



ORÇAY ORTAKÖY SANAYİ VE TİCARET A.Ş.

"FİYAT TESPİT RAPORU" ANALİZİ

Ağustos 2021



İÇİNDEKİLER

I. HALKA ARZA İLİŞKİN BİLGİLER	3
II. ŞİRKET BİLGİLERİ	4
III. FAALİYETLER	5
IV. FİNANSAL GÖRÜNÜM	9
V. DEĞERLEME	10
VI. GÖRÜŞ	14

İşbu rapor Sermaye Piyasası Kurulu'nun VII-128,1 Pay Tebliği 29. maddesine istinaden Ziraat Yatırım Menkul Değerler A.Ş. (kısaca "Ziraat Yatırım") tarafından Tera Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin (kısaca "Tera Yatırım") lider olduğu Orçay Ortaköy Sanayi ve Ticaret A.Ş. ("Orçay" veya kısaca "Şirket") paylarının halka arzı kapsamında Tera Yatırım tarafından hazırlanan fiyat tespit raporunu değerlendirmek amacıyla hazırlanmış olup, yatırımcıların pay alım satımına ilişkin herhangi bir tavsiye veya teklif içermemektedir. Yatırımcılar, halka arza ilişkin izahnameyi inceleyerek karar vermelidir. Rapor içerisinde bulunabilecek hata ve noksanlıklardan dolayı Ziraat Yatırım hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz.

I. HALKA ARZA İLİŞKİN BİLGİLER

Halka Arz Öncesi Ödenmiş Sermaye	■ 12.465.000 TL
Halka Arz Sonrası Ödenmiş Sermaye	■ 20.465.000 TL
Halka Arz Miktarı ve Türü	■ 8.000.000 TL nominal – Sermaye Artırımı
Halka Arz Şekli	■ Sabit Fiyat ile Borsa'da Satış
Halka Arz Fiyatı	■ 9,90 TL
Halka Arz Büyüklüğü	■ 79.200.000 TL
Halka Arz Oranı	■ %39,09
Halka Arz Tarihi	■ 26-27 Ağustos 2021
Borsada İşlem Görme Tarihi (tahmini) / Pazarı	■ 02-03 Eylül 2021 / Ana Pazar
Halka Arz Lideri	■ Tera Yatırım Menkul Değerler A.Ş. (kısaca "Tera Yatırım")
Taahhütler	<p>■ Orçay, Şirket paylarının Borsa İstanbul'da işlem görmeye başladığı tarihten itibaren 1 yıl boyunca bedelli sermaye artırımını yapmayacağını ve dolaşımdaki pay miktarının artmasına sebep olmayacağını taahhüt etmiştir.</p> <p>■ Şirket'in mevcut ortakları, Ahmet Erdoğan, Mehmet Erdoğan ve Fatih Erdoğan; Şirket paylarının Borsa İstanbul'da işlem görmeye başlamasından itibaren 1 yıl boyunca sahip oldukları payları halka arz fiyatının altındaki bir fiyattan satmayacaklarını taahhüt etmişlerdir.</p>
Fiyat İstikrarı	■ Planlanmamaktadır.

11. ŞİRKET BİLGİLERİ

Bu bölümdeki ifadeler, tablo ve grafikler Orçay Halka Arz İzahnamesi ve Fiyat Tespit Raporu'ndan alınmıştır.

- Orçay Ortaköy Çay Sanayi ve Ticaret A.Ş. (kısaca "Orçay" ya da Şirket") 1986 yılında, kendi ürettikleri çayı işlemek ve artı kalan kapasitesi ile ticari amaçlı çay üretimi ve satışı yapmak amacıyla 37 ortağın bir araya gelmesi ile kurulmuştur.
- Şirket, Türkiye'deki ilk özel yaş çay işleme ve üretim şirketlerinden biridir.
- Şirket'in kuruluşunda ortak sayısı 37 iken işlerin, sektörün ve ülkenin ekonomik gelişimine bağlı olarak ortakların sayısında değişiklik yaşanmış olup, mevcut ortak sayısı 24'e düşmüştür.
- Şirket, ilk üretimini Rize'nin Güneysu ilçesinde gerçekleştirmiş olup, mevcutta 11.000 m² kapalı alan içerisinde günde 150 ton yaş çay işleme kapasitesine, yılda 2.000 ton kuru çay üretimine ve yıllık 6.000 ton çay paketleme kapasitesine ulaşmıştır.
- Şirket'in mevcut ve halka arz sonrası ortaklık yapısı aşağıdaki gibidir:

ORÇAY Ortaklık Yapısı					
		Halka Arz Öncesi		Halka Arz Sonrası	
Ortak Unvanı	Pay Grubu	Sermaye Tutarı (TL)	Sermaye Payı	Sermaye Tutarı (TL)	Sermaye Payı
Mehmet Erdoğan	A	775.420	6,22%	775.420	3,79%
	B	2.481.351	19,91%	2.481.351	12,12%
Fatih Erdoğan	A	775.420	6,22%	775.420	3,79%
	B	2.481.351	19,91%	2.481.351	12,12%
Ahmet Erdoğan	A	857.243	6,88%	857.243	4,19%
	B	2.743.187	22,01%	2.743.187	13,40%
Süleyman Kar	A	170.806	1,37%	170.806	0,83%
	B	546.582	4,38%	546.582	2,67%
Diğer	A	388.961	3,12%	388.961	1,90%
	B	1.244.679	9,99%	1.244.679	6,08%
Halka Açık	B	-		8.000.000	39,09%
Toplam		12.465.000	100,00%	20.465.000	100,00%

- Şirket'in çıkarılmış sermayesi 12.465.000 adet paya ayrılmış, toplam 12.465.000 TL değerindedir. Payların 2.967.850 adedi A grubu imtiyazlı, 9.497.150 adedi ise B grubu imtiyazlı olmayan paylardır.
- A grubu ve B grubu paylar nama yazılıdır. Genel kurul toplantılarında A grubu pay sahiplerinin bir paya karşılık 5 (beş) oy, B grubu pay sahiplerinin ise bir paya karşılık 1 (bir) oy hakkı bulunmaktadır. Ayrıca, 5 kişiden oluşan yönetim kurulu üyelerinin 2 adedi A grubu pay sahiplerinin göstereceği adaylar arasından seçilmektedir.
- Şirket'in finansal duran varlığı bulunmamaktadır.

-
- Şirket'in üretim hattında 2 gıda mühendisi, 3 ziraat mühendisi, 1 tadım uzmanı, 1 elektrik elektronik teknikeri, 1 makine teknikeri ve bunların yanında üretim teknik personeliyle birlikte 88 çalışanı bulunmaktadır. (44 personel sürekli sözleşme kapsamında çalışmakta olup diğer 44 personeli ise mevsimsel, yoğunluk nedeniyle geçici personel olarak görev yapmaktadır.)

|||. FAALİYETLER

- Şirket, çay ve benzer gıda ürünleriyle ilgili her türlü üretim ve ticaretin yapılması, hammadde, yarı mamul ve mamul halinde çay ve benzeri ürünlerin yurtiçi ve dışında satış ve pazarlamasını yapmak, imalat ve ambalajlama işlemleri için gerekli her türlü makine ve malzemeyi ithal ve ihraç etmek, yurt içi ve dışından hammadde temini ve satımı ile ürettiği yarı mamul ve mamul maddesinin yurt içi ve yurt dışında pazarlama alanlarında faaliyet göstermektedir.
- Şirket'in mevcut durumdaki çay üretim kapasitesi günlük 150 ton civarındadır.
- Orçay, üretime geçtiği 1986 yılından 1990 yılına kadar çay (paketsiz) yani yarı mamul şeklinde üretim ve satışını yapmıştır. 1991 yılından itibaren ise çay mamul üretimi yerine paketleme yatırımlarına başlayarak yarı mamulden, mamul üretimine geçerek,
 - Orçay Dost,
 - Orçay Hasret,
 - Güneyse Gülistan
 - Orçay Orijinal

markalarıyla paketli çay satışlarına başlamıştır.

- Şirket paketleme binasında;
 - 2 Tam Otomatik Dikey Dolu Makinesi
 - 2 Tam Otomatik Yatay Dolu Makinesi
 - Tam Otomatik Harmanlama Sistemi
 - Tam Otomatik Poşet Dolu Makinesi
 - Tam Otomatik Bergamot Harmanlama Sistemi
 - Bitmiş Ürün Hazırlama Sistemi
 - Kontrol ve Yükleme Sistemi

ile faaliyetlerini sürdürmektedir.

- Şirket, 2021 yılı itibariyle ana faaliyet modelini büyük oranda değiştirmiş olup, önceki yıllarda kendi yetiştirdiği ve diğer üreticilerden satın aldığı yaş çayı üretim sürecinden geçirerek paketli çay satışı ve çuvallı çay satışı yapmıştır. Mevcut durumda ise paketli çay faaliyetine devam etmekle birlikte, hasılatın büyük kısmı ÇAYKUR'dan aldığı ve herhangi bir üretim sürecinden geçirilmeden yaptığı çuvallı kuru çay satışlarından oluşmaktadır.

➤ Üretilen ve satın alınan çaylar;

- **Paketli Çay:** Yüksek rakımlı bölgelerden 2-2,5 yaprak yaş çay tek tek toplanarak tamamen doğal yöntemlerle soldurma işlemi yapılmaktadır. Özel 15 kg mini kıvrma makinesinde parçalama yapmadan kıvrılma işlemi yapılmakta, aynı zamanda doğal yöntemlerle oksidasyon (fermantasyon) işlemi gerçekleştirilmektedir. Özel tasarlanmış mini elektrikli fırında kurutma işleminden sonra tüketime hazır hale getirilip, farklı gramajlarda paketlenerek son tüketiciye satışı yapılmaktadır.

-
- **Çuvallı Çay:** Yaş çayın kurutma işlemlerinden geçilerek yarı mamul haline getirilmiş halidir. Söz konusu çay çuvallarda mamul haline getirilmek üzere satılmakta veya depolanmaktadır. Şirket'in 2021 yılından itibaren satışlarının %81'ini oluşturan yarı mamul olarak tabir edilen çuvallı çay satışları, ÇAYKUR ile imzalanan 22 Şubat 2021 tarihli sözleşme kapsamında ÇAYKUR'dan vadeli olarak alınan ve herhangi bir işleme tabi tutulmadan satılan çuvallı çaylardır.
 - **Yaş Çay:** Çayın Tarlalardan toplanmış hammadde halidir.
 - **Beyaz-Yeşil Çay:** Beyaz çay, her bir filiz teker teker elle toplanarak makine işlemi görmeden özel bölümlerde serilip kurutulurken elde edilmektedir. Yeşil çay ise, 1,5-2 yaprak taze filizlerin elle toplanarak hasat edilmesiyle üretilmektedir. Çin tipi yöntemle 120 derecede 4-5 dakika şoklanarak fermente olması durdurulur. Bu işlem çayın yeşil kalmasını sağlamaktadır. Siyah çaya göre üretim metodu farklıdır. Rezistanslı tava tipi kurutucuda 70-80 derecede sürekli elle yuvarlama işlemi yapılarak hem kıvrımlı hale gelmesi sağlanır hem de yaklaşık 1,5 saat sürede kurutma işlemi gerçekleştirilir.
- **Şirket'in Gerçekleştirdiği Önemli Projeleri:**
- **Çay fabrikası kapasite artırımı ve teknoloji yenileme:** Amacı alınan çayın, kuru çay olarak işlenip paketlenmesi olan bu proje 2009 yılında hayata geçirilmiş olup, proje ile pazar talepleri göz önünde bulundurularak pazara sunulmak üzere, çayın hammadden paketlenme yoluyla tam mamul haline getirilerek satışı hedeflenmiştir. Bununla birlikte; Karadeniz yöresinde yetişen ve kolay bozulabilen yaş çay yaprağının Şirket tesislerinde işlenerek kuru çay olarak paketlenmesi ile güvenli gıda formunda pazarlama ve satış imkânlarının artması yanında tesislerin etkin ve verimli kapasitede çalışması sağlanmıştır.
 - **Tesislerin modernizasyonu, teknoloji geliştirme ve yenileme yatırımı:** Bu proje 2011 yılında hayata geçirilmiş olup, amacı; tarımsal pazarlama altyapısının geliştirilmesi ile gıda kontrol, kalite ve güvenliliğin geliştirilmesidir. Bu proje ile birlikte bölgedeki çay üreticisinin elindeki ürünlerin tümünün alınması mümkün olmuş, bu durum gelirlerin artmasına ve ürünün ziyan olması engellenmiştir. Aynı zamanda proje ile birlikte bölgeye has ürünlerin, dünya standartlarına uygun kalitede olması sağlanmış, ürünün özelliği tam olarak korunmuştur.
 - **Çayın üretimden paketlenmesine kadar olan proste standartlarının dünya normlarında oluşturulması, teknoloji yenileme ve kapasite artırımı süreçleri:** Bu proje 2013 yılında yurtdışı pazarlarda satılmak üzere üretilen ve bölgenin başlıca geçim kaynaklarından biri olan çayın dünya pazarında rekabet avantajı elde etmesi için uluslararası normlarda kabul görmüş kalite standartlarında üretim yapılması (IFS, ISO 9001, ISO 14001, ISO 22000, OHSAS) ve paketlenen ürünlerin içeriğinin standart (homojenize) hale getirilmesi süreçlerinin oluşturulması yatırımdır. Bu gelişmelerin sonucu olarak, bölgenin başlıca tarımsal ürünü olan yaş çayın yerel üretimde kalitesinin ve üretimde verimliliğinin artması sonucunda markalaşma sağlanmış ve hedef müşteri kitlesine göre mal ve hizmet üretimi gerçekleştirilmiştir.
 - **Tesislerin kapasite artırımı için makine ekipman alımı ve paketlenme hattının geliştirilmesi ile yeni teknoloji yatırımları:** 2016 yılında yapılan bu yatırım ile çay üreticilerinden yaş çayın alınma safhasında,

kuru çay olarak işlenip ardından bu işlenen kuru çayın paketleme aşamasına kadar olan üretim sürecinde, üretici ile firma arasında entegrasyonun sağlanması ve bu şekilde tarımsal pazarlama altyapısının geliştirilmesi, gıda güvenliğinin güçlendirilmesi yanında aynı zamanda üreticilere alternatif gelir kaynaklarının oluşturulması, bölge üreticilerinin üretimlerini geliştirme ve etkinliğinin artırılması çalışmaları hedeflenmiştir.

➤ **Şirket'in Bazı Önemli Sözleşmeleri:**

❖ **Gayrimenkul Kira Sözleşmeleri**

- **İstanbul Şube Kira Sözleşmesi;** Şirket İstanbul Başakşehir adresinden bulunan işyerini İstanbul Şubesi olarak kullanmak üzere 2018 yılında 2 yıl süreli sözleşme imzalamış olup, 2021 yılında 1 yıl daha uzatılmıştır.
- **Ankara Şube Kira Sözleşmesi;** Şirket, Ankara Yenimahalle adresinde bulunan Ankara Şubesi olarak kullanmak üzere 2015 tarihinde 1 yıl süreli sözleşme imzalamış olup, 2020 yılında 1 yıl daha uzatılmıştır.

❖ **Faaliyetleri İle İlgili Sözleşmeler**

- **Dökme Çay (Yarı Mamul) Satış Sözleşmesi;** Şirket ile Çay İşletmeleri Genel Müdürlüğü (ÇAYKUR) arasında 22.02.2021 tarihinde imzalanan sözleşmede, Şirket ve ÇAYKUR arasında yapılacak 2019 yılı ve öncesi torbalı kuru çay (yarı mamul) alımına ilişkin olarak tarafların karşılıklı hak ve yükümlülüklerine ilişkin hükümler düzenlenmiştir. Sözleşme 31.12.2021 tarihinde kendiliğinden sonra erecektir.

▪ **Alım-Satım Sözleşmeleri:**

- Şirket ile Efor Çay San. Tic. A.Ş arasında 16.11.2020 tarihinde belirsiz süreli sözleşme imzalanmış olup, bu sözleşme ile Şirket ve Efor Çay arasında,
- Ak Tarım Gübre Çay San. İnş. Nak. Ve Tic. Ltd. Şti. arasında 24.03.2020 tarihinde belirsiz süreli sözleşme imzalanmış olup, bu sözleşme ile Şirket ve Ak Tarım arasında
- Ravza Çay Müteahhitlik Gıda San. ve Tic. Ltd. tarihinde 30.12.2020 tarihinde sonlanacak (mevcutta devam ettiği bilgisi verilmiştir) sözleşme ile Şirket ve Ravza Çay Müteahhitlik arasında yapılacak çay alım satımına ilişkin olarak tarafların karşılıklı hak ve yükümlülüklerine ilişkin hükümler düzenlenmiştir.

- **Fason Üretim ve Satış Sözleşmesi:** Şirket ile Bursa Pazarı İnş. San. ve Tic. A.Ş arasında, Şirket'in Bursa Pazarı'na fason olarak bardak çay üretmesine ilişkin sözleşme imzalanmıştır.

▪ **Satıcı İş Ortağı ve İlan Sözleşmeleri:**

- Şirket ile Doğu Planet Elektronik Tic. Ve Bilişim Hizmetleri A.Ş arasında, Doğu Planet tarafından işletilen www.n11.com.tr alan adlı e-ticaret platformunda,
- Şirket ile Dsm Grup Danışmanlık İletişim ve Satış Tic. A.Ş arasında, Dsm Grup tarafından işletilen www.trendyol.com alan adlı e-ticaret platformunda,

- Şirket ile D-Market Elektronik Hizmetler ve Ticaret A.Ş arasında, D-Market tarafından işletilen www.hepsiburada.com alan adlı e-ticaret platformunda,
 - Şirket'in sanal mağaza açma, sanal mağazada ilan yayınlama ve müşterilerine satış yapması ile ilgili sözleşme imzalanmıştır.
- Türk çay sektöründe 207 fabrika bulunmaktadır. Bunların 47'si Çaykur ve 160'ı özel sektöre ait çay fabrikalarıdır. 2020 yılında 1.445.180.491 kg yaş çay işlemiş olup, 280.000 ton kuru çay elde edilmiştir. Üretilen yaş çayın %46,75'i özel sektör ve %53,25'i Çaykur tarafından işlenmektedir.
- Şirket'in faaliyet konularına göre satışları aşağıdaki tablo da yer almaktadır:

HASILAT (TL)	31.12.2018	31.12.2019	31.12.2020	31.03.2021
Paketli Çay Satışları	23.287.687	30.439.999	22.066.664	31.570.247
Çuvalı Çay Satışları	10.770.699	17.894.071	34.560.956	8.587.560
Beyaz-Yeşil Çay Satışları	162.541	67.882	14.483	9.409
Yaş Çay Satışları	2.683.212	213.986	1.994.984	-
Diğer Satışlar	1.332.329	1.067.228	689.823	-
Brüt Satışlar	38.236.468	49.683.166	59.326.910	40.167.216
Satıştan İadeler (-)	(1.178.558)	(1.017.197)	(2.510.468)	(229.949)
Net Satışlar	75.294.378	98.349.135	116.143.352	80.104.483

IV. FİNANSAL GÖRÜNÜM

Bu bölümdeki ifadeler, tablo ve grafikler Orçay Halka Arz İzahnamesi ve Fiyat Tespit Raporu'ndan alınmıştır.

Bilanço (TL)	31.12.2018	31.12.2019	31.12.2020	31.03.2021
Dönen Varlıklar	38.064.209	40.102.191	65.414.494	166.702.320
Nakit ve Nakit Benzerleri	282.123	447.340	20.784.059	5.335.520
Ticari Alacaklar	6.650.822	11.696.990	27.494.710	48.956.631
Diğer Alacaklar	8.349.398	10.039.636	991.825	1.631.859
Stoklar	22.675.138	17.598.439	16.133.345	100.097.900
Peşin Ödenmiş Giderler	38.984	40.617	10.555	31.985
Diğer Dönen Varlıklar	67.744	279.169	-	10.648.425
Duran Varlıklar	10.286.179	9.834.405	40.325.049	52.533.732
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller	177.084	-	-	16.926.214
Maddi Duran Varlıklar	8.373.020	8.193.902	39.437.222	34.849.453
Kullanım Hakları	1.301.451	1.165.567	869.029	739.927
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	4.049	3.111	18.798	18.138
Ertelenmiş Vergi Varlığı	430.575	471.825	-	-
AKTİF TOPLAMI	48.350.388	49.936.596	105.739.543	219.236.052
Kısa Vadeli Yükümlülükler	30.799.841	35.324.335	55.036.792	161.423.070
Kısa Vadeli Borçlanmalar	20.942.301	21.243.982	38.413.730	31.797.693
Ticari Borçlar	6.845.572	12.320.627	10.046.917	124.439.756
Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kapsamında Borçlar	194.442	147.264	195.206	226.025
Diğer Borçlar	29.597	91.313	5.967.729	2.414.694
Ertelenmiş Gelirler	2.778.871	1.451.765	244.233	2.171.209
Dönem Karı Vergi Yükümlülüğü	4.953	63.673	125.203	292.528
Kısa Vadeli Karşılıklar	4.105	5.711	43.774	81.165
Uzun Vadeli Yükümlülükler	7.852.099	4.821.962	15.568.026	20.683.523
Uzun Vadeli Borçlanmalar	7.284.805	4.240.553	11.105.353	15.775.612
Uzun Vadeli Karşılıklar	567.294	581.409	706.409	861.161
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	-	-	3.756.264	4.046.750
TOPLAM YÜKÜMLÜLÜKLER	38.651.940	40.146.297	70.604.818	182.106.593
Öz kaynaklar	9.698.448	9.790.299	35.134.725	37.129.459
Ödenmiş Sermaye	10.500.000	10.500.000	10.500.000	10.500.000
Kar veya Zararda Yeniden Sınıflandırılmayacak Birikmiş Diğer Kapsamlı Gelirler veya Giderler	-	(107.124)	23.213.233	23.156.143
Kardan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	394.863	394.863	394.863	469.914
Geçmiş Yıl Karları (Zararları)	(341.940)	(1.196.415)	(997.440)	951.578
Net Dönem Karı	-854.475	198.975	2.024.069	2.051.824
TOPLAM YÜKÜMLÜLÜK VE ÖZKAYNAKLAR	48.350.388	49.936.596	105.739.543	219.236.052

GELİR TABLOSU (TL)	31.12.2018	31.12.2019	31.12.2020	31.03.2020	31.03.2021
Hasılat	37.057.910	48.665.969	56.816.442	8.403.318	39.937.267
Satışların Maliyeti (-)	(32.349.856)	(45.322.437)	(50.877.350)	(8.131.401)	(37.791.828)
Ticari Faaliyetlerden Brüt Kâr	4.708.054	3.343.532	5.939.092	271.917	2.145.439
Pazarlama Satış ve Dağıtım Giderleri (-)	(2.245.223)	(2.299.248)	(1.681.032)	(242.659)	(415.482)
Genel Yönetim Giderleri (-)	(925.271)	(1.064.351)	(1.334.373)	(381.789)	(511.285)
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	508.426	11.574	133	15.052	114.512
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler(-)	(2.915.221)	(1.976.281)	(591.653)	(732.217)	(278.092)
Esas Faaliyet Kârı	(869.235)	(1.984.774)	2.332.167	(1.069.696)	1.055.092
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	10.000	206.223	429.984	-	33.174
Diğer Gelirler	3.307.901-	4.538.956	5.844.598	1.523.609	-
TFRS 9 Uyarınca Belirlenen Değ. Düş. Kazançları/ Zararları ve Değ. Düş. Zararlarının İptalleri	(72.463)	(46.574)	754	(160)	(401.624)
Finansman Geliri/(Gideri) Öncesi Faaliyet Kârı/(Zararı)	2.376.203	2.713.831	8.607.503	453.753	686.642
Finansman Gelirleri	273.386	1.004.160	543.231	649.114	7.045.402
Finansman Giderleri(-)	(3.768.799)	(3.450.020)	(6.802.327)	(1.891.032)	(5.081.104)
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Öncesi Kârı	(1.119.210)	267.971	2.348.407	(788.165)	2.650.940
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Geliri/(Gideri)	264.735	(68.996)	(324.338)	119.696	(599.116)
<i>Dönem Vergi Gideri</i>	<i>264.735</i>	<i>(68.996)</i>	<i>(324.338)</i>	<i>119.696</i>	<i>(599.116)</i>
NET DÖNEM KÂRI	(854.475)	198.975	2.024.069	(668.469)	2.051.824

V. DEĞERLEME

Bu bölümdeki ifadeler, tablo ve grafikler Orçay Halka Arz İzahnamesi ve Fiyat Tespit Raporu'ndan alınmıştır.

Tera Yatırım Menkul Değerler A.Ş. (kısaca "Tera Yatırım") tarafından Ağustos 2021 tarihinde hazırlanmış ve Kamuyu Aydınlatma Platformu'nda (kısaca "KAP") yayınlanmış olan "Orçay Halka Arz Fiyat Tespit Raporu"nda (kısaca "Rapor") UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri'nde belirtilen 2 değerlendirme yaklaşımının alınarak nihai değer hesaplamasında gelir yaklaşımı yöntemi ve pazar yaklaşımı yöntemlerinin kullanıldığı ifade edilmiştir.

V.1 İNDİRGENMİŞ NAKİT AKIMLARI YÖNTEMİ (İNA)

Tera Yatırım tarafından hazırlanan Fiyat Tespit Raporu'nda projeksiyon dönemi olarak 2021-2025 yıllarının seçildiği belirtilmiştir.

Raporda

- Şirket'in paketli çay, yaş çay ve beyaz-yeşil çay satış miktarlarının, projeksiyon dönemleri boyunca bir önceki yılın satış miktarı baz alınarak ilgili yılın tahmini GSYH büyüme oranında büyütülerek tahmin edildiği,
- Çuvallı çay satış miktarında tahmin edilen büyümenin, Şirket'in Çay İşletmeleri Genel Müdürlüğü (ÇAYKUR) ile yapılan kuru çay alım sözleşmesi dikkate alınarak hesaplandığı ifade edilmiştir.

Raporda ayrıca,

- Son üç yılda gerçekleşmiş hammadde/net satış oranının ortalamasının üzerine 2 puan ilave edilerek projeksiyon dönemleri boyunca hammadde net satış oranının %81 'i olacağı varsayıldığı
- İşçilik giderinin hasılat büyümesinin üretimden kaynaklanmayacak olması gerekçesi ile projeksiyon dönemleri boyunca bir önceki yılın gerçekleşen tutarı baz alınarak ilgili yılın tahmini enflasyon oranının %3 büyütülmesi yoluyla hesaplandığı

belirtilmiştir.

TL	31.12.2021T	31.12.2022T	31.12.2023T	31.12.2024T	31.12.2025T
Yurt İçi	227.121.161	334.400.848	410.471.316	495.757.040	591.458.839
Paketli Çay	27.719.702	32.458.468	37.132.488	42.615.099	48.347.896
<i>Satış Miktar (Paket-KG)</i>	1.151.138	1.196.032	1.243.873	1.306.067	1.371.370
<i>Birim Fiyat (Paket-KG)</i>	24,08	27,14	29,85	32,63	35,26
<i>Toplam Hasılat Oranı</i>	12,1%	9,5%	8,8%	8,3%	7,8%
Çuvallı Çay	193.988.003	295.143.047	365.239.521	443.563.107	532.522.153
<i>Satış Miktar (KG)</i>	8.000.000	10.800.000	12.150.000	13.500.000	15.000.000
<i>Birim Fiyat (KG)</i>	24,25	27,33	30,06	32,86	35,50
<i>Toplam Hasılat Oranı</i>	84,5%	86,7%	86,7%	86,5%	86,3%
Yaş Çay	2.506.059	2.934.477	3.357.042	3.852.709	4.370.995
<i>Satış Miktar (KG)</i>	706.014	733.548	762.890	801.035	841.087
<i>Birim Fiyat (KG)</i>	3,55	4,00	4,40	4,81	5,20
<i>Toplam Hasılat Oranı</i>	1,1%	0,9%	0,8%	0,8%	0,7%
Beyaz-Yeşil Çay	18.193	21.303	24.371	27.970	31.732
<i>Satış Miktar (KG)</i>	17.848	18.544	19.285	20.250	21.262
<i>Birim Fiyat (KG)</i>	1,02	1,15	1,26	1,38	1,49
<i>Toplam Hasılat Oranı</i>	0,000002%	0,000001%	0,000001%	0,000001%	0,000001%
Diğer Satışlar	2.889.204	3.843.551	4.717.893	5.698.154	6.186.063
<i>Toplam Hasılat Oranı</i>	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%
Yurt Dışı	2.424.850	6.048.763	10.881.907	17.090.363	25.257.497
Çuvallı Çay	2.424.850	6.048.763	10.881.907	17.090.363	25.257.497
<i>Satış Miktar (KG)</i>	100.000	200.000	300.000	400.000	500.000
<i>Birim Fiyat (KG)</i>	24,25	30,24	36,27	42,73	50,51
<i>Toplam Hasılat Oranı</i>	1,1%	1,8%	2,6%	3,3%	4,1%
Yurtiçi Satışlar	227.121.161	334.400.848	410.471.316	495.757.040	591.458.839
Yurtdışı Satışlar	2.424.850	6.048.763	10.881.907	17.090.363	25.257.497
Brüt Satışlar	229.546.011	340.449.611	421.353.223	512.847.403	616.716.336
Satıştan İadeler/İskontolar (-)	-7.162.784	-8.487.276	-10.973.552	-14.048.144	-16.109.792
<i>Toplam Hasılat Oranı</i>	-3,12%	-2,49%	-2,60%	-2,74%	-2,61%
Net Satışlar	222.383.227	331.962.335	410.379.671	498.799.259	600.606.544

GELİR TABLOSU (TL)	31.12.2021T	31.12.2022T	31.12.2023T	31.12.2024T	31.12.2025T
Net Satışlar	222.383.227	331.962.335	410.379.671	498.799.259	600.606.544
Satışların Maliyeti (-)	-196.126.912	-291.791.774	-360.309.098	-437.543.204	-526.424.936
Brüt Kar	26.256.316	40.170.561	50.070.573	61.256.055	74.181.608
Genel Yönetim Giderleri (-)	-6.005.646	-8.398.763	-10.148.380	-12.092.736	-14.298.647
Pazarlama Satış ve Dağıtım Gid. (-)	-1.944.984	-2.196.303	-2.419.781	-2.648.866	-2.866.132
Faaliyet Karı (FVÖK)	18.305.685	29.575.495	37.502.412	46.514.453	57.016.828
Amortisman	1.134.333	1.263.813	1.378.497	1.504.648	1.643.415
FAVÖK	19.440.018	30.839.308	38.880.909	48.019.102	58.660.243

- Gösterge faiz olarak 5 yıllık devlet tahvil faizi baz alınmıştır. Hisse risk primi ise %6 olarak
- Risksiz Faiz Oranı (Rr), Türkiye 5 yıllık devlet tahvil faizi getirisi olarak 2020-2021 dönemleri faiz oranlarındaki oynaklık göz önüne alınarak % 18 şeklinde

- Beta değeri her ilk halka arz olan şirkette olduğu gibi varsayımsal olarak 1
- Daha önce 5520 sayılı Kurumlar Vergisi Kanunu'na göre kurumlar vergisi oranı %20 olarak uygulanmakta iken son değişiklik ile 2021 yılı için %25'e 2022 yılı için ise %23'e yükseltilmiş ve karar Resmi Gazete' de yayınlanmıştır. Devam eden yıllar için ise %20 olarak
- Piyasa Risk Primi (Rp), A. Damodaran tarafından yapılan çalışmaya göre Türkiye için ülke risk primi %5,33 seviyesinde olduğu dikkate alınarak %6,00 olarak

kullanılmıştır.

Böylelikle indirgenmiş nakit akımı (İNA) hesabında kullanılacak AOSM oranı %20,7 olarak hesaplanmıştır.

TL	TARİHSEL NAKİT AKISI				TAHMİNİ NAKİT AKISI				
	31.12.2018	31.12.2019	31.12.2020	31.03.2021	31.12.2021T	31.12.2022T	31.12.2023T	31.12.2024T	31.12.2025T
Net Satışlar	37.057.910	48.665.969	56.816.442	39.937.267	222.383.227	331.962.335	410.379.671	498.799.259	600.606.544
<i>Yüklük Büyüme</i>		31%	17%	375%	291%	49%	24%	22%	20%
FAALİYET KARI (FVÖK)	1.537.560	-20.067	2.923.687	1.218.672	18.305.685	29.575.495	37.502.412	46.514.453	57.016.828
<i>Net Satışlara Oranı</i>	4,1%	0,0%	5,1%	3,1%	8,2%	8,9%	9,1%	9,3%	9,5%
Vergi Oranı	-17,2%	-343,8%	11,1%	49,2%	13,0%	22,3%	20,0%	20,0%	20,0%
Vergi	-264.735	68.990	324.338	599.116	2.386.800	6.592.386	7.491.957	9.320.614	11.429.324
VSNFK (vergi sonrası net faaliyet karı)	1.802.295	-89.063	2.599.349	619.556	15.918.885	22.983.109	30.010.455	37.193.839	45.587.504
Yatırım Harcamaları	-757.143	-1.574.647	-5.505.635	-207.139	-947.797	-1.294.806	-1.146.834	-1.261.518	-1.387.670
<i>Net Satışlara Oranı</i>	2,0%	3,2%	9,7%	0,3%	0,4%	0,4%	0,3%	0,3%	0,2%
Amortisman	920.920	913.756	947.797	569.594	1.134.333	1.263.813	1.378.497	1.504.648	1.643.415
<i>Net Satışlara Oranı</i>	2,5%	1,9%	1,7%	1,4%	0,5%	0,4%	0,3%	0,3%	0,3%
Net İşletme Sermayesi Değişimi		2.350.048	-2.432.875	-3.734.050	13.546.061	-5.573.469	-4.876.741	-5.506.741	-6.556.817
<i>Net Satışlara Oranı</i>		4,8%	-4,3%	-9,3%	6,1%	-1,7%	-1,2%	-1,1%	-1,1%
Serbest Nakit Akışı (SNA)		1.600.094	-4.391.364	-2.752.039	32.403.521	17.378.647	25.365.376	31.930.229	39.486.433
SNA Bugünkü Değeri					27.222.807	12.092.642	14.618.776	15.241.800	15.611.572

Daimi Büyüme Metodu	
Sonsuz Büyüme SNA Değeri	41.460.755
SNA'nın Bugün Değerleri Toplamı	84.787.596
+ Sonsuz Büyüme Bugünkü Değeri	104.172.107
Enterprise Value	188.959.703
+ Nakit	5.335.520
- Toplam Finansal Borç	47.573.305
+ Yatırım Amaçlı Gayrimenkul	16.926.214
Toplam Sermaye Değeri	163.648.132
Hisse Sayısı	12.465.000
Teorik Hisse Başına Değer	13,13

31 Mart 2021 tarihi itibarıyla Şirket'in 16.926.214 TL yatırım amaçlı gayrimenkulleri bulunmakta olup söz konusu gayrimenkuller Ankara ili Çankaya İlçesi Çayyolu Mahallesi'ndeki 4 adet işyeridir. Şirket 2022 yılında 252.229 TL değerinde daire satın almayı planlanmaktadır. Söz konusu daire yatırım amaçlı gayrimenkul olarak değerlendirilecektir.

İNA yaklaşımında, Şirket'in sahip olduğu 16.926.214 TL tutarındaki yatırım amaçlı gayrimenkul de Şirket'in piyasa değeri üzerine eklenerek, İNA analizine göre toplam piyasa değeri 163.648.132 TL olarak tespit edilmiştir. Buna bağlı olarak, pay başı fiyatı 13,13 TL olarak bulunmuştur.

V.2 PAZAR YAKLAŞIMI YÖNTEMİ

Tera Yatırım tarafından hazırlanan Fiyat Tespit Raporu'nda Çarpan analizlerinde, Orçay ile faaliyet konusunun yakınlığı açısından Borsa İstanbul Gıda Endeksi (XGIDA) sektörü içerisinde seçim yapılarak benzer şirket çarpanlarının kullanılmasına karar verildiği ifade edilmiştir.

Yapılan analizde benzer şirketler seçiminde, çarpanları yukarı yönlü etkilemesi nedeniyle aktif büyüklüğü yüksek ve uç çarpan değerine sahip şirketler ile önemli ölçüde farklı iş kollarında faaliyet gösteren şirketlerin çarpan analizlerinin dışında bırakıldığı belirtilmiştir. Bu kapsamda AEFES, COLLA, FRIGO, KERVIT, PETUN, TATGD, TKURU ve ÜLKER çarpan analizlerine dâhil edilmemiştir.

Çarpan analizlerinde Şirket'in 31.03.2021 finansal verileri yıllıklandırılarak kullanılmıştır.

Orçay Finansal Verileri (31.03.2021)-TL	
Net Satışlar*	88.350.391
Net Satışlar*	5.778.752
Net Kar*	4.744.362
Net Borç	42.237.785
Özkaynaklar	37.129.459

* Yıllıklandırılarak hesaplanmıştır.

Benzer şirket çarpanları hesaplamasında, Şirket değerinin objektif tespit edilmesi adına Firma Değeri/FA VÖK (FD/FAVÖK), Fiyat/Kazanç (F/K), Piyasa Değeri/Defter Değeri (PD/DD) ve Firma Değeri/Satışlar (FD/Satışlar) oranlarının tercih edildiği ve 26 Temmuz 2021 tarihli verilerin baz alındığı ifade edilmiştir.

Rapor'da çarpan analizi yöntemiyle, Orçay için benzer şirketlerin Firma Değeri/FAVÖK, Fiyat/Kazanç (F/K), Piyasa Değeri/Defter Değeri (PD/DD) ve Firma Değeri/Satışlar (FD/Satışlar) oranları ile hesaplanan değerlerinin ortalaması alınmıştır. Buna göre şirketin piyasa değeri 144.719.570 ve pay başı fiyatı 11,61 TL olarak bulunmuştur.

	Benzer Şirket Çarpanları	Piyasa Değeri
	26.07.2021	(TL)
F/K	22,79 (x)	108.127.567
FD/FAVÖK	22,36 (x)	86.894.484
PD/DD	3,76 (x)	139.538.786
FD/Net Satışlar	3,24 (x)	244.317.445
	Ortalama Piyasa Değeri (TL)	144.719.570
	Pay Sayısı	12.465.000
	Pay Başı Değer (TL)	11,61

V.3 SONUÇ

Sonuç olarak Tera Yatırım tarafından Orçay için yapılan değerlendirme çalışmaları neticesinde Şirket değeri 154.192.050 TL olarak hesaplanmıştır. Şirket'in mevcut çıkarılmış sermayesi olan 12.465.000 TL'ye göre birim pay değeri 12,37 TL'ye karşılık gelmektedir.

DEĞERLEME SONUCU HALKA ARZ ÖNCESİ- TL			
Değerleme Yöntemi	Piyasa Değeri (TL)	Ağırlık	Ağırlıklandırılmış Şirket Değeri (TL)
İNA	163.648.132	50%	81.824.066
Benzer Şirket Çarpanları	144.719.570	50%	72.359.785

Ödenmiş Sermaye (TL)	12.465.000
Hisse Başı Değer (TL)	12,37
Şirket Piyasa Değeri (TL)	154.192.050
Halka Arz İskontosu	20%
Halka Arz Sonrası Şirket Değeri (TL)	123.353.640
Halka Arz Pay Başına Fiyat (TL)	9,90

Rapor'da Şirket'in birim halka arz fiyatı, bulunan birim pay değerine %20 oranında halka arz iskontosu uygulanarak, 9,90 TL olarak belirlenmiştir. Buna göre, halka arz pay başına değer 12,37 TL olarak hesaplanmış olup %20 halka arz iskontosundan sonra şirket değeri 123.353.640 TL ve halka arz pay başına değer 9,90 TL olarak hesaplanmıştır. Sermaye artırımını yoluyla halka arz edilecek 8.000.000 TL nominal değerli paylar ile halka arz büyüklüğü 79.200.000 TL olan Şirket için halka açıklık oranı ise %39,10'dur. Şirket'in halka arz sonrası piyasa değeri ise 202.603.500 TL'dir.

VI. GÖRÜŞ

Tera Yatırım tarafından Orçay Ortaköy Çay Sanayi ve Ticaret A.Ş. için hazırlanmış olan Fiyat Tespit Raporu'nda kabul görmüş değerlendirme yöntemlerinden Piyasa Çarpanları Analizi yöntemi ve İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi kullanılarak fiyat tespiti yapılmıştır. Şirket hakkında verilen bilgilerin anlaşılır ve yeterli olduğunu, değerlendirme metodolojisinin ayrıntılı ve net biçimde açıklandığını düşünmekteyiz.

Şirket'in nihai değerinin hesaplanmasında Piyasa Çarpanı Analizine %50, İndirgenmiş Nakit Akımı Analizi Yöntemine %50 ağırlık verilerek iki yöntemin de kullanılmış olmasını değerlendirme açısından olumlu olduğunu değerlendirmekteyiz. Ayrıca çarpan analizinde benzer şirketler seçiminde, aktif büyüklüğü yüksek ve uç çarpan değerine sahip şirketler ile önemli ölçüde farklı iş kollarında faaliyet gösteren şirketlerin analizin dışında bırakılmasının da olumlu olduğunu değerlendirilmekteyiz.

Değerleme çalışmasında kullanılan İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi geleceğe yönelik tahminler içerdiğinden ve yorumlanması açısından Şirket yetkilileri ile bir araya gelinmesi gerektiğinden tarafımızca analiz edilememiş ve dolayısıyla Fiyat Tespit Raporu'nda yapılan çalışma da test edilememiştir.

Nihai olarak, Rapor'da tespit edilen şirket değeri ve sonrasında ulaşılan birim fiyat ile söz konusu iskonto oranının makul olduğunu düşünüyoruz.

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 dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Bu sayfalarda yayınlanan görüş, yorum, haber veya öneriler nedeniyle ortaya çıkacak ticari kazanç veya kayıplardan Ziraat Yatırım Menkul Değerler A.Ş. sorumlu değildir. Rapor sayfalarında yayınlanan hiçbir yazı, görüş, resim, analiz ve diğer sunumlar izin alınmadan yazılı veya görsel basın organlarında yayımlanamaz.