Yağ | Yağ Kimyasalları | KAPASİTE KULLANIM ORANLARI (2009) | KAPASİTE (TON) | ÜRETİM (TON) | KAPASİTE KULLANIM ORANI |
|-------------------------------|-----------------------|-----------------------------------|----------------|--------------|-------------------------|
| Zeytinyağı | Skualen | RAFİNE BİTKİSEL YAĞ | 5.433 | 0 | 0% |
| Bitkisel Yağlar | Sanayi Yağı ve Diğer. | RAFİNE ZEYTİNYAĞI | 17.506 | 6.110 | 35% |
| | | SABUN | 1.002 | 15 | 1% |
| Kişisel Bakım Ürünleri | | NATUREL SIZMA ZEYTİNYAĞI | 2.500 | 2.194 | 88% |
| Zeytinyağı Sabunları | | SKUALEN | 200 | 78 | 39% |
| Sıvı Zeytinyağı Sabunu | | SANAYİ YAĞI | 1.650 | 854 | 52% |
| Zeytinyağı Duş Jeli | | | | | |

Kaynak:Şirket

Skualen

Ekiz Yağ'ın Katma Değeri Yüksek Ürünü: Skualen...

- Skualen zeytinyağı asidi ve köpekbalığı karaciğerinden üretilebilmektedir. Bu anlamda skualeni hayvansal ve bitkisel olarak ikiye ayırabiliriz. Skualenin birçok farklı alanda kullanılan bir ürün olduğu düşünülürse bu ürüne olan talebin artacağı beklenmektedir. Ancak özellikle bitkisel skualene olan talebin göreceli olarak hayvansal skualene göre daha olumlu olacağı beklenmektedir.
- Skualen ilk olarak 1906 yılında köpekbalığı ciğer yağında Dr. Mitsumaru Tsujimoto tarafından keşfedilmiştir. Skualenin hücre yenileme, antioksidan, cilt ve saç bakımındaki üstün nitelikleri ilaç sektöründe besin ek maddesi olarak kullanılmasını ve kozmetikte renkli kozmetikten bakım ürünlerine geniş bir yelpazede talep görmesine neden olmuştur. Ürüne olan bu talep köpekbalığı avını tetiklemiş, kaçak avlanmalar ile daha önceden birçok büyük

firmanın kullandığı hayvansal skualen formülasyonlardan çıkarılmıştır. Bu nedenlerle başlatılan araştırmalar sonucunda skualenin bitkilerden de üretilebileceği, aynı kalite ile pazara sunulabileceği ortaya konmuştur.

- Dünya çapında bitkisel ve hayvansal skualen pazarı yaklaşık olarak **3.000 tondur**. Hayvansal skualen pazarındaki en büyük üreticiler **Japonya, Kore ve Amerika**'dır. Bitkisel skualen pazarında Avrupa ülkeleri pazarın genel üreticilerini oluşturmaktadır. **Ciltte doğal olarak bulunması, ürünün sektörde kullanımını diğer kimyasalların aksine daha güvenilir ve kolay kılmaktadır**. Ürünün çeşitli faydalarına ek olarak bu özelliği, ürüne olan talebi her geçen gün artırmaktadır. **Cildimizde olduğu gibi ürün, kaynaklarında da az miktarda bulunmakta ve talebin her geçen gün artmasına rağmen üretimin kısıtlı olması ürünün piyasa değerini de artırmaktadır**.

Saflık Derecesi Yüksek Skualen Üretimi...

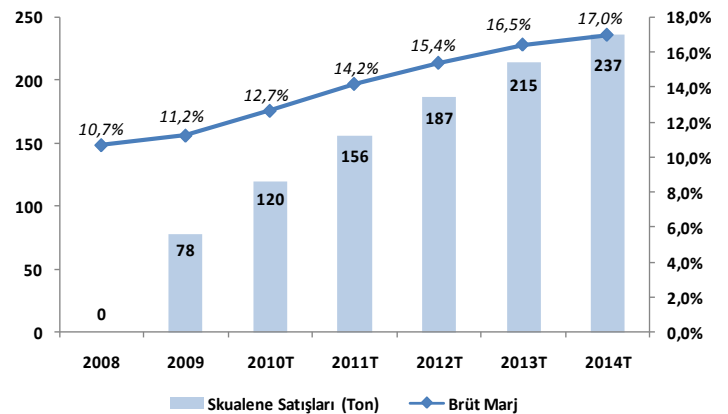
- Bitkisel skualenin üretimi ile ürün, kökenine göre farklı pazarlardan talep görmüş, kozmetik sanayisi bitkisel skualeni tercih ederken ilaç sektörü hayvansal skualeni tercih etmeye başlamıştır. Genel olarak hayvansal skualenin saflığının daha yüksek olduğu ve pazarda bu nedenle tercih edileceği düşünülse de, **Türkiye'de Ekiz Yağ bir ilki gerçekleştirerek yapılan üretimlerde hayvansal skualenin saflığı sınırlarında üretimler olmuş, Avrupa kökenli skualen pazarının öncü firmalarının çoğu Şirket'in kalite ve kapasitesini teyit etmişlerdir**. Bazı Ekiz Yağ müşteri adayları ürünün saflık oranının yüksekliğinden dolayı, ilaç sanayinde kullanım amaçlı denemelere başlamıştır.

Bitkisel Skualen'e Talep Artmaktadır...

- Hayvansal skualen pazarı kademeli olarak daralırken, bitkisel skualen pazarı genişlemektedir. Bunun başlıca nedenleri; **dünya üzerinde yalnızca köpekbalığı karaciğerinden elde edilen hayvansal skualenin kozmetik hammaddeleri tarafından çevresel nedenlerle gün geçtikçe daha az tercih edilmesi, bitkisel skualenin daha doğal bir izlenim yaratması ve daha dayanıklı bir yapıya sahip olmasıdır**.
- Şirket'in diğer bitkisel skualen üreticilerinden farkı yıllık 200 ton ile en yüksek üretim kapasitesine sahip firma olması ve skualen pazarındaki diğer firmaların üretimlerinin ortalama saflığının **%75-80 olmasına rağmen Ekiz Yağ'ın skualen üretimlerinde %98 civarında** elde ettiği saflığı olarak gösterilebilir. Hâlihazırda ürünün **Avrupa, Asya ve Amerika'ya satışı gerçekleşmekte** ve satış ağı dünyanın çeşitli ülkelerinde distribütörlük oluşturularak genişletilmektedir.
- İleriye dönük olarak Şirket'in amacı, gelişmekte olan yurtiçi ve yurtdışı paketli ve dökme zeytinyağı ve zeytinyağı sabun grubu satışlarına ilave olarak zeytinyağı ve bitkisel yağ asitlerinden üretilen hâlihazırda dünyadan ve yurtiçinden talep gören kozmetik hammadde ve gıda katkı maddeleri üretmek ve **Ekiz Yağ'ı sadece zeytinyağı üreticisi konumundan çıkarıp finansal gelir anlamında katma değerli ürünler üreten bir firma haline getirmektedir**. **Şirket, Türkiye'de tek üretici konumunda olduğu bitkisel skualen ürünü üretimi ile bu konuda ilk ve önemli adımı atmıştır**.

Brüt Kar Marjı Skualen İle Artacak...

- Şirket'in tüm ürünler dahil toplam tonajsal satışlarının 2009 yılında **13.800 ton** olan seviyesinden 2014 yılında **26.700 tona** yükseleceğini öngörmekteyiz. Üretimin artmasından kaynaklanan **kapasite kullanım oranının yükselmesi brüt marja olumlu yansırken Ekiz Yağ'ın pazardaki konumunun güçlenmesi fiyatlamada daha etkin olmasını beraberinde getirecek ve brüt marjına olumlu yansımaktadır**. Bu 2 değişkene ek olarak 2009 yılında **%76** brüt kar marjı ile satılan skualenin sonraki yıllarda tonajsal olarak satışının artması ve katma değeri yüksek bir ürünün toplam ciro içerisindeki payının yükselmesi brüt kar marjını yıllara sari olarak olumlu etkileyecektir.

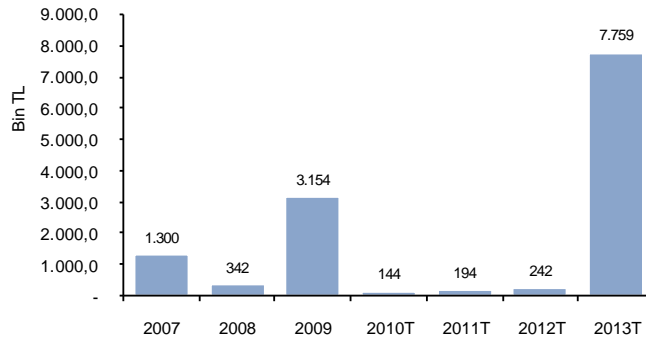


Kaynak: Şirket & BMD Tahmin

Yatırımlar

- Son 3 yılda **4,8 milyon TL yatırım** gerçekleştiren Şirket, 2008 yılında İTOB organize sanayi bölgesinde bulunan arazi üzerinde Tekeli tesisinin yatırımına başlamış ve yağ asidi işleyen bu tesisin toplam yatırım tutarı **3 milyon TL** olarak kaydedilmiştir. Yapılan yatırımın **%39'u makine ve tesis yatırımı olurken yaklaşık 2 milyon TL'lik kısmı arazi ve bina yatırımından** kaynaklanmıştır. Şirket Alsancak tesislerinde ham zeytinyağını işleyerek rafine zeytinyağı üretilirken bu üretim sonucunda ara ürün olarak ortaya çıkan yağ asidini işleyip satabilmek için Tekeli'de bir yatırım hamlesi gerçekleştirmiştir. İlaç ve kozmetik sanayinde ara ürün olarak kullanılan bu ürün Şirket'in Alsancak tesislerinde ürettiği rafine zeytinyağının ara maddesinden kolayca üretilmektedir. Şirket hem bu yan ürünü kullanarak daha verimli bir yapı oluşturmak istemekte hem de dünyada talebi artan bu ürünün Türkiye ve dış pazarlardaki konumlandırıcısı olmak istemektedir. Skualen ortalama %69'luk brüt kar marjı ile satışlarının önemli bir kısmı FAVÖK'e katkıda bulunan değerli bir üründür. **Tekeli yatırımı ile önümüzdeki yıllarda Şirket, yağ asidinden skualen dışında çeşitli ürünler de üretmeyi hedeflemektedir.**
- Önümüzdeki 3 yılda Şirket'in sadece mevcut kapasiteyi korumak için bakım onarım yatırımı yapacağını öngörürken 2013 yılında üretim tesislerinin entegre çalışmasını gerçekleştirecek **7,7 milyon TL** taşınma yatırımı gerçekleştireceğini beklemekteyiz. Bu yatırım ile skualen kapasitesinin artırılması, Alsancak üretim tesisi ve idari binanın Tekeli'ye taşınması planlanmaktadır.

Yatırımlar



Kaynak: Şirket

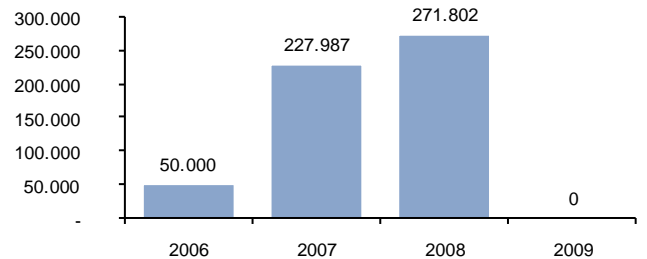
Sermaye Artırımları

- Şirket, 1999 yılından bu yana toplamda **5,5 milyon TL** sermaye artırımını gerçekleştirirken bu tutarın **%60'ı bedelli sermaye artırım yolu ile meydana gelmiştir.** Ekiz Yağ, son sermaye artırımını ise tamamı nakit olarak karşılanan **1,5 milyon TL** ile 2008 yılında yapmıştır. Şirket'in cari dönemde ödenmiş sermayesi 5,5 milyon TL'dir. **Başka bir deyişle Şirket, 1979 yılında kurulmuş olmasına rağmen 1999 öncesinde sermayesi çok düşük bir seviyede yer almaktadır. Ekiz Yağ'ın ciro ve karlılık açısından çok güçlü olduğu dönem son 5 yıla karşılık gelmekte ve daha öncesinde ciro ve kar rakamlarının düşük bir seviyede yer aldığı görülmektedir.** Bu anlamda Şirket'in faaliyetlerinin **son 5 yılda kayda değer bir konuma gelmesi özkaynağın cari dönemde yüksek ciro ve pazar payına rağmen düşük olmasının önemli bir nedenidir.**

Ödenen Temettü (TL)

| Sermaye Artırımları (TL) | | | |
|--------------------------|------------------|---------------|----------------|
| Tarih | Sermaye Artırımı | Bedelli Tutar | Bedelsiz Tutar |
| 1999 | 141.500 | 16.488 | 125.012 |
| 2002 | 350.000 | 37.264 | 312.736 |
| 2004 | 500.000 | 80.587 | 419.413 |
| 2006 | 3.000.000 | 1.667.249 | 1.332.751 |
| 2008 | 1.500.000 | 1.500.000 | 0 |

Kaynak: Şirket

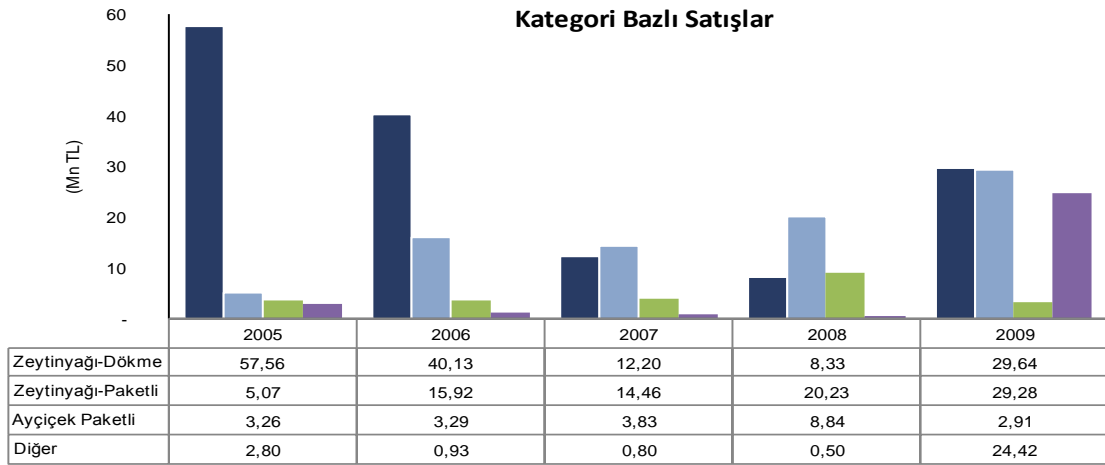


Kaynak: Şirket

- Ekiz Yağ son 4 yılda toplamda **550 bin TL temettü** dağıtırken kriz yılı olan 2009 yılında temettü dağıtmama kararı almıştır. Dağıtılan toplam temettü tutarı mevcut ödenmiş sermayesinin %10'una karşılık gelmektedir. Şirket önümüzdeki yıllarda da öngörülemez bir durumun gerçekleşmemesi varsayımı altında net kardan yedek akçelerin ayrılması ve geçmiş yıl zararlarının mahsup edilmesi sonrasında SPK tarafından belirlenen oran ve miktarda temettü dağıtmayı planlamaktadır.

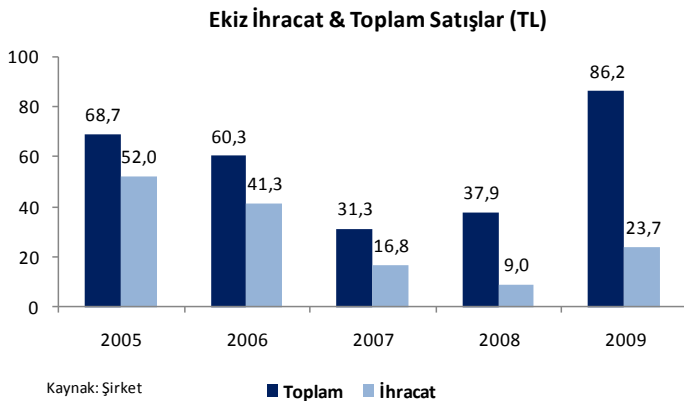
Satışlar

- Şirket 2009 yılında **86,2 milyon TL** satış gerçekleştirmiş, bu satış tutarının **23,7 milyon TL'si ihracattan kaynaklanmıştır**. 2005 yılında 68,7 milyon TL seviyesinde olan satış tutarı 2007 yılında 31,3 milyon TL'ye gerilemiştir. Bu gerilemenin ana sebebi Şirket'in satış stratejisini değiştirmesidir. **2007 yılına kadarki dönemde Şirket'in gelirlerinin önemli bir bölümü katma değeri düşük dökme satışlarından kaynaklanırken, 2007 yılından sonra Şirket katma değeri yüksek paketli ürün satışlarına ağırlık vermiştir. 2005 ve 2006 yıllarında Türkiye zeytinyağı üretiminin iç talepten yüksek olması ve yurtiçi fiyatlarının ihracat için uygun olması sebebiyle Şirket'in satışlarının önemli kısmını ihracat oluşturmuştur.** Ayrıca son dönemde yurtiçi piyasalardaki zeytinyağı fiyatının yurtdışı zeytinyağı fiyatlarından yüksek olması sebebiyle, ihracat azalmıştır. İç piyasa zeytinyağı talebi 2009 yılında 85 bin ton, üretim ise 120 bin ton civarında gerçekleşmiştir. Üretimin talepten fazla olması sebebiyle 2009 yılında Ekiz'in satışları içindeki ihracat payı yeniden artmaya başlamıştır.



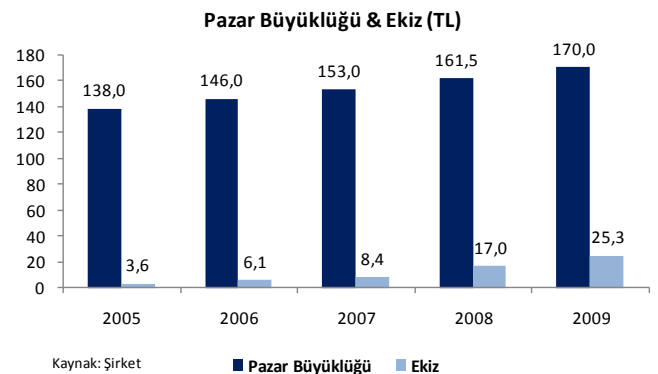
Kaynak: Şirket

■ Zeytinyağı-Dökme ■ Zeytinyağı-Paketli ■ Ayçiçek Paketli ■ Diğer



Kaynak: Şirket

■ Toplam ■ İhracat



Kaynak: Şirket

■ Pazar Büyüklüğü ■ Ekiz

- Yukarıdaki grafikte Şirket'in son 5 yıl için ürün bazlı satışları görülmektedir. **2005 yılında 57 milyon TL seviyesinde olan dökme zeytinyağı satışları 2009 yılında 29,6 milyon TL seviyesine gerilemiştir.** Şirket'in 2007 yılından sonra katma değeri yüksek paketli ürün satışlarına odaklanması dökme satışlarında meydana gelen azalmanın önemli sebeplerindendir. 2007 yılından sonra üretimin düşmesi ve yurtiçi fiyatlarla yurtdışı fiyatların uyumsuzluğu Türkiye'nin zeytinyağı ihracatını azaltmıştır. Önümüzdeki 5 yılda Türkiye zeytinyağı üretiminin son 10 yılda dikilen

zeytin ağaç sayısındaki artışa paralel olarak 300 bin ton civarına yükselmesi beklenmektedir. Artan üretimin yurtiçi talep ile karşılanamayacağı düşünüldüğünde orta vadede Şirket'in yurtdışı dökme ve paketli satışlarının artacağı belgindir. **2005 yılında 5 milyon TL paketli satış geliri elde eden Şirket bu rakamı 2009 sonu itibariyle 29 milyon TL seviyesine yükseltmiştir.**

- 2005 yılında **138 milyon TL** seviyesinde olan Türkiye perakende pazar büyüklüğü son 5 yılda ortalama **%4,3** oranında artarak **170 milyon TL** seviyesine yükselmiştir. Ekiz'in pazar payı 2005 yılında **%2,6** seviyesindeyken 2009 yılsonu itibariyle **%16** seviyesine yükselmiştir.

Müşteriler ve Satış Kanalları

- Ekiz Yağ, Türkiye'nin önde gelen zeytinyağı ihracatçılarından biri olmanın yanı sıra paketli ürünlere odaklanmak ve iç piyasada büyümek amacıyla 2007'de pazarlama departmanına önemli yatırımlar gerçekleştirmiştir. İç piyasanın yanı sıra zeytinyağı pazarında yeni oluşan ve gelişmekte olan ülkelere pazarlama faaliyetleri yoğun bir şekilde sürmektedir.

40 Ülkeye İhracat...

- Ekiz Yağ bugüne kadar, aralarında **İspanya, İtalya, ABD, Kanada, Japonya, Tayland, Filipinler, Samoa, Güney Afrika, İran, Kore, Avustralya, Hindistan, K.K.T.C, Porto Riko, Özbekistan, Malezya, Portekiz, Zimbabve, Fransa, Çin, Fas, ve Singapur'un** bulunduğu **40'tan fazla ülkeye ihracat** gerçekleştirirken yurtiçi satışlar ise Türkiye'deki büyük ulusal perakendeciler ve distribütörler vasıtası ile yapılmaktadır.

Yetkili Satıcılar...

- Mevcut durum itibariyle **21 Ekiz yetkili satıcısı** bulunurken yerel pazarda satış destek elemanlarının sayısı artırılmıştır. Ekiz Yağ, yetkili satıcıları ile Türkiye'de zeytinyağı tüketilen bölgelerin **%85'**inde temsil edilmektedir.

Türkiye'deki Büyük Ulusal Perakendeciler...

- Ekiz Yağ'ın yurtiçi piyasada paketli zeytinyağı satışlarının önemli bir kısmı ulusal zincirler vasıtası ile gerçekleştirilmektedir. **Carrefour ve Dia'da Ekiz Yağ'ın sadece özmarkalı ürünleri satılırken Migros, Tansaş, Metro, Real ve Tespo'da sadece Ekiz markalı ürünler satılmaktadır. BİM, Kipa ve A101'de ise hem özmarkalı ürünler hem de Ekiz markalı ürünlerin satışı yapılmaktadır.**
- 2009 yılı cirosunun yaklaşık **%30'u** iç piyasaya yapılan paketli zeytinyağı satışlarından oluşurken yurtiçine gerçekleşen **25,3 milyon TL**'lik paketli zeytinyağı satışlarının **%21'i yetkili satıcılar** vasıtası ile meydana gelirken **19,9 milyon TL'lik satış ulusal perakendecilere yapılmıştır.** Müşteri bazında bakıldığında ise toplam yurtiçi zeytinyağı paketli satışların **%36'sı BİM mağazalarında; %20'si ise Migros ve Tansaş mağazalarında** özmarkalı ve Ekiz markalı ürünlerin satışı ile gerçekleştirilmiştir. Perakende zincirlerinde gerçekleşen ortalama birim fiyat kilogram başı 5,8 TL olurken distribütör kanalında fiyat 5,43 TL olarak kaydedilmiştir. BİM'e olan satışlarda birim fiyat ortalamasının çok altında kalırken Migros ve Tansaş'a yapılan satışlarda birim fiyat 6,4 TL'ye kadar yükselmiştir. Müşteri bazlı fiyatların bu denli değişmesinin en önemli nedeni ise müşterilere olan satışlardaki özmarkalı ve Ekiz markalı ürünlerin farklı stratejilerinden kaynaklanmaktadır.

| İç Piyasa Paketli Zeytinyağı Satış Tonajı | | | |
|---|------------------|-------------------|-----------------|
| Müşteriler | Tonaj(KG) | Toplam Ciro(TL) | Birim Fiyat(TL) |
| Bim Birleşik Mağazalar A.Ş.-PL | 1.687.456 | 9.234.049 | 5,47 |
| Carrefoursa Carrefour Sabancı-PL | 184.842 | 1.094.015 | 5,92 |
| Diasa Dia Sabancı Süpermarketleri-PL | 53.537 | 330.003 | 6,16 |
| Tesco Kipa Kitle Paz.(PL) | 320.078 | 1.877.790 | 5,87 |
| Yeni Mağazacılık A.Ş.-PL | 103.161 | 605.571 | 5,87 |
| Bim Birleşik Mağazalar A.Ş.-Ekiz | 19.936 | 108.905 | 5,46 |
| Metro Grosmarket Bakirköy-Ekiz | 182.330 | 1.061.525 | 5,82 |
| Migros Ticaret A.Ş.-Ekiz | 770.078 | 4.927.487 | 6,40 |
| Real Hipermarket Zinciri A.Ş.-Ekiz | 2.217 | 14.043 | 6,34 |
| Tesco Kipa Kitle Pazarlama Tic.-Ekiz | 72.219 | 435.399 | 6,03 |
| Tespo Tüketim Malları Ticaret-Ekiz | 12.015 | 72.169 | 6,01 |
| Yeni Mağazacılık A.Ş.-Ekiz | 21.054 | 120.584 | 5,73 |
| Toplam | 3.428.924 | 19.881.541 | 5,80 |
| Klasik Kanal | 992.354 | 5.387.328 | 5,43 |
| Genel Toplam | 4.421.278 | 25.268.870 | 5,72 |

Finansal Analiz

Bilanço...

- Şirket'in 2008 sonu itibariyle 32,9 milyon TL seviyesinde olan **aktif** büyüklüğü 2009 sonu itibariyle **%52 artış göstererek 50 milyon TL**'ye yükselmiştir. Şirket aktiflerinde meydana gelen büyümenin ana sebebi ticari alacakların ve diğer dönen varlıklar içinde takip edilen verilen avansların artmasıdır. 2008 yılında 3,3 milyon TL seviyesinde olan ticari alacaklar 2009 sonu itibariyle 13 milyon TL'ye yükselmiştir. 2009 sonu itibariyle ticari alacakların 10,3 milyon TL'si ayçiçeği çekirdeği alım ve satımından kaynaklanmıştır. **Şirket ile yapılan görüşmeler neticesinde bu operasyondan kaynaklanan ticari alacak tutarının rapor tarihi itibariyle tahsil edildiği öğrenilmiştir.**

| Bilanço | | | |
|----------------------------------|-------------------|-------------------|--------------|
| VARLIKLAR | 31.12.2009 | 31.12.2008 | Değişim |
| Dönen Varlıklar | 31.918.706 | 16.536.517 | 93% |
| Nakit ve Nakit Benzerleri | 869.977 | 2.051.699 | -58% |
| Ticari Alacaklar | 13.169.584 | 3.314.939 | 297% |
| Diğer Alacaklar | 3.015.748 | 531.818 | 467% |
| Stoklar | 3.883.673 | 7.878.819 | -51% |
| Diğer Dönen Varlıklar | 10.979.724 | 2.759.242 | 298% |
| Duran Varlıklar | 18.148.994 | 16.456.846 | 10% |
| Maddi Duran Varlıklar | 15.018.146 | 13.166.878 | 14% |
| Maddi Olmayan Duran Varlıklar | 966.822 | 174.069 | 455% |
| Diğer Duran Varlıklar | 2.164.026 | 3.115.899 | -31% |
| TOPLAM VARLIKLAR | 50.067.700 | 32.993.363 | 52% |
| Kısa Vadeli Yükümlülükler | 36.607.936 | 24.308.550 | 51% |
| Finansal Borçlar | 18.885.518 | 23.042.735 | -18% |
| Ticari Borçlar | 5.351.394 | 1.055.096 | 407% |
| Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler | 12.371.024 | 210.719 | 5771% |
| Uzun Vadeli Yükümlülükler | 4.269.930 | 158.807 | 2589% |
| Finansal Borçlar | 4.170.189 | - | |
| Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler | 99.741 | 158.807 | -37% |
| ÖZKAYNAKLAR | 9.189.834 | 8.526.006 | 8% |
| TOPLAM KAYNAKLAR | 50.067.700 | 32.993.363 | 52% |

- Diğer dönen varlıkların 10,6 milyon TL'si sızma ve ham zeytinyağı alımı için tedarikçilere verilen avanslardan oluşmaktadır. Tedarikçilerden alınan hammaddeler üretim sürecinden geçirilip müşterilere satılacağı için sızma ve ham zeytinyağı alımını fonlamak için müşteriden avans alınmıştır. Müşteriden alınan avans tutarı 11,9 milyon TL olup diğer kısa vadeli yükümlülükler hesabında takip edilmektedir.

- 2008 sonunda Şirket'in 23 milyon TL seviyesinde olan finansal borcunda 2009 sonu itibariyle önemli bir değişiklik olmamış ve 22,9 milyon TL olarak gerçekleşmiştir. **Şirket'in net borç Favök rasyosu 2009 sonu itibariyle 4,2 olarak gerçekleşmiştir.** 2008 sonu itibariyle Şirket'in işletme sermayesi ihtiyacı 10,1 milyon TL seviyesindeyken, 2009 sonunda 11,7 milyon TL seviyesine çıkmıştır.

Gelir Tablosu...

- 2008 yılında **37,4 milyon TL** seviyesinde olan Şirket'in satışları **2009 yılında %130 oranında artarak 86 milyon TL** olmuştur. Şirket'in satışlarının artmasının ana sebebi 2008 yılında **70 bin** ton seviyesinde olan yurtiçi zeytinyağı üretiminin 2009 yılında **120 bin** ton seviyesine yükselmesidir. İç talebin 80 bin ton civarında olduğu düşünüldüğünde üretimin artması ihracatı artırmaktadır. **Türkiye'nin yurtdışı zeytinyağı sektöründe kuvvetli markalarının olmaması sebebiyle ülke ihracatının önemli bölümü dökme satışlar şeklinde olmaktadır.** Üretimin artmasına paralel olarak Şirket'in 2008 yılında 8 milyon TL seviyesinde olan zeytinyağı dökme satışları 2009 yılında 29,6 milyon TL seviyesine yükselmiştir. **Şirket'in perakende sektörüne odaklanması ile birlikte yıllar itibari ile sektöre yapılan satışlarda artış gözlemlenmektedir.** 2008 yılında **20 milyon TL** seviyesinde olan **ulusal perakende zincirlerine olan satış** tutarı, 2009 yılında **30 milyon TL** seviyesine yükselmiştir. **2009 yılında üretimine başlanan skualen satışları da satışlardaki artışın bir diğer sebebi olarak görülmektedir.** Şirket 2009 yılında skualen satışlarından **4,9 milyon TL satış gerçekleşmiştir.** Şirket'in 2009 yılında 18,4 milyon TL ayçiçek çekirdeği satışı bulunmaktadır.

| Gelir Tablosu | | |
|------------------------|--------------|---------------|
| Milyon TL | 2009 | 2008 |
| Satışlar | 86.310.826 | 37.411.480 |
| Satılan Malın Maliyeti | 76.613.087 | 33.413.194 |
| Brüt Kar | 9.697.739 | 3.998.286 |
| Brüt Kar Marjı | 11,2% | 10,7% |
| Faaliyet Gideri | 4.892.359 | 2.940.456 |
| Faaliyet Geliri | 4.805.380 | 1.057.830 |
| FAVÖK | 5.218.431 | 1.348.879 |
| FAVÖK Marjı | 6,0% | 3,6% |
| Net Kar | 335.803 | (4.186.864) |
| Net Kar Marjı | 0,4% | -11,2% |

- Ekiz Yağ'ın 2009 sonu itibariyle **brüt kar marjı 2008 yılına göre 0,5 puanlık artış göstererek %11,2** seviyesinde gerçekleşmiştir. Özellikle 2009 yılındaki skualen satışlarının brüt kar marjının %76 seviyesinde gerçekleşmiş olması ve Şirket'in ürün portföyüne yeni giren bu ürünün brüt kara 3,4 milyon TL olumlu etki yapması Şirket'in brüt kar marjında meydana gelen artmanın ana sebebidir. Skualen satış etkisi gelir tablosundan çıkarıldığında Şirket'in 2009 yılı brüt kar marjının **%7,3** seviyesinde olduğu görülmektedir. Şirket'in bu bağlamda karlılığının düşmesinin önemli sebepleri ise 2008 yılında katma değeri yüksek paketli zeytinyağı satışlarının toplam satışlar içindeki payının 2009 yılından yüksek olması ve 2009 yılında gerçekleşen 18,4 milyon TL'lik ayçiçek çekirdeği satışının brüt kar marjının oldukça düşük olmasıdır.
- 2008 yılında 2,9 milyon TL seviyesinde olan faaliyet giderlerini, 2009 yılında 4,9 milyon TL seviyesine yükselmiştir. **Faaliyet giderlerinde meydana gelen artış 2009 yılında Şirket'in paketli ürün satışlarının artması için yapılan kampanya giderleri ve ihracatın artmasına paralel olarak meydana gelen ihracat giderlerine bağlıdır.** Ekiz yağ 2009 yılında **5,3 milyon TL FAVÖK** üretmiştir, Şirket'in FAVÖK marjı ise **%6,1** seviyesinde gerçekleşmiştir. **Kısa vadede Türkiye zeytinyağı üretiminin artmasına paralel olarak Şirket'in ihracat destekli dökme satışlarında artışın devam edeceği görülmektedir.** Şirket'in skualen üretim kapasitesi 200 ton civarında olmakla birlikte piyasaya ilk girilen 2009 yılında Şirket 78 ton civarında skualen satışı gerçekleştirmiştir. 2010 ve sonrası dönemde Şirket'in skualen satışlarını artırması ve tam kapasite ile üretime devam etmesi beklenmektedir. 2009 itibariyle yurtiçi zeytinyağı perakende sektörünün %16'sına Ekiz Yağ hakimdir. Sektörün yıllık ortalama %5 büyüdüğü ve Şirket'in pazar hedefinin %20'ler seviyesinde olduğu düşünüldüğünde katma değeri yüksek perakende sektörü satışlarının da artmaya devam edeceği tahmin edilmektedir.

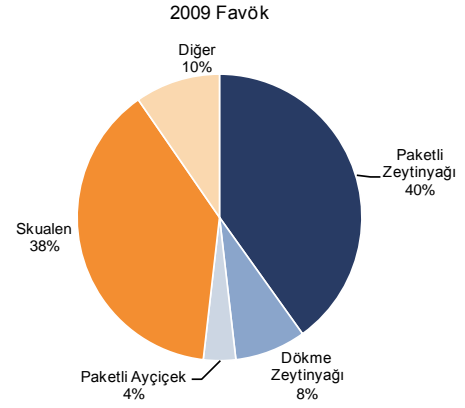
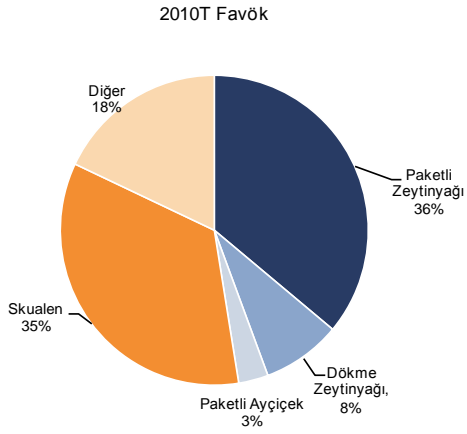
Ürün Bazlı Favök

- Aşağıdaki tabloda 2009 yılı gerçekleşen ve 2010 yılı tahmin edilen Ekiz Yağ'ın ürün bazlı satış tonajları, satış tutarları, brüt karlılıkları ve Favökleri görülmektedir. 2009 yılında 86 milyon TL seviyesinde olan **satışlar 2010 yılında 96 milyon TL olarak tahmin edilmiştir.** Satışlarda meydana gelen artışın önemli bölümü zeytinyağı satışlarında gerçekleşmesi planlanan artıştan kaynaklanmıştır.

| Ürün Bazlı Favök | 2010-Tahmin | | | | | 2009 | | | | |
|---------------------|---------------------|-------------------|-----------------|---------|--------|---------------------|-------------------|-----------------|---------|--------|
| | Paketli Zeytin Yağı | Dökme Zeytin Yağı | Paketli Ayçiçek | Skualen | Diğer | Paketli Zeytin Yağı | Dökme Zeytin Yağı | Paketli Ayçiçek | Skualen | Diğer |
| Toplam Satış-Ton | 5.903 | 7.986 | 1.683 | 120 | 19.423 | 5.033 | 6.825 | 1.122 | 78 | 23.623 |
| Fiyat | 5,88 | 4,36 | 2,55 | 50,64 | 0,86 | 5,82 | 4,34 | 2,60 | 63,14 | 0,83 |
| Toplam Satış-Bin TL | 34.685 | 34.805 | 4.291 | 6.077 | 16.617 | 29.281 | 29.636 | 2.912 | 4.921 | 19.561 |
| Brüt Kar | 4.408 | 1.012 | 379 | 4.224 | 2.192 | 3.892 | 780 | 353 | 3.740 | 933 |
| Brüt Kar Marjı | 12,7% | 2,9% | 8,8% | 69,5% | 13,2% | 13,3% | 2,6% | 12,1% | 76,0% | 4,8% |
| FAVÖK | 2.545 | 584 | 219 | 2.439 | 1.266 | 2.094 | 420 | 190 | 2.013 | 502 |
| FAVÖK Marjı | 7,3% | 1,7% | 5,1% | 40,1% | 7,6% | 7,2% | 1,4% | 6,5% | 40,9% | 2,6% |

Kaynak:Şirket & BMD tahmin

- 2009 yılında 5,3 milyon TL seviyesinde olan Favök'ün 2010 yılında 7 milyon TL olması beklenmektedir.** Ürün bazlı Favök marjlarının ise 2009 yılının hafif üzerinde yer alması beklenmektedir. 2010 yılı beklenti Favök rakamının 2009 yılına göre %34,5 artışla 7 milyon TL beklenti seviyesinde olmasının sebebi katma değeri yüksek ürünlerin satış hacimlerinin artma beklentisidir. 2009 yılında %2,6 olan diğer gelirlerin Favök marjının 2010 yılı beklentisi %7,6 seviyesine yükselmiştir. Diğer gelirler bölümündeki satışların önemli bölümünü katma değeri düşük ayçiçek çekirdeği satışları oluşturmaktadır. Bu bölümde takip edilen sanayi yağ satışlarının maliyeti skualen ve zeytinyağı maliyetlerinde takip edildiği için sanayi yağ gelirlerinin marjı %98 seviyesindedir. **Şirket 2009 yılında 377 bin TL gelir elde ettiği sanayi yağ satışlarından 2010 yılında 1,2 milyon TL gelir elde etmeyi planladığı için diğer gelirlerin Favök marjında iyileşme gerçekleşmiştir.**



Yukarıdaki pasta grafiklerde Şirket'in 2009 yılı gerçekleşen ve 2010 yılı beklenti Favök'lerin ürün bazlı dağılımı görülmektedir. 2009 yılında 5,3 milyon TL olan düzeltilmiş Favök rakamının **%40'ı paketli zeytinyağı satışlarından, %38'i ise skualen satışlarından** kaynaklanmıştır.

Değerleme Varsayımları

Yurtiçi Satışlar...

- 2009 yılında yurtiçi satışların tonajal olarak **%38** arttığı görülürken yükselişin temel sebebi dökme ve paketli zeytinyağı satışlarındaki büyüme olarak kaydedilmiştir. **2009 yılında yurtiçi paketli zeytinyağı pazarının 27 bin ton olduğu düşünülürse Ekiz Yağ A.Ş.'nin paketli zeytinyağı pazarındaki pazar payı yaklaşık %16'dır.** Yurtiçi perakende pazarının her yıl %5 büyüdüğü varsayımıyla 2014 yılında Şirket için tespit ettiğimiz 6.992 tonluk paketli zeytinyağı satışı ile Ekiz Yağ A.Ş.'nin pazar payının **%20'**ye yükseleceği tahmin edilmiştir. Geçmiş yıllarda Şirket'in pazar payındaki yükseliş trendine göre bu artış son derece muhafazakârdır. Şirket yöneticileri ise 2010 yılında pazar paylarının %20'yi aşacağını belirtmektedirler.

Yurtiçi Satışlar %21,6 Artacak...

- 2010 yılında ise yurtiçi paketli zeytinyağı satışlarının %10 artması beklenirken dökme zeytinyağı satışlarının 2009 yılının hafif üzerinde yer alacağı tahmin edilmektedir. **Buna rağmen 2010 yılında toplam yurtiçi satışların hacim bazlı %21,6 artarak 10.500 ton olarak kaydedilmesi beklenirken yükselişin kaynağı cari yılda tam kapasite ile çalışmaya başlayan Tekeli tesislerinde üretilen sanayi yağ satışlarıdır.**
- 2010 yılında cironun önemli bir kısmını oluşturacak olan paketli zeytinyağı, dökme zeytinyağı ve paketli ayçiçek yağ ürünlerinin tahmin edilen yıllardaki **brüt kar marjları, geçmiş verilerde bu ürünlerin marjındaki yüksek volatilité dikkate alınarak 2009 yılındaki seviyelerinin bir miktar altında alınmış ve daha güvenilir bir brüt kar tahmini yapılmaya çalışılmıştır. Yurtiçinde paketli zeytinyağı pazarında Şirket'in pazar payının yüksek rekabete rağmen 3 puan artacağı varsayımı bu ürün grubunun brüt kar marjındaki düşüşü açıklamaktadır.** Buna karşılık ciro anlamında ciddi bir katkı sağlamasa da 2010 yılında satışları artacak olan yeni ürün sanayi yağındaki yüksek karlılık cari yılda yurtiçi brüt kar marjına olumlu yansımacaktır. Sanayi yağındaki yüksek brüt kar marjının en önemli nedeni ise bu ürünün bir yan ürün olan yağ asidinden üretiliyor olmasıdır. Ana ürün gruplarına ek olarak Şirket'in ticari mal olarak alıp sattığı karlılığı çok düşük ayçiçek çekirdeği satışlarının 2009 yılının bir miktar altında 14 milyon TL olarak gerçekleşeceği varsayılmıştır. Ürün bazlı fiyatlar ise gelecek yıllar için ortalama **%1-2 aralığında** artırılırken **2010 yılında yurtiçinde skualen satışlarının olmaması ve ayçiçek çekirdeği satışlarının azalacak olması yurtiçi ciroda yaklaşık %6'lık bir gerilemeye sebep olacaktır.** 3 büyük ana ürün grubu olan paketli ve dökme zeytinyağı ve ayçiçek yağ satışlarının ise 2009 yılının üzerinde gerçekleşeceği beklenmektedir.

| Yurtiçi Satışlar (Ton) | 2007 | 2008 | 2009 | 2010T | 2011T | 2012T | 2013T | 2014T |
|------------------------|--------------|--------------|--------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Paketli Zeytin Yağı | 1.534 | 2.879 | 4.421 | 4.863 | 5.350 | 5.885 | 6.414 | 6.992 |
| Dökme Zeytinyağı | 417 | 556 | 2.317 | 2.350 | 2.585 | 2.844 | 3.128 | 3.441 |
| Paketli Ayçiçekyağı | 1.785 | 2.739 | 1.122 | 1.683 | 1.852 | 2.129 | 2.449 | 2.816 |
| Paketli Mısır özü Yağ | 158 | 78 | 124 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Paketli Kanola Yağ | 0 | 0 | 18 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Yağ asidi | 3 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Dökme Sabun | 25 | 24 | 15 | 100 | 100 | 100 | 110 | 110 |
| Sanayi Yağ | 0 | 0 | 577 | 1.500 | 2.050 | 2.460 | 2.829 | 3.075 |
| Squalene | 0 | 0 | 69 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Paketli Sabun | 0 | 8 | 11 | 50 | 70 | 100 | 120 | 140 |
| Toplam | 3.923 | 6.283 | 8.675 | 10.547 | 12.006 | 13.518 | 15.050 | 16.573 |

| Yurtiçi Marjlar | 2007 | 2008 | 2009 | 2010T | 2011T | 2012T | 2013T | 2014T |
|-----------------------|-------|-------|---------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Paketli Zeytin Yağı | 8,1% | 11,9% | 12,9% | 12,2% | 12,2% | 12,2% | 12,2% | 12,2% |
| Dökme Zeytinyağı | 3,6% | 8,2% | 6,0% | 4,3% | 4,0% | 3,7% | 3,2% | 2,7% |
| Paketli Ayçiçekyağ | 18,5% | 13,2% | 12,2% | 8,8% | 8,8% | 8,8% | 8,8% | 8,8% |
| Paketli Mısır özü Yağ | 20,8% | 19,4% | 7,5% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| Paketli Kanola Yağ | 0,0% | 0,0% | -9,6% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| Yağ asidi | 45,5% | 61,8% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| Dökme Sabun | 6,8% | 40,0% | -349,3% | 41,3% | 41,9% | 42,5% | 43,1% | 43,6% |
| Sanayi Yağ | 0,0% | 0,0% | 97,6% | 98,1% | 98,1% | 98,2% | 98,2% | 98,2% |
| Squalene | 0,0% | 0,0% | 76,7% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| Paketli Sabun | 0,0% | 23,7% | 51,0% | 51,4% | 51,9% | 52,4% | 52,9% | 53,3% |

| Yurtiçi Fiyatlar (TL/KG) | 2007 | 2008 | 2009 | 2010T | 2011T | 2012T | 2013T | 2014T |
|--------------------------|------|------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Paketli Zeytin Yağı | 5,45 | 5,90 | 5,72 | 5,73 | 5,84 | 5,96 | 6,08 | 6,20 |
| Dökme Zeytinyağı | 4,45 | 4,87 | 4,47 | 4,39 | 4,43 | 4,47 | 4,52 | 4,56 |
| Paketli Ayçiçekyağ | 2,15 | 3,23 | 2,60 | 2,55 | 2,57 | 2,60 | 2,63 | 2,65 |
| Paketli Mısır özü Yağ | 2,46 | 3,85 | 2,68 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| Paketli Kanola Yağ | 0,00 | 0,00 | 2,11 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| Yağ asidi | 1,29 | 2,25 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| Dökme Sabun | 0,61 | 1,20 | 0,75 | 0,75 | 0,77 | 0,78 | 0,80 | 0,81 |
| Sanayi Yağ | 0,00 | 0,00 | 0,93 | 1,19 | 1,21 | 1,23 | 1,26 | 1,28 |
| Squalene | 0,00 | 0,00 | 65,05 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| Paketli Sabun | 0,00 | 7,34 | 7,73 | 7,74 | 7,90 | 8,05 | 8,21 | 8,38 |

| Yurtiçi Net Satışlar (1000 TL) | 2007 | 2008 | 2009 | 2010T | 2011T | 2012T | 2013T | 2014T |
|--------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Paketli Zeytin Yağı | 8.366 | 17.001 | 25.287 | 27.851 | 31.249 | 35.062 | 38.982 | 43.340 |
| Dökme Zeytinyağı | 1.854 | 2.708 | 10.350 | 10.306 | 11.450 | 12.721 | 14.133 | 15.701 |
| Paketli Ayçiçekyağ | 3.832 | 8.840 | 2.914 | 4.291 | 4.768 | 5.538 | 6.432 | 7.471 |
| Paketli Mısır özü Yağ | 390 | 299 | 333 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Paketli Kanola Yağ | 0 | 0 | 38 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Yağ asidi | 4 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Dökme Sabun | 16 | 28 | 12 | 75 | 77 | 78 | 88 | 89 |
| Sanayi Yağ | 0 | 0 | 536 | 1.778 | 2.478 | 3.033 | 3.558 | 3.945 |
| Squalene | 0 | 0 | 4.510 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Paketli Sabun | 0 | 55 | 86 | 387 | 553 | 805 | 986 | 1.173 |
| Ayçiçek Çekirdeği | 0 | 0 | 18.490 | 14.000 | 14.000 | 14.000 | 14.000 | 14.000 |
| Toplam Yurtiçi Ciro | 14.462 | 28.931 | 62.557 | 58.688 | 64.574 | 71.237 | 78.178 | 85.719 |

Kaynak: BMD Tahmin & Şirket

Yurtdışı Satışlar %33 Artacak...

- 2009 yılında yurtdışı miktarsal satışlarda önemli bir yükseliş gözükürken bu durumun en büyük nedeni marjı düşük dökme zeytinyağı satışlarındaki artıştır. **Şirket, özellikle yurtdışından ciddi anlamda talep edilen dökme zeytinyağı satışları ile cirosunu kolay bir şekilde artırabildiği gibi bu ürün grubundaki karlılığın düşük olması nedeniyle dökme satışların toplam ciro içerisindeki payını düşürmeyi planlamaktadır.** 2005 yılında Şirket'in dökme zeytinyağı satışları yaklaşık **11 bin** ton seviyesindedir.
- 2009 yılında ihracatı miktarsal olarak **%21** artan paketli zeytinyağı satışlarının **cari yılda %70'lik bir artışla 1.000 tonu yakalaması** beklenmektedir. 2006 yılında yıllık satışların **1.600 tona** yükseldiği paketli zeytinyağı satışları,

yurtdışı müşteriler nezdinde hem Şirket'in marka değerini artırmakta hem de yüksek marjı ile karlılığa önemli bir katkıda bulunmaktadır. **Sonuç olarak 2010 yılında dökme zeytinyağı satışlarının %25 artırılması hedeflenirken özellikle marka değerini artıran paketli zeytinyağı satışlarına yönelim ve skualen satış artışının etkisiyle miktarsal satışların geçtiğimiz yıla göre %33 artarak 6.855 tona ulaşacağı öngörülmektedir.**

- Geçmiş yıllarda ihraç edilen paketli zeytinyağı satışlarının brüt kar marjında ciddi bir volatilité görülmesi nedeniyle nakit akımlarının detaylı incelendiği 2010-2014 yılları arasında bu ürün grubundaki brüt kar marjı 2009 yılının altında %16 olarak tespit edilmiştir. **Buna ek olarak son 2 yılda bu ürün grubunun brüt kar marjında yaşanan aşağı yönlü trend ve Şirket'in yurtdışında dökme yağdan ziyade paketli ürün satışları ile müşterileri nezdinde marka değerini artıracak varsayımı da paketli zeytinyağı satışlarındaki brüt kar marjının düşürülmesinin önemli bir nedenidir.** Yurtdışı satışlarda marja olumlu etkileyen en önemli faktör ise önümüzdeki yıllarda satışların tamamının ihraç edileceği yüksek marjlı skualen ürünüdür. 2009 yılında yurtiçine yaklaşık %77; yurtdışına ise %68,6'lık marj ile satılan ürünün 2010 yılından itibaren Şirket'in özellikle yurtdışı pazarlarda daha fazla konumlanacağı varsayımı altında gelecek yıllarda ortalama %69,5'lik brüt kar marjı ile pazara sunulacağı öngörülmüştür.
- Ürün fiyatlarının gelişimine bakıldığında ise **2 ana ürün grubu olan dökme ve paketli zeytinyağı birim fiyatlarının önümüzdeki 5 yılda ortalama %1,7 artacağı beklenirken skualen fiyatlarının yıllık ortalama %6,6 yükseleceği varsayılmıştır.**

| Yurtdışı Satışlar (Ton) | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010T | 2011T | 2012T | 2013T | 2014T |
|-------------------------|---------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|---------------|
| Paketli Zeytin Yağı | 286 | 1.629 | 1.131 | 504 | 612 | 1.040 | 1.196 | 1.375 | 1.512 | 1.664 |
| Dökme Zeytinyağı | 10.976 | 5.463 | 2.469 | 1.138 | 4.509 | 5.636 | 6.199 | 6.819 | 7.501 | 8.251 |
| Yağ Asidi | 0 | 370 | 248 | 42 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Paketli Sabun | 0 | 0 | 0 | 1 | 2 | 10 | 15 | 20 | 25 | 30 |
| Squalene | 0 | 0 | 0 | 0 | 9 | 120 | 156 | 187 | 215 | 237 |
| Diğer | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 50 | 60 | 72 | 86 | 104 |
| Toplam | 11.262 | 7.461 | 3.848 | 1.685 | 5.130 | 6.855 | 7.626 | 8.473 | 9.340 | 10.285 |

| Yurtdışı Marjlar | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010T | 2011T | 2012T | 2013T | 2014T |
|---------------------|------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Paketli Zeytin Yağı | 6,8% | 6,0% | 6,9% | 18,9% | 16,2% | 14,7% | 14,7% | 14,7% | 14,7% | 14,7% |
| Dökme Zeytinyağı | 5,2% | 9,9% | -2,4% | 9,5% | 0,9% | 2,3% | 2,5% | 3,0% | 4,1% | 4,5% |
| Yağ Asidi | 0,0% | 41,9% | 55,5% | 66,9% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| Paketli Sabun | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 29,3% | 67,2% | 58,7% | 59,1% | 59,5% | 59,9% | 60,3% |
| Squalene | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 68,6% | 69,5% | 69,2% | 69,5% | 69,5% | 69,5% |
| Diğer | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 57,6% | 59,8% | 62,3% | 64,3% | 66,4% |

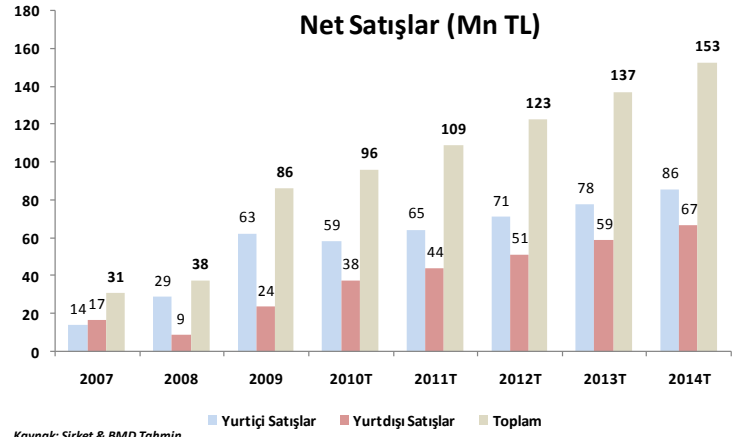
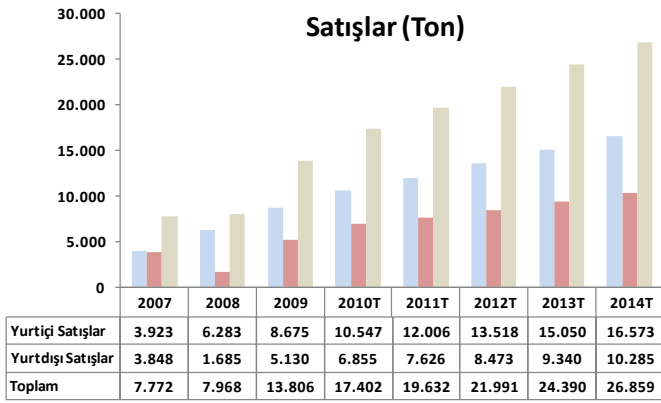
| Yurtdışı Fiyatlar (TL/KG) | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010T | 2011T | 2012T | 2013T | 2014T |
|---------------------------|------|------|------|------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Paketli Zeytin Yağı | 5,26 | 6,04 | 5,38 | 6,41 | 6,57 | 6,57 | 6,71 | 6,84 | 6,98 | 7,12 |
| Dökme Zeytinyağı | 4,60 | 5,67 | 4,19 | 4,94 | 4,28 | 4,35 | 4,41 | 4,48 | 4,59 | 4,67 |
| Yağ Asidi | 0,00 | 1,19 | 1,57 | 2,60 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| Paketli Sabun | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 7,92 | 9,10 | 9,11 | 9,29 | 9,48 | 9,66 | 9,86 |
| Squalene | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 48,21 | 50,64 | 54,18 | 57,98 | 62,03 | 66,38 |
| Diğer | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 5,73 | 6,13 | 6,57 | 7,02 | 7,51 |

| Yurtdışı Net Satışlar (1000 TL) | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010T | 2011T | 2012T | 2013T | 2014T |
|---------------------------------|---------------|---------------|---------------|--------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Paketli Zeytin Yağı | 1.503 | 9.844 | 6.090 | 3.232 | 4.015 | 6.834 | 8.016 | 9.403 | 10.550 | 11.837 |
| Dökme Zeytinyağı | 50.495 | 30.970 | 10.346 | 5.624 | 19.308 | 24.500 | 27.327 | 30.577 | 34.433 | 38.504 |
| Yağ asidi | 0 | 439 | 390 | 108 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Paketli Sabun | 0 | 0 | 0 | 5 | 16 | 91 | 139 | 190 | 242 | 296 |
| Squalene | 0 | 0 | 0 | 0 | 414 | 6.077 | 8.452 | 10.853 | 13.355 | 15.718 |
| Diğer | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 287 | 368 | 473 | 607 | 779 |
| Toplam Yurtdışı Ciro | 51.999 | 41.254 | 16.826 | 8.969 | 23.754 | 37.788 | 44.302 | 51.496 | 59.186 | 67.134 |

Kaynak: BMD Tahmin & Şirket

İhracattaki Olumlu Trend Devam Edecek...

- 2009 yılında özellikle dökme zeytinyağı satışlarının etkisiyle ihracat **%165** oranında artarak **23,7 milyon TL** olarak kaydedilirken **cari yılda küresel ekonomik görüntüdeki iyileşmeye paralel dökme ve paketli satışlardaki artış ve yeni bir ürün olarak skualenin yurtdışı pazara sunulması ihracatın %59 artarak 37,7 milyon TL'ye yükselmesini beraberinde getirecektir.**



Kaynak: Şirket & BMD Tahmin

2009 Yılında Reel Satışlar %73 Arttı...

- 2009 yılında yurtdışı satışların etkisiyle toplam miktarsal satışlar 2008 yılına göre **%73,3** oranında artarak **13.806** tona ulaşmıştır. Cari yılda ise reel satışlardaki artış trendinin süreceğini beklemekteyiz. 2010 yılında ihracatın toplam satış artışı üzerindeki gücünün sürmesi beklenirken **yurtiçi ve yurtdışı toplam tonajsal satışların %26 artarak 17.400** tona ulaşacağı öngörülmektedir. 2010-2014 yılları arasında ise Şirket'in reel satışlarının yıllık bileşik büyüme oranının **%14,2** olarak gerçekleşeceği ve satışların 2014 yılında **26.859 tona** ulaşacağı tahmin edilmektedir.
- 2009 yılında Şirket'in net satışları önceki yıla göre önemli bir oranda artarak **86 milyon TL'**ye ulaşırken cari yılda ciro artışının geçtiğimiz yıla göre **%11,8 olarak kaydedileceği ve 2010 yılı net satışlarının 96 milyon TL** olarak gerçekleşeceği varsayılmaktadır. **2010 yılında reel satışlardaki yüksek artışa rağmen cirodaki sınırlı büyümenin temel nedeni ise ürün fiyatlarında son derece muhafazakar bir fiyat modelinin oluşturulmasıdır.** 2010-2014 yılları arasında ise net satışlardaki yıllık bileşik büyümenin yaklaşık **%12** olarak gerçekleşeceği ve 2014 yılında Şirket cirosunun **153 milyon TL'**ye ulaşacağı tahmin edilmektedir.

Faaliyet Gider Modeli...

- Ekiz Yağ A.Ş.'nin faaliyet giderleri tahmin edilirken amortisman hariç pazarlama ve genel yönetim giderleri ayrı ayrı incelenmiştir. 2009 yılında bazı tek seferlik giderler pazarlama ve genel yönetim giderlerinden düşülürken **önümüzdeki 5 yılda pazarlama giderlerinin reel büyüme ve beklenen enflasyon oranında artacağı varsayılmıştır. Genel yönetim giderlerinin ise beklenen enflasyonun bir miktar üzerinde artacağı öngörülmürken** yıllar itibariyle faaliyet gider büyümesinin ciro büyümesinin üzerinde yer alacağı tahmin edilmiştir. Bu durumun en temel nedeni ise **gelirlerin tahmininde ürün fiyatlarının beklenen enflasyonun oldukça altında alınmasıdır. Şirket'in yurtdışında marka değerini yurtiçinde ise paketli zeytinyağı pazarında pazar payını artırmak istemesi de faaliyet giderlerindeki artışın cironun üzerine çıkmasının bir diğer nedenidir.**

| Faaliyet Gider Modeli | 2007 | 2008 | 2009 | 2010T | 2011T | 2012T | 2013T | 2014T | 2015T |
|---|------------|------------|------------|------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Amortisman Hariç Pazarlama Gid. | 972.243 | 1.569.451 | 2.959.722 | 3.967.500 | 4.793.361 | 5.752.721 | 6.840.577 | 8.080.164 | 8.726.577 |
| Değişim | | 61,4% | 88,6% | 34,0% | 20,8% | 20,0% | 18,9% | 18,1% | 8,0% |
| Pazarlama Gid./Ciro | 3,0% | 4,2% | 3,4% | 4,1% | 4,4% | 4,7% | 5,0% | 5,3% | 5,2% |
| Amortisman Hariç Genel Yönetim | 1.393.389 | 1.253.459 | 1.302.858 | 1.433.144 | 1.576.458 | 1.734.104 | 1.907.514 | 2.098.266 | 2.308.092 |
| Değişim | | -10,0% | 3,9% | 10,0% | 10,0% | 10,0% | 10,0% | 10,0% | 10,0% |
| Reel Satışlar | 7.771.663 | 7.967.601 | 13.805.658 | 17.401.999 | 19.632.179 | 21.990.853 | 24.390.119 | 26.858.665 | 26.858.665 |
| Değişim | | 2,5% | 73,3% | 26,0% | 12,8% | 12,0% | 10,9% | 10,1% | 0,0% |
| Enflasyon | 8,8% | 10,4% | 6,5% | 8,0% | 8,0% | 8,0% | 8,0% | 8,0% | 8,0% |
| Net Satışlar | 32.083.612 | 37.411.480 | 86.310.826 | 96.476.164 | 108.876.246 | 122.732.468 | 137.364.083 | 152.852.707 | 168.137.978 |
| Değişim | | 16,61% | 130,71% | 11,78% | 12,85% | 12,73% | 11,92% | 11,28% | 10,00% |
| Faaliyet Giderlerindeki Amortisman Gid. | 104.235 | 124.278 | 176.420 | 178.486 | 181.902 | 187.667 | 369.569 | 377.895 | 377.895 |
| Amortisman Hariç Toplam Faaliyet Gid.Faal. Gid. | 2.365.632 | 2.822.910 | 4.262.580 | 5.400.644 | 6.369.820 | 7.486.825 | 8.748.091 | 10.178.429 | 11.034.669 |
| Toplam Faaliyet Gid. | 2.469.867 | 2.947.188 | 4.439.000 | 5.579.130 | 6.551.722 | 7.674.491 | 9.117.659 | 10.556.324 | 11.412.564 |

Kaynak: Şirket & BMD Tahmin

| İNA ('000 TL) | 2009 | 2010 T | 2011 T | 2012 T | 2013 T | 2014 T | 2015 T | 2016 T | 2017 T | 2018 T | 2019 T | Uç değer |
|--|--------|--------|---------|---------|---------|---------|---------|--------|--------|--------|--------|----------|
| Net Satışlar | 86.311 | 96.476 | 108.876 | 122.732 | 137.364 | 152.853 | 168.138 | | | | | |
| FAVÖK | 5.273 | 7.053 | 9.342 | 11.689 | 14.368 | 16.360 | 18.224 | | | | | |
| FAVÖK Büyümesi | | 34% | 32% | 25% | 23% | 14% | 11% | | | | | |
| FAVÖK Marjı | 6,11% | 7,31% | 8,58% | 9,52% | 10,46% | 10,70% | 10,84% | | | | | |
| Faiz Vergi Öncesi Kar | 4.860 | 6.635 | 8.916 | 11.249 | 13.502 | 15.475 | 17.339 | | | | | |
| Faiz Vergi Öncesi Kar Büyümesi | | 37% | 34% | 26% | 20% | 15% | 12% | | | | | |
| Vergi Oranı | | 20,0% | 20,0% | 20,0% | 20,0% | 20,0% | 20,0% | | | | | |
| Düzenlenmiş Vergiler | | -1.327 | -1.783 | -2.250 | -2.700 | -3.095 | -3.468 | | | | | |
| Vergi Sonrası Net Faaliyet Karı | | 5.308 | 7.133 | 8.999 | 10.802 | 12.380 | 13.871 | | | | | |
| Vergi Sonrası Net Faaliyet Karı Büyümesi | | | 34% | 26% | 20% | 15% | 12% | | | | | |
| Amortisman | | 418 | 426 | 440 | 866 | 885 | 885 | | | | | |
| Net Yatırım Giderleri | | -144 | -194 | -242 | -7.759 | -291 | -291 | | | | | |
| İşletme Sermayesi Değişimi | 1.462 | -5.951 | -2.069 | -2.324 | -2.451 | -2.626 | -2.626 | | | | | |
| Toplam Nakit Akımı | | -369 | 5.297 | 6.873 | 1.458 | 10.348 | 11.840 | 12.432 | 12.929 | 13.317 | 13.583 | 107.594 |
| Nakit Akımındaki Büyüme | | | A.D. | 29,8% | -78,8% | 610,0% | 14,4% | 5,0% | 4,0% | 3,0% | 2,0% | 1,0% |
| AOSM | | %13,75 | %13,75 | %13,75 | %13,75 | %13,75 | %13,75 | %13,75 | %13,75 | %13,75 | %13,75 | %13,75 |
| İndirgenmiş Nakit Akımı | | -325 | 4.093 | 4.670 | 871 | 5.434 | 5.465 | 5.045 | 4.612 | 4.177 | 3.745 | 29.666 |
| Şimdiki Değer | | 67.453 | | | | | | | | | | |
| Uç Değer Büyüme Oranı | | 1% | | | | | | | | | | |
| Uç Değer Payı | | 44,0% | | | | | | | | | | |
| Net Borç | | 22.186 | | | | | | | | | | |
| Ortaklardan Alacak | | 2.178 | | | | | | | | | | |
| Piyasa Değeri | | 47.445 | | | | | | | | | | |

- İndirgenmiş nakit akımı analizinde kullanılan AOSM'nin tespiti için en uzun vadeli Türk tahvilinin getirisi baz alınmış ve risksiz getiri oranı **%11** olarak belirlenmiştir. **Finansal borç/özsermaye oranları Ekiz Yağ A.Ş.'ye benzeyen yurtdışı rakip firmaların ortalama betası kullanılırken** uzun vadeli borçlanma maliyetinin vergi öncesi **%14** olacağı öngörülmüş ve Şirket için bankaların ortalama **300 baz puan** risk primi koyacağı varsayılmıştır. Şirket'in uzun vadeli TL finansal borçlarının ortalama maliyeti ise **%13**'tür. **Yatırımların finansmanında halka arz sonrası bilançoya girecek olan para da hesaba katılmış ve varlıkların finansmanında özkaynakların %53'lük bir paya sahip olacağı ve yüksek özkaynak nedeni ile Şirket'in bankalar nezdindeki kredibilitésinin artacağı öngörülmüştür.** Bu varsayımlar altında Ekiz Yağ A.Ş. için **%13,75**'lik AOSM maliyeti hesaplanırken muhafazakar bir değerlendirme için **güçlü özkaynağa rağmen borçlanma maliyeti yüksek** alınmıştır.

| İskonto Oranı | 2010-2018 | Uç Değer |
|-------------------------------|---------------|---------------|
| Risksiz getiri oranı | 11,0% | 11% |
| Beta katsayısı | 1,00 | 1,00 |
| Kaldıraçlı beta katsayısı | 1,37 | 1,37 |
| Sermaye piyasası risk primi | 5,0% | 5% |
| Özsermaye maliyeti | 16,00% | 16,00% |
| Kaldıraçlı özsermaye maliyeti | 17,87% | 17,87% |
| Borçlanma maliyeti | 14,00% | 14,00% |
| Vergi oranı | 20,00% | 20,00% |
| Toplam finansal borçlar (T) | 47% | 47% |
| Toplam özkaynaklar (T) | 53% | 53% |
| AOSM | 13,75% | 13,75% |

FAVÖK Marjı Kademeli Artacak...

- 2009 yılında 86 milyon TL ciroya karşılık Şirket'in **5,3 milyon TL düzeltilmiş FAVÖK** ürettiği gözlenmektedir. 2010 yılında ciroda önemli bir artış olmamasına rağmen katma değeri yüksek ürünlerin ciro payının artması FAVÖK marjının 2009 yılında **%6,1** olan seviyesinden cari yılda **%7,3**'e yükselmesinin en önemli nedenidir. Bu ürün gruplarının gelecek 5 yılda satışlarının artmaya devam etmesi ile FAVÖK marjının 2014 yılında **%10**'u aşacağı öngörülmüştür. Cirodaki sınırlı artışa rağmen FAVÖK marjındaki iyileşme 2010 ve sonrasında FAVÖK artışının temel nedenidir. Şirket'in 2010 yılında **7 milyon TL FAVÖK** üreteceğini beklerken 2014 yılında bu rakamın **18,2 milyon TL**'ye ulaşacağı tahmin edilmektedir.
- Şirket'in önümüzdeki 5 yılda mevcut kapasiteyi korumak için yıllık ortalama **217 bin TL yatırım** yapacağı öngörülmüşken 2013 yılındaki taşınma ve kapasite artış yatırımının **7,7 milyon TL** olarak gerçekleşeceği tahmin edilmektedir. Uç değer için normalize yıllık yatırımın 291 bin TL olması beklenirken işletme sermayesi tespitinde alacak, stok ve borç gün süreleri sırasıyla **45, 30 ve 12** olarak alınmıştır. Gün sürelerinin tahmininde geçmiş yıl

verileri ve Şirket yöneticilerinin geleceğe dair beklentileri dikkate alınırken işletme sermayesinin hesaplanmasında alınan ve verilen avanslar da kullanılmıştır.

- 2014 yılında nakit akımlarının %14'ün üzerinde artmasına rağmen 2015-2018 yılları arasında nakit akımları ortalama %3,5 oranında artırılmış ve uç değer büyüme payı %1 olarak belirlenmiştir. Bu sayede muhafazakâr bir değerlendirme yapılması amaçlanırken **toplam değer içinde uç değer payı %44 seviyesinde yer almış Şirket değerinin önemli bir kısmı öngörülebilir zaman diliminden oluşmuştur.**
- Nakit akımları analizi sonucunda Şirket için **67,4 milyon TL** değer tespit edilirken bu değerden **20 milyon TL'lik net borç** düşülmüştür. Net borcun hesaplanmasında ise toplam finansal borçlardan nakit ve benzerleri düşülürken **ortaklardan 2,2 milyon TL'lik alacak nakit ve benzerlerine eklenmiştir.** Sonuç olarak **indirgenmiş nakit akımları metodu ile Ekiz Yağ A.Ş.'nin piyasa değeri 47,4 milyon TL olarak belirlenmiştir.**

Çarpan Analizi

- Çarpan analizinde Ekiz Yağ A.Ş.'nin faaliyet alanına yakın, benzer FAVÖK marjlarında çalışan ve özellikle gelişmekte olan ülke şirketlerinin çarpanları kullanılmaya çalışılmıştır. Bu şirketlerin 2009 yılı ciroları ve 18 Mayıs 2010 piyasa değerleri dikkate alınarak hesaplanan ortalama FD/Satışlar rasyosu **0,87x** olarak tespit edilmiştir. **Bu şirketlerden bazılarının FAVÖK marjı ve kaldıraç oranlarının Ekiz Yağ'a göre daha olumlu olması ve şirketlerin yüksek cirolara sahip olması nedeniyle değer için kullanılacak çarpana bir miktar iskonto uygulanmıştır.** Fakat Ekiz Yağ A.Ş.'nin yeni ürün grupları ile önümüzdeki yıllarda yüksek büyüme potansiyelinin bulunması çarpan iskontosunun **%15** ile sınırlı kalmasına ve değerlemede Ekiz Yağ A.Ş.'nin 2010 yılı satışlarının kullanılmasını beraberinde getirmiş; **değerleme yapılırken 0,74x FD/Satışlar çarpanı kullanılmıştır.**
- 2010 yılı büyümesini dikkate aldığı için benzer şirketlerin 2010 yılı FD/FAVÖK çarpanları kullanılırken tespit edilen ortalama değer **9,03x**'tür. Bu çarpana **%8'lik bir iskonto uygulanmış ve değerlemede 8,3x 2010 FD/FAVÖK** kullanılmıştır.

| Yurtdışı Çarpanlar | Ülke | 2010 FD/FAVÖK |
|--------------------|-----------|---------------|
| Dünya Gıda Sektörü | - | 8,89 |
| Nisshin Oillio | Japonya | 8,12 |
| Taisun Enterprise | Tayvan | 11,72 |
| Raj Oil Mills | Hindistan | 7,21 |
| Fuji Oil | Japonya | 9,43 |
| Bunge Limited | Amerika | 8,80 |
| Ort. | | 9,03 |

| Yurtdışı Çarpanlar | Ülke | 2009 FD/Satışlar |
|-----------------------|------------|------------------|
| Nisshin Oillio | Japonya | 0,43 |
| Farmosa Oil | Tayvan | 0,43 |
| Taisun Enterprise | Tayvan | 0,74 |
| Raj Oil Mills | Hindistan | 0,65 |
| Fuji Oil | Japonya | 0,70 |
| Frankland River Olive | Avustralya | 2,28 |
| Ort. | | 0,87 |

Kaynak: Infinancials & FT

Net Aktif Değer

- Net aktif değer, işletme varlıklarının mevcut piyasa koşullarında satılması durumunda elde edilecek gelirlerden yapılan giderlerin çıkarılması yoluyla hesaplanmaktadır. Kısaca net aktif değeri, şirketin piyasa değerleri ile ifade edilmiş varlıklarından mevcut borçlarının çıkarılması sonucunda elde kalan aktiflerin değeri olarak tanımlanabilir. **Bu değerlendirme yönteminde Şirket'in kuruluş yılından beri oluşturduğu müşteri ağı, marka değeri, firmanın işleyen değeri, alacaklılar ve tedarikçileri ile olan güçlü ilişkileri ve şerefiyesi dikkate alınmamış ve tüm varlıkların normal koşullarda satılmaları halinde elde edilecek gelir hesaplanmıştır.**
- Öncelikle Ekiz Yağ ve Sabun A.Ş.'nin İMKB'de işlem gören ve piyasa değeri oluşmuş bir iştiraki bulunmamakta ve stokların piyasada istenildiği an değeri üzerinden nakde çevrilebileceği öngörülmektedir.
- 2009 sonu bağımsız denetim raporundaki varlık ve yükümlülüklerin mevcut piyasa değerlerini oluşturduğu varsayılırken halka arz ile birlikte 2009 bilançosuna 16,4 milyon TL para girişinin olacağı dikkate alınmıştır. Maddi duran varlıklarının yanı sıra Şirket'in diğer aktifleri ile birlikte bilançodaki toplam varlık değeri **66,5 milyon TL** seviyesinde oluşmaktadır. Varlıkların değeri belirlenirken ticari alacaklar, hazır değerler ve stokların bilanço tarihinde oluşan değeri dikkate alınmakla birlikte stoklardan gerekli değer düşüklükleri indirilerek net değere ulaşılırken ticari alacaklardan şüpheli ticari alacak kısmı indirilmiştir.
- Yükümlülük tarafına bakıldığında ise toplam **40,9 milyon TL**'lik bir rakama ulaşılmakta ve yükümlülükler belirlenirken ticari borçların bilanço dönemindeki değeri alınmış ve kıdem tazminatı karşılıkları da konsolide bilançoda pasifler tarafına eklenmiştir.
- Bu durumda Şirket'in 2009 bilançosuna göre net aktif değeri **25,6 milyon TL** olarak belirlenmiştir. **Halka arz sonrası piyasa değerinin 53 milyon TL olduğu dikkate alınırsa Ekiz Yağ'ın Piyasa Değeri/Defter Değeri rasyosu 2x olarak gerçekleşmektedir.**

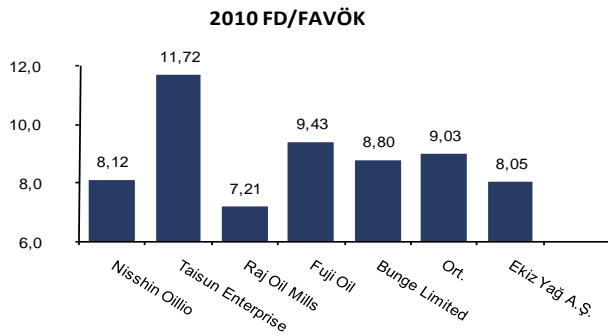
| VARLIKLAR | 31.12.2009 |
|-------------------------------|-------------------|
| Dönen Varlıklar | 48.377.456 |
| Nakit ve Nakit Benzerleri | 869.977 |
| Halka Arz Para Girişi | 16.458.750 |
| Finansal Yatırımlar | - |
| Ticari Alacaklar | 13.169.584 |
| Diğer Alacaklar | 3.015.748 |
| Stoklar | 3.883.673 |
| Diğer Dönen Varlıklar | 10.979.724 |
| Duran Varlıklar | 18.148.994 |
| Diğer Alacaklar | - |
| Finansal Yatırımlar | - |
| Maddi Duran Varlıklar | 15.018.146 |
| Maddi Olmayan Duran Varlıklar | 966.822 |
| Ertelenen Vergi Varlıkları | 1.796.660 |
| Diğer Duran Varlıklar | 367.366 |
| TOPLAM VARLIKLAR | 66.526.450 |

| KAYNAKLAR | 31.12.2009 |
|--|-------------------|
| Kısa Vadeli Yükümlülükler | 36.607.936 |
| Finansal Borçlar | 18.885.518 |
| Ticari Borçlar | 5.351.394 |
| Diğer Borçlar | 130.576 |
| Çalışanlara Sağlanan Faydalara İlişkin Karşılıklar | 54.587 |
| Dönem Karı Vergi Yükümlülüğü | 245.875 |
| Borç Karşılıkları | - |
| Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler | 11.939.986 |
| Uzun Vadeli Yükümlülükler | 4.269.930 |
| Finansal Borçlar | 4.170.189 |
| Ticari Borçlar (net) | - |
| Diğer Borçlar | - |
| Çalışanlara Sağlanan Faydalara İlişkin Karşılıklar | 86.794 |
| Borç Karşılıkları | - |
| Ertelenen Vergi Yükümlülüğü | 12.947 |
| Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler | - |
| ÖZKAYNAKLAR (Net Aktif Değer) | 25.648.584 |

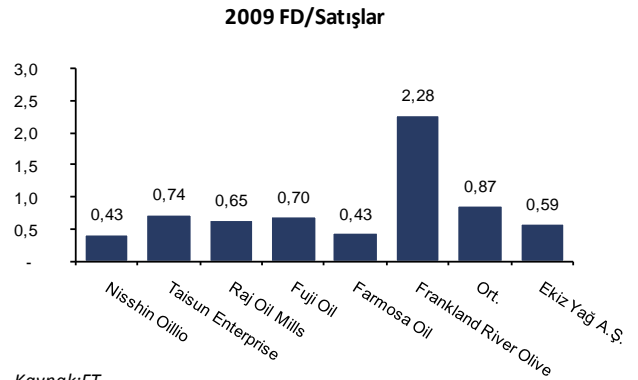
| Değerleme Metodoloji | Ağırlık | Piyasa Değeri (TL) |
|---|---------|--------------------|
| İNA | 60% | 47.445.085 |
| 8,3x 10FD/FAVÖK (Yurtdışı) | 24% | 38.510.505 |
| 0,74x 09FD/Satışlar (Yurtdışı) | 16% | 51.384.631 |
| Halka Arz Öncesi Piyasa Değeri (TL) | | 45.931.113 |
| Halka Arz İskontosu | | 20% |
| Halka Arz Öncesi İskontolu Piyasa Değeri (TL) | | 36.744.891 |
| Halka Arz Öncesi Ödenmiş Sermaye (TL) | | 5.500.000 |
| Halka Arz Birim Hisse Fiyatı (TL) | | 6,65 |
| Sermaye Artırımı | | 2.475.000 |
| Ortak Satışı | | 371.250 |
| Halka Arz Sonrası Sermaye | | 7.975.000 |
| Halka Açıklık Oranı | | 35,7% |
| Halka Arz Sonrası Piyasa Değeri (TL) | | 53.033.750 |
| Halka Arz Birim Hisse Fiyatı (TL) | | 6,65 |

Hisse Birim 6,65 TL Halka Arz Fiyatı...

- İNA analizi sonucunda Şirket için **47,4 milyon TL piyasa değeri** tespit edilirken FD/FAVÖK ve FD/Satışlar rasyoları ile sırasıyla **38,5** ve **51,4 milyon TL piyasa değeri** belirlenmiştir. Değerlemede İNA analizine **%60** oranında ağırlık verilirken çarpanlarla bulunan değere **%40** ağırlık verilmiştir. Sonuç olarak Şirket için **45,9 milyon TL piyasa değerine** ulaşılırken bu değere **%20 halka arz iskontosu** uygulandığında **halka arz için baz fiyat hisse başı 6,65 TL** olarak hesaplanmıştır. **%45 sermaye artırımı** ve **%35,7**'lik halka açıklık oranında Şirket'e para girişi **16,4 milyon TL** olarak gerçekleşecektir.



Kaynak:FT



Kaynak:FT

- Şirket'in halka arz fiyatına göre oluşan çarpanları yurtdışı benzer şirketlerle kıyaslandığında FD/FAVÖK çarpanının benzer şirketlerin ortalamalarına göre **%11**, FD/Satışlar çarpanının ise **%32,4 oranında iskontolu** olduğu görülmektedir.

| Değerleme Parametreleri | 2009 | 2010T | 2011T | 2012T |
|-------------------------|-------|-------|-------|-------|
| FD/FAVÖK (x) | 10,76 | 8,0 | 6,1 | 4,9 |
| FD/Satışlar (x) | 0,66 | 0,59 | 0,52 | 0,46 |

| Varsayımlar | 2009 | 2010T | 2011T | 2012T |
|-------------------------|--------|--------|--------|--------|
| Yurtiçi Satışlar (Ton) | 8.675 | 10.547 | 12.006 | 13.518 |
| Değişim | 38,1% | 21,6% | 13,8% | 12,6% |
| Yurtdışı Satışlar (Ton) | 5.130 | 6.855 | 7.626 | 8.473 |
| Değişim | 204,5% | 33,6% | 11,2% | 11,1% |

| Gelir Tablosu (Mn TL) | 2007 | 2008 | 2009 | 2010T |
|--------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Net Satışlar | 32,1 | 37,4 | 86,3 | 96,5 |
| Brüt Kar | 1,6 | 4,0 | 9,7 | 12,2 |
| <i>Brüt Kar Marjı</i> | <i>5,1%</i> | <i>10,7%</i> | <i>11,2%</i> | <i>12,7%</i> |
| Faaliyet Giderleri | 2,5 | 2,9 | 4,9 | 5,6 |
| <i>Faaliyet Gid/Ciro</i> | <i>7,7%</i> | <i>7,9%</i> | <i>5,7%</i> | <i>5,8%</i> |
| Faaliyet Karı | -0,8 | 1,1 | 4,9 | 6,6 |
| <i>Faaliyet Marjı</i> | <i>-2,5%</i> | <i>2,8%</i> | <i>5,6%</i> | <i>6,9%</i> |
| FAVÖK | -0,6 | 1,4 | 5,3 | 7,1 |
| <i>FAVÖK Marjı</i> | <i>-1,8%</i> | <i>3,6%</i> | <i>6,1%</i> | <i>7,3%</i> |

| VARLIKLAR | 31.12.2009 | 31.12.2008 | 31.12.2007 |
|-------------------------------|-------------------|-------------------|-------------------|
| Dönen Varlıklar | 31.918.706 | 16.536.517 | 10.474.594 |
| Nakit ve Nakit Benzerleri | 869.977 | 2.051.699 | 1.211.980 |
| Finansal Yatırımlar | - | - | - |
| Ticari Alacaklar | 13.169.584 | 3.314.939 | 1.862.085 |
| Diğer Alacaklar | 3.015.748 | 531.818 | 39.636 |
| Stoklar | 3.883.673 | 7.878.819 | 6.023.232 |
| Diğer Dönen Varlıklar | 10.979.724 | 2.759.242 | 1.337.661 |
| Duran Varlıklar | 18.148.994 | 16.456.846 | 4.179.170 |
| Diğer Alacaklar | - | - | - |
| Finansal Yatırımlar | - | - | - |
| Maddi Duran Varlıklar | 15.018.146 | 13.166.878 | 3.262.080 |
| Maddi Olmayan Duran Varlıklar | 966.822 | 174.069 | 175.907 |
| Ertelenen Vergi Varlıkları | 1.796.660 | 1.642.209 | 741.183 |
| Diğer Duran Varlıklar | 367.366 | 1.473.690 | - |
| TOPLAM VARLIKLAR | 50.067.700 | 32.993.363 | 14.653.764 |

| KAYNAKLAR | 31.12.2009 | 31.12.2008 | 31.12.2007 |
|--|-------------------|-------------------|-------------------|
| Kısa Vadeli Yükümlülükler | 36.607.936 | 24.308.550 | 12.909.440 |
| Finansal Borçlar | 18.885.518 | 23.042.735 | 12.231.703 |
| Ticari Borçlar | 5.351.394 | 1.055.096 | 471.166 |
| Diğer Borçlar | 130.576 | 47.777 | 40.768 |
| Çalışanlara Sağlanan Faydalara İlişkin Karşılıklar | 54.587 | 42.498 | 31.792 |
| Dönem Karı Vergi Yükümlülüğü | 245.875 | - | 73.607 |
| Borç Karşılıkları | - | - | - |
| Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler | 11.939.986 | 120.444 | 60.404 |
| Uzun Vadeli Yükümlülükler | 4.269.930 | 158.807 | 119.246 |
| Finansal Borçlar | 4.170.189 | - | - |
| Ticari Borçlar (net) | - | - | - |
| Diğer Borçlar | - | - | - |
| Çalışanlara Sağlanan Faydalara İlişkin Karşılıklar | 86.794 | 98.405 | 91.341 |
| Borç Karşılıkları | - | - | - |
| Ertelenen Vergi Yükümlülüğü | 12.947 | 60.402 | 27.905 |
| Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler | - | - | - |
| ÖZKAYNAKLAR | 9.189.834 | 8.526.006 | 1.625.078 |
| Ödenmiş Sermaye | 4.986.592 | 4.658.567 | 3.375.000 |
| Sermaye Düzeltmesi Farkları | 48.748 | 48.748 | 48.748 |
| Değer Artış Fonları | 10.118.963 | 10.054.304 | - |
| Kardan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler | 221.723 | 221.723 | 200.000 |
| Geçmiş Yıllar Kar / (Zararları) | (6.521.995) | (2.270.472) | (1.067.119) |
| Net Dönem Karı / (Zararı) | 335.803 | (4.186.864) | (931.551) |
| TOPLAM KAYNAKLAR | 50.067.700 | 32.993.363 | 14.653.764 |