

Cem Zeytin A.Ş.

HALKA ARZ FİYAT TESPİT RAPORUNA İLİŞKİN DEĞERLENDİRME RAPORU - II

BULLS YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.

Esentepe Mah. Büyükdere Cad. No: 173,
1. Levent Plaza B Blok Kat: 5 Şişli / İstanbul
Tel: (0212) 410 05 00

26 Ağustos 2025

İÇİNDEKİLER

1. Raporun Amacı	3
2. Fiyat Tespit Raporu Özeti.....	3
3. Halka Arz Sonuçları	6
4. Halka Arz Sonrası Finansal Perfomans.....	7
5. Halka Arz Sonrasında Yaşanan Fiyat Hareketleri ve Pay Performansı	8

1. Raporun Amacı

Sermaye Piyasası Kurulu'nun VII - 128.1 no'lu Pay Tebliği'nin ("Tebliğ") 29. maddesi 4. fıkrası uyarınca, payların ilk halka arzında fiyat tespit raporunu hazırlayan halka arzda satışa aracılık eden kuruluşun, payların borsada işlem görmeye başlamasından sonraki bir yıl içinde en az iki değerlendirme raporu hazırlaması ve bu raporlarda halka arz fiyatı ile borsa fiyatı arasındaki farklılıkların nedeni hakkında değerlendirmelerde bulunulması zorunludur. Bu fıkra çerçevesinde hazırlanan raporların KAP'ta ortaklığa ilişkin bölümde ve halka arzda satışa aracılık eden yetkili kuruluşun internet sitesinde yayımlanması zorunludur. Cem Zeytin A.Ş. ("Cem Zeytin" veya "Şirket") paylarının ilk halka arzında Tebliğ'in 29. madde 1. fıkrası uyarınca lider yetkili kuruluş olarak Bulls Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("Bulls Yatırım") tarafından hazırlanan Fiyat Tespit Raporu 24.08.2024 tarihinde KAP'ta yayımlanmıştır ve Şirket payları 09.09.2024 tarihinde işlem görmeye başlamıştır. İşbu Değerlendirme Raporu, Fiyat Tespit Raporu'nu müteakip Tebliğ'in 29. maddesi 4. fıkrası kapsamında hazırlanmış olup, Cem Zeytin'in nihai halka arz fiyatı ile rapor tarihi olan 26.08.2025 tarihine kadar (25.08.2025 kapanış) oluşan borsa fiyatı arasındaki farklılıkların olası nedenleri hakkında değerlendirmeleri içermektedir. İşbu rapor, değere ilişkin herhangi bir görüş içermemekte olup, raporda yer alan değerlendirmeler herhangi bir tavsiye niteliği taşımamaktadır.

2. Fiyat Tespit Raporu Özeti

2.1. Değerleme Yöntemleri

Cem Zeytin'in pay başına değerinin belirlenebilmesi amacıyla aşağıda belirtilen iki temel değerlendirme yöntemi kullanılmıştır:

	Pazar Yaklaşımı	Gelir Yaklaşımı
Yöntemin Ağırlığı	%50	%50

2.1.1. Pazar Yaklaşımı

Borsa İstanbul'da ve yurt dışındaki borsalarda işlem gören ve Cem Zeytin ile benzer faaliyet alanı ile karşılaştırılabilir olduğu düşünülen şirketlerin işlem gördükleri fiyat ve kamuya açıkladıkları finansal verilerin kullanılmasına ve kıyaslanmasına dayanan bir değerlendirme yöntemidir.

Firma Değeri/Satışlar (FD/Satışlar) çarpanı öncelikli olarak nihai tüketiciye yönelik ürün geliştiren/satış gerçekleştiren; satış hacminin pazar payı kazanımının önemli bir performans kriteri olduğu sektörler (e-ticaret, perakende gibi) veya henüz faaliyet karı yaratmayan şirketlerin operasyonlarının değerlendirilmesi için uygun bir yöntem olduğu düşünülmektedir. Cem Zeytin'in faaliyet karlılığının öne çıktığı bir sektörde bulunması sebebiyle FD/Satışlar çarpanının, Şirket'in faaliyet karlılığını ve nakit yaratma kabiliyetini doğru olarak yansıtmaması sebebiyle Piyasa Çarpanları Analizi'nde dikkate alınmamıştır.

Fiyat/Kazanç (F/K) çarpanı TMS 29 enflasyon muhasebesi uygulaması nedeniyle finansal tablolarda oluşan Parasal Kayıp (Kazanç), Parasal Olmayan Kalemler ve Sermaye Düzeltme Farklarındaki mevcut dağılımlar dikkate alındığında, her bir şirket için yurt içi benzer şirketler arasında seçilen F/K çarpanlarının oldukça farklılaştığı gözlemlenmektedir. Ayrıca, TMS 29 enflasyon muhasebesi ile birlikte gelir tablosunda oluşan net parasal kaybın net kar üzerindeki etkisi nedeniyle F/K çarpanının Şirket'in adil değerini ve operasyonel faaliyetlerini yansıtmadığı değerlendirilerek çalışmaya dahil edilmemiştir.

Piyasa Değeri/Defter Değeri (PD/DD) çarpanı öncelikli olarak gayrimenkul yatırım ortaklıkları gibi finansal kuruluşlar ve varlık ağırlıklı şirketlerin değerlendirilmesi için daha uygun olduğundan Cem Zeytin gibi gıda sektörüne yönelik ürün işleyen ve satan bir şirket için önemli olan faaliyet karlılığını dikkate almadığı için uygun değerlendirme yöntemi olarak kabul edilmemiştir.

Firma Değeri / FAVÖK hesaplamasında, şirketlerin cari hisse fiyatları ile sermayesindeki toplam hisse adedi çarpılarak piyasa değeri bulunmuş, en güncel tarihli bilançolarında yer alan net borç veya net nakit pozisyonları hesaplanarak firma değerleri bulunmuş ve Şirket'in en güncel tarihli finansal tablolarındaki FAVÖK verileri kullanılarak Firma Değeri/FAVÖK çarpanları elde edilmiştir.

Firma Değeri = Piyasa Değeri + Net Borç Pozisyonu

Piyasa Değeri = Hisse Fiyatı x Şirketin Sermayesini Oluşturan Hisse Adedi

Net Finansal Borç = Kısa ve Uzun Vadeli Finansal Borçlar – Nakit ve Nakit Benzerleri

FAVÖK = Faiz, Vergi, Amortisman Öncesi Kâr ("FAVÖK")

FD / FAVÖK = Firma Değeri / FAVÖK

Cem Zeytin'in Piyasa Çarpanları analizinde dikkate alınan 2024/03 Son On İki Ay (SOA) FAVÖK ve 31.03.2024 itibarıyla Net Finansal Borç tutarları aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

Tablo: Cem Zeytin'in Finansal Verileri

Finansal Veri (TL)	
31.03.2024 SOA FAVÖK	822.507.808
31.03.2024 Net Finansal Pozisyon	(1.043.936.344)

Tablo: Cem Zeytin'in Değerinin Yurt İçi Benzer Şirketler Çarpanı ile Hesaplanması

TL	Firma Değeri / FAVÖK
Şirketlerin Çarpan Medyanı	9,5x
Cem Zeytin'in 2024/3 SOA FAVÖK	822.507.808
Cem Zeytin'in Firma Değeri	7.843.945.234
Net Finansal Pozisyon	(1.043.936.344)
Cem Zeytin'in Özsermaye Değeri	6.800.008.890

Tablo: Cem Zeytin'in Değerinin Yurt Dışı Benzer Şirketler Çarpanı ile Hesaplanması

TL	Firma Değeri / FAVÖK
Şirketlerin Çarpan Medyanı	10,5x
Cem Zeytin'in 2024/3 SOA FAVÖK	822.507.808
Cem Zeytin'in Firma Değeri	8.616.905.583
Net Finansal Pozisyon	(1.043.936.344)
Cem Zeytin'in Özsermaye Değeri	7.572.969.239

Tablo: Piyasa Çarpanları Yöntemi Neticesi

TL	Yurt İçi Benzer Şirketler	Yurt Dışı Benzer Şirketler
Cem Zeytin'in Özsermaye Değeri	6.800.008.890	7.572.969.239
Yöntemin Ağırlığı	%50	%50
Ortalama Özsermaye Değeri	7.186.489.065	

2.1.2. Gelir Yaklaşımı

Şirket faaliyetlerinin gelecekte yaratacağı nakit akımlarının belirlenen indirgeme oranı ile değerlendirilmesine dayanan bir değerlendirme yöntemidir. Şirketin gelecek yıllardaki operasyonel ve finansal verilerine ilişkin tahminlere göre değer hesaplanmaktadır. Söz konusu nakit akımları, projeksiyon dönemi ve uç değer olarak iki ayrı dönemden oluşmaktadır.

Projeksiyon dönemi nakit akımları ve uç değer, Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti ile indirgindikten sonra bulunan değer şirketin Firma Değeri'dir. Firma Değeri, şirketin özkaynak ve borç yollarıyla sağladığı

finansman kaynak ile yaratılan toplam değeri ifade etmektedir. Firma Değeri'nden, net finansal borcun düşülmesiyle Özsermaye Değeri hesaplanmaktadır.

Tablo: FAVÖK Tahminleri

FAVÖK (TL)	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T
Net Satışlar	3.573.485.019	4.802.103.863	5.988.254.237	6.850.562.848	7.694.552.191
Satışların Maliyeti	(2.078.732.231)	(2.841.453.227)	(3.591.216.386)	(4.163.156.048)	(4.737.613.290)
Brüt Kar	1.494.752.788	1.960.650.636	2.397.037.852	2.687.406.800	2.956.938.900
Brüt Kar Marjı (%)	%41,8	%40,8	%40,0	%39,2	%38,4
Faaliyet Giderleri	(185.252.379)	(177.636.993)	(257.607.112)	(305.343.738)	(332.143.159)
FAVÖK	1.309.500.409	1.783.013.643	2.139.430.740	2.382.063.061	2.624.795.741

Tablo: Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti Hesaplaması

Hesaplama Formülü	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T
Risksiz Getiri Oranı	%35,0	%25,0	%20,0	%18,0	%18,0
Piyasa Risk Primi	%5,5	%5,5	%5,5	%5,5	%5,5
Beta	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Özsermaye Maliyeti	%40,5	%30,5	%25,5	%23,5	%23,5
Borçlanma Maliyeti	%42,0	%30,0	%24,0	%21,6	%21,6
Vergi Oranı	%23,0	%23,0	%23,0	%23,0	%23,0
Hedef Özkaynak Oranı	%59,5	%59,5	%59,5	%59,5	%59,5
Hedef Borç Oranı	%40,5	%40,5	%40,5	%40,5	%40,5
AOSM	%37,2	%27,5	%22,7	%20,7	%20,7

Tablo: İndirgenmiş Nakit Akımları

TL	2024/9T*	2025T	2026T	2027T	2028T
Net Satışlar	2.914.736.252	4.802.103.863	5.988.254.237	6.850.562.848	7.694.552.191
Büyüme Oranı		%64,8	%24,7	%14,4	%12,3
FAVÖK	1.143.911.130	1.783.013.643	2.139.430.740	2.382.063.061	2.624.795.741
FAVÖK Marjı	%39,2	%37,1	%35,7	%34,8	%34,1
FVÖK	1.134.652.719	1.758.217.092	2.113.637.401	2.355.163.289	2.596.678.892
Vergi (-)	(260.970.125)	(404.389.931)	(486.136.602)	(541.687.556)	(597.236.145)
Amortisman	(9.258.411)	(24.796.552)	(25.793.339)	(26.899.773)	(28.116.850)
Brüt Nakit Akımları	882.941.005	1.378.623.712	1.653.294.137	1.840.375.505	2.027.559.596
Yatırım Harcamaları (-)	(44.356.000)	(8.872.160)	(9.967.872)	(11.064.338)	(12.170.771)
Net İşletme Sermayesi Değişimi	(1.045.639.419)	(1.024.822.787)	(934.501.018)	(707.107.099)	(694.656.469)
Serbest Nakit Akımları	(207.054.414)	344.928.765	708.825.248	1.122.204.068	1.320.732.356
AOSM	%37,2	%27,5	%22,7	%20,7	%20,7
İndirgeme Faktörü	0,89	0,72	0,59	0,48	0,40
İndirgenmiş Nakit Akımları	(183.897.871)	247.685.288	414.825.468	544.115.130	530.550.235

* 2024 yılının son 9 ayını ifade etmektedir.

Tablo: İndirgenmiş Nakit Akımları Çalışması Sonucu

İndirgenmiş Nakit Akımları Değerleme Sonucu	
İNA Toplamı 2024/9T - 2028	1.553.278.250
Nihai Değerin Bugünkü Değeri	4.629.217.463
Firma Değeri	6.182.495.713
Net Borç (31.03.2024)	(1.043.936.344)
Cem Zeytin Özsermaye Değeri - TL	5.138.559.369

2.2. Değerleme Sonucu

TL	Piyasa Çarpanları Analizi	İNA Analizi
Cem Zeytin'in Özsermaye Değeri	7.186.489.065	5.138.559.369
Yöntemin Ağırlığı	%50	%50
Cem Zeytin'in Ortalama Özsermaye Değeri	6.162.524.217	

Değerleme çalışması neticesinde, Cem Zeytin'in özsermaye değeri **6,2 milyar TL** olarak hesaplanmıştır.

TL	Değer
Cem Zeytin Özsermaye Değeri	6.162.524.217
Cem Zeytin'in Çıkarılmış Sermayesi	302.000.000
1 Adet Cem Zeytin Payı Başına Düşen Değer	20,41

Değerleme çalışmasında 1 adet Cem Zeytin payı başına değer **20,41 TL** olarak hesaplanmıştır.

TL	
1 Adet Cem Zeytin Payı Başına Hesaplanan Değer	20,41
Halka Arz İskontosu (%)	%25
1 Adet Cem Zeytin Payının Halka Arz Fiyatı	15,30

%25 halka arz iskontosu sonucu halka arz fiyatı olarak **15,30 TL** olarak belirlenmiştir.

3. Halka Arz Sonuçları

Cem Zeytin A.Ş. ("Cem Zeytin" veya "Şirket") paylarının halka arzında 29 Ağustos, 2-3 Eylül 2024 tarihleri arasında talep toplanmıştır.

Cem Zeytin A.Ş.'nin sermayesinin 302.000.000 TL'den 402.000.000 TL'ye çıkarılması nedeniyle artırılan 100.000.000 TL nominal değerli 100.000.000 adet pay halka arz edilmiştir. Cem Zeytin'in paylarının mevcut halka arzında 1,00 TL nominal değerli payların halka arz fiyatı **15,30 TL** olarak açıklanmış olup belirlenen halka arz fiyatı ile halka arz büyüklüğü 1.530.000.000 TL olarak gerçekleşmiştir.

	Kişi Sayısı	Lot Adedi
Yurt İçi Bireysel Yatırımcılar	437.342	60.000.000
Yurt İçi Kurumsal Yatırımcılar	101	40.000.000
Toplam	437.443	100.000.000

4. Halka Arz Sonrası Finansal Performans

000 TL	31.12.2024	30.06.2025
Nakit ve Nakit Benzerleri	609.610	466.867
Ticari Alacaklar	513.299	552.020
Diğer Alacaklar	10.630	29.474
Stoklar	2.470.559	1.523.428
Peşin Ödenmiş Giderler	34.892	9.382
Diğer Dönen Varlıklar	79.684	56.934
Toplam Dönen Varlıklar	3.718.674	2.638.105
Maddi Duran Varlıklar	1.481.925	1.493.671
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	151	121
Peşin Ödenmiş Giderler	42.698	22
Toplam Duran Varlıklar	1.524.774	1.493.815
Toplam Varlıklar	5.243.447	4.131.920
Kısa Vadeli Borçlanmalar	760.702	283.097
Uzun Vadeli Borçlanmaların Kısa Vadeli Kısımları	66.093	33.696
Ticari Borçlar	209.260	83.655
Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kapsamında Borçlar	12.611	10.026
Diğer Borçlar	15.609	6.099
Ertelenmiş Gelirler	3.299	1.151
Dönem Karı Vergi Yükümlülüğü	1.728	589
Kısa Vadeli Karşılıklar	1.733	2.097
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	2.715	2.204
Toplam Kısa Vadeli Yükümlülükler	1.073.750	422.614
Uzun Vadeli Borçlanmalar	128.684	102.941
Uzun vadeli Karşılıklar	13.825	15.204
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	82.219	44.684
Toplam Uzun Vadeli Yükümlülükler	224.729	162.829
Toplam Yükümlülükler	1.298.479	585.443
Ödenmiş Sermaye	402.000	402.000
Sermaye Düzeltme Farkları	1.152.596	1.152.596
Geri Alınmış Paylar (-)	(258.628)	(313.162)
Paylara İlişkin Primler (İskontolar)	1.740.852	1.740.852
Yeniden Sınıflandırılmayacak Birikmiş DKG	27.173	27.427
Kardan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	299.917	361.864
Geçmiş Yıllar Kar/Zararları	474.786	519.112
Dönem Net Kar/Zararı	106.273	(344.212)
Toplam Özkaynaklar	3.944.969	3.546.477
Toplam Kaynaklar	5.243.447	4.131.920

000 TL	2024/6	2025/6
Satış Gelirleri	1.442.613	1.274.052
Satışların Maliyeti (-)	(1.033.759)	(977.944)
Brüt Kar (Zarar)	408.854	296.107
Genel Yönetim Giderleri (-)	(14.770)	(14.226)
Pazarlama, Satış ve Dağıtım Giderleri (-)	(32.671)	(14.567)
Diğer Faaliyet Gelirleri	13.123	19.516
Diğer Faaliyet Giderleri (-)	(12.146)	(7.370)
Faaliyet Karı (Zararı)	362.390	279.460
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	1.920	8.429
Yatırım Faaliyetlerinden Giderler (-)	(6.236)	(57.708)
Finansman Gideri Öncesi Faaliyet Karı	358.074	230.180
Finansman Gelirleri	978	1.284
Finansman Giderleri (-)	(283.686)	(172.541)
Net Parasal Pozisyon Kazançları (Kayıpları)	1.573	(426.777)
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Öncesi Karı (Zararı)	76.938	(367.853)
Dönem Vergi Geliri (Gideri)	(4.113)	(2.229)
Ertelenmiş Vergi Geliri (Gideri)	(41.791)	2.502
Teşvik Belgesi Dahilinde Ertelenmiş Vergi Geliri	5.094	23.369
Dönem Karı (Zararı)	36.128	(344.212)

Fiyat Tespit Raporu'nda tahmin edilen projeksiyonlar ve gerçekleştirmelerin karşılaştırması aşağıda sunulmaktadır.

	Gerçekleşmeler (30.06.2025)	Projeksiyonlar - 2025T	Gerçekleşme Oranı
Hasılat	1.274.051.518	4.802.103.863	27%
Satışların Maliyeti*	949.457.087	2.841.453.227	33%
Brüt Kar	324.594.431	1.960.650.636	17%
<i>Brüt Kar Marjı</i>	25%	41%	62%
Faaliyet Giderleri*	26.605.328	177.636.993	15%
FAVÖK	297.989.103	1.783.013.643	17%
<i>FAVÖK Marjı</i>	23%	37%	63%

(*) Satışların maliyeti ve faaliyet giderleri amortisman hariç sunulmaktadır.

5. Halka Arz Sonrasında Yaşanan Fiyat Hareketleri ve Pay Performansı

Cem Zeytin Payları 09.09.2024 tarihinde 15,30 TL'den işlem görmeye başlamıştır. 25.08.2025 tarihinde kapanış fiyatı 24,00 TL'dir. Cem Zeytin paylarının getirisi bu dönemde %56,9 olarak gerçekleşmiştir. Aynı dönem içerisinde Borsa İstanbul BİST 100 endeksi 9.771 seviyesinden 11.477 seviyesine gelmiştir ve endeks getirisi aynı dönem içerisinde %17,5 olarak gerçekleşmiştir. İlgili dönem içerisinde Cem Zeytin payları en 24.40 TL olarak en yüksek seviyesine 20.08.2025 tarihinde ulaşmıştır.

Şirket'in Borsa İstanbul'da işlem görmeye başladığı 09.09.2024 tarihi ile rapor tarihi olan 25.08.2025 tarihleri arasında oluşan fiyat hareketliliği BIST 100 endeksi'ndeki değişim ile paralel olarak ilerlemiştir. Ancak Nisan 2025 – Haziran 2025 ayları arasında Cem Zeytin payları BIST 100 endeksi ile karşılaştırıldığında endeksten ayrıştığı görülmektedir. Pay fiyatı, 2025 yılı Ağustos ayı içerisinde BIST 100 endeksinde görülen artışa ayak uydurmuş ve endeksin üstünde performans göstermiştir. İlgili döneme ilişkin getiri oranlarına ilişkin karşılaştırma aşağıda sunulmaktadır. (Kaynak: Capital IQ).

