



DMR Unlu Mamüller  retim Gıda Toptan Perakende İhracat A.Ş.

DEĞERLEME RAPORU

KURUMSAL FİNANSMAN DEPARTMANI

29 Aralık 2021



İçindekiler

1. YÖNETİCİ ÖZETİ	3
2. DEĞERLEMEDE UYGULANAN ETİK İLKELER	4
3. DEĞERLEME ÇALIŞMASI	5
a. KAPSAM	5
b. DEĞERLEMENİN TEMELİ	5
c. BİLGİ KAYNAĞI	5
d. İŞ PLANI	5
4. SEKTÖRE BAKIŞ	6
5. ŞİRKET HAKKINDA	7
6. DEĞERLEME	10
ŞİRKET PROJEKSİYONLARI	10
İNDİRGENMİŞ NAKİT AKIMLARI ANALİZİ	11
ÇARPAN ANALİZİ	12
DEĞERLEME SONUCU	13
EK - 1 : Benzer Şirketler Tablosu	14
EK - 2 : Değerleme Raporu Sorumluluk Beyanı	15

1. YÖNETİCİ ÖZETİ

Re—Pie Portföy Yönetimi A.Ş. Perakende Girişim Sermaye Yatırım Fonu’nun yatırımı amacıyla DMR Unlu Mamüller Üretim Gıda Toptan Perakende İhracat A.Ş.’ye (“DMR Unlu Mamüller” veya “Şirket”) ait değerleme çalışması, **Re—Pie Portföy Yönetimi A.Ş. Perakende Girişim Sermaye Yatırım Fonu** ile Global Menkul Değerler (“Global Menkul”) arasında imzalanmış olan finansal danışmanlık hizmetleri sözleşmesi kapsamında; DMR Unlu Mamüller’in ve 30.09.2021 – 31.10.2021 tarihli bağımsız denetimden geçmemiş finansal sonuçları ve 2021-2031 yıllarına ilişkin Şirket projeksiyonları veri alınarak sunulmuştur. DMR Unlu Mamüller’in değerleme çalışması rapor tarihi itibarıyla tamamlanmış olup bu tarihten sonraki gelişmeler dikkate alınmamıştır.

Bu rapor sadece DMR Unlu Mamüller için hisse alış fiyatının belirlenmesinde yardımcı olmak üzere hazırlanmıştır. Aksi belirtilmediği sürece Global Menkul, raporun Re-Pie Portföy Yönetimi A.Ş. yönetimi dışında üçüncü şahıs ve kurumlar tarafından kullanımından doğabilecek hiçbir sorumluluğu kabul etmemektedir. Bunun yanı sıra söz konusu rapor Global Menkul’ün yazılı izni olmadan düzenleyici kurum ve mevzuatın öngördüğü gerekli diğer kurumlar dışında üçüncü şahıslara dağıtılamaz ve/veya başka amaçlarla kullanılamaz. Bu konuda Re-Pie Portföy Yönetimi A.Ş. onay verse dahi, raporun muhatabı Re-Pie Portföy Yönetimi A.Ş. yönetimi olarak kalacaktır.

Re-Pie Portföy Yönetimi A.Ş.’nin yatırım amacıyla Şirket’e ait değerleme çalışması, Fon ile Global Menkul arasında imzalanmış olan değerleme hizmet sözleşmesi kapsamında; Şirket’in projeksiyonları veri alınarak sunulmuştur.

Kullanılan bilgiler, varsayımlar ve projeksiyonlar çalışmamızda yer almıştır. Bunun yanı sıra Şirket yönetimi tarafından hazırlanan projeksiyonların gerçekleştirilebilirliği konusunda bir görüş verilmemektedir.

02.01.2014 tarih ve 28870 sayılı Resmi Gazete’de yayımlanan, Sermaye Piyasası Kurulu’nun III-52.4 numaralı Girişim Sermayesi Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği’nin 18. maddesine istinaden DMR Unlu Mamüller’e yatırım yapılan tarih itibarıyla Şirket varlıklarının ve gelirlerinin tamamı Türkiye’de yer almaktadır.

Rapora konu olan bu çalışma Şirket yönetimi’nin vermiş olduğu finansallar veri alınarak hazırlanmıştır. Söz konusu rapor **29 Aralık 2021** tarihinde tamamlanmış, çapran analizi yöntemi kullanılarak Şirketin toplam özsermaye değeri **1.343.676.773 TL** olarak hesaplanmıştır. İşbu rapor, sermaye piyasası mevzuatı kapsamında hazırlanmıştır. Rapor bilgilerini içerir özet tablo aşağıda yer almaktadır.

Rapor Tarihi ve Sayısı	29.12.2021 – GLB KF 2021/09
Rapor Türü	Değerleme Raporu
Değerlemeyi Yapan Şirket	Global Menkul Değerler A.Ş.
Adresi	Yeşilce Mahallesi, Eski Büyükdere Caddesi, No: 65 Kat: 1 Kağıthane/İstanbul
Değerlemeden Sorumlu Personel	Yiğit Engiz
Lisans Belge No	903400
Dayanak Sözleşme tarihi	17.12.2021
Değerlemeye Konu Şirket	DMR Unlu Mamüller Üretim Gıda Toptan Perakende İhracat A.Ş.

2. DEĞERLEMEDE UYGULANAN ETİK İLKELER

Global Menkul Kıymetler A.Ş. Kurumsal Finansman Departmanı işbu raporu hazırlayabilmek için gerekli ehliyet, tecrübe ve teknik altyapıya sahiptir. Değerleme ekibi aşağıdaki gibidir.

Kadir Berkay Aytekin, Global Menkul Değerler A.Ş.'de Kurumsal Finansman Direktörü olarak görev yapmaktadır. Değerleme projesinde kontrolör olarak görev almıştır. Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3 Lisansı (Belge No: 206996) ve Türev Araçlar Lisansı'na (Belge No: 303457) sahip Kadir Berkay Aytekin, kurumsal finansman alanında Şirket halka arzları, borçlanma araçları piyasası, Şirket değerlendirme ve due diligence projeleri ve diğer birçok sermaye piyasası iş ve işlemlerinde görev almıştır.

Yiğit Engiz, Global Menkul Değerler A.Ş.'de Kurumsal Finansman Müdür Yardımcısı olarak görev yapmaktadır. Değerleme çalışması Yiğit Engiz tarafından yürütülmüştür. Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3 Lisansı (Belge No: 903400) sahip Yiğit Engiz, kurumsal finansman alanında borçlanma araçları piyasası, Şirket halka arzları, değerlendirme projeleri ve diğer birçok sermaye piyasası projelerinde görev almıştır.

Değerleme Çalışması Sırasında Uygulanan Etik İlkeler ve sınırlamaları:

- Yapılan değerlendirme çalışması sırasında dürüst ve doğru davranılmış ve çalışmalar Şirket ve Şirket hissedarlarına zarar vermeyecek bir biçimde yürütülmüştür.
- Değerleme işini alabilmek için bilerek yanlış, yanıltıcı ve abartılı beyanlarda bulunulmamış ve bu şekilde reklam yapılmamıştır.
- Bilerek aldatıcı, hatalı, önyargılı görüş ve analiz içeren bir rapor hazırlanmamış ve bildirilmemiştir.
- Global Menkul, önceden belirlenmiş fikirleri ve sonuçları içeren bir görevi kabul etmemiştir. Değerleme işi gizlilik içinde ve basiretli bir şekilde yürütülmüştür.
- Görev, bağımsızlık ve objektiflik içinde kişisel çıkarları gözetmeksizin yerine getirilmiştir.
- Görevle ilgili ücretler, değerlemenin önceden belirlenmiş sonuçlarına yahut değerlendirme raporunda yer alan diğer bağımsız, objektif tavsiyelere bağlı değildir.
- Değerleme çalışmasında kullanılan yaklaşım ve yöntemler değerlemenin amacına uygun şekilde değerlendirilmiş ve belirlenmiştir.
- Global Menkul, Şirket değerlemesinde kullanılan analiz verilerinin doğru ve güvenilir olduğunu özen ve dikkatle sorgulamakta ve araştırmaktadır. Kullanılan geçmiş yıllara ait finansal bilgiler Şirket yönetiminin görüşünden geçmiş olup güvenilir bir kaynak olduğu varsayılmıştır. Bilgi ve belgeler makul ölçüde değerlendirildiğinde bariz şekilde gerçeğe aykırı olduğuna ilişkin bir şüpheye ulaşılmamıştır; bununla birlikte, Global Menkul elde edilmiş olan bilgi ve belgelerin doğru olduğunu, ticari ve hukuki olarak gizli ve beklenmedik herhangi bir durum veya engelin olmadığını taahhüt edememektedir. Global Menkul tarafından projeksiyon dönemine ait verilerin oluşturulmasında, Şirket'in geçmiş faaliyet ve finansal sonuçları ile gelecek yıllara ilişkin beklentileri dikkate alınmıştır. Global Menkul olarak, Şirket'in geçmiş finansal performansı da dikkate alınarak projeksiyonlarda kullanılan varsayımlar mümkün olduğunca muhafazakâr bir bakış açısıyla değerlendirilmiştir.

3. DEĞERLEME ÇALIŞMASI

a. KAPSAM

Değerleme çalışması kapsamında, Global Menkul, Şirket'in aktiflerinin fiziki mevcudiyeti ve kanuni mülkiyetine ilişkin herhangi bir araştırma yapmadığı gibi bu konularda herhangi bir sorumluluk kabul etmemektedir. Bununla birlikte, Global Menkul, mülkiyete ilişkin Şirket'in değerini etkileyebilecek gizli ya da beklenmedik herhangi bir durum veya engelin olmadığını varsaymaktadır.

Doğası itibarıyla değerleme çalışmaları tamamen bilimsel olarak nitelenemeyeceği gibi varılan sonuçların birçok durumda sübjektif ve kişisel hükümlere bağlı olduğu kaçınılmaz bir gerçektir. Bu nedenle, kesin, tartışmasız bir değer varlığı söz konusu olamayacağı gibi çeşitli varsayımlar dahilinde bir değer aralığı tespit edilmesi daha uygundur.

Çalışma sonucunda bulunan değer, Şirket'in muhtemel alım/satımına temel teşkil edecek kesin bir satış fiyatı olarak değerlendirilmemelidir. Yatırımcının ödemeye hazır olduğu satın alma fiyatı; yatırımcının kendi hedeflerini, içinde bulundukları şartları, ülke, ekonomi, yatırım ortamı, operasyonel ve ticari sinerjilerin etkilerini içermektedir.

Bu nedenle Global Menkul, Şirket yönetimi tarafından sağlanan varsayımların ticari anlamda gerçekleştirilebilirliği üzerinde bir çalışma yapmamıştır.

Rapordaki bilgiler hiçbir şekilde geleceğe yönelik bir vaat olarak veya geleceği yansıtmak amacıyla hazırlanmamıştır. Global Menkul, her koşulda, şahısların ve kurumların kendi piyasa analizlerini ve özel incelemelerini yapmalarını tavsiye etmektedir.

b. DEĞERLEMENİN TEMELİ

Raporun okunması ve yorumlanması sırasında "fiyat" ve "değer" kavramlarının birbirinden ayrılması büyük önem taşımaktadır. Fiyat bir alıcının herhangi bir mal veya hizmet için satıcıya ödemeye hazır olduğu tutardır. Bu fiyatın, değerleme çalışması sonucu tespit edilen değere eşit olması beklenmemelidir.

Bu projede baz aldığımız değer "Makul Piyasa Değeri"dir. "Makul Piyasa Değeri" istekli bir satıcı ve istekli bir alıcı arasında hiçbir kısıtlama ve zorlama olmadan ve bu konuyla ilgili bilgilerin rahatlıkla elde edilebildiği serbest bir piyasa ortamında gerçekleşecek pay satışında oluşması beklenen değer olarak tanımlanabilir. Ayrıca, Şirket'in mevcut yönetim ile faaliyetlerine devam edeceği varsayılmaktadır.

c. BİLGİ KAYNAĞI

Global Menkul, Şirket yönetimi tarafından sağlanan bilgi ve planların ticari anlamda gerçekleştirilebilirliği üzerinde bir çalışma yapmamıştır. Ulaşılan sonuçlar Şirket yönetimi tarafından sağlanan bilgilerin doğruluğu ve bütünlüğüne bağlıdır.

Değerleme çalışmasında kullanılan varsayımlar ve projeksiyonlar Şirket yönetimi tarafından hazırlanan 2021 ve 2031 yılları arasındaki dönemi kapsayan iş planına dayanmaktadır.

d. İŞ PLANI

Değerleme çalışmasında kullanılan iş planları Şirket yönetimi tarafından sağlanmış ve Şirket'in 2021 ile 2031 yılları arasındaki satışlarını, satışların maliyetlerini, faaliyet giderlerini, amortisman verilerini,

net işletme sermayesi ihtiyacını ve diğer hesapları içermektedir. İş planında kullanılan varsayımlardan Şirket yönetimi sorumludur.

Değerleme çalışmasında kullanılan gelir ve gider kalemlerinin normalize seviyelerinin bulunmasında Şirket yönetimi tarafından sağlanan yönetim raporlamaları ve tahminler baz alınmıştır. Söz konusu tahminler Global Menkul tarafından incelenmiş ve sorgulanmıştır.

Bu rapor kapsamında tahmin edilen değer Şirket'in muhtemel bir alım/satım değerini gösteren bir fiyat garantisi olarak değerlendirilmemelidir. Bu çalışmada uygulanan metodoloji ile elde edilen değerlendirme sonucu kesin bir değer olarak algılanmamalı, bunun sadece Re-Pie Portföy yönetimine Şirket değeri hakkında bir veri sağlaması beklenmelidir.

4. SEKTÖRE BAKIŞ

Dondurulmuş unlu mamuller pazarı, mısır, buğday, arpa, yulaf ve çavdar gibi kaynaklardan elde edilen ekmek, kek, çeşitli hamur işleri ve kurabiyeleri içermektedir. Hazırlama kolaylığı ve zaman tasarrufu sağlamaları, dondurulmuş unlu mamullere hane halkı tüketicileri tarafından artan bir talep gösterilmesindeki en önemli nedenlerden bir tanesidir. Hane halkının yanı sıra, uzun raf ömrü ve pratik kullanımı dolayısıyla hizmet sektöründe (Hotel, Restoran ve Kafe) ve perakende kanalında da dondurulmuş unlu mamullerden faydalanılmaktadır.

Dondurulmuş unlu mamuller, ürünün içerisinde yer alan suyun hareketi durdurularak, suyun buz kristalleri haline getirilmiş, bu sayede gıdanın mikrobiyolojik yönden bozulması önlenmiş, 6 aydan 18 aya kadar donuk raf ömrü olan, uzun süre dayanıklı gıda ürünleridir. Üretimden, depolamaya sonrasında da sevkiyattan saklama koşullarına kadar soğuk zincir ağı kırılmadığı sürece fiziksel olarak da hiçbir deformasyona uğramadan, son tüketim alanına ulaşan günümüzün en pratik ve en verimli, üretim, tüketim ve saklama şeklidir.

Kentli nüfusun büyümesi, kadınların iş hayatındaki rolünün artması, yaşam tarzlarının hızlanması ve değişmesi ile birlikte donuk unlu mamuller sektörü gelişim göstermektedir. Gelişmekte olan ev dışı tüketim, depolama ve sevkiyat koşulları dikkate alındığında unlu mamullerde soğuk zinciri kırılmadığı sürece daha taze tüketilme imkanı sunan donuk ürünler tüketiciler tarafından tercih edilmektedir.

ResearchAndMarkets'in verilerine göre küresel dondurulmuş unlu mamuller pazarı büyüklüğü 2020 yılında 23,9 milyar USD olarak tahmin edilmekte olup, 2021 yılında 25,13 milyar USD'ye ulaşması bekleniyor. Pazarın %5,8'lik yıllık bileşik büyüme (CAGR)oranı ile 2026 yılında 32,92 milyar USD'ye ulaşması bekleniyor.¹

Dondurulmuş gıda yatırımları Türkiye'de 1970'lerin başlarında ihracat amaçlı olarak başlamıştır. Dondurulmuş gıda pazarı Türkiye'de Pizza, Börek, Milföy, Manti, Pide, Sebze-Meyve, Patates-Kroket, Tatlı, Et Ürünleri, Konserve Ürünleri ve Donuk Fırıncılık gibi farklı kategorileri içeren hem perakende hem de ev dışı tüketim kanallarında satılan bir kategori haline gelmiştir. %40 büyüme ile Türkiye Perakende Taze Dondurulmuş Gıda Pazarı 2021 yılı 9 ayında 1,9 milyar TL değere ulaşmıştır.²

¹ <https://www.researchandmarkets.com/reports/5336359/frozen-bakery-products-market-research-report-by>

² Kerevitaş Gıda Sanayi Ve Ticaret A.Ş. 2021/09 Dönemi Faaliyet Raporu – sf 6

5. ŞİRKET HAKKINDA

DMR Unlu Mamuller kısmı bölünme yolu ile sermayesinin konulduğu 16.08.2021 tarihli TTSG'de ilan edilmiştir. Şirket bölünme öncesi Simit Sarayı Yatırım ve Ticaret A.Ş.'nin ("Simit Sarayı") üretim operasyonları iken bölünme ile 50.141.600 TL sermayeye ulaşmıştır. Şirket sermayesinin 40.000.000 TL artırılarak 90.141.600 TL'ye ulaştığı 05.10.2021 tarihli TTSG'de ilan olunmuştur.

Sermayenin dağılımını gösterir tablo aşağıdaki gibidir.

Ortağın Adı Soyadı/Unvanı	Pay Adedi	%	Pay Grubu
Simit Sarayı Yatırım ve Ticaret A.Ş.	63.099.120	70	A
Re-Pie Portföy Yönetimi A.Ş. Perakende Girişim Sermayesi Fonu	27.042.480	30	B
TOPLAM	90.141.600	100	

Tablo 1 : Kaynak – 30.11.2021 tarih ve 10462 sayılı TTSG

Şirket Simit Sarayı'nın üretim operasyonları olarak 2005 yılında Samandıra/Sancaktepe'de kurulmuş olup 3.600 m² kapalı alana sahiptir. Fabrika ile başlıca simit, poğaça, açma, pizza, börek gibi ürünlerin üretimi sağlanmaktadır.

Şirket fabrikanın yanında yer alan 2.248,33 m² yüzölçümüne sahip arsa üzerine 1.600 m² kapalı alana sahip olarak kurulacak yeni yarı pişmiş donuk simit hattı devreye almayı planlamaktadır. Yeni yatırım yapılacak binada Ar-Ge ve kalite bölümleri, +4 C, -18 C ve -25°C'ye şartlandırılmış depolar, ürün kabul ve sevkiyat bölümleri bulunacaktır. Mevzu bahis yatırım alanının üzerinden yüksek gerilim hattı geçmekte olup, hattın yükseltilmesi ile ilgili gerekli izinler alınmıştır. Yükseltme işlemi tamamlandıktan sonra 6 ay içerisinde inşaatın tamamlanarak yatırımın 2022 yılında devreye alınması planlanmaktadır.

Söz konusu hattın devreye girmesi ile birlikte planlanan 2022-2030 dönemi toplam üretim kapasitesini gösterir tablo aşağıdaki gibidir.

Hat Kapasite - Ton (3 Vardıya Yıllık)										
	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
Anko	225	225	225	225	225	225	225	225	225	225
Ciabatta	648	648	648	648	648	648	648	648	648	648
Fritsch	1.988	1.988	1.988	1.988	1.988	1.988	1.988	1.988	1.988	1.988
Limonata	324	324	324	324	324	324	324	324	324	324
Makine Börek	2.800	2.800	2.800	2.800	2.800	2.800	2.800	2.800	2.800	2.800
Muffin	491	491	491	491	491	491	491	491	491	491
Pasta	517	517	517	517	517	517	517	517	517	517
Pizza	223	223	223	223	223	223	223	223	223	223
Poğaça	1.080	1.080	1.080	1.080	1.080	1.080	1.080	1.080	1.080	1.080
Rheon	294	294	294	294	294	294	294	294	294	294
Rondo Doge	3.000	3.000	3.000	3.000	3.000	3.000	3.000	3.000	3.000	3.000
Simit	5.600	5.600	8.500	8.500	8.500	8.500	8.500	8.500	8.500	8.500

Tablo 2 : Kaynak - Şirket

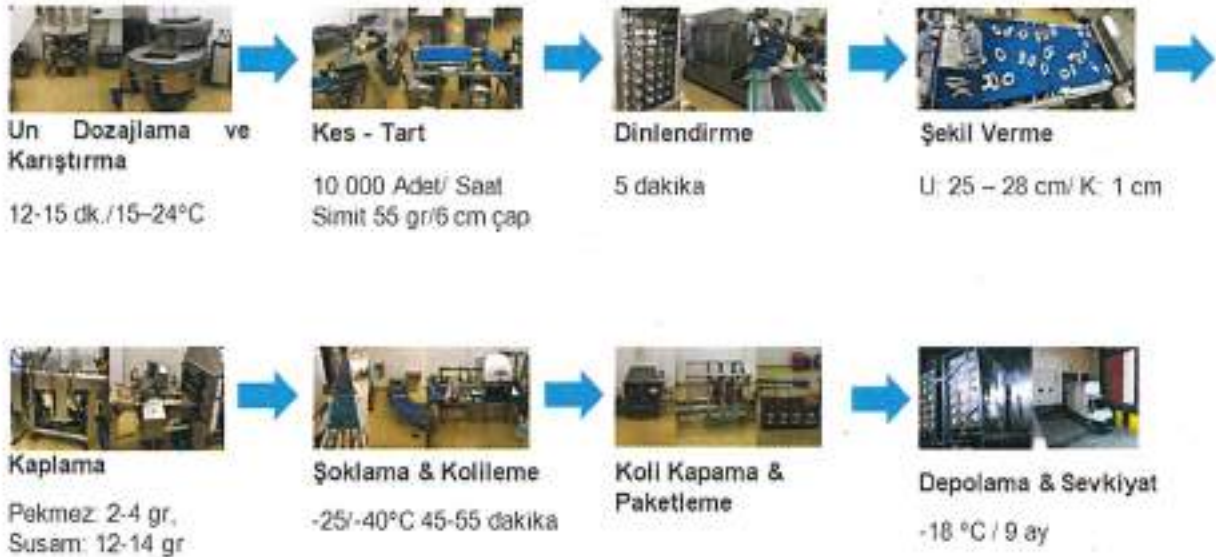
Şirket organizasyon yapısına ilişkin olarak üst yönetim, ihracat, muhasebe, satın alma, finans, bilgi işlem, idari işler, insan kaynakları ve üretim beyaz yaka kadrosunda, geriye kalan ekip ise mavi yaka kadrosunda yer almaktadır.

Yatırımın tamamlandığı 2022 yılında Fabrika bünyesinde mevcut ve yeni üretim tesisindeki operasyonlar için toplam 30 beyaz yaka, 50 fabrika üretim kadrosu, 21 lojistik ve depo ve 209 mavi yakalı personel istihdam edilmesi planlanmaktadır. Tesiste yıllar itibarıyla artan faaliyet hacmi ile birlikte beyaz yaka ve mavi yaka sayısında artış öngörülmektedir.

Şirket'in lojistik amaçla kullandığı kiralık bir deposu ve alt kiralama yoluyla kullandığı bir deposu olmak üzere iki deposu bulunmaktadır.

Şirket sevkiyat operasyonları makro dağıtım ve mikro dağıtım olarak ikiye ayrılmaktadır. İstanbul'daki marketlere mikro dağıtım 3 plasiyer arabasıyla yapılmaktadır. Türkiye'nin diğer tüm noktalarına da lojistik firmaları ile anlaşma sağlanarak palet bazında veya tır bazında sevkiyat yapılmaktadır.

Şirket'in yeni üretim hattı olan yarı pişmiş donuk simit üretim prosesini gösterir görsel aşağıda yer almaktadır.



Şekil 1 : Kaynak - Şirket

Şirket'in üretim tesislerinin bulunduğu alanda fabrika satış mağazası bulunmaktadır. Mağazanın 2021 yılı içerisinde yaklaşık 4 milyon TL ve 2022 yılında 74 milyon TL ciroya ulaşması beklenmektedir. Şirket'in mağaza ve fabrika finansal verilerini içeren 31 Ekim 2021 tarihli gelir tablosu aşağıdaki gibidir.

TL	2021-10	2021-9
A- BRÜT SATIŞLAR	26.439.520,20	14.902.171,99
1-Yurt İçi Satışlar	23.911.353,27	14.514.763,64
2-Yurt Dışı Satışlar	2.515.718,88	377.102,30
3- Diğer Gelirler	12.448,05	10.306,05
B- SATIŞ İNDİRİMLERİ	- 335.931,18	- 150.100,15
1-Satıştan İadeler	- 325.288,84	- 147.630,11
2-Satış İskontoları	- 10.215,84	- 2.096,04
3-Diğer İndirimler	- 426,50	- 374,00

C- NET SATIŞLAR	26.103.589,02	14.752.071,84
D-SATIŞLARIN MALİYETİ	- 18.722.752,38	- 10.138.199,86
1- Satılan Mamüller Maliyeti	- 17.456.398,34	- 9.191.668,35
2- Satılan Ticari Mallar Maliyeti	- 1.266.354,04	- 946.531,51
2- Satılan Hizmet Maliyeti	-	-
3- Diğer Satışların Maliyeti	-	-
BRÜT SATIŞ KARI VEYA ZARARI	7.380.836,64	4.613.871,98
E- FAALİYET GİDERLERİ	- 6.120.544,11	- 4.490.762,01
1- Araştırma ve Geliştirme Giderleri	-	-
2- Pazarlama, Satış ve Dağıtım Giderleri	- 4.852.807,93	- 3.523.268,83
3- Genel Yönetim Giderleri	- 1.267.736,18	- 967.493,18
FAALİYET KARI VEYA ZARARI	1.260.292,53	123.109,97
F- DİĞER FAAL.OLAĞAN GELİR VE KAR'LAR	2.059.245,82	1.221.173,99
1- İştiraklerden Temettü Gelirleri	-	-
2- Bağlı Ortaklıklardan Temettü Geliri	-	-
3- Faiz Gelirleri	-	-
4- Komisyon Gelirleri	-	-
5- Konusu Kalmayan Karşılıklar	-	-
6- Menkul Kıymet Satış Karları	-	-
7- Kambiyo Karları	79.420,68	75.057,35
8- Reeskont faiz Gelirleri	-	-
9- Faaliyetle İlgili Diğer Olağan Gelir ve Kar'lar	1.979.825,14	1.146.116,64
G- DİĞER FAAL.OLAĞAN GİDER VE ZARARLAR	- 1.966.924,12	- 1.151.623,64
1- Komisyon Giderleri	-	-
2- Karşılık Giderleri	-	-
3- Menkul Kıymet Satış Zararları	-	-
4- Kambiyo Zararları	- 42.737,43	- 32.320,88
5- Reeskont Faizi Giderleri	-	-
6- Diğer Olağan Gider ve Zararlar	- 1.924.186,69	- 1.119.302,76
H- FİNANSMAN GİDERLERİ	- 45.207,69	- 34.316,91
1- Kısa Vadeli Borçlanma Giderleri	- 45.207,69	- 34.316,91
2- Uzun Vadeli Borçlanma Giderleri	-	-
OLAĞAN KAR VEYA ZARAR	1.307.406,54	158.343,41
I- OLAĞANDIŞI GELİR VE KARLAR	74.212,99	6.612,00
1- Önceki Dönem Gelir ve Karlar	-	-
2- Diğer Olağandışı Gelir ve Karlar	74.212,99	6.612,00
J-OLAĞANDIŞI GİDER VE ZARARLAR	- 91.014,02	- 72.810,91
1- Çalışmayan Kısm Gider ve Zararlar	-	-
2-Önceki Dönem Gider ve Zararlar	-	-
3- Diğer Olağan Dışı Gider ve Zararlar	- 91.014,02	- 72.810,91
G-ENFLASYON KAR/ZARARI	-	-
DÖNEM KARI VEYA ZARARI	1.290.605,51	92.144,50
K- DÖN.KARI VERGİ VE DİĞ.YAS.YÜK.KARŞILIKLARI	-	-
DÖNEM NET KARI VEYA ZARARI	1.290.605,51	92.144,50

Tablo 3 : Kaynak - Şirket

6. DEĞERLEME

Şirket'in değerleme çalışmasında Şirket'in bağımsız denetimden geçmemiş 2021/09 – 2021/10 dönemi mali tabloları incelenmiş ve değerleme 2021-2031 dönemi projeksiyonları baz alınarak yapılmıştır.

Değerleme çalışmasında "İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi" (İNA) ve Çarpan Analizi metotları kullanılmış ve eşit ağırlıklandırılmıştır.

Çarpan analizi kapsamında, çarpana esas FAVÖK değerinin hesaplanmasında 31.12.2022 tarihli proforma finansal veriler kullanılmıştır.

Şirket'in 2021 yılı mali verilerinin tüm yılı kapsamaması nedeniyle çarpan analizinde 31.12.2022 tarihli proforma FAVÖK verisi kullanılmış ve gösterge tahvil baz alınarak değerleme rapor tarihine indirgenmiştir.

ŞİRKET PROJEKSİYONLARI

Şirket'in hem fabrika hem de mağaza satışlarının, maliyetlerinin, faaliyet giderlerinin ve amortisman giderlerinin detayını gösterir 2021-2031 yıllarını kapsayan tablo aşağıda yer almaktadır.

Konsolide Projeksiyonları-Bin TL	2021T	2022T	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T
Toplam Ciro	44.494	552.911	887.443	1.295.557	1.485.916	1.708.803	1.944.618	2.209.086	2.489.640	2.756.031	3.037.147
İndirimler Toplamı	336	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
NET CİRO	44.158	552.911	887.443	1.295.557	1.485.916	1.708.803	1.944.618	2.209.086	2.489.640	2.756.031	3.037.147
Ticari Giderler Sonrası Net Ciro	44.158	552.911	887.443	1.295.557	1.485.916	1.708.803	1.944.618	2.209.086	2.489.640	2.756.031	3.037.147
İlkmadde Maliyeti	21.417	247.324	315.517	387.135	446.313	513.260	584.090	663.526	747.794	827.808	912.244
Direkt İşçilik	5.049	38.368	48.599	54.430	59.928	65.980	72.645	79.982	88.060	96.954	106.746
Genel Üretim Gideri	6.916	42.839	51.585	60.613	70.278	81.293	94.245	109.559	127.591	148.692	173.600
MAMUL SMM Toplamı	33.381	328.530	415.701	502.177	576.519	660.533	750.979	853.066	963.444	1.073.453	1.192.590
Ticari SMM	1.432	13.214	42.686	83.812	92.891	110.215	121.567	142.929	156.042	175.193	191.587
Diğer SMM	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Toplam SMM	34.814	341.745	458.386	585.989	669.410	770.748	872.545	995.996	1.119.486	1.248.646	1.384.177
BRÜT KAR	9.344	211.167	429.057	709.568	816.506	938.055	1.072.073	1.213.090	1.370.154	1.507.386	1.652.970
Direkt Satış Giderleri Toplamı	2.920	40.337	140.301	273.911	309.865	355.195	403.381	457.589	515.175	570.039	628.054
Yurt İçi Endirekt Satış Giderleri	231	1.593	2.859	3.202	3.525	3.881	4.273	4.705	5.180	5.703	6.279
Yurt Dışı Endirekt Satış Giderleri	491	7.725	7.767	9.640	11.147	12.781	14.512	16.453	18.515	20.489	22.578
Lojistik Giderleri Toplamı	2.578	13.348	16.075	18.171	20.156	22.277	24.658	27.331	30.333	33.708	37.504
Satışların Maliyeti Toplamı	6.220	63.004	167.001	304.924	344.693	394.134	446.824	506.077	569.203	629.938	694.414
DAĞITIM KARI	3.124	148.163	262.055	404.644	471.813	543.921	625.248	707.013	800.951	877.448	958.556
Pazarlama Giderleri Toplamı	164	4.322	14.178	27.362	31.001	35.607	40.483	45.949	51.753	57.282	63.124
TİCARİ KAR	2.960	143.841	247.878	377.282	440.811	508.315	584.766	661.064	749.198	820.165	895.432
Genel yönetim Giderleri Toplamı	1.960	6.070	7.687	9.073	10.505	11.552	12.707	13.979	15.381	16.926	18.627
Olağan Gelir Gider	-92	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
FAALİYET KARI (EBIT)	1.092	137.771	240.191	368.209	430.307	496.762	572.059	647.084	733.817	803.239	876.805
Finansman Gelir / Giderleri (Net)	92	670	804	900	991	1.091	1.202	1.323	1.457	1.604	1.766
OPERASYONEL KARLILIK	1.000	137.101	239.387	367.309	429.315	495.671	570.857	645.761	732.360	801.636	875.039
Olağandışı Gelir ve Giderler	17	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
DÖNEM K/Z (EBT)	983	137.101	239.387	367.309	429.315	495.671	570.857	645.761	732.360	801.636	875.039
Amortisman	2.371	6.012	7.883	9.795	9.448	8.861	8.457	8.200	7.967	7.756	7.565
EBITDA	3.463	143.783	248.074	378.004	439.755	505.624	580.516	655.284	741.784	810.996	884.370

Tablo 4 : Kaynak - Şirket

Şirket'in 2022-2030 dönemi alacak tahsili, borç ödeme ve stok tutma sürelerini gösterir tablo aşağıda yer almaktadır.

Gün	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
Alacak Tahsil Süresi	70	70	70	70	70	70	70	70	70	70
Borç Ödeme Süresi	41	38	37	37	38	38	38	38	38	37
Stok Tutma Süresi	21	21	21	21	21	21	21	21	21	21
Nakit Dönüşüm Süresi	51	53	54	54	54	54	54	54	54	54

Tablo 5 : Kaynak – Şirket

İNDİRGENMİŞ NAKİT AKIMLARI ANALİZİ

Şirket'in alacak tahsil, borç ödeme ve stok tutma süreleri verileri dahilinde, hesaplanan 2022-2031 dönemi net işletme sermayesi ihtiyacını gösterir tablo aşağıda yer almaktadır.

Bin - TL	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
Net İşletme Sermayesi İhtiyacı	63.091	88.275	149.571	223.481	256.542	294.372	335.764	380.434	429.699	475.028	523.573
Yıllık Değişim	-	25.184	61.296	73.909	33.061	37.830	41.392	44.670	49.265	45.329	48.546

Tablo 6 : Hesaplama - Global Menkul

Şirket'in 2022-2031 dönemi konsolide nakit akışını gösterir tablo aşağıdaki gibidir.

Konsolide Nakit Akışı – Bin TL	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
Yurt içi Satışlar	342.425	608.940	946.484	1.080.358	1.242.412	1.413.864	1.606.150	1.810.131	2.003.815	2.208.204
Yurt Dışı Satışlar	210.487	278.502	349.073	405.558	466.392	530.754	602.936	679.509	752.217	828.943
Diğer Satışlar	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Satışlardan indirimler	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Net Satışlar	552.911	887.443	1.295.557	1.485.916	1.708.803	1.944.618	2.209.086	2.489.640	2.756.031	3.037.147
Satışların Maliyeti	- 341.745	- 458.386	- 585.989	- 669.410	- 770.748	- 872.545	- 995.996	- 1.119.486	- 1.248.646	- 1.384.177
Brüt Kar	211.167	429.057	709.568	816.506	938.055	1.072.073	1.213.090	1.370.154	1.507.386	1.652.970
Faaliyet Giderleri	73.395	188.865	341.359	386.199	441.293	500.014	566.006	636.337	704.146	776.165
Esas Faaliyet Karı	137.771	240.191	368.209	430.307	496.762	572.059	647.084	733.817	803.239	876.805
Amortisman	6.012	7.883	9.795	9.448	8.861	8.457	8.200	7.967	7.756	7.565
FAVÖK (EBITDA)	143.783	248.074	378.004	439.755	505.624	580.516	655.284	741.784	810.996	884.370
Finansman Giderleri	- 670	- 804	- 900	- 991	- 1.091	- 1.202	- 1.323	- 1.457	- 1.604	- 1.766
Diğer Gelir/Gider(Net)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Dönem Kar/Zararı (EBT)	137.101	239.387	367.309	429.315	495.671	570.857	645.761	732.360	801.636	875.039
Vergi Sonrası Nakit Akışı	105.568	191.510	293.847	343.452	396.537	456.686	516.609	585.888	641.308	700.031
İşletme Sermayesi İhtiyacı	25.184	61.296	73.909	33.061	37.830	41.392	44.670	49.265	45.329	48.546
Yatırım Harcamaları	51.500	6.000	2.000	2.000	2.000	2.000	2.000	2.000	2.000	2.000
Firmaya Ait Serbest Nakit Akışı	28.884	124.214	217.937	308.391	356.706	413.294	469.939	534.624	593.979	649.486
İndirgenmiş Nakit Akışı	23.335	81.072	114.916	131.371	122.760	114.909	105.557	97.016	87.080	76.925

Tablo 7 : 2022-2031 Dönemi Nakit Akışları Tablosu - Hesaplama : Global Menkul

Şirket'in projeksiyon dönemi tahmini finansman giderleri nakit akışı hesaplamasına dahil edilmiş fakat projeksiyon döneminde finansman giderlerinin ciroya oranı çok düşük olması sebebiyle (2022-2031 ortalaması %0,1) indirgeme oranı hesaplamasında sermaye maliyeti kullanılmıştır.

Sermaye maliyeti hesaplamasında risksiz faiz oranı gösterge niteliğindeki tahvilin son 1 yıllık ortalaması olan %17,78 alınmıştır. Ülke risk primi hesaplamasında son dönem halka arz verileri ve New York Üniversitesi'ndeki Stern School of Business'ta kurumsal finansman ve özsermaye değerlendirme dersleri veren Aswath Damodaran³ tahminleri göz önünde bulundurularak %6 olarak alınmıştır. Bu veriler ışığında indirgeme oranı %23,78 olarak hesaplanmıştır.

³ <https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/> 8 Ocak 2021 tarihli Türkiye Risk Primi Verisi %5,33

Terminal büyüme verisi olarak makro tahminlerde yer alan büyüme verisi dikkate alınarak %5 alınmıştır.

Şirket'in kurumlar vergisi ödemelerine ilişkin olarak vergi oranları 2021 yılı %25, 2022 yılı %23, daha sonraki yıllar için ise %20 olarak baz alınmıştır.

Bu veriler ışığında özet İNA analizinin tablosu aşağıdaki gibidir:

Özet İNA Tablosu	Bin TL
İndirgenmiş Nakit Akımları Toplamı 2022-2031	954.941
Terminal Değer	430.089
Şirket Özkaynak Değeri	1.385.031

Tablo 8 : Hesaplama - Global Menkul

ÇARPAN ANALİZİ

Pazar yaklaşımı kapsamında uygulanan benzer şirketler analizi yönteminde, Şirket'in VUK'a göre hazırlanmış ve bağımsız denetimden geçmemiş mali tabloları kullanılmıştır. Çarpan analizinde yer alan Bloomberg veritabanından elde edilen benzer şirketlerin son yıllık finansallarında, unlu mamul üretimi gelirlerinin %80'ini oluşturmaktadır.

Ülkeler arasındaki vergilendirme farklılıklarını ortadan kaldırması, şirketin kar yaratma kapasitesini göstermesi, geçici ve istisnai kar artışlarını değil şirketin faaliyetlerden sağladığı karları dikkate alarak faaliyet karı üzerinden analize imkân tanınması göz önüne alındığında FD/FAVÖK çarpanı değerlemede kullanılmıştır.

Değerleme çalışmasında Şirket'in 2021 yılı mali verilerinin tüm yılı kapsamaması nedeniyle çarpan analizinde 31.12.2022 tarihli proforma FAVÖK verisi kullanılmış, FAVÖK çarpanı da 2022 tahmini FAVÖK çarpanı alınmış ve gösterge tahvil baz alınarak değerleme rapor tarihine indirgenmiştir.

Benzer şirketleri gösterir tablo EK-1'de yer almaktadır. Benzer 27 şirketin medyan FD/FAVÖK verisi 11,25x olarak hesaplanmıştır. Özet tablo aşağıdaki gibidir.

Bin TL	2022T
FAVÖK (Finansman Gideri Sonrası)	143.113
Çarpan	11,25
Firma Değeri	1.610.520
Projeksiyon Dönemi Finansal Giderler (2022 Sonrası)	-11.137
Özkaynak Değeri	1.599.383
İndirgeme Oranı	%22,81*
İndirgenmiş Özkaynak Değeri	1.302.323

Tablo 9 : Özet Çarpan Analizi Tablosu - Hesaplama Global Menkul

*İndirgeme oranı hesaplamasında TRT200923T18 ISIN kodlu gösterge tahvilin 1 haftalık ortalaması baz alınmıştır.

DEĞERLEME SONUCU

Şirketin değerleme çalışmasında gelir yaklaşımı kapsamında indirgenmiş nakit akımları yöntemi, pazar yaklaşımı kapsamında çarpan analizi uygulanmıştır. Söz konusu yöntemler eşit ağırlıklandırılmıştır. Değerleme çalışmasında Şirket değeri **1.343.676.773 TL** olarak hesaplanmıştır.

Şirket Değeri	Bin TL
İNA Analizi	1.385.031
Çarpan Analizi	1.302.323
Şirket Değeri	1.343.677

Tablo 10 : Değerleme Sonuç Tablosu - Hesaplama : Global Menkul

EK - 1 : Benzer Şirketler Tablosu

Kodu	Şirket Adı	Piyasa Değeri (USD)	Ülke	FD/FAVÖK T12M
ALMARAI AB Equity	ALMARAI CO	12.841.006.080	Suudi Arabistan	13,87
BRIT IN Equity	BRITANNIA INDUSTRIES LTD	11.207.470.080	Hindistan	34,18
LOTB BB Equity	LOTUS BAKERIES	5.195.081.728	Belçika	33,93
300973 CH Equity	LIGAO FOODS CO LTD-A	3.782.353.408	Çin	56,30
2212 JP Equity	YAMAZAKI BAKING CO LTD	3.084.037.632	Japonya	5,70
TWNK US Equity	HOSTESS BRANDS INC	2.665.144.576	ABD	14,37
TBS SJ Equity	TIGER BRANDS LTD	2.104.294.144	Güney Afrika	11,04
2222 JP Equity	KOTOBUKI SPIRITS CO LTD	1.566.482.688	Japonya	393,20
ARYN SW Equity	ARYZTA AG	1.132.243.712	İsviçre	11,25
PB TB Equity	PRESIDENT BAKERY PCL	952.073.728	Tayland	12,11
INN ZH Equity	INNSCOR AFRICA LTD	752.586.944	Zimbabve	10,21
2723 TT Equity	GOURMET MASTER CO LTD	724.788.800	Tayvan	3,96
2211 JP Equity	FUJIIYA CO LTD	527.310.336	Japonya	5,70
005610 KS Equity	SPC SAMLIP	512.644.576	Güney Kore	7,40
EFID EY Equity	EDITA FOOD INDUSTRIES SAE	376.659.936	Mısır	8,49
QAF SP Equity	QAF LTD	370.814.688	Singapur	8,75
6272 JP Equity	RHEON AUTOMATIC MACHINERY	344.281.728	Japonya	13,02
BECTORS IN Equity	MRS BECTORS FOOD SPECIALTIE	295.459.968	Hindistan	16,21
2217 JP Equity	MOROZOFF LTD	184.365.360	Japonya	7,70
1236 TT Equity	HUNYA FOODS CO LTD	117.242.840	Tayvan	27,01
004410 KS Equity	SEOUL FOOD INDUSTRIAL CO LTD	100.085.080	Güney Kore	50,28
HOCN SW Equity	HOCHDORF HOLDING AG	96.218.672	İsviçre	87,56
7561 JP Equity	HURXLEY CORP	93.136.488	Japonya	10,55
2224 JP Equity	COMO CO LTD	85.287.744	Japonya	17,73
2218 JP Equity	NICHIRYO BAKING CO LTD	40.545.988	Japonya	7,92
HONBUN JA Equity	HONEY BUN 1982 LTD	29.064.962	Jamaika	11,25
1210 HK Equity	CHRISTINE INTERNATIONAL HOLD	23.047.984	Çin	7,41
			Medyan	11,25

EK - 2 : Değerleme Raporu Sorumluluk Beyanı

FİYAT TESPİT RAPORU SORUMLULUK BEYANI

Kurul Karar Organı'nın 11.04.2019 tarih ve 21/500 sayılı kararı uyarınca Sermaye Piyasası Kurulu'nun 11.04.2019 tarih 2019/19 sayılı bülteninde ilan edilen duyuruya istinaden;

"Gayrimenkul Dışındaki Varlıkların Sermaye Piyasası Mevzuatı Kapsamındaki Değerlemelerde Uyulacak Esaslar başlığının F maddesinin 9. maddesi" çerçevesinde verdiğimiz bu beyan ile Sermaye Piyasası Kurulu'nun kararında belirtilen niteliklere sahip olduğumuzu ve bağımsızlık ilkelerine uyduğumuzu, DMR Unlu Mamüller Üretim Gıda Toptan Perakende İhracat A.Ş değerleme raporumuzda yer alan bilgilerin, sahip olduğumuz tüm bilgiler çerçevesinde, gerçeğe uygun olduğunu ve bu bilgilerin anlamını değiştirecek nitelikte bir eksiklik bulunmaması için her türlü özenin gösterilmiş olduğunu beyan ederiz.

SORUMLU DEĞERLEME UZMANI



**KURUMSAL FİNANSMAN
MÜDÜR YARDIMCISI
YİĞİT ENGİZ**

GLOBAL MENKUL DEĞERLER A.Ş.



**KURUMSAL FİNANSMAN DİREKTÖR
KADİR BERKAY AYTEKİN**

**GENEL MÜDÜR
GÜLŞEYMA DOĞANÇAY**