

DMR UNLU MAMULLER ÜRETİM GIDA TOPTAN PERAKENDE İHRACAT A.Ş.

FİYAT TESPİT RAPORU



Esentepe Mahallesi Büyükdere Caddesi Levent
Plaza Blok No: 173 İç Kapı No: 29
Şişli/İstanbul

04.09.2023

 A1 CAPITAL YATIRIM
MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Esentepe Mah. Büyükdere Cad. Levent Plaza
Blok No:173 İç Kapı No:29 Şişli/İstanbul
Zincirlikuyu V.D. 388 964 35 21 Tic. Sic.No: 270186
Mersis :0388004352100015 www.a1capital.com.tr

KISALTMALAR

Kısaltma:	Tanım:
A1 Capital	A1 Capital Yatırım Menkul Değerler A.Ş., Aracı Kurum
A.Ş.	Anonim Şirketi
ABD Doları, USD	Amerika Birleşik Devletleri Doları
AOSM	Ağırlıklandırılmış Ortalama Sermaye Maliyeti
B	Beta katsayısı, pazardaki değişkenliğin hisse fiyatındaki oynaklığa olan oranı
BİST, Borsa İstanbul	Borsa İstanbul Anonim Şirketi
Bkz	Bakınız
Ar-Ge	Araştırma ve Geliştirme
DMR Unlu Mamuller	DMR Unlu Mamuller Üretim Gıda Toptan Perakende İhracat A.Ş.
FAVÖK	Faiz, Amortisman, Vergi Öncesi Kar
F/K	Fiyat Kazanç Oranı
FD	Firma değeri
Finnert	İstanbul merkezli özel bir veri dağıtım şirketinin adı
HoReCa	Hotel-Restaurant-Cafe, Diğer müşteriler
İNA	İndirgenmiş nakit akım analizi
KAP	Kamuyu Aydınlatma Platformu
KKO	Kapasite Kullanım Oranları
Köning	Simit hattı
KVKK	6698 sayılı Kişisel Verileri Koruma Kanunu
MDV	Maddi Duran Varlıklar
PD/DD	Piyasa Değeri / Defter Değeri Oranı
Rf	Risksiz Faiz Oranı
Rm	BIST100 Endeksinin Yıllık Ortalama Getirisi
Re	Sermaye Maliyeti
Rp	Şirket Risk Primi
SGK	Sosyal Güvenlik Kurumu
SMM	Satılan Malın Maliyeti
SPK, Kurul	Sermaye Piyasası Kurulu
SPKn	6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu
T	Tahmin
T.C., Türkiye	Türkiye Cumhuriyeti
TCMB	Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası
TÜİK	Türkiye İstatistik Kurumu
Tic.	Ticaret
TL	Türk Lirası
TTSG	Türkiye Ticaret Sicil Gazetesi
UDS	Uluslararası Değerleme Standartları
VFÖK	Vergi Faiz Öncesi Kar
YBBO	Yıllık Bileşik Büyüme Oranı

1. YÖNETİCİ ÖZETİ ve HALKA ARZ BİLGİLERİ

Bu rapor, DMR UNLU MAMULLER ÜRETİM GIDA TOPTAN PERAKENDE İHRACAT ANONİM ŞİRKETİ (“Şirket” ya da “DMR Unlu Mamuller”) ile A1 Capital Yatırım Menkul Değerler A.Ş. (“A1 Capital”) arasında 22.06.2023 tarihinde imzalanmış olan halka arza aracılık sözleşmesi ve aynı tarihli değerleme hizmet sözleşmesi kapsamında Şirket paylarının halka arzında fiyata esas teşkil edecek değerin belirlenmesi amacıyla hazırlanmıştır. Rapor tarihi ile değerleme tarihi aynı olup 04.09.2023’dür.

1.1 Şirket Hakkında Özet Bilgi¹

DMR Unlu Mamuller Üretim Gıda Toptan Perakende İhracat A.Ş. (“DMR Unlu Mamuller” veya “Şirket”) 30 Ekim 2009 yılında DMR Turizm Sportif Faaliyetler Gıda Tarım İnşaat Otomotiv Pazarlama ve Ticaret Ltd. Şti. unvanıyla Yeşilköy Mahallesi Antalya Havalimanı İçi 2. Dış Hatlar Terminali Zemin No:150 Muratpaşa/Antalya adresinde 100.000 TL sermaye ile kurulmuştur. Şirket kurulduğu 2009 yılında Antalya havalimanı dış hatlar terminalinde Cafe/Restaurant olarak faaliyet göstermiştir. 2011 yılından itibaren ise “SİMİT SARAYI” markası altında ve Simit Sarayı konseptinde, Simit Sarayı Yatırım ve Ticaret A.Ş.’nin franchise bayisi olarak faaliyetine devam etmiştir. Şirket, 10.03.2021 tarihli genel kurul kararı uyarınca, merkez adresini Eyüp Sultan Mahallesi İbni Sina Caddesi Simit Sarayı Blok No:21 Sancaktepe/İstanbul adresine taşımış ve İstanbul Ticaret Sicil Müdürlüğü nezdinde 300663-5 sicil numarası ile kaydolmuş ve bu kararla 18 Mart 2021 tarihinde Şirket merkezini İstanbul’a nakletmiştir. 26 Nisan 2021 tarihinde ise Şirket, Türk Ticaret Kanunu’nun 180 ile 193. maddeleri kapsamında nevi değiştirerek DMR Unlu Mamuller Üretim Gıda Toptan Perakende İhracat A.Ş. unvanını almış ve o tarihten itibaren bu unvan ile faaliyetlerine devam etmiştir.

Şirket, 2021 yılına kadar Simit Sarayı Antalya Havalimanı Mağazası olarak perakende unlu mamul ürünlerinin satışını yapmakta iken, 6 Ağustos 2021 tarihinde Simit Sarayı Yatırım ve Ticaret A.Ş.’nin aktifinde yer alan unlu mamuller üretim tesisi, fabrika arsası, binası ve müştemilatı 5510 sayılı Kurumlar Vergisi Kanunu’nun 19/3-b ve 20. maddeleri uyarınca kısmi bölünme yolu ile aynı sermaye olarak Şirket’in bünyesine geçmiş ve unlu mamul üretim faaliyetine başlamıştır. Şirket, aynı yıl Antalya Havalimanı Mağazası’nı devretmiştir.

Şirket, her türlü unlu mamuller gıda maddesinin üretimi toptan ve perakende olarak alımı, satımı, dağıtımı, ithalat ve ihracatı ile iştigal etmek üzere faaliyet göstermektedir. Sancaktepe/İstanbul’da 3.600 m²’lik kapalı alan üzerinde kurulu olan üretim tesisinde üretim operasyonlarını sürdürmektedir. 2021 yılında, daha geniş bir pazara hitap edebilmek ve kapasitesini artırmak için RE-PIE Portföy Yönetimi Anonim Şirketi Perakende Girişim Sermayesi Yatırım Fonu’ndan 12.000.000 TL değerinde yatırım kabul etmiştir. Söz konusu yatırımla, donuk ürün çeşitliliği ve üretim kapasitesini artırmayı amaçlayan DMR Unlu Mamuller, 2021 yılında, köning (simit hattı) ve fermantasyon (mayalandırma) sistemlerinin kurulumu, tünel fırının uzatılması ve 4 adet döner fırın alımı ile özellikle yarı pişmiş donuk ürün üretim hattında kapasite ve ürün çeşitliliğinde önemli ölçüde artış gerçekleşmiştir.

¹ Kaynak: İzahname

2022 sonu itibarıyla yıllık üretim kapasitesi 12.792.280 ton düzeyine ulaşmıştır. Şirket'in 30 Haziran 2023 tarihindeki personel sayısı 355 kişi, ortalama personel sayısı ise 415 kişidir. (31 Aralık 2022: ortalama 508 kişi, dönem sonu itibarıyla 446 kişi). Şirket 30.06.2023 itibarı ile 240 kişi fabrika personeli ve 28 kişi de kendine ait mağaza personeli olmak üzere 268 kişi istihdam etmektedir. Şirket'e aynı zamanda mağazalarda görevlendirilmek üzere Simit Sarayı Yatırım A.Ş. tarafından 87 kişilik personel desteği sağlanmaktadır. Bu şekilde, 30.06.2023 itibarı ile DMR Unlu Mamuller'e istihdam edilen personel sayısı 355 kişidir. Şirket'in kiralama ve alt kiralama yolu ile kullandığı iki deposu mevcuttur.

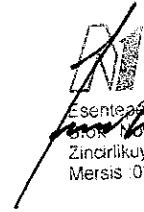
6 Şubat 2022'de üretim tesislerinde çıkan yangında herhangi bir can kaybı ve yaralanma yaşanmamış olup binanın, stokların, makine ve teçhizatların ve demirbaşların bir bölümünde kısmi hasar meydana geldiğinden, üretim operasyonları 2,5 ay süresince durmuştur. Yangında ortaya çıkan zararın önemli bir kısmı sigorta şirketi tarafından karşılanmıştır. Ayrıca, sigorta firmalarından tahsil edilen tazminatlarla yeni makine ve teçhizatlar alınmıştır.

İşbu Fiyat Tespit Raporu tarihi itibarı ile 6 adet mağazası bulunan Şirket, ağırlıklı olarak ana ortağı Simit Sarayı Yatırım ve Ticaret A.Ş.'ye perakende satış yapmakla birlikte "Simit Sarayı" markasıyla unlu mamul ürünlerinin üretilmesi ve toptan satışını da gerçekleştirmektedir. Şirket, Mağaza Satış ve Mağaza Dekorasyonu Satışları konularında faaliyet göstermek ve Simit Sarayı Yatırım A.Ş. ve bağlı ortaklıklarının mağazalarına personel destek hizmeti vermektedir. Öte yandan, Şirket'in franchise verme yetkisi bulunmamaktadır. Franchise'a konu "Simit Sarayı" markasının sahibi Simit Sarayı Yatırım ve Ticaret A.Ş. olup franchise verme yetkisi marka sahibi olan Simit Sarayı Yatırım ve Ticaret A.Ş.'dedir.

1.2 Değerleme Çalışması Sonucu

İşbu raporun 9 numaralı Sonuç bölümünde belirtildiği üzere, değerleme çalışmasında İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) yaklaşımı ve piyasa çarpanları yöntemleri kullanılmış olup, **1.417.899.737 TL** tutarında halka arz öncesi hedef piyasa değerine ulaşmaktayız. Söz konusu hedef piyasa değerini, halka arz öncesi ödenmiş sermayeye bölerek pay başına hedef piyasa değerini 12,85 TL olarak hesaplamaktayız. Bulunan pay başına hedef piyasa değerine %20,34 halka arz iskontosu uyguladığımızda pay başına **10,24 TL**'lik halka arz fiyatına ulaşmış bulunmaktayız.

İndirgenmiş nakit akımları ile piyasa çarpan analiz yöntemlerini kullanarak gerçekleştirdiğimiz değerleme sonucu aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

 **A1 CAPITAL YATIRIM
MENKUL DEĞERLER A.Ş.**
Esentepe Mah. Büyükdere Cad. Levent Plaza
Kat: No: 10 Kat: No: 29 / Şişli / İstanbul
Zincirlikuyu V.D. 388 004 35 21 / Tic. Sic. No: 274999
Mersis: 0382004352100015 www.a1capital.com.tr

Tablo 1 Değerleme Yöntemleri (TL)	Hedef Özsermaye Değeri	Ağırlık	Ağırlıklandırılmış Özsermaye Değeri
1-İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) Yöntemi			
Firma Değeri	1.408.478.309		
- Net Nakit / (Borç)	-30.098.441		
<i>Nakit ve Nakit Benzerleri</i>	5.593.843		
<i>Finansal Borç</i>	35.692.284		
- Özsermaye Değeri	1.378.379.868	50,00%	689.189.934
2-Piyasa Çarpanları Yöntemi			
Yurt İçi Sektör FD/FAVÖK Çarpanı (x)	17,13		
- Özsermaye Değeri	1.456.591.077	25,00%	364.147.769
<i>FAVÖK*</i>	86.813.585		
<i>Firma Değeri</i>	1.486.689.518		
<i>Net Nakit / (Borç)</i>	-30.098.441		
Karşılaştırılabilir Firmalar FD/FAVÖK Çarpanı (x)	17,14		
- Özsermaye Değeri	1.458.248.132	25,00%	364.562.033
<i>FAVÖK*</i>	86.813.585		
<i>Firma Değeri</i>	1.488.346.573		
<i>Net Nakit / (Borç)</i>	-30.098.441		

Kaynak : A1 Capital Yatırım Hesaplamaları

*: 30.06.2023 tarihinde gerçekleşen tutar ile 01.07.2023-31.12.2023 dönemi için projekte edilen tutarın aynı dönem için belirlenen indirgeme oranı ile indirgenmiş değerinin toplamı (bkz Bölüm 8.3.3.1)

Tablo 2 Değerleme Sonucu (TL)	Hedef Özsermaye Değeri	Ağırlık	Ağırlıklandırılmış Özsermaye Değeri
İNA Yöntemi ile Hesaplanan Özsermaye Değeri	1.378.379.868	50,00%	689.189.934
Çarpan Yöntemi İle Hesaplanan Özsermaye Değeri	1.457.419.605	50,00%	728.709.802
Ağırlıklandırılmış Hedef Özsermaye Değeri		100,00%	1.417.899.737
<i>Çıkarılmış Sermaye (Nominal TL)</i>			110.300.000
Pay Başına Özsermaye Değeri			12,85
<i>İskonto Oranı</i>			20,34%
Halka Arz İskontosu Sonrası Hedef Piyasa Değeri			1.129.472.000
İskontolu Halka Arz Fiyatı (TL/Pay)			10,24

Kaynak : A1 Capital Yatırım Hesaplamaları

Değerlemede kullanılan verilerin ve yöntemlerin; güvenilir, adil, uygun ve makul olduğunu beyan ederiz. Farklı tarihlerdeki finansal veriler ile piyasa çarpanlarının kullanılması ve değerlendirme yöntemlerine verilen ağırlıklandırma oranlarının değiştirilmesi durumunda farklı değerlere ulaşılması mümkündür. Bununla birlikte, kullanılan varsayımların ve indirgeme oranlarının değişmesi / değiştirilmesi, farklı değerlendirme yöntemlerinin uygulanması durumunda işbu raporda elde edilen değerlerden farklı değerlere ulaşılması mümkün olabilir.

2. RAPORUN AMACI

04.09.2023 tarihli bu rapor, Eyüp Sultan Mahallesi İbni Sina Caddesi Simit Sarayı Blok No:21 Sancaktepe/İstanbul adresinde mukim DMR Unlu Mamuller Üretim Gıda Toptan Perakende İhracat A.Ş. ("DMR Unlu Mamuller", "Şirket" veya "İhraççı") ile Esentepe Mahallesi Büyükdere Caddesi Levent Plaza Blok No: 173 İç Kapı No: 29 Şişli/İstanbul adresinde mukim A1 Capital Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("A1 Capital" veya "Danışman") arasında imzalanmış olan, 22.06.2023 tarihli Halka Arz Aracılık ve Satış Sözleşmesi ile aynı tarihli Değerleme Hizmet Sözleşmesi" kapsamında DMR Unlu Mamuller paylarının halka arzında fiyata esas teşkil edecek sermaye değeri ve beher pay değerinin Sermaye Piyasası Kurulu'nun III.62-1 sayılı "Sermaye Piyasasında Değerleme Standartları hakkında Tebliğ"i gereği Uluslararası Değerleme Standartlarına ve Sermaye Piyasası Kurulu'nun 11.04.2019 tarih ve 21/500 sayılı kararına uygun olarak tespiti amacıyla hazırlanmıştır.

3. DEĞERLEME ÇALIŞMASINDA UYGULANAN MESLEK KURALLARI VE ETİK İLKELER

Değerleme hizmeti ilgili mevzuatlar çerçevesinde gerekli lisansa sahip değerleme uzmanı tarafından Türkiye Değerleme Uzmanları Birliği Meslek Kuralları çerçevesinde yerine getirilmiştir. Bu değerleme raporu, SPK'nın Sermaye Piyasası'nda Değerleme Standartları Hakkında Tebliğin (III-62.1) 3. Maddesinin 1. Fıkrası uyarınca Uluslararası Değerleme Standartları dikkate alınarak aşağıdaki ilkeler çerçevesinde hazırlanmış olup, Türkiye Değerleme Uzmanlar Birliği ve Türkiye Sermaye Piyasaları Birliği tarafından yayımlanan Uluslararası Değerleme Standartlarına uyulmuştur.

Türkiye Sermaye Piyasaları Birliği'nin 23 Haziran 2017 tarih ve 38 sayılı Genelgesi ile Uluslararası Değerleme Standartları Konseyi (IVSC) tarafından yayımlanan Uluslararası Değerleme Standartları 2017 çalışmasının Kurul'un 22.06.2017 tarih ve 25/856 sayılı kararı ile uygun görüldüğü duyurulmuştur.

DMR Unlu Mamuller'in halka arz edilecek paylarının satış fiyatının hesaplanmasında kullanılan yöntemlere ilişkin olarak A1 Capital tarafından Uluslararası Değerleme Standartları 2017'ye uyumlu şekilde, Şirket ile Aracı Kurum arasında 22.06.2023 tarihinde imzalanmış olan Halka Arza Aracılık Sözleşmesi ile aynı tarihli "Değerleme hizmet Sözleşmesi" kapsamında, rapor tarihi itibarıyla edinilen bilgi ve veriler çerçevesinde, bilinen ve genel kabul görmüş değerleme yöntemleri kullanılarak hazırlanmıştır. Etik ilkeleri:

- Yapılan değerleme çalışması sırasında doğru ve dürüst davranılmış olup çalışmalar İhraççı Şirket'e ve Şirket hissedarlarına zarar vermeyecek şekilde yürütülmüştür.
- Değerleme işini alabilmek için bilerek aldatıcı, yanlış, yanıltıcı ve abartılı beyanlarda bulunulmamış ve bu şekilde bir reklam yapılmamıştır.
- Bilerek aldatıcı, hatalı, önyargılı görüş ve analiz içeren bir rapor hazırlanmamış ve bildirilmemiştir.
- A1 Capital Yatırım Menkul Değerler A.Ş. önceden belirlenmiş fikirleri ve sonuçları içeren veya makul bir süre içinde gerçekleşme ihtimali bulunmayan varsayımsal durumlar hakkında rapor istenen bir görevi kabul etmemiştir.

- Değerleme süreci gizlilik içinde ve basiretli bir şekilde yürütülmüştür.
- A1 Capital Yatırım Menkul Değerler A.Ş. müşterinin talimatlarını yerine getirmek için zamanında ve verimli şekilde hareket etmiştir.
- Değerleme işi, bağımsızlık ve objektiflik içinde kişisel çıkarları gözetmeksizin yerine getirilmiştir.
- Değerleme ücreti, raporun sonucunda bulunacak değer tespitine bağlı olarak belirlenmemiştir.
- Hukuka uygun davranılmış ve konuyla ilgili yasal mevzuata riayet edilmiştir.
- Değerleme hizmeti, haksız rekabete yol açmayacak şekilde mesleki sorumluluk bilinci ve mesleki kurallar çerçevesinde yerine getirilmiştir.
- Değerleme işi ile ilgili ücretler, değerlemenin önceden belirlenmiş sonuçlarına yahut değerlendirme raporunda yer alan diğer bağımsız objektif tavsiyelere bağlı değildir.
- Raporda kullanılan bilgiler talebimiz üzerine DMR Unlu Mamuller Üretim Gıda Toptan Perakende İhracat A.Ş. tarafından sağlanmış bilgilerden oluşmaktadır.

A1 Capital Yatırım Menkul Değerler A.Ş. değerlemede kullanılan analiz verilerin doğru ve güvenilir olduğunu özen ve dikkatle sorgulamakta ve araştırmaktadır. Bununla birlikte, A1 Capital Yatırım Menkul Değerler A.Ş. elde edilmiş olan bilgi ve belgelerin doğru olduğunu ve ticari ve hukuki olarak gizli ve beklenmedik herhangi bir durum veya engeli olmadığını varsaymaktadır. Şirket ile A1 Capital arasında son üç yıl içerisinde 22.06.2023 tarihinde imzalanan Halka Arza Aracılık Yetki Sözleşmesi ve aynı tarihli Değerleme Hizmet Sözleşmesi dışında bir ilişki veya bağlantı yoktur.

4. SINIRLAYICI KOŞULLAR

Bu rapor, Şirket değerini belirlemede etkisi olan faktörler dikkate alınarak hazırlanmıştır. Ancak, değerlendirme ile ilgili olarak aşağıda belirtilen sınırlayıcı koşulları da bünyesinde taşımaktadır:

- Raporlarda kullanılan bilgiler, kamuya açıklanmış ve talebimiz üzerine Şirket tarafından sağlanmış olan bilgilerden oluşmaktadır. Rapor içerisinde yer alan finansal bilgiler, halka açılma amacıyla hazırlanan özel bağımsız denetimden geçmiş finansal tablolarda yer alan bilgileri içermektedir.
- Değerleme çalışmalarına esas teşkil etmek üzere, A1 Capital Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'ye sunulan bilgi ve belgelerin doğru ve eksiksiz olduğu konusunda makul dikkat ve özen gösterilmiş ve bunun sonucunda sunulan bilgi ve belgelerin doğru olduğu, ticari ve hukuki olarak gizli ve beklenmedik herhangi bir durum veya engelin olmadığı varsayılmış ve bu çerçevede bilgi ve belgelerin doğruluğu ayrıca denetlenmemiştir. A1 Capital Yatırım Menkul Değerler A.Ş bu konuda herhangi bir taahhütte bulunamamaktadır. Geçmiş dönemlere ait tüm finansal bilgiler bağımsız denetimden geçmiş olup, güvenilir bir kaynak olduğu varsayılmıştır. Yapılan analizler ve bulunan sonuçlar değerlendirme raporunda belirtilen varsayımlar ve koşullarla sınırlı olmak üzere doğrudur.
- Değerlemesi yapılan Şirket aktifleri için herhangi bir hukuki çalışma icra edilmemiştir. Değerlemeye konu aktiflerin değer düşüklüğüne uğramamış veya değer kaybı olmaksızın satılabilir durumda olduğu ve aktifler üzerinde herhangi bir

kısıtlayıcı durum olmadığı varsayılmıştır.

- Değerleme raporunda kullanılan bilgiler kamuya açıklanmış ve talebimiz üzerine ihraççı Şirket tarafından sağlanmış olan bilgilerden meydana gelmektedir.
- Yapılan analizler ve bulunan sonuçlar değerleme raporunda belirtilen varsayımlar ve koşullarla sınırlı olmak üzere doğrudur.
- Değerleme çalışması, bilinen ve genel kabul görmüş uluslararası esas ve standartlara uygun değerleme yöntemleri kullanılarak uzmanlık bilgisi ile hazırlanmıştır. Öte yandan, piyasa ve makroekonomik konularda meydana gelebilecek önemli değişikliklerin Şirket değerini etkileyebileceği ve dolayısıyla aşağı veya yukarı yönde değişime yol açabileceği ihtimali göz önünde bulundurulmalıdır.
- Farklı tarihlerdeki finansal veriler ile değerleme yöntemlerinin ve ağırlıklandırmaların kullanılması durumunda farklı değerlere ulaşılabileceği bilinmelidir.
- Değerleme çalışması esnasında Şirketin faaliyetlerini yürütmesinde belirleyici olan tüm yasal koşullara uygun hareket ettiği varsayılmış ve bu durum ayrıca incelemeye tabi tutulmamıştır. Bu hususta herhangi bir denetleme yapılmamıştır.
- Şirket ortaklarının basiretli hareket ettiği, Şirket yönetiminin konusunda uzman kişilerden oluştuğu varsayılmıştır.
- A1 Capital Yatırım Menkul Değerler A.Ş. Şirket tarafından sağlanan projeksiyonları esas almış olup, Şirket ve ilgili personelden temin edilen bilgi ve belgelerin doğru olduğunu ticari ve hukuki olarak gizli ve beklenmedik herhangi bir durum veya engelin olmadığını varsaymaktadır.
- Şirket tarafından sağlanan projeksiyonlar, A1 Capital Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin incelemesinden geçmiş ve bu inceleme neticesinde en iyi gayret ile oluşturulan tahmin ve projeksiyonların makul olduğu değerlendirilmekte birlikte, tam olarak doğruluğunu veya kesinliğini tespit etmek mümkün değildir. A1 Capital Yatırım Menkul Değerler A.Ş. olarak, Şirketin geçmiş performansı da dikkate alınarak projeksiyonlarda kullanılan varsayımlar mümkün olduğunca ihtiyatlı bir bakış açısıyla değerlendirilmiştir.
- Bu raporda ulaşılan sonuçlar; ekonomik koşullar, piyasa şartları ve hazırlanmış olduğu tarih itibarı ile geçerli olan fiyat ve bilanço dönemi gibi koşullar esas alınarak belirlenmiştir. Şirket tarafından A1 Capital Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'ye sunulan herhangi bir bilginin eksik veya yanlış olması halinde bu durum rapordaki değerlemeleri ve tavsiyeleri maddi olarak etkileyebilecek nitelikte olabilir.
- İşbu Rapor, iktisadi, piyasa ve diğer koşullar esas alınarak ve rapor tarihi itibarı ile sunulan bilgiler esas alınarak hazırlanmıştır; takip eden dönemde meydana gelebilecek gelişmeler bu raporda tahmin edilen Şirket değeri üzerinde etkili olabilecektir.

5. SORUMLULUK BEYANI

Sermaye Piyasası Kurulu'nun 11.04.2019 tarih ve 21/500 sayılı kararı uyarınca ve Sermaye Piyasası Kurulu'nun 11.04.2019 tarih ve 2019/19 sayılı haftalık bülteninde ilan edilen duyuruya istinaden; *"Gayrimenkul Dışındaki Varlıkların Sermaye Piyasası Mevzuatı Kapsamındaki Değerlemelerinde 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, Şirket Değerleme

Raporu'nun bir parçası olan bu raporda 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.

6. ŞİRKET VE FAALİYETLERİ HAKKINDA BİLGİ

6.1 ŞİRKETİN GENEL BİLGİLERİ

6.1.1 Şirket Hakkında Genel Bilgi

Şirket Antalya Ticaret Sicili nezdinde 30 Ekim 2009 tarihinde DMR Turizm Sportif Faaliyetler Gıda Tarım İnşaat Otomotiv Pazarlama ve Ticaret Limited Şirketi unvanı ile kurulmuş, daha sonra 26 Nisan 2021 tarihinde İstanbul Ticaret Sicili nezdinde tescil edilen tür ve unvan değişikliği ile Şirket'in ticaret unvanı DMR Unlu Mamuller Üretim Gıda Toptan Perakende İhracat Anonim Şirketi olarak değiştirilmiş olup, Şirket süresizdir. DMR Unlu Mamuller Üretim Gıda Toptan Perakende İhracat A.Ş. Eyüp Sultan Mahallesi İbni Sina Caddesi Simit Sarayı Blok No:21 Sancaktepe/İstanbul adresinde faaliyetlerine devam etmektedir. Şirket'in merkezi aynı adrestedir.

Tablo 3	Şirket Bilgi Kartı
Hukuki statüsü	: Anonim Şirket
Tabi olduğu mevzuat	: T.C. Kanunları
Kurulduğu ülke	: Türkiye
Bağlı olunan Ticaret Sicil Müdürlüğü	: İstanbul Ticaret Sicili Müdürlüğü
Ticaret Sicil No	: 300663-5
Merkez adresi	: Eyüp Sultan Mahallesi İbni Sina Caddesi Simit Sarayı Blok No:21 Sancaktepe/İstanbul
İnternet adresi	: www.dmrbakery.com
Telefon	: +90 216 564 44 44
Faks	: +90 212 561 19 60

Kaynak: İzahname

6.1.2 Sermaye ve Ortaklık Yapısı

Şirket'in Esas Sözleşmesi tadil edilmiş olup 7 Haziran 2023 Tarih 10847 sayılı ticaret sicil gazetesinde yayımlanmıştır². Bu değişiklik ile Şirket, 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu hükümlerine göre kayıtlı sermaye sistemini kabul etmiş ve Sermaye Piyasası Kurulu'nun 05.05.2023 tarih ve 25/533 sayılı izni ile kayıtlı sermaye sistemine geçmiştir. Şirket'in kayıtlı sermaye tavanı 450.000.000 TL olup her biri 1 TL değerinde 450.000.000 adet paya ayrılmıştır.

27.06.2023 tarih ve 10859 sayılı ticaret sicil gazetesinde ilan edildiği üzere; Şirket'in 450.000.000 TL kayıtlı sermaye tavanı içerisinde 90.141.600 TL olan çıkarılmış sermayesinin, mevcut ortakların yeni pay alma hakları tamamen kısıtlanmak suretiyle, 14.929.246 TL nominal tutarlı kısmı mevcut ortaklardan Re-Pie Portföy Yönetimi Anonim

² 30.06.2023 tarihli Özel Bağımsız Denetim Raporu, 19 numaralı dip not

Şirketi Perakende Girişim Sermayesi Yatırım Fonu tarafından Şirket'e nakden ödenmiş olan borçlardan karşılanmak suretiyle, 775.000 TL nominal tutarlı kısmı mevcut ortaklardan Pardus Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş. tarafından nakden ve 4.454.154 TL nominal tutarlı kısmı ise A1 Portföy Yönetimi A.Ş. Expansion Funding Girişim Sermayesi Yatırım Fonu tarafından nakden karşılanmak üzere, toplamda 20.158.400 TL tutarında arttırılarak 110.300.000 TL'ye yükseltilmiş olup bu çerçevede sermaye artırımını primli olarak yapılmıştır. Sermaye artırımına ihraç edilerek payların tamamı (B) grubu paylar olarak ihraç edilmiştir. Çıkarılmış sermayeyi temsil eden pay grupları, (A) Grubu nama yazılı 20.000.000 adet pay karşılığı 20.000.000 TL'den; (B) Grubu hamiline yazılı 90.300.000 TL'den oluşmaktadır. Bu doğrultuda sermaye artırımını aşağıdaki şekilde gerçekleştirmiştir³:

- İhraç edilmiş ve Re-Pie Portföy Yönetimi A.Ş. Perakende Girişim Sermayesi Yatırım Fonu'na 14.929.246 TL nominal değerli paylar 152.701.585 TL tutar karşılığında satılmıştır. Şirket'in Re-Pie Portföy Yönetimi A.Ş. Perakende Girişim Sermayesi Yatırım Fonu'na olan 152.701.585 TL tutarındaki borç mahsup edilerek 14.929.246 TL tutarlı kısım sermayeye ilave edilmiş, kalan 137.772.339 TL emisyon primi olarak muhasebeleştirilmiştir.
- İhraç edilmiş ve Pardus Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş.'ye 775.000 TL nominal değerli paylar 7.926.973 TL tutar karşılığında satılmıştır. Bu şekilde 775.000 TL sermayeye ilave edilmiş olup kalan 7.151.973 TL emisyon primi olarak muhasebeleştirilmiştir.
- İhraç edilmiş ve A1 Portföy Yönetimi A.Ş. Expansion Funding Girişim Sermayesi Yatırım Fonu'na 4.454.154 TL nominal değerli paylar 45.558.647 TL tutar karşılığında satılmıştır. Bu şekilde 4.454.154 TL sermayeye ilave edilmiş olup kalan 41.104.493 TL emisyon primi olarak muhasebeleştirilmiştir.
- Söz konusu işlemler sonucunda sermaye 20.158.400 TL nominal olarak artmış olup 186.028.805 TL tutarında fon özkaynaklar altında hisse senedi primi olarak muhasebeleştirilmiştir.

Detayları yukarıda açıklanan 30 Haziran 2023 tarihindeki sermaye artırım işlemlerinden sonra yeni ortaklık yapısı aşağıdaki gibi oluşmuştur:

Tablo 4 Sermaye ve Ortaklık Yapısı		
Ünvanı	Pay (%)	Tutar (TL)
Simit Sarayı Yatırım ve Ticaret. A.Ş.	57%	63.099.120
Re-Pie Portföy Yönetimi A.Ş. Perakende Girişim Sermayesi Yatırım Fonu	34%	37.572.726
Pardus Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş.	5%	5.174.000
A1 Portföy Yönetimi A.Ş. Expansion Funding Girişim Sermayesi Yatırım Fonu	4%	4.454.154
Çıkarılmış Sermaye (07.06.2023)	100%	110.300.000

Kaynak: 30.06.2023 tarihli Özel Bağımsız Denetim Raporu, 19 numaralı dip not

Halka arz, Şirket'in 110.300.000 TL olan çıkarılmış sermayesinin tamamı nakit karşılığı olarak 185.300.000 TL'ye çıkarılması neticesinde ihraç edilecek olan toplam 75.000.000 TL nominal değerli 75.000.000 adet (B) grubu hamiline pay satışı suretiyle gerçekleştirilecektir.

³ 30.06.2023 tarihli Özel Bağımsız Denetim Raporu, 30 numaralı dip not

Halka arz edilecek toplam 75.000.000 TL nominal değerli (B) grubu hamiline yazılı payların, Şirket'in halka arz sonrası çıkarılmış sermayesine (75.000.000 TL) oranı %40,47 olacaktır.

Tablo 5 Halka Arz Sonrası Sermaye ve Ortaklık Yapısı						
Ünvan	Halka Arz Öncesi			Halka Arz Sonrası		
	Pay Grubu	Nominal Sermaye (TL)	(%)	Pay Grubu	Nominal Sermaye (TL)	(%)
Simit Sarayı Yatırım ve Ticaret A.Ş.	A	20.000.000	18,13	A	20.000.000	10,79
	B	43.099.120	39,07	B	43.099.120	23,26
Re-Pie Portföy Yönetimi A.Ş. Perakende Girişim Sermayesi Yatırım Fonu	B	37.572.726	34,06	B	37.572.726	20,28
Pardus Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş.	B	5.174.000	4,69	B	5.174.000	2,79
AI Portföy Yönetimi A.Ş. Expansion Funding Girişim Sermayesi Yatırım Fonu	B	4.454.154	4,04	B	4.454.154	2,40
Halka Açık Kısım		-	-	B	75.000.000	40,47
TOPLAM		110.300.000	100,00		185.300.000	100,00

Kaynak : İzahname

6.2 FAALİYET KONUSU⁴

Şirket'in faaliyet konusu, "Simit Sarayı" markası altında mağazacılık faaliyetlerinin yürütülmesi ("Perakende Mağaza Satışları") ile "Simit Sarayı" markasıyla unlu mamul ürünlerinin üretilmesi ve toptan satışı ("Toptan Satış"), Mağaza Satış ve Mağaza Dekorasyonu Satışları ("Mağaza Satışları") konularında faaliyet göstermek ve Simit Sarayı Yatırım A.Ş. ve bağlı ortaklıklarının mağazalarına personel destek hizmeti ("Diğer Hizmetler") vermektedir. Simit Sarayı Yatırım ve Ticaret A.Ş.'nin imalat fabrikası olarak soğuk zincir üretim börek, simit, tatlı, pizza gibi ürünleri imal edip toptan ve perakende satışını gerçekleştiren Şirket, 2021 yılı sonunda Mecidiyeköy Metro mağazası ile İstanbul Tüyap mağazasını, 2022 yılı içerisinde ise Şişli Metro, Kadıköy Metro, Yenikapı Metro ve Metrocity mağazalarını açmıştır. Şirket 2022 yılı içerisinde İstanbul Tüyap Mağazasını ve 2022 yılı sonunda Metrocity mağazasının işletme hakkını elinde tutarak devretmiştir.

 **AI CAPITAL YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.**
 Beşiktaş Mah. Büyükdere Cad. Levent Plaza
 Blok No:173 İç Kapı No:29 Şişli / İstanbul
 Zincirlikuyu V.D. 368 004 36 21 / T.C.
 Mersis:0393004352100015 www.ai-capital.com.tr

⁴ Kaynak : İzahname

7. FİNANSAL BİLGİLER

7.1 Gelir Tablosu

Şirketin özel bağımsız denetimden geçmiş gelir tablosu aşağıda yer almaktadır:

Tablo 6	Gelir Tablosu				
(TL)	30.06.2023	30.06.2022	31.12.2022	31.12.2021	31.12.2020
Hasılat	149.713.483	82.071.544	290.262.043	61.002.574	1.352.838
Satışların Maliyeti	80.344.221	73.870.183	223.655.480	45.026.857	217.957
Brüt Kar/Zarar	69.369.262	8.201.361	66.606.563	15.975.717	1.134.881
Genel Yönetim Giderleri	11.940.295	6.084.939	19.114.316	1.894.437	2.915
Pazarlama Giderleri	24.260.513	13.978.700	35.179.868	9.367.411	1.316.466
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	27.913.260	14.901.954	23.330.670	11.684.241	574.748
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler	44.548.972	27.574.951	31.409.859	12.103.939	278.410
Esas Faaliyet Karı/Zararı	16.532.742	-24.535.275	4.233.190	4.294.171	111.838
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler		255.114	3.480.052	94.942	
Yatırım Faaliyetlerinden Giderler	29.211	-	-	433.432	-
Finansman Öncesi Faaliyet K/Z	16.503.531	-24.280.161	7.713.242	3.955.681	111.838
Finansman Geliri	5.375.149	-	3.367.887	193.414	214.854
Finansman Gideri	4.082.552	2.665.672	7.405.214	652.410	118.341
Vergi Öncesi Kar	17.796.128	-26.945.833	3.675.915	3.496.685	208.351
Dönem Vergi Gideri/Geliri	3.841.528	-	1.489.011	414.076	63.443
Ertelenmiş Vergi Gideri/Geliri	185.869	1.212.093	235.126	-339.950	8.933
Net Dönem Karı/Zararı	14.140.469	-25.733.740	2.422.030	2.742.659	153.841

Kaynak: İzahname

7.2 Karlılık Analizi

Karlılık Oranları: Şirketin kârlılığının (rantabilitesinin) yeterli olup olmadığını gösteren oranlardır.

- a-) Brüt Kar Marjı: Şirketin satış ve üretim performansını ölçen bir orandır.
- b-) Faaliyet Kar Marjı: Şirketlerin verimliliğini gösteren bir oran olup, benzer firmalarla kıyaslama amacıyla tercih edilmektedir.
- c-) Net Kar Marjı: Şirketin net karının net satışlar içindeki oranıdır. Bu oranın yüksek olması şirketin verimli olduğunu gösterir.

Tablo 7	Karlılık Oranları				
	30.06.2023	30.06.2022	31.12.2022	31.12.2021	31.12.2020
Brüt Kar Marjı	46,33%	9,99%	22,95%	26,19%	83,89%
Faaliyet Kar Marjı	11,04%	-29,89%	1,46%	7,04%	8,27%
Net Kar Marjı	9,45%	-31,36%	0,83%	4,50%	11,37%

Kaynak: İzahname, A1 Capital Yatırım Harcamaları

7.3 Bilanço Varlık ve Yükümlülükleri

Şirketin özel bağımsız denetimden geçmiş bilanço kalemleri aşağıda yer almaktadır:

A1 CAPITAL YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
 Esentepe Mah. Büyükdere Cad. Levent 333
 Blok No:173 İç Kapı No:29 Kat:1 Kat:1
 Zincirlikuyu V.D. 368 004 35 21 Tic.Sic.No:270789
 Mersis: 0388004352100015 www.a1capital.com.tr

7.3.1 Bilanço Varlıklarındaki Gelişmeler

Tablo 8	Özel Bağımsız Denetimden Geçmiş Finansal Durum Tabloları			
(TL)	30.06.2023	31.12.2022	31.12.2021	31.12.2020
Dönen Varlıklar	343.405.650	204.711.532	80.940.294	4.263.442
Nakit ve Nakit Benzerleri	5.593.843	3.517.745	2.231.624	21.072
Ticari Alacaklar	209.889.876	84.941.989	38.437.980	-
- İlişkili Taraflardan	180.233.993	62.508.032	31.508.171	-
- İlişkili Olmayan Taraflardan	29.655.883	22.433.957	6.929.809	-
Diğer Alacaklar	6.338	6.338	136.338	3.569.423
- İlişkili Taraflardan	-	-	-	3.107.165
- İlişkili Olmayan Taraflardan	6.338	6.338	136.338	462.258
Stoklar	17.779.058	18.556.264	12.445.779	85.481
Peşin Ödenmiş Giderler	70.913.849	65.406.479	20.351.815	209.858
- İlişkili Taraflardan	54.000.000	57.795.511	16.107.371	-
- İlişkili Olmayan Taraflardan	16.913.849	7.610.968	4.244.444	209.858
Diğer Dönen Varlıklar	39.222.686	32.282.717	7.336.758	377.608
Duran Varlıklar	279.592.642	262.662.841	98.239.362	1.014.302
Diğer Alacaklar	131.105	55.820	55.820	-
- İlişkili Olmayan Taraflardan	131.105	55.820	55.820	-
Maddi Duran Varlıklar	274.930.184	247.001.389	93.210.421	962.238
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	1.360.214	1.365.955	1.270.869	367
Peşin Ödenmiş Giderler	2.081.986	12.030.641	2.081.986	447
- İlişkili Taraflardan	2.081.986	2.313.318	2.081.986	-
- İlişkili Olmayan Taraflardan	-	9.717.323	-	447
Ertelenmiş Vergi Varlığı	-	-	-	51.250
Diğer Duran Varlıklar	1.089.153	2.209.036	1.620.266	-
Toplam Varlıklar	622.998.292	467.374.373	179.179.656	5.277.744
Kısa Vadeli Yükümlülükler	133.367.261	224.711.728	54.219.309	1.991.779
Uzun Vadeli Borçların Kısa Vadeli Kısımları	2.305.397	2.695.211	662.919	-
Ticari Borçlar	62.390.559	152.429.856	37.729.178	1.656.834
- İlişkili Taraflara	5.209.051	61.452.249	3.253.478	-
- İlişkili Olmayan Taraflara	57.181.508	90.977.607	34.475.700	1.656.834
Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kapsamında Borçlar	7.225.543	5.255.824	2.752.343	20.386
Diğer Borçlar	52.682.878	57.162.137	3.646.436	207.045
- İlişkili Taraflara	15.896.125	33.591.000	2.404.914	-
- İlişkili Olmayan Taraflara	36.786.753	23.571.137	1.241.522	207.045
Ertelenmiş Gelirler	2.921.292	3.356.491	8.088.682	18.650
Dönem Karı Vergi Yükümlülüğü	2.951.369	1.489.012	372.837	63.443
Kısa Vadeli Karşılıklar	2.890.223	2.323.197	966.914	25.421
Uzun Vadeli Yükümlülükler	58.083.708	40.336.073	14.171.762	3.255
Uzun Vadeli Borçlanmalar	17.490.762	13.872.502	5.151.569	-
Uzun Vadeli Karşılıklar	2.679.495	3.809.707	1.822.907	3.255
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	37.913.451	22.653.864	7.197.286	-
Özkaynaklar	431.547.323	202.326.572	110.788.585	3.282.710
Ödenmiş Sermaye	110.300.000	90.141.600	90.141.600	100.000
Birleşmeden Kaynaklanan Özsermaye Farkları	(20.502.125)	(20.502.125)	(20.502.125)	-
Kar veya Zararda Yeniden Sınıflandırılmayacak Birikmiş Diğer Kapsamlı Gelirler ve Giderler	133.232.325	124.339.248	35.223.291	(450)
Paylara İlişkin Primler	186.028.805	-	-	-
Geçmiş Yıllar Karları / (Zararları)	8.347.849	5.925.819	3.183.160	3.029.319
Net Dönem Karı / (Zararı)	14.140.469	2.422.030	2.742.659	153.841
Toplam Kaynaklar	622.998.292	467.374.373	179.179.656	5.277.744

Kaynak: İzahname

AI CAPITAL YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
 Beşiktaş Mah. Büyükdere Cad. Kat: 10 / Beşiktaş / İstanbul
 Etiler 472 10. Kat, No: 35 21 Tic. Sic. No: 270185
 Zincirlikuyu V.D. 368 004 35 21 Tic. Sic. No: 270185
 Mersis : 0352004352100015 www.ai-capital.com.tr

7.3.2 Bilanço Oran Analizleri

Likidite Oranları: Ortaklıkların kısa vadeli borç ödeme gücünün ölçülmesi amacıyla hesaplanan oranlardır. Likidite oranları hesaplanırken aktiflerde yer alan dönen varlıklar ve pasiflerde yer alan kısa vadeli borçlar baz alınmaktadır.

- a) Cari Oran: İşletmenin kısa vadeli borçlarını ödemesinde bir zorluğun olup olmadığını gösterir.
- b) Asit-Test Oran: Şirket'in kısa vadeli borcunu ödeyebilme gücünü gösterir.
- c) Stok Oran: Stokların toplam varlıkların ne kadarlık kısmını oluşturduğunu gösterir.
- d) Nakit Oran: İşletmenin kısa vadeli borçlarını ödemesinde ödeme kaynağı olarak sadece hazır değerler dikkate alınır.

Şirket'in izahnamede yer alan finansal tablo dönemleri itibarıyla likidite oranlarına ilişkin bilgiler aşağıdaki tabloda yer almaktadır. Cari oran 2020 ve 2021 yıllarında 1,00 eşik değerinin üzerinde, sırasıyla 2,14 ve 1,49 seviyelerinde gerçekleşerek bu tarihlerde Şirket'in net işletme sermayesinin yeterli düzeyde olduğunu göstermiştir. Ancak, 31.12.2022 tarihli finansal durum tabloları itibarı ile 0,91 seviyesine gerileyerek 1,00 eşik değerinin altına inen cari oran, 30.06.2023 tarihinde ticari alacaklardaki yüksek oranlı artıştan dolayı 2,57 değerini almıştır. Asit test oranı 2020 ve 2021 yıllarında sırasıyla 2,10 ve 1,26 seviyelerinde gerçekleşirken, 31.12.2022'de 0,83 değerini aldıktan sonra 30.06.2023 tarihinde 2,44 seviyesine yükselmiştir. Stoklar dışarıda tutularak Şirket'in kısa vadeli borcunu ödeyebilme gücünü gösteren bu oran için genellikle 1,00 seviyesi yeterli kabul edilmektedir. Ancak, tedarik ve satış koşullarındaki vade uyumsuzluğundan dolayı 0,60-0,70 bandı asit test oranı için makul görülmektedir. Bu açıdan değerlendirildiğinde, Şirket'in kısa vadeli yükümlülüklerini karşılamada dönen varlıklarının oldukça güçlü bir seviyede olduğu görülmektedir. Şirket'in stok oranı 31.12.2022 tarihli finansal durum tabloları itibarı ile 0,04 olarak hesaplanırken, bu oran 30.06.2023 tarihinde 0,03 seviyesinde gerçekleşmiştir. Stokların toplam varlıklar içinde düşük pay alması Şirket'in likidite durumu açısından olumludur. Son olarak, Şirket'in nakit oranı 31.12.2022 tarihli finansal durum tabloları itibarı ile 0,02 olarak hesaplanmış olup, söz konusu oran 30.06.2023 itibarı ile 0,04 seviyesinde gerçekleşmiştir. Bu oranın büyüyen sanayi işletmelerinde 0,10-0,15 bandında olması yeterli kabul edilmektedir. Özetle, stok oranı hariç tutulduğunda, diğer üç oran da Şirket'in net işletme sermayesinin ticari faaliyetleri karşısında yeterli olduğunu göstermektedir.

Tablo 9		Likidite Oranları			
		30.06.23	31.12.22	31.12.21	31.12.20
Cari Oran	Dönen Varlıklar / Kısa Vadeli Yükümlülükler	2,57	0,91	1,49	2,14
Asit Test Oran	Dönen Varlıklar- Stoklar / Kısa Vadeli Yükümlülükler	2,44	0,83	1,26	2,10
Stok Oranı	Stoklar / Toplam Varlıklar	0,03	0,04	0,07	0,02
Nakit Oran	Nakit ve Nakit Benzerleri / Kısa Vadeli Yükümlülükler	0,04	0,02	0,04	0,01

Kaynak: İzahname

**A1 CAPITAL YATIRIM
MENKUL DEĞERLER A.Ş.**
Esentepe Mah. Büyükdere Cad. Lüksent Plaza
Kat: 12/12 İç Kapı No: 29 Sisli İstanbul
Zincirlikuyu V.D. 338 004 35 2
Mersis : 0386004352100015 www.a1capital.com.tr

Mali Yapı Oranları: Şirket'in kaynak yapısını analiz etmek için kullanılır. Şirket bilançosundaki varlıkların kaynağının ne olduğu ve kaynak kırılımının anlaşılması için kullanılan oranlardır.

- a-) Kaldıraç Oranı (Toplam Yükümlülükler/Toplam Varlıklar): Şirket'in toplam yükümlülüklerinin, yani borçlarının, Şirket'in toplam varlıklarına bölünmesiyle bulunur. Şirket'in varlıklarının ne kadarını borçla finanse ettiğini gösterir.
- b-) Kısa Vadeli Yükümlülükler/Toplam Varlıklar: Varlıkların yüzde kaçının kısa vadeli yükümlülüklerle fonlandığını gösterir.
- c-) Uzun Vadeli Yükümlülükler/Toplam Varlıklar: Varlıkların yüzde kaçının uzun vadeli yükümlülüklerle fonlandığını gösterir.
- d-) Özkaynaklar/Toplam Varlıklar: Varlıkların yüzde kaçının öz kaynaklarla fonlandığını gösterir.
- e-) Duran Varlıklar/ Özkaynaklar: Şirket'in duran varlıklarının ne kadarının özkaynaklarla fonlandığını gösterir.

Şirket'in izahnamede yer alan finansal tablo dönemleri itibariyle mali oranları aşağıdaki tabloda yer almaktadır. İşletmenin varlıklarının ne kadarlık kısmını yabancı kaynaklarla finanse ettiğini gösteren kaldıraç oranı için 0,50 seviyesi makul görülmektedir. Şirket'in 31.12.2022 ve 30.06.2023 tarihli finansal durum tabloları itibarı ile kaldıraç oranı sırasıyla 0,57 ve 0,31 olup, borçluluk düzeyinin görece düşük olduğuna işaret etmektedir. Kısa ve uzun vadeli yükümlülüklerin toplam varlıklara oranı ise aslında kaldıraç oranının alt bileşenlerini göstermektedir. Buna göre, 30.06.2023 itibarı ile 0,31 olarak hesaplanan kaldıraç oranının 0,21 puanı kısa vadeli yükümlülüklerin toplam varlıklara olan oranından kaynaklanmakta olup, kalan 0,09 puanlık kısım ise uzun vadeli yükümlülüklerden oluşmaktadır. Bu oranlar borçlanmanın büyük kısmının kısa vadeli olduğunu göstermektedir. Şirket'in toplam kaynaklarının %69'u ise özkaynaklardan karşılanmakta olup, söz konusu oran görece yüksek düzeyde görünmektedir. 31.12.2022 itibarı ile 1,30 seviyesinde gerçekleşen duran varlıkların özkaynaklara oranı, 30.06.2023 itibarı ile 0,65 düzeyine gerilemiştir. Özetle, mali yapı oranları Şirket'in büyüme sürecini makul düzeyde yabancı kaynaklardan finanse ettiğini ortaya koymaktadır.

Tablo 10

Mali Yapı Oranları

	30.06.2023	31.12.2022	31.12.2021	31.12.2020
Kaldıraç Oranı (Toplam Yükümlülükler/Toplam Varlıklar)	0,31	0,57	0,38	0,38
Kısa Vadeli Yükümlülükler/Toplam Varlıklar	0,21	0,48	0,30	0,38
Uzun Vadeli Yükümlülükler/Toplam Varlıklar	0,09	0,09	0,08	0,00
Özkaynaklar/Toplam Varlıklar	0,69	0,43	0,62	0,62
Duran Varlıklar/ Özkaynaklar	0,65	1,30	0,89	0,31

Kaynak : İzahname

 **A1 CAPITAL YATIRIM
MENKUL DEĞERLER A.Ş.**
Esenstepe Mah. Büyükdere Cad. Levent Plaza
Büyükdere Şişli - Beşiktaş / İstanbul / Türkiye
Zincirlikuyu V.D. 358 004 35 21 Tic. Sic. No: 270 99
Mersis : 0368004352100015 www.a1capital.com.tr

8. DEĞERLEME ÇALIŞMASI

8.1 DEĞERLEME ÇALIŞMASINA İLİŞKİN BEYAN

Şirket'in değerleme çalışmasının, SPK'nin Sermaye Piyasasında Değerleme Standartları Hakkında Tebliğ (III-62.1) ve Uluslararası Değerleme Standartları ile Sermaye Piyasası Kurulu'nun 11.04.2019 tarih ve 21/500 sayılı kararı dikkate alınarak işbu Fiyat Tespit Raporu'nun 3. bölümünde yer alan etik ilkeler çerçevesinde hazırlandığını beyan ederiz.

8.2 DEĞERLEME PROJE EKİBİ HAKKINDA BİLGİ

Değerleme çalışması A1 Capital Yatırım Menkul Değerler A.Ş. Finansal Değerleme ve Kurumsal Yatırım Stratejilerinden Sorumlu Genel Müdür Yardımcısı Sertan Kargın tarafından yapılmıştır. Sertan Kargın, SPK mevzuatı uyarınca derlenen bu raporu hazırlayabilmek için gerekli kalite, ehliyet ve çeşitli banka ve yatırım kuruluşlarında araştırma ve kurumsal finansman bölümlerinde 25 yılı aşkın tecrübeye sahiptir. İstanbul Üniversitesi İngilizce İktisat Bölümünden Lisans ve Boğaziçi Üniversitesi Ekonomi ve Finans Yüksek Lisans derecelerine sahiptir. Bilgi Üniversitesi'nde 2013-2019 yılları arasında Ekonomi ve Finansal Piyasalar dalında Yüksek Lisans dersleri vermiştir. Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3 Lisansı (Belge no: 202976) ve Türev Araçlar Lisansına (Belge no: 307458) sahiptir.

8.3 DEĞERLEME YÖNTEMLERİ

İşbu Fiyat Tespit Raporu, SPK'nun III-62.1 "Sermaye Piyasasında Değerleme Standartları Hakkındaki Tebliği" gereği Uluslararası Değerleme Standartları (UDS-2017)⁵ kapsamında yürütülmüş olup tüm yönleriyle ilgili kriterlere uygundur. İşbu fiyat tespit raporunun hazırlanmasında, UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemlerinde belirtilen üç temel değerleme yaklaşımının tamamı dikkate alınmıştır.

8.3.1 Defter Değeri (Maliyet) Yönetimi

UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri madde 60.1. uyarınca maliyet yaklaşımı, bir alıcının, gereksiz külfet doğuran zaman, elverişsizlik, risk gibi etkenler söz konusu olmadıkça, belli bir varlık için, ister satın alma, isterse yapım yoluyla edinilmiş olsun, kendisine eşit faydaya sahip başka bir varlığı elde etme maliyetinden daha fazla ödeme yapmayacağı ekonomik ilkesinin uygulanmasıyla gösterge niteliğindeki değerin belirlendiği yaklaşımdır. Bu yaklaşımda, bir varlığın cari ikame maliyetinin veya yeniden üretim maliyetinin hesaplanması ve fiziksel bozulma ve diğer biçimlerde gerçekleşen tüm yıpranma paylarının düşülmesi suretiyle gösterge niteliğindeki değer belirlenmektedir.

Bir firmanın defter değeri bilançosundaki özsermayesinin değeri olup, aynı zamanda toplam varlıklar ile toplam borçlar arasındaki farktır.

Defter Değeri = Bilanço Aktif Toplamı - Borç Toplamı

⁵ <https://www.tspb.org.tr/wp-content/uploads/2015/06/Ek-UDS.pdf>

Payların defter değeri, özkaynak toplamının pay sayısına (ödenmiş sermaye) bölünmesiyle elde edilmektedir. 30.06.2023 dönemi itibariyle ana ortaklığa ait özkaynakları 431.547.323 TL olup, 110.300.000 TL'lik sermayesi dikkate alındığında pay başına defter değeri 3,91 TL'ye karşılık gelmektedir.

Ancak, maliyet yaklaşımı Uluslararası Değerleme Standartları 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri standardının 70.2. veya 70.3. nolu maddelerinde yer verilen kriterleri nadiren sağlamaları nedeniyle normalde işletmelerin ve işletmedeki payların değerlemesinde sık kullanılan bir yöntem değildir. Şirketin kuruluş döneminde olmaması, parçaları toplama yönteminin uygulanabileceği bir yatırım ortaklığı veya holding şirketi olmaması nedeniyle Maliyet (Defter Değeri) yaklaşımı işbu fiyat tespit raporunda değerlendirilmiş ancak kullanılmamıştır.

8.3.2 İndirgenmiş Nakit Akımları (Gelir) Yöntemi

UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri madde 50.1 uyarınca, İndirgenmiş Nakit Akımları (Gelir) yönetimi, değerlemeye konu olan firmanın gelecek yıllarda elde edeceği gelirleri dikkate almaktadır. Daha açık bir anlatımla, İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) yöntemi, şirketin faaliyetleri sonucu oluşan ve gelecek yıllarda elde edilmesi beklenen nakit akımlarını indirgeme faktörü ile bugüne indirgeyerek şirket değerinin tespit edilmesinde uygulanan bir değerlendirme yöntemidir. UDS 200 İşletmeler ve işletmedeki paylar madde 60.1'de de belirtildiği üzere işletmelerin ve işletmedeki payların değerlemesinde sıklıkla kullanılmaktadır. İNA yöntemi birçok varsayıma dayanarak şirketlerin uzun vadeli potansiyelini de yansıtarak özgün değerini bulmaya odaklanır. Bunu yaparken de şirket özelindeki riskleri belirli bir çerçevede barındırır. Bu yöntemin en önemli dezavantajı, varsayımlara çok duyarlı olması ve dolayısıyla objektif bir değerlendirme yapmanın zorluğudur.

UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri madde 40.2 uyarınca değerlendirme konusu varlığın gelir yaratma kabiliyetinin değeri etkileyen çok önemli bir unsur olması ve değerlemeye konu varlıkla ilgili gelecekteki gelirin tutarına ilişkin makul tahminlerin mevcut olması hallerinde, gelir (İndirgenmiş Nakit Akımları veya İNA) yaklaşımının uygulanması ve bu yaklaşıma anlamlı ağırlık verilmesi gereklilik arz etmektedir. Öte yandan, madde 60.2 uyarınca, gelecekteki nakit akışlarının sabit sözleşme tutarlarına dayanmadığı hallerde, gerekli girdileri sağlamak amacıyla beklenen nakit akışlarına dair tahminlerde bulunulması gereklidir. UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri madde 40.3 uyarınca değerlendirme konusu varlıkla ilgili gelecekteki gelirin miktarı ve zamanlamasına ilişkin önemli belirsizliklerin bulunması durumunda bu yaklaşımın uygulanması değerlemeyi gerçekleştiren uzmanının takdirine bırakılmıştır.

Şirket'in ana faaliyetlerini sürdürdüğü dondurulmuş gıda mamulleri sektörünün henüz doygunluktan çok uzakta olması DMR Unlu Mamuller'in istikrarlı büyüme hikayesini teyit

etmektedir. Araştırma kuruluşu Market Research Future verilerine⁶ göre 2022 yılında 18,9 Milyar ABD Doları olan dondurulmuş unlu mamuller pazarı büyüklüğünün 2023 yılında 20,3 Milyar ABD Dolarına ulaşacağı tahmin edilmektedir. Yine aynı verilere göre dondurulmuş unlu mamuller sektörünün 2030 yılına kadar %7,4'lük yıllık bileşik büyüme oranında artışla 31,2 Milyar ABD Dolarına ulaşması beklenmektedir. Market Research Future verilerine göre, ekmekler/roll ekmekler, pizza/pizza hamurları, kekler/kurabiyeler/bisküviler ve diğer ürünler kategorilerinden oluşan dondurulmuş unlu mamuller pazar segmentasyonunda 2022 yılında çoğunluk paya ekmekler/roll ekmekler sahip olmuştur. Glutensiz ürünler ve konvansiyonel ürünlerden oluşan kategori bazlı pazar segmentasyonunda ise glutensiz ürünler segmenti 2022 yılında daha hızlı büyüme kaydetmiş olup, glutenin çölyak hastalığına ve diğer sindirim sağlığı sorunlarına neden olabileceğine dair artan bilgi sonucunda glutensiz beslenme uygulamalarına artan ilgi nedeniyle glutensiz ürünlere olan talebin 2023-2030 yılları arasında da daha hızlı büyüyeceği öngörülmektedir.

Araştırma kuruluşu Mordor Intelligence⁷ verilerine göre Avrupa, dünya genelinde dondurulmuş unlu mamuller pazarına liderlik etmektedir. Avrupa dondurulmuş unlu mamuller pazarı, tedarik zinciri, ürün yelpazesi, dağıtım kanalları ve tüketici tercihleri açısından köklü bir pazar konumundadır. Avrupa dondurulmuş unlu mamuller pazarında kek, poğaç ve kurabiyelerin yer aldığı kategoride inovasyon ve yeni ürün geliştirmeleri ön plana çıkmaktadır. Kooperatifler ve endüstriyel fırıncılık şirketleri, yüksek kaliteli ve tutarlı ürünler üretme yetenekleri nedeniyle Avrupa dondurulmuş unlu mamuller pazarına hakim durumdadır. Market Research Future verilerine göre Avrupa dondurulmuş unlu mamuller pazarı 2022 yılında yaklaşık 8,7 Milyar ABD Doları pazar büyüklüğü ile %45,8'lik bir paya sahip olarak dünya dondurulmuş unlu mamuller pazarında lider konumdadır. Önümüzdeki yıllarda, Almanya, İtalya ve İngiltere gibi Avrupa ülkelerinin dondurulmuş unlu mamuller pazarında catering ve turizm sektörlerinin genişlemesi nedeniyle önemli bir büyüme potansiyeli olacağı öngörülmektedir.

İşbu raporda yer alan İNA değerlemesinde, Şirket'in faaliyetlerinden gerçekleşmesini beklediği nakit akımlarının miktarı ve zamanlamasına ilişkin makul tahminler mevcut olup, söz konusu tahminler şüphecilikten taviz verilmeden muhafazakar varsayımlar üzerinden İNA değerlemesine yansıtılmıştır. Sonuç olarak, Şirket'in gelir yaratma kabiliyetinin değeri en çok etkileyen bir unsur olmasından dolayı değerlemenin amacına uygun olduğu düşünüldükçe, Gelir (İNA) Yaklaşımı değerlendirme çalışmasında kullanılmıştır.

İndirgenmiş Nakit Akışları yöntemi kapsamında 2023 - 2027 yılları arasındaki DMR Unlu Mamuller'e ilişkin nakit akışlarının projeksiyonu yapılmıştır. UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri 50.4. madde (d) bendi uyarınca, tahmin süresinin sonunda devam eden değerin değerlendirme konusu varlık için uygunluğu sorgulanmıştır. Projeksiyon

⁶ Market Research Future <https://www.marketresearchfuture.com/reports/frozen-bakery-market-1824>

⁷ Mordor Intelligence <https://www.mordorintelligence.com/industry-reports/frozen-bakery-market>

dönemi sonrasında devam eden değerin hesabında UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri'nin 50.22 maddesinin (a) bendi uyarınca sınırsız ömürlü varlıklar için kullanılabilen sabit büyüme yöntemi kullanılmıştır. İşbu Fiyat Tespit Raporunun 6.2. numaralı bölümünde belirtilen faaliyetlerden sürekli nakit akışı sağlayan Şirket'in satış-dağıtım kanalları bazında elde ettiği hasılat gelirleri ile satışların maliyeti, amortisman, faaliyet giderleri, işletme sermayesi, yatırım ve vergi giderleri dikkate alınarak serbest nakit akımları hesaplanmıştır. Projeksiyon dönemi (01.07.2023 – 31.12.2027) boyunca tahmin edilen serbest nakit akımları bugünkü değere indirgenerek, bugüne indirgenmiş serbest nakit akımlarının toplam tutarı belirlenmiştir. Bu değere, sabit (uç) değer ile büyütülerek hesaplanan uç değer nakit akımlarının bugünkü değeri eklenerek Firma Değeri hesaplanmıştır. Firma Değerinden net finansal borç⁸ rakamı düşülerek, İndirgenmiş Nakit Akışları Yöntemi kapsamında, Şirket'in nihai Özsermaye (Piyasa) Değeri hesaplanmıştır.

Gerek miktar ve gerekse fiyatlamaya yönelik öngörü ve projeksiyonlar, yurtiçi ve yurtdışı piyasa ve makroekonomik koşullar doğrultusunda değişiklik gösterebileceğinden gelir tutarının projeksiyonu görece sağlıklı olmayabilecektir. Bu nedenle, tahmin dönemi için UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemlerinin 50.22 maddesinin (b) bendi uyarınca bozulan bir yapıda gelir projeksiyonu uygulanmıştır ve Şirket'in tarafımıza sağladığı 5 yıllık projeksiyon bu yaklaşım altında incelenmiştir. Ayrıca, UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemlerinin 50.26. maddesi uyarınca “değerlemeyi gerçekleştirenlerin kesin tahmin süresinin sonunda beklenen pazar koşullarını dikkate almaları ve buna uygun düzeltmeleri yapmaları” hükmünü karşılamak amacıyla işbu Fiyat Tespit Raporu'nun 8.3.2.4 numaralı bölümlerinde üretim ve kapasite varsayımları, 8.3.2.5 numaralı bölümünde tonaj bazlı satış hacmi ve birim satış fiyatları bozulan Pazar yapısı varsayımı altında ihtiyatlı bir yaklaşımla değerlendirilmiştir.

8.3.2.1 Hasılat Projeksiyonlarında Kullanılan Yöntem Hakkında Bilgi

Halka arz edilecek Şirket'in tahminleri, kısmen Şirket'in öngörülleri ile oluşturulması ve birçok tahmini parametreye bağlı olması sebebiyle, geleceğe ilişkin herhangi bir taahhüt niteliği taşımamaktadır. Fiyat tespit çalışmasında, DMR Unlu Mamuller'in 2021 ve 2022 yıllarına ve 30.06.2023 tarihli ara döneme ait Özel Bağımsız Denetim'den geçmiş finansal tabloları esas alınmıştır. İlgili dönemlere ilişkin bağımsız denetim raporlarına Şirketin “www.dmrbakery.com” ve “www.kap.org.tr” adreslerinden ulaşılabilir. Ayrıca, Şirket yönetimi tarafından sağlanan satış geliri, üretim ve maliyet bilgileri değerlendirilmiş ve satış-dağıtım kanalları bazında gelir-gider kırılımları ile bağımsız denetim raporlarındaki verilerden faydalanılmıştır. Bu verilerin Şirket faaliyetlerini doğru olarak yansıttığı kabul edilmiştir. Şirket projeksiyon ve öngörülerinin değişmesi durumunda farklı pay başına değer söz konusu olabilir.

⁸ 8.3.2.9 numaralı bölümde Tablo 35'te hesaplanan Net Finansal Borç Tutarı Firma Değerinden düşülerek Şirket'in özsermaye (piyasa) değerine ulaşılmıştır.

İşbu değerlendirme raporu oluşturulurken, Türkiye ve dünya ekonomisinde olağandışı iktisadi ve/veya finansal kriz, doğal afetler, olağandışı siyasi ve hukuki gelişmeler vs. gibi Şirket'in faaliyetlerini kesintiye uğratabilecek durumların gerçekleşmeyeceği; Şirket'in organizasyon yapısında, yönetim ve personel kadrosunda işletmenin sürekliliğini kesintiye uğratabilecek, bilgi ve tecrübe birikimini etkileyecek türden önemli bir değişimin yaşanmayacağı varsayılmıştır. İNA projeksiyonu yapılırken, İzahnamenin 5, 6 ve 7. Bölümlerinde detaylıca incelenmiş olan Şirket'in geçmişi, içinde bulunduğu sektörün yapısı, risk unsurları, işletmenin mali durumu, karlılık durumu, sabit ve dönen varlıklarının değeri dikkate alınmıştır. Şirket'in paylaştığı olduğu üretim, satış gelirleri, satışların maliyeti, amortisman, yatırım ve faaliyet giderlerine dair projeksiyonlar tarafımızca, işbu Fiyat Tespit Raporu'nda değerlendirilmiştir.

Şirket'in üretim, kapasite kullanım ve gelir tablosu projeksiyonları yapılırken "tüme varım" yaklaşımı benimsenmiştir. Bu bağlamda, Şirket'in stratejik hedefleri doğrultusunda, projeksiyon dönemi boyunca, satışları gerçekleştirilecek olan satış-dağıtım kanalları bazında hasılat tutarları tahmin edilmiştir. Şirket'in faaliyet ve üretim süreçleri gözden geçirildikten sonra detayları 8.3.2.5 ve 8.3.2.6 numaralı bölümlerde yer alan satış hacmi ve fiyat varsayımlarına dayandırılarak hasılat tahminleri yapılmıştır.

8.3.2.2 Üretim ve Kapasite Kullanım Gelişmeleri

2021 yılında RE-PIE Portföy Yönetimi Anonim Şirketi Perakende Girişim Sermayesi Yatırım Fonu'ndan aldığı 12.000.000 TL değerindeki yatırımla köning (simit hattı) ve fermantasyon (mayalandırma) sistemlerinin kurulumu, tünel fırının uzatılması ve dört (4) adet döner fırın alımı ile özellikle yarı pişmiş donuk ürün üretim hattında kapasite ve ürün çeşitliliğinde önemli ölçüde artış gerçekleştiren DMR Unlu Mamuller, 2022 sonu itibarı ile yıllık 12.792.280 kg üretim kapasitesine ulaşmıştır. Şirket'in mevcut üretim hattına ilişkin kapasite raporu Türkiye Odalar ve Borsalar Birliği (TOBB) tarafından 20.01.2022 tarihinde hazırlanan Kapasite Raporu kapsamında verilmiştir. Adı geçen raporun 3. Bölümünde yer alan üretim kapasiteleri⁹ 300 gün / 8 saat çalışma / 1 vardiya varsayımı altında hesaplanmıştır.

Kurulduğu 2009 yılından Ağustos 2021'e kadar Antalya Havalimanında Cafe/Restaurant ve perakende unlu mamul ürünlerinin perakende satış faaliyetinde bulunan bir firma kimliğinde olan Şirket, 6 Ağustos 2021 tarihinde Simit Sarayı Yatırım ve Ticaret A.Ş.'nin aktifinde yer alan unlu mamuller üretim tesisini bünyesine katarak bu tarihten itibaren üretim faaliyetine başlamıştır. Dolayısıyla, Şirket'in 2022 sonu itibarı ile ulaştığı kapasite ve üretim tonaj rakamları önceki yıllarla karşılaştırılabilir değildir. Bu nedenle, Şirket'in kapasite kullanım ve üretim verilerinin geçmiş yıllarla karşılaştırmalı analizi yapılamamıştır.

2021 yılında temin ettiği finansal yatırımla 2022 sonu itibarı ile yıllık 12.792.280 kg

⁹ TOBB tarafından 21.01.2022 tarih ve 3329 sayılı rapor ile onaylanmış olup 21.01.2024 tarihine kadar geçerlidir.

düzeyinde üretim kapasitesine ulaşan Şirket'in toplam üretimi 6.802.579 kg düzeyine ulaşmış ve bu şekilde Kapasite Kullanım Oranı %53,2 oranında gerçekleşmiştir. 6 Şubat 2022 tarihinde meydana gelen yangın sebebi ile Şirket'te yaklaşık 75 gün (2,5 ay) tam kapasite ile üretim yapılamamıştır. Söz konusu yangın sebebiyle, yerine koyma maliyeti ile birlikte, 11.410.918 TL tutarında hasarın meydana geldiği tespit edilmiştir. Yangında hasar gören sabit kıymetler karşılığında Şirket'in yaptığı yatırım 12.963.636 TL tutarında olmuştur¹⁰. Bunun yaklaşık 1.500.000 TL'si yangın hasarı haricindeki kapasite arttırıcı ve bina güçlendirici yatırımlardır. Zarar karşılığı olarak ise sigortadan 2.730.872 TL ve 322.472 EUR olmak üzere toplamda 7.908.207 TL tahsil edilmiştir. Zarar gören sabit kıymet ve emtianın hurda satışından ise 95.319 TL gelir elde edilmiştir.

8.3.2.3 Hasılat Gelişimi

İşbu Fiyat Tespit Raporunun 8.3.2.2 numaralı bölümünde belirtildiği üzere, Şirket'in hasılat performansının geçmiş yıllarla karşılaştırmalı analizi yapılamamaktadır. 30.06.2023 tarihli Bağımsız Denetim Raporu'nun 5 numaralı dip notunda açıklandığı üzere Şirket faaliyetlerini "Simit Sarayı" markası altında gerçekleştirdiği "Perakende Mağaza Satışları" ile yine "Simit Sarayı" markasıyla üretilen unlu mamul ürünlerinin toptan satışı ("Toptan Satış"), Mağaza Satış ve Mağaza Dekorasyonu Satışları ("Mağaza Satışları") ve Simit Sarayı Yatırım A.Ş. ve bağlı ortaklıklarının mağazalarına Personel Destek Hizmeti ("Diğer Satış") alanlarında yürütmekte ve bu faaliyet alanlarında sağladığı ürün satış ve hizmet gelirleri ile hasılat elde etmektedir. 30.06.2023 tarihli Bağımsız Denetim Raporu'nun 2.7.6. numaralı bölümünde ve 5 numaralı dip notunda açıklandığı ve Şirket'le yapılan görüşmelerde belirtildiği üzere:

- Toptan Satış, Simit Sarayı mağazalarına ve üçüncü kişilere yapılan toptan satışları kapsamaktadır. Ayrıca, Türkiye'de zincir marketlere ve turistik bölgelerdeki toptancılara dondurulmuş unlu mamullerin satışı da bu kapsamda gerçekleştirilmektedir. Toptan satıştan elde edilen hasılat, ürünün sahipliği ile ilgili kontrollerin müşteriye devredilmesiyle gerçekleşir.
- Perakende Mağaza Satışları kapsamında, Şirket iki türlü satış faaliyetinde bulunmaktadır: i) Fabrikanın doğrudan kendi mağazalarına ürün göndererek gerçekleştirdiği satış ve ii) Fabrikanın kendi mağazaları dışındaki müşterilere yaptığı satış. Fabrika'nın kendi mağazaları dışındaki müşterilere yaptığı satış anında gelir olarak kaydedilmektedir. Fabrikanın doğrudan kendi mağazalarına ürün gönderdiği durumda, satış hemen hasılatla dönüşmemekte ve sevk irsaliyesi kesilmektedir. Fabrika mağazalarına sevki gerçekleşen ürünler üçüncü kişi/kurumlara satıldığında hasılatla dönüşmekte ve faturalandırılmaktadır. Fabrikanın kendi mağazaları dışındaki müşterilere (HoReCa: Hotel-Restaurant-Cafe, Diğer müşteriler) yaptığı satışlar ise teslimat gerçekleştiği anda hasılat olarak kaydedilmektedir.
- Mağaza Personel Destek (Diğer) Hizmetler kapsamında ise Simit Sarayı mağazalarına sahip Simit Sarayı Yatırım A.Ş. ve bağlı ortaklıklarına sözleşme

¹⁰ Bağımsız Denetim Raporu, 30.06.2023

kapsamında geçici görevlendirmeler ile personel destek hizmeti sağlanmaktadır. Bu destek karşılığı olarak görevlendirilen personellerin işçilik hak ve alacakları/maliyetleri üzerine %5 kar eklenerek gelir kaydedilmektedir.

Mağaza Satış ve Mağaza Dekorasyonu Satışları kapsamında Şirket, açmış olduğu yeni mağazaları Simit Sarayı Yatırım A.Ş. ile imzalamış olduğu “master franchise” anlaşmaları kapsamında üçüncü kişilere devir edebilmektedir. Devrettiği mağazaların bir kısmının işletme hakkı yine Şirket’e ait olabilmektedir. Şirket’in işletme hakkını elinde bulundurduğu mağazalardan biri Cumhuriyet Mahallesi Eski Hadımköy Yolu Caddesi No:15/3 Büyükçekmece-İstanbul adresinde mukim İstanbul Tüyap Mağazası ile Büyükdere Caddesi No:171 Levent Beşiktaş-İstanbul adresinde mukim İstanbul Metrocity Mağazasıdır. Şirket, her iki mağazanın kurulum ve dekorasyonunu tamamlayıp devrinden satış hasılatı elde ettikten sonra işletme hakkını almıştır. İşletme hakkının devralınmasıyla, Tüyap Mağazası ve Metrocity Mağazasından yapılan satışlar DMR Unlu Mamuller’in cirosuna dahil edilirken, bu iki mağazadan elde edilen ciro üzerinden mağaza sahiplerine ilgili sözleşmelerde belirlenen tutarda ödeme yapılmaktadır.

Yukarıda bahsi geçen faaliyet alanları bazında 2021 ve 2022 yılları ile 30.06.2023 ara dönemine ait hasılat gelişimi aşağıdaki tabloda yer almaktadır. Şirket’in temel faaliyetleri göz önünde bulundurularak faaliyet kollarına göre oluşturulan hasılat alt kırılımları yeniden değerlendirilmiştir.

Tablo 11		Faaliyet Alanlarına Göre Satış Hasılatı			
Faaliyet Alanları (TL)		30.06.2023	30.06.2022	31.12.2022	31.12.2021
1-Toptan Satış					
Hasılat		132.218.258	68.605.370	229.458.887	56.307.597
Satışların Maliyeti (-)		67.828.574	61.498.539	176.906.298	40.751.666
Toptan Satış Brüt Karı		64.389.684	7.106.831	52.552.589	15.555.931
2-Perakende Mağaza Satışları					
Hasılat		12.577.701	7.111.459	19.071.063	2.187.591
Satışların Maliyeti (-)		7.844.000	6.334.665	16.973.207	1.887.205
Perakende Mağaza Satış Brüt Karı		4.733.701	776.794	2.097.856	300.386
3- Diğer Satışlar*					
Hasılat		4.917.524	6.354.715	19.798.343	2.507.386
Satışların Maliyeti (-)		4.671.647	6.036.979	18.855.565	2.387.986
Diğer Hizmetler Satış Brüt Karı		245.877	317.736	942.778	119.400
4- Mağaza Satışları ve Mağaza Dekorasyonu Satışları					
Hasılat		-	-	21.933.750	-
Satışların Maliyeti (-)		-	-	10.920.410	-
Mağaza Satış Brüt Karı		-	-	11.013.340	-
Genel Toplam					
Hasılat		149.713.483	82.071.544	290.262.043	61.002.574
Satışların Maliyeti (-)		80.344.221	73.870.183	223.655.480	45.026.857
Toplam Brüt Satış Karı		69.369.262	8.201.361	66.606.563	15.975.717

Kaynak: 31.12.2022 ve 30.06.2023 Tarihli Özel Bağımsız Denetim Raporları, Dip Not 5, Sayfa 27-28

*: Mağaza Personel Destek Hizmetleri

30.06.2023 tarihli Bağımsız Denetim Raporu’nda, Mağaza Personel Destek Hizmetlerinden

sağlanan hasılat Diğer Satışlar altında yer alırken, Mağaza Satışları ve Mağaza Dekorasyonu Satışlar TFRS/TMS kapsamında hasılat kalemi altında muhasebeleştirilmiştir.

UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri madde 60.2 uyarınca, gelecekteki nakit akışlarının sabit sözleşme tutarlarına dayanmadığı hallerde, gerekli girdileri sağlamak amacıyla beklenen nakit akışlarına dair tahminlerde bulunulması gereklidir. UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri madde 40.3 uyarınca değerleme konusu varlıkla ilgili gelecekteki gelirin miktarı ve zamanlamasına ilişkin önemli belirsizliklerin bulunması durumunda bu yaklaşımın uygulanması değerlemeyi gerçekleştiren uzmanının takdirine bırakılmıştır. Toptan satışlar ile perakende mağaza satışlarından elde edilen hasılatın miktarı ve zamanlamasına ilişkin sağlıklı projeksiyonlar yapılabilirken, Diğer Satışlar ve bu hasılat kalemine ilişkin Satış Maliyeti tutarlarına dair belirsizlikler bulunmaktadır. Bu nedenle, TFRS/TMS kapsamında Diğer Satışlar ile Mağaza Satışları ve Mağaza Dekorasyonu Satışlar hasılat kalemi altında kaydedilse de bu iki hasılat kaleminin miktar ve zamanlamasına ilişkin belirsizlikler bulunduğundan, ihtiyatlılık ilkesi gereği, UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri madde 40.3 uyarınca projeksiyon çalışmasına dahil edilmemiştir. Bu yaklaşım altında, Şirket'in faaliyet kollarına göre brüt satış karlılığı aşağıdaki tabloda gösterilmiştir.

Tablo 12		Faaliyet Alanlarına Göre Düzeltilmiş Satış Hasılatı			
Faaliyet Alanları (TL)		30.06.2023	30.06.2022	31.12.2022	31.12.2021
1-Toptan Satış					
Hasılat		132.218.258	68.605.370	229.458.887	56.307.597
Satışların Maliyeti (-)		67.828.574	61.498.539	176.906.298	40.751.666
Toptan Satış Brüt Karı		64.389.684	7.106.831	52.552.589	15.555.931
2-Perakende Mağaza Satışları					
Hasılat		12.577.701	7.111.459	19.071.063	2.187.591
Satışların Maliyeti (-)		7.844.000	6.334.665	16.973.207	1.887.205
Perakende Mağaza Satış Brüt Karı		4.733.701	776.794	2.097.856	300.386
Genel Toplam					
Hasılat		144.795.959	75.716.829	248.529.950	58.495.188
Satışların Maliyeti (-)		75.672.574	67.833.204	193.879.505	42.638.871
Toplam Brüt Satış Karı		69.123.385	7.883.625	54.650.445	15.856.317

Kaynak: 31.12.2022 ve 30.06.2023 Tarihli Özel Bağımsız Denetim Raporları, Dip Not:5; S.27-28

Yukarıda açıklana yaklaşım altında, ihtiyatlılık ilkesi gereği, 2022 yılı hasılat gelirlerinde 41,73 Milyon TL ve Satışların Maliyetinde de 29,77 Milyon TL eliminasyon yapılarak, ilk etapta Brüt Satış Karında 12 Milyon TL tutarında aşağı yönde düzeltme gerçekleştirilmiştir. Bu şekilde, 31.12.2022 tarihli brüt satış karı 66,6 Milyon TL'de 54,6 Milyon TL'ye düzeltilmiştir. 30.06.2023 tarihli ara dönem finansal tablolarında ise 4,92 Milyon TL satış hasılatında, 4,67 milyon TL de satış maliyetinde eliminasyon yapılmış; bu şekilde brüt satış karı 69,37 Milyon TL'den 69,12 Milyon TL'ye düzeltilmiştir. Öte yandan, Şirket'in işletme haklarına sahip olduğu İstanbul Tüyap Mağazası ve Metrocity Mağazası ciro gelirleri hasılat olarak 31.12.2022 tarihli finansal tablolarda DMR Unlu Mamuller satışlarına yansıtılmıştır. 30.06.2023 tarihli bağımsız denetimden geçmiş finansal tablolarda ise söz konusu faaliyetten elde edilen gelir, doğrudan Satış Hasılatı içinde gösterilmiştir.

DMR Unlu Mamuller'in 31.12.2022 itibarı ile "düzeltilmiş" net satış hasılatı 258,10 Milyon TL hesaplanmıştır. Tablo 13'de yer aldığı üzere, Fabrika'nın kendi satış mağazalarından elde ettiği hasılat tutarı ise 2022 sonu itibarıyla 4,33 Milyon TL'dir. İşbu fiyat tespit raporunun 8.3.2.3 numaralı bölümünde belirtildiği üzere, Fabrika'nın doğrudan kendi satış mağazalarına gönderdiği mamuller mağazaya girdiğinde sevk irsaliyesi kesilmekte olup, üçüncü kişilere teslim edildiğinde faturalandırılarak hasılat olarak gelir tablosuna girmektedir. Bu nedenle, DMR Unlu Mamuller'in kendi satış mağazasından 2022 yılında yapılan 4,33 Milyon TL'lik satış projeksiyonlara baz teşkil eden hasılat tutarına dahil edilmiştir. 2023 yılının ilk altı ayında ise DMR Unlu Mamuller'in kendi satış mağazasından gerçekleştirdiği satış ise 3,04 Milyon TL olmuştur. Özetle, Şirket'in özsermaye (piyasa) değerinin tespitine baz teşkil eden "Düzeltilmiş" Net Hasılat tutarı, 2022 sonu itibarı ile 258,10 Milyon TL ve 30.06.2023 itibarıyla da 142,49 Milyon TL düzeyinde hesaplanmıştır.

Tablo 13	Eliminasyon Sonrası Hasılat Gelişimi*			
Hasılat (TL)	30.06.2023	30.06.2022	31.12.2022	31.12.2021
Toplam Net Satış Hasılatı	142.487.799	74.477.988	258.101.639	58.495.188
Yurt İçi Satış Hasılatı	131.138.552	65.354.730	230.396.710	55.415.972
Simit Sarayı	113.560.663	34.388.879	140.936.315	40.758.897
DMR Satış Mağazası	3.040.228	1.962.456	4.333.094	0
Zincir Mağazalar	5.511.176	13.857.077	29.258.673	2.390.797
Yurt İçi Toptan Satışlar	8.403.025	14.974.215	33.172.689	7.203.206
Yurt İçi Diğer Satışlar	623.461	172.103	22.695.939	5.063.071
Yurt Dışı Satış Hasılatı	13.657.407	10.362.099	32.927.397	3.079.216
Simit Sarayı	2.687.885	4.206.650	10.798.713	1.806.441
İhracat	10.969.522	6.155.450	22.128.684	1.272.775
İndirimler (-)	2.308.160	1.238.841	5.222.468	0

Kaynak: Şirket, AI Capital Yatırım Hesaplamaları

*: Tablo 11 ve Tablo 12'deki eliminasyonlar yapıldıktan oluşan Düzeltilmiş Satış Hasılatı

8.3.2.4 Üretim ve kapasite kullanım varsayım ve projeksiyonları

Yurtiçi ve yurtdışı piyasa ve makroekonomik koşullarda süregelen belirsizlikten dolayı, işbu fiyat tespit raporunun 8.3.2 numaralı bölümünde belirtildiği üzere, gerek miktar ve gerekse fiyatlamaya yönelik öngörü ve projeksiyonlar değişiklik gösterebilmektedir. Bu nedenle, tahmin dönemi için UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemlerinin 50.22 maddesinin (b) bendi uyarınca bozulan bir yapıda üretim ve gelir projeksiyonu yapılmıştır.

Tablo 14	Üretim Hacmi ve Kapasite Kullanım Oranı					
(Kg)	2022	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
Toplam Üretim Kapasitesi (Kg)	12.792.280	12.792.280	12.792.280	12.792.280	12.792.280	12.792.280
<i>Kapasite Artırımı</i>		0	0	0	0	0
<i>Kapasite Kullanım Oranı</i>	53,2%	55,3%	70,4%	77,1%	85,5%	93,1%
DMR Üretim Hacmi (Kg)	6.802.579	7.068.156	9.005.074	9.863.428	10.933.473	11.911.353
<i>Büyüme - %</i>	189,6%	3,9%	27,4%	9,5%	10,8%	8,9%

Kaynak: Şirket, AI Capital Hesaplamaları

P: Projeksiyon

2022 sonu itibarı Şirket %53,2 gibi görece düşük sayılabilecek bir kapasite kullanım oranında (KKO) imalat faaliyetlerinde bulunuyor olmasından dolayı 01.07.2023-31.12.2027 projeksiyon dönemi boyunca kapasite artırımına yönelik herhangi bir yatırım yapılmayacağı varsayılmıştır. Üretim tarafında, 2022 yılında %190 oranında artarak 6.803 ton düzeyine ulaşan büyüme oranının, 2023 yılında gerek yurtiçinde ve gerekse yurtdışında süregelen belirsiz iktisadi ve piyasa koşullarından dolayı ihtiyatlı bir varsayım ile %3,9 seviyesinde gerçekleşeceği öngörülmüştür. 2024 yılında yurtiçi ve küresel iktisadi koşullarının normalize olacağı varsayımı altında üretim hacminin %27,4 oranında artarak 9.005 ton düzeyine, KKO'nun da %70,4'e ulaşacağı tahmin edilmiştir. Takip eden yıllarda ise UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemlerinin 50.22 maddesinin (b) bendine uygun olarak bozulan yapıda büyüme trendi öngörülmüştür. Buna göre, 2025 yılında üretim hacminde büyüme %9,5 oranında varsayılırken, KKO %77,1 olarak hesaplanmıştır. Üretim artışının 2026 yılında %10,8 ve 2027'de %8,9 oranlarında gerçekleşeceği, buna bağlı olarak da KKO sırasıyla %85,5 ve %93,1 seviyelerine ulaşacağı öngörülmüştür. Üretim tonaj ve kapasite kullanım oranı projeksiyonları Tablo 14'te gösterilmiştir.

8.3.2.5 Satış Kanalları Bazında Hasılat Projeksiyonu

Satış hacmi projeksiyonları yapılırken 2023-2027 yılları arasında Şirket tarafından paylaşılan Simit Sarayı ve DMR mağaza ağı büyüme planları esas alınmıştır. Şirket'in Simit Sarayı ve DMR Mağaza ağına ilişkin 2023-2027 yılları arasındaki projeksiyonu aşağıdaki tabloda sunulmuştur.

Tablo 15		Mağaza Ağı						
Mağazalar	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
Simit Sarayı Toplam Mağaza	240	220	191	236	299	366	457	546
Simit Sarayı Yurtiçi	189	182	153	183	213	243	273	303
İştirak	55	56	66	66	66	66	66	66
Yeni Açılış		1	10	0	0	0	0	0
Franchise	134	126	87	117	147	177	207	237
Yeni Açılış		-8	-39	30	30	30	30	30
Simit Sarayı Yurtdışı	51	38	38	53	86	123	184	243
İştirak	11	11	4	4	4	4	4	4
Yeni Açılış		0	-7	0	0	0	0	0
Franchise	40	27	34	49	82	119	180	239
Yeni Açılış	0	-13	7	15	33	37	61	59
DMR Satış Mağazası Yurtiçi	0	0	6	15	15	15	15	15
Yeni Açılış	0	0	6	9	0	0	0	0

Kaynak: Şirket

P:Projeksiyon

Yurtiçi ve Yurtdışı Simit Sarayı Mağaza sayısında 2023-2027 yılları arasında herhangi bir değişim planlanmazken, franchise mağaza sayısına projeksiyon dönemi boyunca her yıl yurtiçinde 30 yeni franchise eklenmesi planlanmaktadır. Yurtdışında Simit Sarayı franchise mağaza sayısının kademeli olarak artarak 2022 yılındaki 34'den 2027 yılında 239'a yükselmesi öngörülmektedir. 2022'de 6 olan DMR Satış Mağaza sayısına 2023'te 9 yeni

mağaza eklenmesi planlanmış, takip eden yıllarda ise herhangi bir yeni mağaza açılışı öngörülmemiştir. DMR Satış Mağazaları “Simit Sarayı” markası kullanıyor olup, ana ortak Simit Sarayı ile yapılan anlaşma gereği 15 mağaza için isim hakkı ödenmeyecektir.

Tablo 16		Ortalama Mağaza Sayıları						
Mağazalar		2021	2022	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
Simit Sarayı		230	206	214	268	333	412	502
	% ortalama artış oranı		-10,7%	3,9%	25,3%	24,3%	23,8%	21,9%
Yurt İçi		186	168	168	198	228	258	288
	% ortalama artış oranı		-9,7%	0,3%	17,9%	15,2%	13,2%	11,6%
Yurt Dışı		44,5	38	46	70	105	154	214
	% ortalama artış oranı		-14,6%	19,7%	52,7%	50,4%	46,9%	39,1%
DMR Satış Mağazası		0	3	11	15	15	15	15
	% ortalama artış oranı	0,0%	a.d.	250,0%	42,9%	0,0%	0,0%	0,0%

Kaynak : Şirket, AI Capital Yatırım Hesaplamaları

P:Projeksiyon

Satış hacmi projeksiyonları yapılırken işbu fiyat tespit raporunda dikkate alınan bir diğer parametre ise mağazalarda beklenen “müşteri trafik hızı”dır. Yukarıda yer alan tablolarda yer alan “ortalama mağaza sayısı artış oranı” ile “müşteri trafik hızının”¹¹ çarpımından Simit Sarayı ve DMR Satış Mağazalarından yapılan “satış hacimleri” hesaplanmıştır. Gerek mağaza sayılarına ve gerekse müşteri trafik hızlarına ilişkin varsayımlar Şirket tarafından sağlanmış ve tarafımızca değerlendirilmiştir. Bu varsayımlara dayalı olarak, açılacak yeni mağazalardan kaynaklanacak ürün talep artış ve buna bağlı olarak satış hacmi büyümeleri hesaplanmıştır. Planlanan mağaza ağına bağlı olarak ortaya çıkacak talep artışlarını esas alarak DMR Unlu Mamullerin, 2023-2027 yıllarını kapsayan projeksiyon döneminde öngörülen satış hacminin satış-dağıtım kanalı bazında kırılımı aşağıdaki tabloda belirlenmiştir. Bu tablonun hazırlanmasında kullanılan Şirket tarafından paylaşılan projeksiyonlar işbu Fiyat Tespit Raporunda değerlendirilmiş ve UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemlerinin 50.22 maddesinin (b) bendi uyarınca bozulan bir yapıda bir projeksiyon yaklaşımı benimsenmiştir.

 AI CAPITAL YATIRIM
MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Esentepe Mah. Büyükdere Cad. Yevent Plaza
Kat: 7 No: 73 Ç. Kapy No:26 Şişli / İstanbul
Zincirlikuyu V.D. 338 044 35 00 00
Mersis :0386004352100000 www.aicapital.com.tr

¹¹ Yıllık artış oranı olarak hesaplanmıştır

Tablo 17		Satış Hacmi Projeksiyonu					
(Kg)		2022	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
Toplam Üretim Kapasitesi (Kg)		12.792.280	12.792.280	12.792.280	12.792.280	12.792.280	12.792.280
	<i>Mevcut</i>	12.792.280	12.792.280	12.792.280	12.792.280	12.792.280	12.792.280
	<i>Kapasite Artırımı</i>	0	0	0	0	0	0
DMR Toplam Satış Hacmi (Kg)		6.802.579	7.068.156	9.005.074	9.863.428	10.933.473	11.911.353
	<i>Büyüme - %</i>	189,6%	3,9%	27,4%	9,5%	10,8%	8,9%
	<i>Kapasite Kullanım Oranı</i>	53,2%	55,3%	70,4%	77,1%	85,5%	93,1%
Yurt İçi Satış Hacmi (Kg)		6.163.548	6.355.040	8.041.163	8.675.592	9.425.117	10.099.238
	<i>Büyüme - %</i>	179,9%	3,1%	26,5%	7,9%	8,6%	7,2%
Simit Sarayı		3.024.060	3.269.668	4.200.356	4.590.098	5.077.192	5.542.877
	<i>Büyüme - %</i>	118,9%	8,1%	28,5%	9,3%	10,6%	9,2%
	<i>% ortalama mağaza sayısı artışı</i>	-9,70%	0,30%	17,86%	15,15%	13,16%	11,63%
	<i>% trafik artışı</i>	a.d.	7,8%	9,0%	-5,1%	-2,3%	-2,2%
DMR Satış Mağazası		132.921	144.220	175.124	180.378	185.789	191.363
	<i>Büyüme - %</i>	a.d.	8,5%	21,4%	3,0%	3,0%	3,0%
	<i>% ortalama mağaza sayısı artışı</i>	a.d.	250,00%	42,86%	0,00%	0,00%	0,00%
	<i>% trafik artışı</i>	a.d.	-69,0%	-15,0%	3,0%	3,0%	3,0%
Zincir mağazalar		919.914	873.918	1.122.985	1.235.283	1.358.811	1.426.752
	<i>Büyüme - %</i>	409,7%	-5,0%	28,5%	10,0%	10,0%	5,0%
Yurt İçi Toptan Satış		2.086.653	1.293.725	1.591.282	1.670.846	1.754.388	1.842.107
	<i>Büyüme - %</i>	226,0%	-38,0%	23,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Yurt İçi Diğer		0	773.509	951.417	998.987	1.048.937	1.096.139
	<i>Büyüme - %</i>	a.d.	a.d.	23,0%	5,0%	5,0%	4,5%
Yurt Dışı Satış Hacmi (Kg)		639.030	713.116	963.911	1.187.837	1.508.357	1.812.115
	<i>Büyüme - %</i>	335,5%	11,6%	35,2%	23,2%	27,0%	20,1%
Simit Sarayı		238.748	273.005	475.388	650.461	917.243	1.173.713
	<i>Büyüme - %</i>	108,6%	14,35%	74,13%	36,83%	41,01%	27,96%
	<i>% ortalama mağaza sayısı artışı</i>	-14,61%	19,74%	52,75%	50,36%	46,89%	39,09%
	<i>% trafik artışı</i>	a.d.	-4,5%	14,0%	-9,0%	-4,0%	-8,0%
İhracat		400.283	440.111	488.523	537.376	591.113	638.402
	<i>Büyüme - %</i>	1.140,6%	10,0%	11,0%	10,0%	10,0%	8,0%
Diğer		0	0	0	0	0	0

Kaynak: Şirket, AI Capital Hesaplamaları

P: Projeksiyon

Aşağıdaki tabloda satış kanalları bazında satış hacminin dağılımı yer almaktadır.

Tablo 18		Satış-Dağıtım Kanallarına Göre Satış Hacminin Dağılımı						
Satış Hacmi (%)		2021	2022	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
Toplam Satış Hacmi		100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Yurt İçi Satış Hacmi		93,8%	90,6%	89,9%	89,3%	88,0%	86,2%	84,8%
Simit Sarayı		58,8%	44,5%	46,3%	46,6%	46,5%	46,4%	46,5%
DMR Satış Mağazası		0,0%	2,0%	2,0%	1,9%	1,8%	1,7%	1,6%
Zincir Mağazalar		7,7%	13,5%	12,4%	12,5%	12,5%	12,4%	12,0%
Yurt İçi Toptan Satışlar		27,3%	30,7%	18,3%	17,7%	16,9%	16,0%	15,5%
Yurt İçi Diğer Satışlar		0,0%	0,0%	10,9%	10,6%	10,1%	9,6%	9,2%
Yurt Dışı Satış Hacmi		6,2%	9,4%	10,1%	10,7%	12,0%	13,8%	15,2%
Simit Sarayı		4,9%	3,5%	3,9%	5,3%	6,6%	8,4%	9,9%
İhracat		1,4%	5,9%	6,2%	5,4%	5,4%	5,4%	5,4%
Diğer		0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Kaynak: Şirket

P: Projeksiyon

AI CAPITAL YATIRIM
MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Eskişehir Mah. Büyükdere Cad. Levent Plaza
Blok No:173 İç Kapı No:15 Kat:1
Zincirlikuyu M.D. 348 000 35 21 Tic Sic No:270 69
Mersis :0363004352100015 www.aicapital.com.tr

Ciro projeksiyonları oluşturulurken kullanılan yurt içi ve yurt dışı birim satış fiyatlarının hesaplanmasında, Türkiye İstatistik Kurumu (TÜİK) tarafından yayınlanan Gıda ve Alkolsüz İçecekler Fiyat Endeksi¹² baz alınmıştır. Birim satış fiyatlarının 2023-2027 dönemine ilişkin projeksiyonu yapılırken, 2020 yılından bu yana Tüketici Fiyat Endeksi (TÜFE) ile Gıda ve Alkolsüz İçecekler Fiyat Endeksi arasında oluşan makas dikkate alınmıştır. Söz konusu makasın 2020 yılından bu yana Gıda ve Alkolsüz İçecekler Fiyat Endeksi lehine açıldığı ve 2020 yılından başlayarak Ağustos 2023 sonu itibarı ile söz konusu makas aralığının yıllık ortalama 7,0 puan olduğu hesaplanmıştır. Ocak-Ağustos 2023 döneminde Gıda ve Alkolsüz İçecekler enflasyonunun %72,9 ile TÜFE (%58,9) oranının yıllık bazda 8,8 puan üzerinde olduğu görülmüştür.

2021 yılının Ağustos ayında unlu mamul üretimine başlayan, 2021 sonlarında yatırım sürecine start veren ve Şubat 2022'deki yangının yol açtığı 2,5 aylık duruşa rağmen yatırımları tamamlayan Şirket'in 2022 yılı birim satış fiyatlarının oluşumu sağlıklı bir ortamda gerçekleşmemiştir. 2022 yılı birim satış fiyatlarına ilişkin sağlıklı bir baz yıl oluşturmadığından, 2023 yılına ilişkin tarafımızca bir fiyat projeksiyonu yapılamamıştır. Bunun yerine, 2023 yılı için birim satış fiyat varsayımları Şirket tarafından sağlanmış ve tarafımızca değerlendirilerek projeksiyon döneminin sonraki yılları için hesaplanan birim satış fiyatlarına baz yıl teşkil etmiştir. 2024 – 2027 dönemi için ise Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası'nın aylık bazda yayınladığı Piyasa Katılımcıları Anketinde yer alan 5 yıllık TÜFE beklentilerinin üzerine, TÜİK tarafından açıklanan TÜFE ile Gıda ve Alkolsüz İçecekler Fiyat Endeksi arasında 2020 - Ağustos 2023 dönemi için 7,0 puan olarak hesapladığımız makas aralığı ortalama %20 oranında iskonto uygulanarak eklenmiştir. Şirket tarafından sağlanan 2023 yılı birim satış fiyatları, bu şekilde hesaplanan oranlarda artırılarak 2024-2027 projeksiyon dönemi için yıllık yurt içi birim satış fiyatları hesaplanmıştır.

Tablo 19 (%)	Makroekonomik Varsayımlar							
	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
GSYİH Büyüme Hızı (y/y)**	1,94%	11,35%	5,57%	2,67%	3,60%	3,00%	3,00%	3,00%
TÜFE (Yıl Sonu)*	14,60%	36,08%	64,27%	59,46%	30,77%	21,45%	14,95%	10,42%
USD/TL (Yıllık Ortalama)	7,01	8,83	16,54	24,26	34,01	41,82	48,33	53,25
USD/TL (Yıl Sonu)*	7,34	12,98	18,70	29,82	38,19	45,44	51,22	55,28
ABD TÜFE (Yıl Sonu)**	1,57%	7,40%	6,63%	3,05%	2,12%	2,06%	1,98%	2,31%

Kaynak : TÜİK, TCMB

P: Projeksiyon

* : Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası EVDS Veri Dağıtım Sistemi Piyasa Katılımcıları Anketi (Ağustos 2023)

** : <https://www.imf.org/en/Publications/WEO/weo-database/2023/April/select-country-group>

Yurtdışı birim satış fiyatları ise ABD Doları / TL kuru tahmini ölçüsünde artırılmıştır. ABD Doları / TL kuru tahmini yapılırken, 2023 yılı tahmini olarak TCMB Piyasa Katılımcıları Anket değeri hesaplamalara dahil edilmiştir. 2024-2027 yılları arasındaki ABD Doları / TL kuru tahmini ise Türkiye TÜFE tahmini ile ABD TÜFE tahmini¹³ arasındaki fark ölçüsünde artırılarak Tablo 19'da gösterildiği gibi tahmin edilmiştir. TÜFE ile Gıda ve Alkolsüz

¹² <https://data.tuik.gov.tr/Bulten/Index?p=T%C3%BCketici-Fiyat-Endeksi-A%C4%B0ustos-2023-49650&dil=1>

¹³ <https://www.imf.org/en/Publications/WEO/weo-database/2022/October/select-country-group>

İçecekler Fiyat Endeksi arasındaki makas, yurt dışı birim fiyatlarının hesaplanmasında kullanılmamıştır.

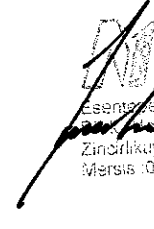
Yukarıda açıklanan metodoloji kapsamında belirlenen yurtiçi ve yurtdışı birim satış fiyatlarına ilişkin projeksiyonlar satış-dağıtım kanalı bazında aşağıdaki tabloda gösterilmiştir.

Tablo 20 (TL/Kg)	Satış-Dağıtım Kanallarına Göre Birim Satış Fiyatı						
	2021	2022	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
Ortalama Birim Satış Fiyatı	24,9	37,9	63,6	86,3	109,4	129,2	147,0
Yurt İçi Satış	25,2	37,4	61,0	82,6	104,5	122,7	139,3
Simit Sarayı	29,5	46,6	74,1	99,9	125,6	146,5	165,7
DMR Satış Mağazası	-	32,6	94,5	127,4	160,2	186,9	211,3
Zincir Mağazalar	13,2	31,8	73,2	98,6	124,0	144,7	163,5
Yurt İçi Toptan Satışlar	11,3	15,9	50,9	68,6	86,2	100,6	113,7
Yurt İçi Diğer Satışlar	-	-	2,2	2,9	3,7	4,3	4,8
Yurt Dışı Satış	21,0	51,5	93,2	124,7	154,9	179,2	199,9
Simit Sarayı	15,8	45,2	99,5	131,6	162,5	186,7	207,4
İhracat	39,4	55,3	89,3	118,1	145,8	167,5	186,1

Kaynak: Şirket, AI Capital Yatırım Hesaplamaları

P: Projeksiyon

Satış kanalları bazında satış hacmi (kg) ve birim satış fiyatlarına yönelik olarak yaptığımız varsayım ve öngörüler altında, Şirketin 2023 - 2027 yılları arasındaki hasılat projeksiyonları Tablo 21'deki gibi tahmin edilmiştir. Tablodan da izlenebileceği gibi 2022 yılı satış hasılatı işbu fiyat tespit raporunun 8.3.2.3 numaralı bölümünde yer alan düzeltmeler/eliminasyonlar yapıldıktan sonra 2023-2027 yılı hasılat tutarları tahmin edilmiştir. Buna göre, Bağımsız Denetimden geçmiş finansal tablolarda 2022 yılında %341,2 oranında büyüme gösteren toplam net “düzeltilmiş” satış hasılatı 2023 yılında %74,1 oranında büyüdükten¹⁴ sonra UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemlerinin 50.22 maddesinin (b) bendi uyarınca - büyüme oranları bazında - bozulan bir seyir izleyerek 2024 yılında %72,9, 2025 yılında %38,9, 2026 yılında %30,8 ve 2027 yılında ise %24,0 oranında artış göstermesi beklenmektedir. 2022 yılında yaşanan yüksek enflasyon, küresel ölçekte emtia fiyatlarından ortaya çıkan artış, TL'nin değer kaybı ve lojistik giderlerdeki yüksek oranlı artışlar nedeniyle maliyetlerde yaşanan hızlı artış gecikmeli olarak satış fiyatlarına yansıtılabilmektedir. Ancak, Şirket 2022 yılının ikinci yarısından itibaren maliyetlerdeki artışı yansıtacak ölçüde satış fiyatlarına yukarı yönde ayarlamaya gidebilmiştir.

 **AI CAPITAL YATIRIM**
MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Esentepe Mah. Büyükdere Cad. Lovers Plaza
Kat: 9/9 İç Kapı No:29/ Sisli - İstanbul
Zincirlikuyu V.B. 336 004 35 21 Tic. Sic. No: 272100
Mersis: 0365004362100015 www.aicapital.com.tr

¹⁴ 2022 yılının Şubat ayında başlayıp 2,5 ay süren yangın nedeniyle orta çıkan üretim ve dolayısıyla ciro kaybı 2023 yılı için düşük baz etkisi oluşturmıştır.

Tablo 21	Hasılat Projeksiyonları					
(TL)	2022	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
Toplam Net Satış Hasılatı	258.101.639	449.266.587	776.833.958	1.079.273.673	1.412.210.273	1.751.396.680
% değişim	341,2%	74,1%	72,9%	38,9%	30,8%	24,0%
Yurt İçi Satış Hasılatı	230.396.710	387.344.885	664.450.866	906.181.475	1.156.209.144	1.406.809.837
% değişim	315,8%	68,1%	71,5%	36,4%	27,6%	21,7%
Simit Sarayı	140.936.315	242.288.760	419.520.546	576.423.209	743.946.908	918.226.204
% değişim		71,9%	73,1%	37,4%	29,1%	23,4%
% fiyat artışı		59,0%	34,8%	25,7%	16,7%	13,1%
% hacim artışı		8,1%	28,5%	9,3%	10,6%	9,2%
DMR Satış Mağazası	4.333.094	13.634.081	22.314.355	28.898.408	34.730.417	40.442.996
% değişim		214,7%	63,7%	29,5%	20,2%	16,4%
% fiyat artışı		190,0%	34,8%	25,7%	16,7%	13,1%
% hacim artışı		8,5%	21,4%	3,0%	3,0%	3,0%
Zincir mağazalar	29.258.673	63.930.200	110.725.271	153.141.109	196.554.655	233.329.008
% değişim		118,5%	73,2%	38,3%	28,3%	18,7%
% fiyat artışı		130,0%	34,8%	25,7%	16,7%	13,1%
% hacim artışı		-5,0%	28,5%	10,0%	10,0%	5,0%
Yurt İçi Toptan Satış	33.172.689	65.814.614	109.110.115	144.047.813	176.479.728	209.498.167
% değişim		98,4%	65,8%	32,0%	22,5%	18,7%
% fiyat artışı		220,0%	34,8%	25,7%	16,7%	13,1%
% hacim artışı		-38,0%	23,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Yurt İçi Diğer	22.695.939	1.677.230	2.780.579	3.670.937	4.497.437	5.313.461
% değişim		-92,6%	65,8%	32,0%	22,5%	18,1%
% fiyat artışı		70,1%	34,8%	25,7%	16,7%	13,1%
% hacim artışı		0,0%	23,0%	5,0%	5,0%	4,5%
Yurt Dışı Satış Hasılatı	32.927.397	66.459.748	120.229.899	183.993.952	270.265.879	362.277.719
Simit Sarayı	10.798.713	27.166.010	62.553.798	105.668.018	171.247.527	243.462.902
% değişim		151,6%	130,3%	68,9%	62,1%	42,2%
% fiyat artışı		120,0%	32,2%	23,5%	14,9%	11,1%
% hacim artışı		14,3%	74,1%	36,8%	41,0%	28,0%
İhracat	22.128.684	39.293.738	57.676.101	78.325.934	99.018.352	118.814.818
% değişim		77,6%	46,8%	35,8%	26,4%	20,0%
% fiyat artışı		61,5%	32,2%	23,5%	14,9%	11,1%
% hacim artışı		10,0%	11,0%	10,0%	10,0%	8,0%
Diğer	0	0	0	0	0	0
% değişim		0,0%	32,2%	23,5%	14,9%	11,1%
% fiyat artışı		0,0%	32,2%	23,5%	14,9%	11,1%
% hacim artışı		0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
İndirimler	5.222.468	4.538.046	7.846.808	10.901.754	14.264.750	17.690.876
Ciroya Oranı - %	2,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%

Kaynak: Şirket, AI Capital Hesaplamaları

P: Projeksiyon

 **AI CAPITAL YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.**
 Esentepe Mah. Büyükdere Cad. Levent Plaza
 Blok No: 73 Kat: 9 No:29 Şişli / İstanbul
 T.C. Ticaret Sicil No: 270189
 Mersis :0833004352100015 www.aicapital.com.tr

Tablo 22 Satış-Dağıtım Kanallarına Göre Hasılatın Dağılımı							
Hasılat (%)	2021	2022	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
Toplam Satış Hasılatı	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Yurt İçi Satış Hasılatı	94,7%	89,3%	86,2%	85,5%	84,0%	81,9%	80,3%
Simit Sarayı	69,7%	54,6%	53,9%	54,0%	53,4%	52,7%	52,4%
DMR Satış Mağazası	0,0%	1,7%	3,0%	2,9%	2,7%	2,5%	2,3%
Zincir Mağazalar	4,1%	11,3%	14,2%	14,3%	14,2%	13,9%	13,3%
Yurt İçi Toptan Satışlar	12,3%	12,9%	14,6%	14,0%	13,3%	12,5%	12,0%
Yurt İçi Diğer Satışlar	8,7%	8,8%	0,4%	0,4%	0,3%	0,3%	0,3%
Yurt Dışı Satış Hasılatı	5,3%	12,8%	14,8%	15,5%	17,0%	19,1%	20,7%
Simit Sarayı	3,1%	4,2%	6,0%	8,1%	9,8%	12,1%	13,9%
İhracat	2,2%	8,6%	8,7%	7,4%	7,3%	7,0%	6,8%
Diğer	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
İndirimler	0,0%	2,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%

Kaynak: Şirket

P: Projeksiyon

8.3.2.6 Gider Varsayımları ve Projeksiyonlar

Satışların Maliyeti: İşbu fiyat tespit raporunun 8.3.2.1 numaralı bölümünde belirtilen “tüme varım” yaklaşımıyla hazırlanan projeksiyonlarda, her bir satış-dağıtım kanalının maliyetleri gerçekleşmeler ve ileriye dönük beklentiler ile uyumlu olacak şekilde tahmin edilmiştir. Satışların maliyeti ağırlıklı olarak un ve ambalaj maliyetlerinden oluşmaktadır. Un fiyatları 2022 yılında Rusya-Ukrayna savaşı nedeniyle tahılda yaşanan arz problemleri neticesinde önemli ölçüde artış göstermiştir. Ambalaj malzemeleri de küresel ölçekte artan emtia fiyatları ve lojistik maliyetleri nedeniyle yükselmiştir. DMR Unlu Mamuller alımlarını ağırlıklı olarak yurtiçindeki tedarikçilerden yapmakla birlikte, girdi fiyatlarının genellikle ABD Doları bazında belirlenmesi ve TL’nin döviz kuru karşısındaki değer kaybı da üretim ve satış maliyetleri üzerinde yukarı yönde baskı yaratmıştır. Ayrıca, Şubat 2022’de Fabrika’da çıkan yangın da operasyonel duruşa neden olarak marjların olumsuz etkilenmesine yol açmıştır. Bu gelişmelerin ardından Satışlarının Maliyetinin (SM) hasılatlara oranı 2022 yılında %75,9 seviyesinde gerçekleşirken, Brüt kar marjı da %24,1 gibi görece düşük seviyede oluşmuştur.

2023 yılında, 2022’deki yangın vakasının tekrar yaşanmayacağı, küresel emtia fiyatlarında ani ve sert değişimlerin gerçekleşmeyeceği, öte yandan talebin de canlı gideceği varsayımları altında, 2022 yılında gecikmeli artırılabilen satış fiyatlarındaki yukarı yönlü güncellemelerin 2023 yılında marjları yükseltmeye imkan verecek şekilde devam edeceği öngörülmektedir. İhtiyatlılık ilkesi gereği satış fiyatlarındaki artırımların işbu fiyat tespit raporunun 8.3.2.5 numaralı bölümünde açıklanan metodoloji kapsamında gerçekleştirileceği varsayılmıştır. Ayrıca, Şirket’in 2021 yılı sonunda temin ettiği finansal yatırımın gerçekleştirildiği kapasite artırımlarının sağladığı ölçek ekonomisi etkisiyle de Satışlarının Maliyetinin (SM) ciroya oranında kademeli bir düşüş trendi beklenmektedir. Tüm bu öngörülerin doğrultusunda, projeksiyon döneminde SM’nin Ciroya oranının kademeli düşüşle 2022 yılındaki %75,9 seviyesinden 2023 yılında %68,7’ye, 2024 yılında %65,7’ye, 2025 yılında %63,5’e, 2026 yılında 60,6’ya ve 2027 yılında da %58,8 seviyesine gerileyeceği varsayılmıştır. 2023 yılının ilk yarısında SM’nin net satışlara oranı %53,7 düzeyine gerilerken, ihtiyatlılık ilkesi gereği

2023 yılının tümünde SM/Net Satışlar oranı %68,7 ile 308,6 Milyon TL düzeyinde öngörülmüştür. SM'nin ana maliyet kalemleri bazında 2023-2027 dönemi projeksiyonları TL ve değişim oranları olarak aşağıdaki tabloda gösterilmiştir.

Tablo 23 (TL)	Satışların Maliyeti Projeksiyonu					
	2022	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
Satışların Maliyeti	195.777.239	308.585.936	510.225.006	685.154.603	855.842.149	1.030.590.020
<i>Ciroya Oranı (%)</i>	75,9%	68,7%	65,7%	63,5%	60,6%	58,8%
Ticari Giderler	233.479	0	0	0	0	0
İlk Madde (A) + (B)	119.438.261	209.802.787	352.830.687	477.280.747	589.900.882	706.927.146
<i>Ciroya Oranı (%)</i>	46,3%	46,7%	45,4%	44,2%	41,8%	40,4%
Un (A)	104.954.095	190.840.245	320.940.897	434.142.824	536.584.047	643.033.161
<i>Ciroya Oranı (%)</i>	40,7%	42,5%	41,3%	40,2%	38,0%	36,7%
Un Birim Maliyeti (TL/kg)	15,4	27,0	35,6	44,0	49,1	54,0
% değişim	26,5%	75,0%	32,0%	23,5%	11,5%	10,0%
Un Maliyeti (USD/kg)	0,93	1,11	1,05	1,05	1,02	1,01
% değişim		19,3%	-5,8%	0,4%	-3,5%	-0,2%
Ambalaj (B)	14.484.166	18.962.543	31.889.790	43.137.923	53.316.835	63.893.985
<i>Ciroya Oranı (%)</i>	5,6%	4,2%	4,1%	4,0%	3,8%	3,6%
Ambalaj Birim Maliyeti (TL/kg)	2,1	2,7	3,5	4,4	4,9	5,4
% değişim	61,7%	26,0%	32,0%	23,5%	11,5%	10,0%
Ambalaj Maliyeti (USD/kg)	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
% değişim		-13,7%	-5,8%	0,4%	-3,5%	-0,2%
Direkt İşçilik	22.725.846	39.452.069	58.325.939	78.515.463	94.548.321	111.283.374
% değişim (yıllık)	284,3%	73,6%	47,8%	34,6%	20,4%	17,7%
Direkt İşçilik Ciroya Oranı (%)	8,8%	8,8%	7,5%	7,3%	6,7%	6,4%
Çalışan Sayısı Artışı (%)	68,9%	12,0%	12,0%	9,0%	8,0%	7,0%
Maaş Artışı (%)	48,0%	55,0%	32,0%	23,5%	11,5%	10,0%
Diğer Değişken Üretim Giderleri	14.469.268	22.463.329	38.841.698	53.963.684	70.610.514	87.569.834
<i>Ciroya Oranı (%)</i>	5,61%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Diğer Sabit Üretim Giderleri	16.182.248	26.057.462	43.502.702	53.963.684	70.610.514	87.569.834
% değişim	299,5%	61,0%	66,9%	24,0%	30,8%	24,0%
<i>Ciroya Oranı (%)</i>	6,27%	5,80%	5,60%	5,00%	5,00%	5,00%
Ticari Mal Maliyeti	19.092.672	5.840.466	11.652.509	16.189.105	24.713.680	31.525.140
<i>Ciroya Oranı (%)</i>	7,4%	1,3%	1,5%	1,5%	1,8%	1,8%
Amortisman (SM'ye dahil edilen)	3.635.465	4.969.823	5.071.471	5.241.921	5.458.239	5.714.693
<i>Ciroya Oranı (%)</i>	1,4%	1,1%	0,7%	0,5%	0,4%	0,3%

Kaynak: Şirket, AI Capital Hesaplamaları

P: Projeksiyon

Şirket'in 30.06.2023 tarihli Bağımsız Denetim Rapor'unda yer alan Net Hasılat üzerinden elde ettiği "raporlanan" Brüt Satış Kar Marjı 31.12.2022 itibarı ile %22,95 ve 30.06.2023 itibarı ile de %46,33 olarak gerçekleşmiştir. İşbu Fiyat Tespit Raporu'nun 8.3.2.3 numaralı bölümünde açıklanan metodoloji kapsamında "Düzeltilmiş" Hasılat tutarına oranlandığında ise "Düzeltilmiş" Brüt Kar Marjı %24,1 seviyesinde hesaplanmıştır. Şirket'in özsermaye değerinin tespitine baz teşkil eden "Düzeltilmiş" Kar Marjının 2023 yılında %31,3'e yükseldikten sonra kademeli artış trendini projeksiyon döneminin sonuna kadar koruyarak 2027'de %41,2 seviyesine ulaşması öngörülmüştür.

Satış-Dağıtım kanalları bazında brüt kar ve brüt kar marjları aşağıdaki tabloda gösterilmiştir.

Tablo 24	Satış-Dağıtım Kanalları Bazında Hasılat ve SM Projeksiyonları					
(TL)	2022	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
Hasılat	258.101.639	449.266.587	776.833.958	1.079.273.673	1.412.210.273	1.751.396.680
Büyüme (%)	341,2%	74,1%	72,9%	38,9%	30,8%	24,0%
Yurt İçi Hasılat	230.396.710	387.344.885	664.450.866	906.181.475	1.156.209.144	1.406.809.837
Büyüme (%)	315,8%	68,1%	71,5%	36,4%	27,6%	21,7%
Simit Sarayı	140.936.315	242.288.760	419.520.546	576.423.209	743.946.908	918.226.204
Büyüme (%)	245,8%	71,9%	73,1%	37,4%	29,1%	23,4%
DMR Satış Mağazası	4.333.094	13.634.081	22.314.355	28.898.408	34.730.417	40.442.996
Büyüme (%)	a.d.	214,7%	63,7%	29,5%	20,2%	16,4%
Zincir mağazalar	29.258.673	63.930.200	110.725.271	153.141.109	196.554.655	233.329.008
Büyüme (%)	1123,8%	118,5%	73,2%	38,3%	28,3%	18,7%
Yurt İçi Toptan Satış	33.172.689	65.814.614	109.110.115	144.047.813	176.479.728	209.498.167
Büyüme (%)	360,5%	98,4%	65,8%	32,0%	22,5%	18,7%
Yurt İçi Diğer	22.695.939	1.677.230	2.780.579	3.670.937	4.497.437	5.313.461
Büyüme (%)	348,3%	-92,6%	65,8%	32,0%	22,5%	18,1%
Yurt Dışı Hasılat	32.927.397	66.459.748	120.229.899	183.993.952	270.265.879	362.277.719
Büyüme (%)	969,3%	101,8%	80,9%	53,0%	46,9%	34,0%
Simit Sarayı	10.798.713	27.166.010	62.553.798	105.668.018	171.247.527	243.462.902
Büyüme (%)	497,8%	151,6%	130,3%	68,9%	62,1%	42,2%
İhracat	22.128.684	39.293.738	57.676.101	78.325.934	99.018.352	118.814.818
Büyüme (%)	1638,6%	77,6%	46,8%	35,8%	26,4%	20,0%
Diğer	0	0	0	0	0	0
İndirimler	5.222.468	4.538.046	7.846.808	10.901.754	14.264.750	17.690.876
Ciroya Oranı (%)	2,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%
Satışların Maliyeti (SM)	195.777.239	308.585.936	510.225.006	685.154.603	855.842.149	1.030.590.020
SM Marjı (%)	75,9%	68,7%	65,7%	63,5%	60,6%	58,8%
Yurt İçi SM	171.296.249	263.393.485	432.047.608	569.517.890	693.690.743	819.543.484
SM Marjı (%)	75,9%	68,7%	65,7%	63,5%	60,6%	58,8%
Simit Sarayı	104.783.884	164.755.708	272.785.931	362.271.067	446.345.790	534.916.861
SM Marjı (%)	75,9%	68,7%	65,7%	63,5%	60,6%	58,8%
DMR Satış Mağazası	3.221.586	9.271.139	14.509.521	18.162.102	20.837.206	23.560.252
SM Marjı (%)	75,9%	68,7%	65,7%	63,5%	60,6%	58,8%
Zincir mağazalar	21.753.353	43.472.365	71.997.179	96.246.286	117.926.887	135.926.878
SM Marjı (%)	75,9%	68,7%	65,7%	63,5%	60,6%	58,8%
Yurt İçi Toptan Satış	24.663.361	44.753.762	70.946.953	90.531.321	105.882.534	122.044.112
SM Marjı (%)	75,9%	68,7%	65,7%	63,5%	60,6%	58,8%
Yurt İçi Diğer	16.874.066	1.140.512	1.808.023	2.307.114	2.698.327	3.095.381
SM Marjı (%)	75,9%	68,7%	65,7%	63,5%	60,6%	58,8%
Yurt Dışı SM	24.480.990	45.192.451	78.177.399	115.636.713	162.151.406	211.046.537
SM Marjı (%)	75,9%	68,7%	65,7%	63,5%	60,6%	58,8%
Simit Sarayı	8.028.670	18.472.814	40.674.518	66.410.347	102.743.370	141.830.423
SM Marjı (%)	75,9%	68,7%	65,7%	63,5%	60,6%	58,8%
İhracat	16.452.321	26.719.637	37.502.881	49.226.366	59.408.036	69.216.114
SM Marjı (%)	75,9%	68,7%	65,7%	63,5%	60,6%	58,8%
Diğer	0	0	0	0	0	0
SM Marjı (%)	0	0	0	0	0	0

Kaynak: Şirket, A1 Capital Hesaplamaları

P: Projeksiyon

Şirket, ilk madde malzeme satın alımlarının bir kısmını vadeli olarak gerçekleştirdiğinden söz konusu hammadde alımlarından oluşan vade farkı giderini Satışların Maliyeti altında değil, Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler kaleminde “Alışlardan Elimine Edilen Faiz” adı altında muhasebeleştirmektedir. Öte yandan, Şirket vadeli satışlardan elde ettiği vade farkı gelirini Hasılat kalemi olarak kayıtlara almayıp, Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler kaleminde “Satışlardan Elimine Edilen Faiz” adı altında muhasebeleştirmektedir. Şirket, hammadde alımlarının bir bölümünü vadeli olarak gerçekleştirdiğinden ve buna karşılık vadeli satışlarının Hasılat içinde görece az yer tutması nedeniyle, söz konusu muhasebeleştirme işlemi Şirket’in Brüt Kar Marjına olumlu yansımaktadır. Tamamı sermaye artırımını yoluyla gerçekleştirilmesi planlanan halka arz sonrası, Şirket sağlayacağı nakit kaynak sayesinde hammadde alımlarını büyük ölçüde peşin olarak gerçekleştirebilme imkanına kavuşabileceğinden, ve bu şekilde vade farkı gider oluşmayacağı gibi peşin alımlarda belli oranda iskonto da söz konusu olabileceğinden 2023-2027 projeksiyon döneminde brüt kar marjında anlamlı bir iyileşme sağlanabilecektir.

Tablo 25		Brüt Kar ve Kar Marjı Projeksiyonları					
(TL)		2022	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
Brüt Kar		62.324.400	140.680.651	266.608.951	394.119.070	556.368.124	720.806.660
	<i>Brüt Kar Marjı (%)</i>	24,1%	31,3%	34,3%	36,5%	39,4%	41,2%
Yurt İçi		59.100.461	123.951.400	232.403.259	336.663.585	462.518.401	587.266.353
	<i>Brüt Kar Marjı (%)</i>	25,7%	32,0%	35,0%	37,2%	40,0%	41,7%
Simit Sarayı		36.152.431	77.533.051	146.734.615	214.152.142	297.601.118	383.309.343
	<i>Brüt Kar Marjı (%)</i>	25,7%	32,0%	35,0%	37,2%	40,0%	41,7%
DMR Satış Mağazası		1.111.508	4.362.943	7.804.834	10.736.306	13.893.210	16.882.744
	<i>Brüt Kar Marjı (%)</i>	25,7%	32,0%	35,0%	37,2%	40,0%	41,7%
Zincir mağazalar		7.505.320	20.457.835	38.728.091	56.894.823	78.627.768	97.402.131
	<i>Brüt Kar Marjı (%)</i>	25,7%	32,0%	35,0%	37,2%	40,0%	41,7%
Yurt İçi Toptan Satış		8.509.328	21.060.853	38.163.162	53.516.491	70.597.194	87.454.055
	<i>Brüt Kar Marjı (%)</i>	25,7%	32,0%	35,0%	37,2%	40,0%	41,7%
Yurt İçi Diğer		5.821.873	536.718	972.556	1.363.823	1.799.110	2.218.080
	<i>Brüt Kar Marjı (%)</i>	25,7%	32,0%	35,0%	37,2%	40,0%	41,7%
Yurt Dışı		8.446.407	21.267.297	42.052.500	68.357.239	108.114.473	151.231.182
	<i>Brüt Kar Marjı (%)</i>	25,7%	32,0%	35,0%	37,2%	40,0%	41,7%
Simit Sarayı		2.770.044	8.693.196	21.879.280	39.257.670	68.504.157	101.632.478
	<i>Brüt Kar Marjı (%)</i>	25,7%	32,0%	35,0%	37,2%	40,0%	41,7%
İhracat		5.676.363	12.574.101	20.173.221	29.099.568	39.610.316	49.598.704
	<i>Brüt Kar Marjı (%)</i>	25,7%	32,0%	35,0%	37,2%	40,0%	41,7%
Diğer		0	0	0	0	0	0
	<i>Brüt Kar Marjı (%)</i>	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
İndirimler		5.222.468	4.538.046	7.846.808	10.901.754	14.264.750	17.690.876
	<i>Ciro Oranı (%)</i>	2,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%

Kaynak: Şirket, AI Capital Hesaplamaları

P: Projeksiyon

Faaliyet Giderleri: Faaliyet gideri içindeki en büyük payı genel yönetim giderleri ve lojistik giderler almaktadır. Diğer kalemler ise DMR İhracat Satış Giderleri, Direkt Satış Giderleri, Simit Sarayı İhracat Operasyon Satış Gideri ve Pazarlama Giderleri olarak sıralanmaktadır. Faaliyet giderlerindeki artış işbu fiyat tespit raporunun 8.3.2.5 numaralı bölümünde açıklandığı üzere TÜFE ve ABD Doları / TL kurundaki artış oranında gerçekleşeceği varsayılmıştır. Bu kapsamda Faaliyet giderlerinin 2023-2027 yıllarına ilişkin projeksiyonu

aşağıda yer alan tablodaki gibi oluşmuştur.

Tablo 26 (TL)	Faaliyet Giderleri Projeksiyonu					
	2022	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
Faaliyet Giderleri						
Direkt Satış Giderleri Toplamı	1.022.223	1.779.339	3.076.684	4.274.509	5.593.119	6.936.481
% değişim	334,4%	74,1%	72,9%	38,9%	30,8%	24,0%
Ciro Oranı (%)	0,40%	0,40%	0,40%	0,40%	0,40%	0,40%
Amortisman	132.728	111.395	113.674	117.494	122.343	128.091
Ciro Oranı (%)	0,051%	0,025%	0,015%	0,011%	0,009%	0,007%
DMR İhracat Satış Giderleri	2.699.797	3.960.713	5.551.977	6.827.239	7.891.188	8.694.269
% değişim	740,1%	46,7%	40,2%	23,0%	15,6%	10,2%
% İhracat Ciroşuna Oranı	8,2%	6,0%	4,6%	3,7%	2,9%	2,4%
% DMR Ciro	1,0%	0,9%	0,7%	0,6%	0,6%	0,5%
Amortisman	3.306	2.774,7	2.831,4	2.926,6	3.047,4	3.190,5
Ciro Oranı (%)	0,0013%	0,0006%	0,0004%	0,0003%	0,0002%	0,0002%
SS İhracat Operasyon Satış Giderleri	1.508.065	3.772.357	5.287.947	6.502.562	7.515.914	8.280.804
% değişim	128,5%	150,1%	40,2%	23,0%	15,6%	10,2%
% SS İhracat Ciroşuna Oranı	14,0%	13,9%	8,5%	6,2%	4,4%	3,4%
% DMR Ciro	0,6%	0,8%	0,7%	0,6%	0,5%	0,5%
Amortisman	3.290,9	2.762,0	2.818,5	2.913,2	3.033,4	3.175,9
Ciro Oranı (%)	0,00128%	0,00061%	0,00036%	0,00027%	0,00021%	0,00018%
Lojistik Giderleri Toplamı	19.216.972	24.035.762	50.105.790	72.311.336	96.030.299	119.094.974
% değişim	609%	25,1%	108,5%	44,3%	32,8%	24,0%
% DMR Ciro	7,4%	5,4%	6,5%	6,7%	6,8%	6,8%
Amortisman	606.163	508.738	519.143	536.591	558.735	584.987
Ciro Oranı (%)	0,23485%	0,11%	0,07%	0,05%	0,04%	0,03%
Pazarlama Giderleri Toplamı	670.941	530.679	693.979	842.825	968.824	1.069.775
% değişim	138,5%	-20,91%	30,8%	21,4%	14,9%	10,4%
% DMR Ciro	0,2%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%
Amortisman	0,00	0	0	0	0	0
Ciro Oranı (%)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Genel Yönetim Giderleri Toplamı	6.491.057	12.219.232	15.979.313	19.406.592	22.307.800	24.632.273
% değişim	280,0%	88,2%	30,8%	21,4%	14,9%	10,4%
% DMR Ciro	2,5%	2,7%	2,1%	1,8%	1,6%	1,4%
Amortisman	218.245	183.168	186.914	193.196	201.169	210.621
Ciro Oranı (%)	0,0846%	0,04%	0,02%	0,02%	0,01%	0,01%
Diğer Esas Faaliyet Gelir/(Giderler)	1.646.434	2.865.877	4.955.433	6.884.700	9.008.507	11.172.181
Ciro Oranı (%)	0,6%	0,64%	0,64%	0,64%	0,64%	0,64%
Toplam Faaliyet Giderleri	33.847.158	49.972.796	86.476.503	117.902.885	150.203.977	180.810.822
Ciro Oranı (% , amortisman dahil)	13,1%	11,1%	11,1%	10,9%	10,6%	10,3%

Kaynak: Şirket, AI Capital Hesaplamaları

P: Projeksiyon

2022 yılında faaliyet giderlerinin düzeltilmiş hasılatı oranının %13,1 seviyesinde gerçekleşirken, bu oranının 2023 yılında %11,1 seviyesine gerileyeceği varsayılmıştır. Takip eden dönemde ise tonaj bazında artan satış hacmi ve cironun etkisiyle sağlanacak ölçek ekonomisi sayesinde faaliyet giderlerinin kademeli düşüşle düzeltilmiş satış hasılatına oranının 2027 yılında %10,3 seviyesine kadar düşeceği tahmin edilmektedir.

AI CAPITAL YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
 Esentepe Mah. Büyükdere Cad. Lofant Plaza
 Blok No:173 Kat: 9 No:29 Sisli / İstanbul
 Tic Sicil No: 270199
 Mersis : 0333004352100015
 www.aicapital.com.tr

Yatırım harcamaları: DMR Unlu Mamuller'in ana yatırım kalemleri, Şirket'in yeni mağaza açılışları, kapasite artırım yatırımları ile yenileme ve yıllık bakım harcamalarından oluşacağı varsayılmıştır. DMR Unlu Mamuller mağazalarının açılış maliyetinin mağaza başına 2,5 Milyon TL olacağı varsayılmıştır. Şirket, 2022 yılında 6 adet mağaza açmıştır. 2023 yılında da ilave 9 yeni mağaza açtıktan sonra yeni mağaza açılışı öngörülmemektedir. İşbu Fiyat Tespit Rapor tarihi itibarı ile henüz yeni mağaza açılışı gerçekleşmemiştir. Projeksiyon döneminin takip eden yıllarında ise yeni mağaza açılışı öngörülmemektedir. Kapasite 2022 yılı sonu itibarı ile 12.792,3 ton olarak açıklanmıştır. Şirket'in 2023-2027 projeksiyon dönemi boyunca kapasite yatırımı yapmayacağı öngörülmüştür. Buna karşılık Şirket'in her yıl net satışlarının %1,1'i ile %0,5'i arasında yenileme/bakım yatırımı yapacağı da varsayılmıştır. Bu varsayımlar altında yatırım harcaması projeksiyonu aşağıdaki tabloda yer almaktadır. Söz konusu yenileme yatırımlarının üretim kapasitesini artırıcı yönde etkisi olmayıp, değerlendirme çalışmasına dahil edilerek özsermaye değerini düşürücü yönde etkilemiştir.

Tablo 27 (TL)	Yatırım Harcamaları				
	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
Sabit Kıymet Yatırımları	27.500.000	6.000.000	7.200.000	8.000.000	8.700.000
<i>Ciro Oranı (%)</i>	6,1%	0,8%	0,7%	0,6%	0,6%
Üretim Kapasite Yatırımı (TL)	0	0	0	0	0
<i>Ciro Oranı (%)</i>	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
<i>Hacim (Ton)</i>	0	0	0	0	0
Yenileme Yatırımı	5.000.000	6.000.000	7.200.000	8.000.000	8.700.000
<i>Ciro Oranı (%)</i>	1,11%	0,77%	0,67%	0,57%	0,50%
<i>Artış Oranı (%)</i>		20,0%	20,0%	11,1%	8,7%
Yeni Mağaza Açılışı	22.500.000	0	0	0	0
<i>Maliyet (000 TL)</i>	2.500.000	3.269.296	3.970.502	4.564.076	5.039.653
<i>Artış Oranı (%)</i>		30,8%	21,4%	14,9%	10,4%
<i>Mağaza Sayısı</i>	9	0	0	0	0

Kaynak: Şirket, AI Capital Hesaplamaları

P: Projeksiyon

Yukarıda yatırım harcamalarına yönelik projeksiyonlar işbu fiyat tespit raporunun 8.3.2.10 numaralı bölümünde İNA analizi üzerinden şirket özsermaye değerine yansıtılmıştır.

Amortisman Giderleri: 30.06.2023 hesap dönemine ait Özel Bağımsız Denetim Raporu'nun 2.7.5 numaralı dip notlarında belirtilen amortisman politikası uygulanmıştır. Özel Bağımsız Denetim Raporunun 22 numaralı dip notunda yer aldığı üzere Amortisman Giderlerinin niteliklerine göre dağılımı aşağıdaki tabloda yer almaktadır. Buna göre, 30.06.2023 tarihi itibarı ile 11,73 Milyon TL olan amortisman giderinin 7,99 Milyon TL'lik kısmı nakit çıkışı gerektirmemektedir. 31.12.2022 itibarı ile Çalışılmayan Kısım Gider Zararları için ayrılan Amortisman tutarı 372 Bin TL olup, Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler içerisinde muhasebeleştirildiğinden, Düzeltilmiş FAVÖK hesaplanırken, nakit çıkışı gerektirmeyen amortisman tutarından düşülmüştür. 30.06.2023 tarihli ara dönemde ise böyle bir zarar gideri oluşmamıştır. İşbu Fiyat Tespit Raporunun 8.3.2.3 numaralı bölümünde belirtilen eliminasyonlar yapıldıktan sonra İNA çalışmasında kullanılan 2023 yılının ilk altı

aylık döneminde nakit çıkış gerektirmeyen amortisman gideri, 31.12.2022 tarihindeki 4,60 Milyon TL seviyesinden 7,99 Milyon TL düzeyine yükselmiştir. Çalışılmayan Kısım Gider Zararı 2023 yılının ilk yarısında oluşmadığından FAVÖK hesaplamasında kullanılan Düzeltilmiş Amortisman Gideri de bu seviyede oluşmuştur.

Tablo 28		Amortisman Giderleri			
(TL)		30.06.2023	30.06.2022	31.12.2022	31.12.2021
Amortisman Giderleri		11.726.532	5.308.038	10.226.398	2.226.470
Satışların Maliyeti		3.674.312	1.301.170	3.763.284	1.644.574
Pazarlama, Satış ve Dağıtım Giderleri		7.634.813	1.795.068	5.655.800	474.659
Genel Yönetim Giderleri		417.407	153.665	435.252	107.237
Çalışılmayan Kısım Gider Zararları		-	2.058.135	372.062	-
(Eksi) TFRS 16 Kapsamında Hesaplanan Amortisman Gideri		3.736.476	2.629.025	5.627.200	328.304
= Nakit Çıkışı Gerektirmeyen Amortisman Gideri		7.990.056	2.679.013	4.599.198	1.898.16
(Eksi) Çalışılmayan Kısım Gider Zararları		-	2.058.135	372.062	-
= FAVÖK Hesabına Giren Düzeltilmiş Amortisman Gideri		7.990.056	620.878	4.227.136	1.898.166

Kaynak : 31.12.2022 ve 30.06.2023 Tarihli Özel Bağımsız Denetim Raporları, Dip Not 22

2023-2027 yıllarını kapsayan 5 yıllık projeksiyon döneminde önceki yıllardan edinimi gerçekleşen maddi duran varlıklar ile projeksiyon döneminde yapılacak yenileme yatırımlarının ortalama ekonomik ömrü Bağımsız Denetim Raporu ile uyumlu olacak şekilde 15 yıl olarak varsayılmıştır. Projeksiyon dönemi boyunca üretim kapasitesini artırmaya yönelik yatırım yapılmayacağı öngörülmüşken, ciro'nun yılda ortalama %0,8'i kadar demirbaş ve taşıt yenileme yatırımları dikkate alınmıştır. Ayrıca, 2023 yılında planlanan 9 yeni mağaza açılışının amortisman gideri de projeksiyonlara dahil edilmiştir. Neticede, 2023-2027 yılları arasında Şirket'in yıllık ortalama amortisman giderlerinin hasıllata oranı %0,9 seviyesinde hesaplanarak değerlendirilmesine dahil edilmiştir. Bu varsayımlar altında amortisman giderlerinin projeksiyonu aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

Tablo 29		Amortisman Projeksiyonları					
(TL)		2022	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
Amortisman Gideri		4.227.136	5.778.660	5.896.851	6.095.042	6.346.566	6.644.757
Amortisman Süresi (Yıl)		3-24	15	15	15	15	15
Ciro Oranı (%)		1,6%	1,3%	1,2%	0,9%	0,7%	0,6%
Birikmiş Amortisman		4.227.136	3.945.327	3.663.518	3.381.709	3.099.900	2.818.091
Satışların Maliyeti		3.635.465	3.393.101	3.150.736	2.908.372	2.666.008	2.423.643
Faaliyet Giderleri		591.671	552.226	512.782	473.337	433.892	394.447
Yatırım-2023			1.833.333	1.833.333	1.833.333	1.833.333	1.833.333
Yatırım-2024				400.000	400.000	400.000	400.000
Yatırım-2025					480.000	480.000	480.000
Yatırım-2026						533.333	533.333
Yatırım-2027							580.000

Kaynak: Şirket, AI Capital Hesaplamaları

P: Projeksiyon

8.3.2.7 FAVÖK Gelişimi

Şirket'in 2022 yılında düzeltilmiş FAVÖK tutarı 32,7 Milyon TL olup, net satışlara oranı %12,7 olarak hesaplanmaktadır. İşbu fiyat tespit raporunun 8.3.2.3 numaralı bölümünde açıklandığı üzere, toptan satışlar ile perakende mağaza satışları Şirket'in hasılatını oluştururken, Diğer Satışlar ve bu hasılatla ilişkin Satışların Maliyeti ile Faaliyet Gideri kalemlerinin - UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri madde 40.3 uyarınca - projeksiyonlara dahil edilmemesine karar verilmiştir. Ayrıca, ticari kur farkı gelir ve giderleri ile ticari faiz, reeskont ve vadeli (hammadde) alış – (mamul) satış gelir ve giderlerinin kaydedildiği “Esas Faaliyetlerden Diğer Gelir ve Gider” kalemleri dışarıda tutulmak suretiyle Şirket'in Faaliyet Karı düzeltilmiştir. Düzeltilmiş Faaliyet Karına 8.3.2.6 numaralı bölümde hesaplanan Düzeltilmiş Amortisman Giderinin eklenmesi ile Düzeltilmiş FAVÖK tutarı hesaplanmıştır. Bu şekilde hesaplanan “düzeltilmiş” FAVÖK tutarının 2023 – 2027 yıllarına ilişkin projeksiyonları aşağıdaki tabloda yer almaktadır. FAVÖK projeksiyonları işbu Fiyat Tespit Raporu'nun 8.3.2.10. bölümünde yer alan İndirgenmiş Nakit Akımları Projeksiyonuna baz teşkil etmiştir. Söz konusu Düzeltilmiş FAVÖK tutarları İNA ve Çarpan Analizinde kullanılarak özsermaye değerine ulaşılmıştır.

Tablo 30 (TL)	FAVÖK Projeksiyonları					
	2022	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
Düzeltilmiş Net Satışlar	258.101.639	449.266.587	776.833.958	1.079.273.673	1.412.210.273	1.751.396.680
Artış Oranı (%)	341,2%	74,1%	72,9%	38,9%	30,8%	24,0%
Düzeltilmiş Satışların Maliyeti	195.777.239	308.585.936	510.225.006	685.154.603	855.842.149	1.030.590.020
Ciro Oranı (%)	75,9%	68,7%	65,7%	63,5%	60,6%	58,8%
Amortisman (SM)	3.635.465	4.969.823	5.071.471	5.241.921	5.458.239	5.714.693
Düzeltilmiş Brüt Kar (Amortisman Hariç)	65.959.865	145.650.473	271.680.422	399.360.990	561.826.363	726.521.352
Ciro Oranı (%)	25,6%	32,4%	35,0%	37,0%	39,8%	41,5%
Düzeltilmiş Faaliyet Giderleri	33.847.158	49.972.796	86.476.503	117.902.885	150.203.977	180.810.822
Amortisman (Faaliyet Gideri)*	591.671	808.837	825.381	853.121	888.327	930.065
Düzeltilmiş Faaliyet Gid. (Amortisman Hariç)	33.255.487	49.163.959	85.651.123	117.049.764	149.315.650	179.880.757
Ciro Oranı (%)	12,9%	10,9%	11,0%	10,8%	10,6%	10,3%
Düzeltilmiş Faaliyet Karı (FVÖK)	28.477.242	90.707.854	180.132.448	276.216.184	406.164.146	539.995.838
Düzeltilmiş FVÖK Marj (%)	11,0%	20,2%	23,2%	25,6%	28,8%	30,8%
Amortisman (SM ÷ Faaliyet Gideri)	4.227.136	5.778.660	5.896.851	6.095.042	6.346.566	6.644.757
Ciro Oranı (%)	1,6%	1,3%	0,8%	0,6%	0,4%	0,4%
Düzeltilmiş FAVÖK	32.704.378	96.486.515	186.029.299	282.311.227	412.510.713	546.640.595
Düzeltilmiş FAVÖK Marj (%)	12,7%	21,5%	23,9%	26,2%	29,2%	31,2%

Kaynak: Şirket, AI Capital Hesaplamaları

P: Projeksiyon

*: Çalşılmayan Kısım Gider Zararlarından kaynaklanan Amortisman Gideri dahil edilmemiştir

8.3.2.8 Ticari İşletme Sermayesi Projeksiyonu

Ticari İşletme Sermayesi, projeksiyon dönemi boyunca tahmin edilirken Şirket'in özel bağımsız denetim raporunun bilanço ve gelir tablosu tutarlarına göre 2021 ve 2022 yıllarına ait finansallarında gerçekleşen ortalama tahsilat, ortalama stokta kalma, ortalama borç ödeme süreleri, tedarikçilere verilen sipariş avansları ve müşterilerden alınan sipariş avansları incelenmiştir.

Tablo 31	Ticari İşletme Sermayesi	
(TL)	2021	2022
Net Satışlar	61.002.574	290.262.043
Satışların Maliyeti (SMM)	45.026.857	223.655.480
Ticari İşletme Sermayesi	8.872.595	-45.210.770
Ticari İşletme Sermayesi Değişim	10.443.948	-54.083.365
Ticari İşletme Sermayesi/Satışlar	14,5%	-15,6%
Ticari Alacaklar	38.437.980	84.941.989
Ortalama Ticari Alacaklar Tahsil Süresi (Gün)	115	78
Ortalama Ticari Alacak Devir Hızı	3,17	4,71
Ticari Alacaklar / Net Satışlar	63,0%	29,3%
Ticari Borçlar	37.729.178	152.429.856
Ortalama Borç Ödeme Süresi (Gün)	125	151
Ortalama Borç Devir Hızı	2,91	2,42
Ticari Borçlar / SMM	83,8%	68,2%
Stoklar	12.445.779	18.556.264
Ortalama Stok Tutma Süresi (Gün)	51	25
Ortalama Stok Devir Hızı	7,19	14,43
Stoklar / SMM	27,6%	8,3%
Müşterilerden Alınan Avanslar	8.088.682	3.356.491
Ortalama Alınan Avans Süresi (Gün)	24	7
Alınan Avans / Net Satışlar	13,3%	1,2%
Tedarikçilere Verilen Avanslar	3.806.696	7.077.324
Ortalama Verilen Avans Süresi (Gün)	15	9
Verilen Avans / SMM	8,5%	3,2%

Kaynak : Bağımsız Denetim Raporu, Şirket, AI Capital Yatırım Hesaplamaları

Şirket'in alacak tahsil gün süresi 2021'de 115 gün, 2022'de ise 78 gün olarak hesaplanırken, alacak tahsilat süresinin 2022 yılında önemli ölçüde kısalmasına rağmen ihtiyatlılık ilkesi gereği 2023 yılı için 2021 ve 2022 yılının ortalaması olan 96 gün seviyesinde varsayılmıştır. 2024 ve 2025 yıllarında alacak tahsilat süresinin son üç yıllık hareketli ortalamalar düzeyinde kalacağı öngörüsüyle sırası ile 96 ve 90 gün seviyelerinde varsayılmış, 2026 ve 2027 yıllarında ise 90 gün seviyesinde sabit kalacağı öngörülmüştür. Şirket'in stok tutma gün süresi 2021'de 51 gün ve 2022 yılında 25 gün olarak hesaplanmıştır. 2023, 2024 ve 2025 yıllarında hareketli ortalamalar seviyesinde gerçekleşeceği varsayılan stok tutma gün sayısı sırasıyla 38, 38 ve 34 gün olarak hesaplanmış; 2026 ve 2027 yıllarında ise 34 gün olarak sabit kalacağı varsayılmıştır. Şirket'in ticari borç ödeme süresi 2021'de 125 gün, 2022'de 151 gün olarak belirlenmiştir. 2023 yılında 2021 ve 2022'nin ortalaması olan 138 gün seviyesinde tahmin edilen ticari borç ödeme gün sayısının 2024 ve 2025 yıllarında hareketli ortalamalar düzeyinde sırasıyla 138 ve 142 gün olacağı varsayılmıştır. 2026 ve 2027 yılında ise ticari borç ödeme gün sayısının 142 gün seviyesinde sabit kalacağı öngörülmüştür.

Şirketin müşterilerden aldığı avans gün süresi 2022'de 7 gün olarak belirlenmiştir. Yukarıda belirtilen varsayımlar altında, müşteri avansları süresinin 2023 ve 2024'de 16 gün, 2025-2027 yılları arasında ise 13 gün olarak gerçekleşeceği öngörülmüştür. Son olarak, tedarikçilere verilen avans gün süresi 2022'de ortalama 9 gün hesaplanmış olup, aynı

varsayımlar altında 2023 ve 2024 yıllarında 12 gün, 2025-2027 yılları arasında ise 11 olarak gerçekleşeceği öngörülmüştür. Bu varsayımlar altında Net İşletme Sermayesi projeksiyonu aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

Tablo 32	Ticari İşletme Sermayesi Gelişimi ve Projeksiyonlar					
(TL)	2022	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
Ticari İşletme Sermayesi	-45.210.770	17.324.354	36.604.751	36.450.915	57.428.150	82.314.953
/Hasılat	-17,5%	3,9%	4,7%	3,4%	4,1%	4,7%
Ticari İşletme Sermayesi Değişimi	-54.083.365	62.535.124	19.280.397	-153.836	20.977.235	24.886.804
/Hasılat	-21,0%	13,9%	2,5%	0,0%	1,5%	1,4%
Ticari Alacaklar	84.941.989	93.299.067	161.275.954	228.955.887	307.331.271	390.239.458
Ort. Tahsilat Süresi (Gün)	78	96	96	90	90	90
Ticari Borçlar	152.429.856	95.447.049	154.530.621	233.254.636	300.694.971	368.099.846
Ort. Ödeme Süresi (Gün)	151	138	138	142	142	142
Stoklar	18.556.264	26.284.983	42.555.896	55.339.769	71.340.020	87.331.857
Stok Çevirme (Gün)	25	38	38	34	34	34
Müşteri Avansları	3.356.491	15.210.736	26.293.146	32.707.202	43.903.418	55.747.162
Alınan Avans Süresi (Gün)	7	16	16	13	13	13
Tedarikçi Avansları	7.077.324	8.398.089	13.596.669	18.117.097	23.355.248	28.590.645
Verilen Avans Süresi (Gün)	9	12	12	11	11	11

Kaynak : A1 Capital Yatırım Hesaplamaları

P: Projeksiyon

8.3.2.9 İndirgeme Oranı

İndirgenmiş Nakit Akımları yaklaşımına göre Şirket değeri, faaliyette bulunduğu sürece yaratılması beklenen nakit akımları toplamının bugünkü değeridir. UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemlerinin 50.29 maddesi uyarınca tahmini nakit akışlarını indirmek için kullanılan oranın, hem paranın zaman değerini hem de varlığın nakit akış türüyle ve gelecekteki faaliyetleriyle ilgili riskleri yansıtmaları gereklidir. Değerleme kapsamında UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemlerinin 50.30 maddesinin (b) bendinde belirtildiği üzere, işletme değerlemelerinde yaygın olarak “Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM)” yöntemi kullanılmıştır. Ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti, şirketin özkaynak ve borç maliyetlerinin hesaplanarak, ilgili oranlarla ağırlıklandırılmasına dayanmaktadır.

AOSM = Özsermaye Maliyeti * (1 – Finansal Borçluluk Oranı) + Vergi sonrası borçlanma maliyeti * Finansal Borçluluk Oranı

Özsermaye Maliyeti aşağıdaki gibi hesaplanmaktadır:

$$R_e = R_f + [\beta \times (R_m - R_f)]$$

R_e = Özsermaye Maliyeti

R_f = Risksiz Getiri Oranı

R_m = Piyasada Beklenen Getiri Oranı

Risk Primi = Piyasada Beklenen Getiri ile Risksiz Faiz Oranı Farkı ($R_m - R_f$)

β (Beta) = İşlem gören menkul kıymetlerin işlem gördükleri piyasaya göre risk seviyesi

 AI CAPITAL YATIRIM
MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Esentepe Mah. Büyükdere Cad. Koyut Plaza
Blok No:123 Kat: 9 No:29 Şişli / Beşiktaş / İstanbul
Tic. Sic. No: 270199
Mersis: 0355004332100015

Bağımsız Denetim Raporu'nun 2.1.5 numaralı dip notunda belirtildiği üzere, Şirket'in fonksiyonel para birimi Türk Lirasıdır ("TL"). Şirketin finansal durumu ve faaliyet sonuçları, geçerli para birimi olan TL cinsinden sunulmuştur. İndirgeme Oranı olarak kullanılan Özsermaye Maliyeti'nin hesaplanmasında;

Risksiz Getiri Oranı (R_f): UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri'nin 50.31 maddesi (e) bendi uyarınca değerleme konusu varlığın ömrü ile en tutarlı risksiz getiri oranı olarak TRT080328T15 ISIN kodlu 8 Mart 2028 vadeli tahvil seçilmiştir. İşbu Fiyat Tespit Rapor tarihi olan 04.09.2023'den bir iş günü öncesinde (01.09.2023) yukarıda tanımlanan tahvilin son bir (1) yıllık bileşik faiz oranlarının medyanı aykırı değerler elimine edildikten sonra %13,86 seviyesinde hesaplanmıştır. Rapor tarihi (04.09.2026) itibarı ile TRT080328T15 ISIN kodlu 8 Mart 2028 vadeli tahvilde son bir yılın en yüksek oranı 11.08.2023 tarihinde %19,13 seviyesi ile görülmüş, ardından faizlerde bir miktar gerileme yaşanmıştır. Rapor tarihinden bir iş günü önce (01.09.2023) söz konusu tahvil faizi %18,43 seviyesinde kapanış gerçekleştirmiştir. 2023 yılı için söz konusu tahvilde faiz oranı %18,50 olarak varsayılmış ve bu düzeyde AOSM hesaplarına dahil edilmiştir.

İşbu Fiyat Tespit Raporunun 8.3.2.5 numaralı bölümde açıklanan TCMB Piyasa Katılımcıları Anketinde gelecek 5 yılda TÜFE'de öngörülen düşüş beklentisine dayalı olarak risksiz faiz oranında da kademeli gerileme varsayılmıştır. Bu varsayım altında, TRT080328T15 ISIN kodlu tahvilin bileşik faiz oranının 2023-2027 projeksiyon döneminin son yılında son 5 yıllık ortalamalara (son beş yıl ortalaması: %15,34; son üç yıl ortalaması %15,92) yakınsayarak 2027 yılı sonu itibarı ile %16,00 seviyesine gerileyeceği öngörülmüştür.

Risk Primi ($R_m - R_f$): New York Üniversitesi Stern School of Business Prof Dr. Aswath Damodaran tarafından ülkelerin sermaye piyasaları risk prim düzeylerine yönelik olarak yapılan çalışmanın 11 Temmuz 2023'de güncellenmiş versiyonuna¹⁵ göre, Türkiye'nin CDS bazında ülke risk primi %6,55 olarak hesaplanmıştır. İndirgenme oranının belirlenmesinde ülke risk primi %6,55 seviyesinde dikkate alınmış ve bu oranda hesaplamalara dahil edilmiştir. Türkiye'nin Ülke Risk Primine ilaveten Şirket Risk Primi olarak da 1 puanlık bir Spesifik Risk Primi eklenmiştir. Bu şekilde, Türk Sermaye Piyasalarının Risk Primi %7,55 olarak hesaplanmış ve 2023-2027 yılları için %7,55 seviyesinde sabit varsayılmıştır. Bu şekilde, Tablo 37'de belirlenen risksiz faiz oranına 2023-2027 projeksiyon dönemi boyunca toplamda 7,55 puan risk primi ilave edilmiş ve dolayısıyla, UDS 400 / 60,5 / b bendinde yer alan "ilave risklerle düzeltilmiş risksiz getiri oranı" ifadesi karşılanmıştır.

Beta (β): Pazardaki değişkenliğin hisse fiyatındaki oynaklığa olan oranıdır. Bir hisse senedinin beklenen getirisi, bu hisse senedinin Beta katsayısı ile doğrudan ilişkilidir.

¹⁵ <https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/pc/datasets/>

- $\beta = 0$ ise; beklenen getiri risksiz faiz oranına eşittir; risk düzeyi sıfırdır.
- $\beta = 1$ ise; hisse senedi piyasa ile aynı yönde ve aynı oranda değişim gösterir.
- $\beta > 1$ ise; beklenen getiri daha çok risklidir.
- $\beta < 1$ ise; beklenen getiri daha az risklidir.

Piyasa volatilitesinin Şirket değerlemesi üzerinde etki yaratmaması amacıyla Beta (β) = 1 kabul edilmiştir. Yukarıda ortaya koyduğumuz yaklaşım altında, piyasa risk priminin beta katsayısı ile çarpılması sonucu elde edilen rakamın risksiz faiz oranına eklenmesi suretiyle belirlenen 2023-2027 projeksiyon döneminde Özsermaye Maliyeti

$$R_e = R_f + (\beta * \text{Risk Primi}) = 18,50\% + 1 * 7,55\% = 26,05\% \text{ olarak hesaplanmıştır.}$$

Borçluluk Oranı: 30.06.2023 tarihli Özel Bağımsız Denetimden Geçmiş finansal tablolara göre Şirket'in banka kredi borcu bulunmamaktadır. 30.06.2023 tarihli Bağımsız Denetim Raporu'nda, Kısa ve Uzun Vadeli Kullanım Haklarına İlişkin Yükümlülükler Şirket'in finansal borcu (19,8 Milyon TL) olarak değerlendirilmiştir. Ayrıca, 30.06.2023 itibarı ile 15,9 Milyon TL olarak belirlenen İlişkili Taraflara Diğer Kısa Vadeli Borçlar, işbu Fiyat Tespit Raporu'nda ortaklara borç kapsamında finansal borç hesaplamalarına dahil edilmiştir. Bu şekilde, Şirket'in Finansal Borç toplamı 35,7 Milyon TL olarak hesaplanırken Finansal Borçluluk oranı da %7,6 olarak belirlenmiştir. 30.06.2023 Finansal Raporlama tarihi itibarı ile 5,6 Milyon TL olan Nakit ve Nakit Benzerleri finansal borçlardan düşülerek 30,1 Milyon TL Net Finansal Borç tutarına ulaşılmıştır. İşbu Rapor itibariyle Şirket'in 30.06.2023 tarihli finansal tabloları bazında finansman yapısı ve borçluluk durumu aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

Tablo 33	Borçluluk Durumu			
(TL)		30.06.2023	31.12.2022	31.12.2021
+Kısa Vadeli (KV) Finansal Borçlar		2.305.397	2.695.211	662.919
<i>KV Kullanım Hakkı Yükümlülükleri</i>		-	-	-
<i>UV Kullanım Hakkı Yükümlülükleri KV Kısımları</i>		2.305.397	2.695.211	662.919
+Uzun Vadeli (UV) Finansal Borçlar		17.490.762	13.872.502	5.151.569
<i>UV Banka Kredileri</i>		-	-	-
<i>UV Kullanım Hakkı Yükümlülükleri</i>		17.490.762	13.872.502	5.151.569
= Toplam Finansal Borçlar*		19.796.159	16.567.713	5.814.488
+ İlişkili Taraflara KV Diğer Borçlar		15.896.125	33.591.000	2.404.914
= Düzeltilmiş Finansal Borçlar		35.692.284	50.158.713	8.219.402
<i>Özkaynaklar, KV ve UV Finansal Borçlar Toplamı</i>		467.239.607	252.485.285	119.007.987
Finansal Borçluluk Oranı**		7,6%	19,9%	6,9%

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporu, A1 Capital Yatırım Hesaplamaları

* : Finansal Borçların hesaplanmasında 30.06.2023 tarihli Kısa ve Uzun Vadeli Kullanım Haklarına İlişkin Yükümlülükler ile İlişkili Taraflara Diğer Borçlar dahil edilmiştir.

**** : Finansal Borçlar toplamı, Özkaynaklar, İlişkili Taraflara Diğer Borçlar ile KV ve UV Finansal Borçlar Toplamına bölünerek hesaplanmıştır.**

r Toplamına A1 CAPITAL YATIRIM
 MENKUL DEĞERLER A.Ş.
 Esentepe Mah. Büyükdere Cad. Akant Plaza
 Kat: 6 Kat: 29 Kat: 1 İstanbul
 Zincirlikuyu M.D. 338 004 33 31 No: 21 33
 www.a1yatirim.com.tr

Tablo 34 İlişkili Taraflara Kısa Vadeli Diğer Borçlar

(TL)	30.06.2023	31.12.2022
Re-Pie Portföy Yönetimi A.Ş. Sermayesi Yatırım Fonuna Borçlar*	1.048.415	29.680.000
Abdullah Kavukçu	5.397.710	3.911.000
Caner Bingöl	7.450.000	-
Mehmet Ali Ergin	2.000.000	-
Toplam	15.896.125	33.591.000

Kaynak: 30.06.2023 tarihli Özel Bağımsız Denetim Raporu, Al Capital Yatırım Hesaplamaları

* : Şirket'in Re-Pie Portföy Yönetimi A.Ş. Perakende Girişim Sermayesi Yatırım Fonu'na olan 152.701.585 TL tutarındaki borç mahsup edilerek 3 Haziran 2023 tarihinde sermaye eklenmiştir.

30.06.2023 tarihi itibarıyla 30,1 Milyon TL olan Düzeltilmiş Net Finansal Borcun “Raporlanan” Yıllıklandırılmış FAVÖK’e oranı 0,49 iken “Düzeltilmiş” Yıllıklandırılmış FAVÖK’e oranı ise 0,44 olarak hesaplanmıştır.

Tablo 35 **Net Finansal Borç (Nakit) Durumu**

(TL)	30.06.2023	31.12.2022	31.12.2021
Düzeltilmiş Finansal Borçlar*	35.692.284	50.158.713	8.219.402
<i>(Eksi): Nakit Pozisyon</i>	<i>5.593.843</i>	<i>3.517.745</i>	<i>2.231.624</i>
= Düzeltilmiş Net Finansal Borç / (Varlık)	30.098.441	46.640.968	5.987.778
Düzeltilmiş Net Finansal Borç / Raporlanan FAVÖK	0,49	3,23	0,92
<i>Raporlanan FAVÖK**</i>	<i>61.946.099</i>	<i>14.459.588</i>	<i>6.520.641</i>
Düzeltilmiş Net Finansal Borç / Düzeltilmiş FAVÖK	0,44	2,82	0,91
<i>Düzeltilmiş FAVÖK**</i>	<i>68.939.425</i>	<i>16.539.515</i>	<i>6.612.035</i>

Kaynak: A1 Capital Yatırım Hesaplamaları

* : Kullanım Hakkı Yükümlülükleri ve İlişkili Taraflara Diğer Borçlar dahil edilmiştir

**** : 30.06.2023 FAVÖK tutarı son dört çeyreklik dönemler itibarı ile yıllıklandırılmıştır**

Kurumlar Vergisi: Yeni Torba Kanun olarak bilinen 7456 Sayılı 6/2/2023 Tarihinde Meydana Gelen Depremlerin Yol Açtığı Ekonomik Kayıpların Telafisi için Ek Motorlu Taşıtlar Vergisi İhdası ile Bazı Kanunlarda ve 375 Sayılı Kanun Hükmünde Kararnamede Değişiklik Yapılması Hakkında Kanun 15.07.2023 Tarih ve 32249 Sayılı Resmi Gazete’de yayımlanmıştır¹⁶. Yapılan düzenleme ile %20 olarak uygulanan kurumlar vergisi oranı %5 puanlık artışla %25 (banka ve finans kurumlar için %30) olarak belirlenmiştir. Bu oran 01.10.2023 tarihinden itibaren verilecek beyannamelerden başlamak üzere kurumların 2023 ve izleyen yıllar kazançları için geçerli olacaktır. Bununla birlikte, kurumlar vergisi oranına ilişkin yapılan bir diğer değişiklik ise ihracattan elde edilen kazançlara ilişkin uygulanan indirim oranının artırılması olmuştur. Buna göre, ihracattan elde edilen kazançlara uygulanan 1 puanlık indirim 5 puana çıkarılmıştır. Dolayısıyla ihracattan elde edilen kazançlar için %20; imalattan elde edilen kazançlar için ise %24 kurumlar vergisi oranı uygulanacaktır. Son düzenleme kapsamında kurumlar vergisi oranı %25 seviyesinde AOSM hesaplamalarında uygulanmıştır. Ayrıca, gelir tablosu ve nakit akımı projeksiyonlarında aynı kurumlar vergisi oranı (%25) kullanılmıştır. Öte yandan, ihracat yapan kurumların münhasıran ihracattan elde ettikleri kazançlarına uygulanan 5 puanlık Kurumlar Vergisi indirimi, ihtiyatlılık ilkesi gereği, İNA projeksiyonlarında dikkate alınmamıştır.

¹⁶ <https://www.resmigazete.gov.tr/eskiler/2023/07/20230715-2.pdf>

Borçlanma Maliyeti: 30.06.2023 tarihli Bağımsız Denetimden Geçmiş Finansal Raporlara göre Şirket'in kısa ve uzun vadeli banka kredi borcu bulunmamaktadır. Bu nedenle, Şirket için etkin faiz oranı hesabı yapılamamış olup; Şirket'in borçlanma maliyeti, 2023 yılı için %18,50 seviyesinde öngörülen risksiz faiz oranına 100 baz puan (%1,00) eklenerek %19,50 düzeyinde varsayılmış ve 2023 yılının kalan döneminde (01.07-31.12/2023) bu seviyede AOSM'ye yansıtılmıştır. Takip eden yıllarda ise risksiz faiz oranında varsayılan gerileme ölçüsünde borçlanma maliyetinin kademeli gerileyeceği varsayılarak 2027 yılında %17,00 seviyesine düşeceği öngörülmüştür. Tüm bu varsayımların ışığında, 2023 yılı için

$$\begin{aligned} \text{Vergi Sonrası Borçlanma Maliyeti} &= 19,50\% * (1-0,25) \\ &= 14,63\% \end{aligned}$$

olarak hesaplanmaktadır. Netice itibarıyla, 2023 yılı için

$$\text{AOSM} = \text{Özsermaye Maliyeti} * (1 - \text{Borçluluk oranı}) + \text{Vergi Sonrası Borçlanma Maliyeti} * \text{Borçluluk Oranı}$$

$$\begin{aligned} &= 26,05\% * (1 - 0,0764) + 14,63\% * 0,0764 \\ &= 0,240598 + 0,0111735 \\ &= 25,18\% \end{aligned}$$

olarak hesaplanmıştır.

İNA Projeksiyonlarında kullanılan AOSM yıllar itibarıyla aşağıdaki tabloda yer almaktadır. Tabloya göre, mevcut varsayımlar altında, İNA projeksiyon döneminde (01.07.2023 – 31.12.2027) AOSM ortalama %23,61 oranında tahmin edilmiştir.

Tablo 36		Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti Projeksiyonu				
AOSM Bileşenleri	Hesaplama Yöntemi	2023	2024	2025	2026	2027
Risksiz Faiz Oranı	F	18,50%	17,50%	16,50%	16,00%	16,00%
Spesifik Risk Primi	S	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%
Türkiye Risk Primi	R	6,55%	6,55%	6,55%	6,55%	6,55%
Beta (β)	B	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
Kurumlar Vergisi Oranı	V	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%
Borçlanma Maliyeti	BM	19,50%	18,50%	17,50%	17,00%	17,00%
Vergi Sonrası Borçlanma Maliyeti	VSBM = BM * (1-V)	14,63%	13,88%	13,13%	12,75%	12,75%
Sermaye Maliyeti	SM = F + (S+R) * B	26,05%	25,05%	24,05%	23,55%	23,55%
Finansal Borçluluk Oranı ¹	FBO = [D / (D + E)]	7,64%	7,64%	7,64%	7,64%	7,64%
AOSM	= SM*(1-FBO)+VSBM*FBO	25,18%	24,20%	23,22%	22,72%	22,72%

Kaynak : AI Capital Yatırım Hesaplamaları

1: D, sadece banka kredilerinden oluşan toplam finansal borcu; E ise özkaynak toplamını göstermektedir.

AI CAPITAL YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Etiler, Beşiktaş, İstanbul
Sicil No: 270900
Zincirlikuyu V.D. : 33.004.95.210
Mersis : 0833004952100010

8.3.2.10 İNA Projeksiyonları

DMR Unlu Mamulleri'nin 01.07.2023 – 31.12.2027 tarihleri arasında elde edeceği serbest nakit akımlarının toplam değeri Şirket'in Firma Değerini ifade etmektedir. Firma Değerine iş bu Fiyat Tespit Rapor tarihi (04.09.2023) itibarıyla 8.3.2.9 bölümde hesapladığımız 30,1 Milyon TL tutarındaki Net Finansal Borcun çıkarılması suretiyle Şirket Özsermaye Değerine ulaşılmaktadır. Projeksiyon dönemi sonrasında devam eden değer hesabında UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemlerinin 50.22 maddesinin (a) bendi uyarınca sınırsız ömürlü varlıklar için kullanılabilen sabit büyüme yöntemi kullanılmıştır. Sabit büyüme oranı %5 seviyesinde varsayılırken, Şirket'in aktifinde yer alan makina-ekipman için de herhangi bir hurda değer öngörüsünde bulunulmamıştır.

Halka arz edilecek Şirket'in tahminleri, kısmen Şirket'in öngörülleri ile oluşturulması ve birçok tahmini parametreye bağlı olması sebebiyle, geleceğe ilişkin herhangi bir taahhüt niteliği taşımamaktadır. Tahminlerin değişmesi durumunda farklı pay başına değer söz konusu olabilir. 01.07.2023 – 31.12.2027 projeksiyon dönemine ilişkin tahmin ettiğimiz “serbest nakit akışlarının toplamını” söz konusu tahmin döneminde belirlediğimiz indirgeme oranı ile bugüne indirgenmiş değeri ile Firma Değerine ulaşmaktayız. Söz konusu Firma değerine Şirket'in Net Finansal Borç pozisyonu düşülerek Şirketin Hedef Özsermaye Değerini hesaplamaktayız. Özsermaye değeri Şirketin ödenmiş (çıkarılmış) sermaye tutarına oranlanarak, Şirketin halka arz öncesi Hedef Pay Fiyatına ulaşılmıştır.

Şirket'e ait 01.07.2023 – 31.12.2027 tahmin dönemine ilişkin İNA projeksiyonu Tablo 38'de gösterilmektedir. Şirket'in bağımsız denetimden geçmiş son finansal tablolarının 30.06.2023 tarihi itibarı ile hazırlanmış olması nedeniyle firmaya ait Serbest Nakit Akımları bu tarihe indirgenerek İNA Yaklaşımına dahil edilmiştir. Her bir projeksiyon yılına ait İndirgeme Faktörü aşağıdaki yöntem ile hesaplanmıştır.

$$\text{İndirgeme Faktörü} = 1 / [(1 + \text{AOSM})^{((\text{Değerleme Rapor Tarihi} - \text{Projeksiyon Yıl Sonu}) / \text{Takvim Yılı Gün Sayısı})]$$

Projeksiyon dönemleri itibarı ile indirgeme faktörü aşağıdaki tabloda hesaplanmıştır.

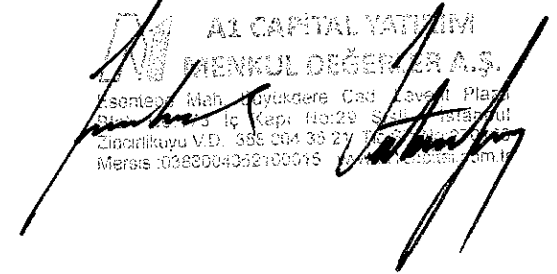
Projeksiyon Dönemi	Gün Sayısı	AOSM	Hesaplama Yöntemi	İndirgeme Faktörü
01.09-31.12.2023	121	25,18%	$1/[(1+0,2518)^{(121)/184}]$	0,8627
01.01-31.12.2024	487	24,20%	$1/[(1+0,2420)^{(487)/366}]$	0,7495
01.01-31.12.2025	852	23,22%	$1/[(1+0,2322)^{(852)/365}]$	0,6143
01.01-31.12.2026	1.217	22,72%	$1/[(1+0,2272)^{(1.217)/365}]$	0,5052
01.01-31.12.2027	1.582	22,72%	$1/[(1+0,2272)^{(1.582)/365}]$	0,4117

Kaynak : A1 Capital Yatırım Hesaplamaları

Tablo 39’da yer alan İNA projeksiyonunda serbest nakit akımlarının (S.N.A) bugünkü değeri hesaplanmıştır. Net bugünkü değer hesabı, şirketin projeksiyon dönemi boyunca yıllar itibarı ile elde edeceği “Serbest Nakit Akışlarının” ilgili projeksiyon yılına ait “indirgeme oranı” ile çarpılması sonucunda elde edilen indirgenmiş serbest nakit akımlarının toplamından oluşmaktadır. Gelecekteki nakit akışları hesaplanırken, Şirketin Toplam Operasyonel Serbest Nakit Akışı aşağıdaki formülle hesaplanmaktadır:

Faaliyet Karı * (1-Vergi) + Amortisman – İşletme Sermayesindeki Değişim – Yatırım Harcamaları

Bu yöntemle hesaplanan operasyonel Serbest Nakit Akımlarının AOSM oranı ile bugüne indirgediğimiz değerlerinin 01.07.2023 - 31.12.2027 projeksiyon dönemindeki toplamına (486,54 Milyon TL), 2027 yılı sonrası için %5,0 seviyesinde varsaydığımız uç büyüme değeri ile hesapladığımız terminal nakit akımlarının bugüne indirgenen değeri (921,94 Milyon TL) eklenerek Firma Değerine (1.408,48 Milyon TL) ulaşmaktayız. Firma değerinden Şirket’in 30,1 Milyon TL olan net finansal borç pozisyonunu düştüğümüzde Şirketin Hedef Özsermaye Değeri 1.378,38 Milyon TL olarak hesaplanmaktadır. Şirket’in 110,30 Milyon TL olan ödenmiş sermayesine göre hesaplanan halka arz öncesi, pay başına değeri 12,50 TL’dir.



AI CAPITAL YATIRIM
MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Esentepe Mah. Nöyükdere Cad. Lavant Plaza
Kat: 5/5 İç Kapı No:29 Şişli/İstanbul
Tic Sicil No: 292207
Mersis: 0383004362100015

Tablo 38

İndirgenmiş Nakit Akımı (İNA) Projeksiyonu (000 TL)

Yıllar	2022	2023	2023P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
Dönem	01-12	01-06	01-12	07-12	01.12	01.12	01.12	01.12
Net Satışlar	258.102	142.488	449.267	306.779	776.834	1.079.274	1.412.210	1.751.397
Yıllık Büyüme	341,2%	91,3%	74,1%	67,1%	72,9%	38,9%	30,8%	24,0%
SMM	195.777	98.925	308.586	209.661	510.225	685.155	855.842	1.030.590
SMM /Net Satışlar	75,9%	69,4%	68,7%	68,3%	65,7%	63,5%	60,6%	58,8%
Brüt Kar	62.324	43.563	140.681	97.118	266.609	394.119	556.368	720.807
Brüt Kar Marjı	24,1%	30,6%	31,3%	31,7%	34,3%	36,5%	39,4%	41,2%
Esas Faaliyet Giderleri	33.847	22.286	49.973	27.687	86.477	117.903	150.204	180.811
/ Net Satışlar	13,1%	15,6%	11,1%	9,0%	11,1%	10,9%	10,6%	10,3%
Yıllık Büyüme	389,3%	46,8%	47,6%	48,3%	73,0%	36,3%	27,4%	20,4%
Vergi Faiz Öncesi Kar (VFÖK)	28.477	21.277	90.708	69.431	180.132	276.216	406.164	539.996
VFÖK Marjı	11,0%	14,9%	20,2%	22,6%	23,2%	25,6%	28,8%	30,8%
Düzeltilmiş FAVÖK	32.704	26.029	96.487	70.458	186.029	282.311	412.511	546.641
Yıllık Büyüme	201,8%	a.d.	195,0%	63,1%	92,8%	51,8%	46,1%	32,5%
FAVÖK Marjı	12,7%	18,3%	21,5%	23,0%	23,9%	26,2%	29,2%	31,2%
Amortisman Gideri	4.227	4.751	5.779	1.027	5.897	6.095	6.347	6.645
/Net Satışlar	1,6%	3,3%	1,3%	0,3%	0,8%	0,6%	0,4%	0,4%
Ticari İşletme Sermayesi	-45.211	3.341	17.324	13.983	36.605	36.451	57.428	82.315
/Net Satışlar	-17,5%	2,3%	3,9%	4,6%	4,7%	3,4%	4,1%	4,7%
Kısa Vadeli Ticari Alacaklar	84.942	28.617	93.299	64.682	161.276	228.956	307.331	390.239
Ort. Tahsilat Süresi (Gün)	78	96	96	96	96	90	90	90
Kısa Vadeli Ticari Borçlar	152.430	32.374	95.447	63.073	154.531	233.255	300.695	368.100
Ort. Ödeme Süresi (Gün)*	151	138	138	138	138	142	142	142
Stoklar	18.556	8.915	26.285	17.370	42.556	55.340	71.340	87.332
Stok Çevirme (Gün)	25	38	38	38	38	34	34	34
Müşterilerden Alınan Avanslar	3.356	4.665	15.211	10.545	26.293	32.707	43.903	55.747
Alınan Avans Süresi (Gün)	7	16	16	16	16	13	13	13
Tedarikçilere Verilen Avanslar	7.077	2.848	8.398	5.550	13.597	18.117	23.355	28.591
Verilen Avans Süresi (Gün)	9	12	12	12	12	11	11	11
İşletme Sermayesi Değişim	-54.083	8.007	62.535	54.528	19.280	-154	20.977	24.887
/Net Satışlar	-21,0%	5,6%	13,9%	17,8%	2,5%	0,0%	1,5%	1,4%
Yatırım Harcamaları	0	0	27.500	27.500	6.000	7.200	8.000	8.700
Yatırımlar / Net Satışlar	0,0%	0,0%	6,1%	9,0%	0,8%	0,7%	0,6%	0,5%
-Kapasite Yatırımları	0	0	0	0	0	0	0	0
-Yenileme Yatırımları	0	0	5.000	5.000	6.000	7.200	8.000	8.700
Vergi	7.119	5.319	22.677	17.358	45.033	69.054	101.541	134.999
Serbest Nakit Akımları (S.N.A.)	79.668	12.702	-16.226	-28.928	115.716	206.211	281.992	378.055
AOSM				25,18%	24,20%	23,22%	22,72%	22,72%
İndirgeme Oranı				0,86	0,75	0,61	0,51	0,41
İndirgenmiş Serbest Nakit Akımları			-13.998	-24.956	86.730	126.671	142.467	155.631
Toplam İndirgenmiş S.N.A	486.543							

Kaynak : Al Capital Yatırım Hesaplamalar

P: Projeksiyon

*:Stoklardaki değişim SMM'ye eklenmiştir

AL CAPITAL VENTURE
MEXICAL DE CREDITO S.A.S.
Esporte, Medellín, Colombia, C.A., Local Plaza
Sura No 113 B, Kapi No 89, Zona
Zimbrakaya V.D., Box 304 33 21, C.A. No 27, 168
Mieris 1028804, 163 10016 www.alcapital.com.co

Tablo 39 İndirgenmiş Nakit Akımları Hesabı (Milyon TL)			
Özsermaye Değerleme Hesabı	Referans	Hesaplama Yöntemi	Tutar
Vergi Sonrası Terminal Yıl FAVÖK Tutarı	A	546,6-135,0	411,6
Projeksiyon Dönemi Sonrası FAVÖK	B	411,6 * (1+ 5,0%)	432,2
Projeksiyon Dönemi Sonrası Yatırım Harcamaları	C	8,7 * (1+ 5,0%)	9,1
Projeksiyon Dönemi Sonrası ΔNet İşletme Sermayesi	D	24,9 * (1+ 5,0%)	26,1
Projeksiyon Dönemi Sonrası Nakit Akımı	E	B – C – D	397,0
AOSM @2027	F	AOSM Formülü	22,72%
Terminal Büyüme Oranı	G	Varsayım	5,0%
Terminal Nakit Akımlarının Toplamı	H	$E * [1/(F - G)]$	2.239,5
İndirgeme Oranı@2027	I	$1/[(1+AOSM)^{(Gün Sayısı)/365}]$	0,41
Terminal Nakit Akımlarının Bugünkü Değeri	J	$H * I$	921,9
01.07.2023 – 31.12.2027 İndirgenmiş SNA Toplamı	K	INA Tablosu SNA Toplamı	486,5
Firma Değeri (Değerleme Tarihi)	L	J+ K	1.408,5
Toplam Finansal Borç (30.06.2023)	M	Bilanço Verisi	35,7
Nakit ve Nakit Benzerleri (30.06.2023)	N	Bilanço Verisi	5,6
Özsermaye Değeri (Değerleme Tarihi)	P	L-(M-N)	1.378,4
Çıkarılmış Sermaye (30.06.2023)	R	Bilanço Verisi	110,3
Pay Fiyatı	S	P/R	12,50

Kaynak : A1 Capital Yatırım Hesaplamaları

8.3.3 Piyasa Çarpanları (Pazar) Yönetimi

8.3.3.1 Yurtiçi Sektör Çarpanları

UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri madde 20.1 uyarınca, Pazar (Piyasa Çarpanları) Yaklaşımı, değerlemesi yapılacak şirketlere benzer şirketlerin uygun rayiç piyasa çarpanlarının analizine dayanmaktadır. Bu metod etkin işleyen ve spekülasyonun yapılmadığı durumlarda hisselerin rayiç değerlerinin ilerleyen dönemde beklenen kazanç artışı ve buna bağlı olan risk düzeyini yansıttığı varsayımını esas almaktadır. Şirket'in, pazar yaklaşımı kapsamında diğer işletmelerle karşılaştırmaların yapıldığı Pazar yaklaşımının pratik ve güvenilir olduğu tarafımızca değerlendirilmiştir. UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri 20.2 maddesinin (b) bendi uyarınca değerleme konusu Şirket'e önemli ölçüde benzerlik gösteren Şirket(ler)in ilgili Borsa pazarında aktif olarak işlem görmesi zorunludur.

DMR Unlu Mamuller'in çarpan analizinden piyasa değeri hesaplanırken Şirket'le yurt içinde benzer faaliyette bulunan borsa şirketi sadece Kerevitaş Gıda Sanayi ve Ticaret A.Ş. (KERVIT.E) tespit edilmiştir. Yurtiçinde DMR Unlu Mamuller'e benzer faaliyet gösteren başka borsa şirketi bulunmadığından, "Karşılaştırılabilir Şirket Çarpanları" kapsamına yurt dışındaki benzer firmalar da dahil edilmiştir. Ayrıca, DMR Unlu Mamuller'in faaliyet gösterdiği BIST Gıda Sektörü (XGIDA) ile İmalat Sektörünü (İMALAT) kapsayan Yurtiçi Sektör Çarpanları da değerlendirme çalışması kapsamında incelenmiştir. Bu şekilde, UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri madde 20.6 uyarınca her biri farklı çarpanlara sahip karşılaştırılabilir varlıklardan elde edilen Pazar Çarpanlarının kullanılması ilkesi karşılanmıştır.

olmaktadır. Sektörel bazda değerlendirme tarihinden (01.09.2023) kapanışları üzerinden Firma Değeri/Faiz Amortisman Vergi Öncesi Kar (FD/FAVÖK), Firma Değeri / Satışlar (FD/S), Fiyat-Kazanç (F/K) ve Piyasa Değeri / Defter Değeri (PD/DD) çarpanları değerlendirilmiştir. BIST Gıda Sektörü (XGIDA) ile İmalat Sektörüne (İMALAT) ilişkin FD/FAVÖK, FD/S, F/K ve PD/DD çarpanları Finnet Elektronik Veri Tabanından işbu Fiyat Tespit Raporunun yayınlanma tarihinden (04.09.2023) bir iş günü önce (01.09.2023) piyasa kapanışlarından çekilmiş olup, söz konusu veri setinden sağlıklı çıkarımlar yapmayı güçleştiren aykırı (outlier) değerler Aykırı Değer Analiz Yöntemi ile eliminasyona tabi tutulmuştur.

Tablo 40 Gıda Sektöründe (XGIDA) Çarpan Analizi						
Firma Adları	Borsa Kodu	FD/FAVÖK	PD/DD	F/K	FD/S	Piyasa Değeri (Mn TL)
A.V.O.D Gıda Ve Tarım	AVOD	12,67	2,61	10,86	1,89	1.207
Atakey Patates	ATAKP	17,42	41,98	24,71	7,76	11.115
Banvit	BANVT	15,74	4,42	0,00	0,81	9.847
Dardanel	DARDL	17,92	1,93	0,00	1,25	3.640
Ekiz Kimya	EKIZ	0,00	3,61	6,50	2,35	362
Eksun Gıda	EKSUN	16,06	4,63	21,91	1,51	6.514
Fade Gıda	FADE	62,08	2,85	6,72	8,76	1.824
Frigo Pak Gıda	FRIGO	9,01	3,47	16,95	2,18	1.071
Göknur Gıda	GOKNR	24,65	4,30	16,65	2,55	10.185
Kayseri Şeker Fabrikası	KAYSE	16,22	2,84	8,23	4,69	34.001
Kerevitaş Gıda	KERTV	7,55	2,89	11,65	0,80	8.785
Kervan Gıda	KRVGD	9,94	3,52	17,44	1,39	6.360
Konfrut Gıda	KNFRT	10,39	6,08	22,60	1,30	2.503
Kütahya Şeker Fabrikası	KTSKR	16,25	2,27	7,63	4,37	3.662
Merko Gıda	MERKO	10,28	3,12	75,87	1,65	1.003
Ofis Yem Gıda	OFSYM	24,17	15,40	35,57	1,59	12.431
Oylum Sınai Yatırımlar	OYLUM	11,76	2,40	9,96	1,96	706
Penguen Gıda	PENGD	20,27	1,05	38,58	2,18	1.502
Pınar Et Ve Un	PETUN	12,91	1,25	11,08	1,46	3.618
Selçuk Gıda	SELGD	0,00	2,99	15,98	7,76	249
Selva Gıda Sanayi	SELVA	17,33	2,57	14,88	1,77	1.243
Söke Degirmencilik	SOKE	30,08	5,86	35,71	2,65	9.477
Tat Gıda	TATGD	15,65	4,98	20,31	2,04	5.900
Tetamat Gıda Yatırımları	TETMT	0,00	544,35	0,00	55,53	1.781
Tukaş	TUKAS	11,81	6,25	12,48	3,56	16.269
Ulusoy Un Sanayi	ULUUN	12,61	1,98	0,00	0,38	7.341
Ülker Bisküvi	ULKER	6,06	4,18	0,00	1,24	24.668
Vanet Gıda	VANGD	0,00	3,54	8,02	10,21	322
Yayla Agro Gıda	YYLGD	25,77	7,68	21,54	2,33	25.370
Ortalama		15,45	3,42	17,44	2,66	6.391

Kaynak : Finnet, 01.09.2023 tarihli piyasa kapanış verileri

Bu yöntem altında Gıda Sektörü ile İmalat Sektörü için Finnet Elektronik Veri Tabanından çekilen veriler dört dörttebirliklere (Kartillere) ayrılarak en alt ve en üstteki Kartil değerler uç değerler olarak veri setinden elimine edilmiştir. Uç değerler veri setinden elimine edildikten sonra geriye kalan verilerden, 3. Kartil Değeri + 1,5*Standart Sapma'dan büyük veriler ile 1. Kartil Değeri - 1,5*Standart Sapma'dan küçük veriler eliminasyona tabi tutularak geriye kalan değerlerin medyanı hesaplanıp Sektör Çarpan Analizi kapsamında değerlendirilmiştir.

Eliminasyon sonrası XGIDA ve İMALAT Sektör Çarpanları Tablo 41'de gösterilmektedir. Sektör endeksi içinde yer almasına rağmen KAYSE, ULKER ve YYLGD piyasa değeri açısından tüm çarpan tanımlarında analiz dışında tutulmuştur. Eliminasyon sonrası İmalat Sektörü (İMALAT) ve Gıda Sektörü (XGIDA) için hesaplanan FD/FAVÖK, PD/DD, FD/S ve F/K çarpan değerleri aşağıdaki tabloda gösterilmiştir.

Tablo 41		Sektör Çarpanları			
Sektörler	Kod	FD/FAVÖK	PD/DD	F/K	FD/S
Gıda Sanayi	XGIDA	15,45	3,42	17,44	2,66
İmalat Sanayi	İMALAT	18,80	4,07	21,29	2,77
Ortalama		17,13	3,74	19,36	2,72

Kaynak : Finnet,01.09.2023 tarihli piyasa kapanış verileri, A1 Capital Hesaplamaları

Yukarıda açıklanan Aykırı Değer Analiz Yöntemi altında XGIDA ve İMALAT Sektör Endekslerinin içerdiği firmalara ait çarpanların “uç değerleri” eliminasyona tabi tutulduktan sonra, her iki sektör endeksinde geriye kalan gözlem değerlerinin “aritmetik ortalaması” Tablo 41'deki gibi hesaplanmıştır.

Piyasa değeri hesaplanırken kullanılan Gelir Tablosu ve Bilanço değerleri Tablo 42'de yer almaktadır. İşbu Fiyat Tespit Raporunun 8.3.2.5, 8.3.2.6 ve 8.3.2.7 bölümlerinde açıklandığı gibi düzeltilerek İNA ve çarpan analizine dahil edilen Düzeltilmiş FAVÖK, 30.06.2023 tarihinde gerçekleşen tutar olan 26.028.682 TL ile 01.07-31.12.2023 dönemi için projekte edilmiş 70.457.832 TL'nin aynı dönem için belirlenmiş olan indirgeme oranı (0,8627) ile indirgenmiş değerinin toplamı (86.813.585 TL; bkz Tablo 42) olarak hesaplanmış ve çarpan analizinde firma değeri hesabına baz teşkil etmiştir. Aynı yaklaşımla, Net Satışlar 407.149.913 TL (bkz Tablo 42) olarak hesaplanarak çarpan analizinde kullanılmıştır. FAVÖK ve Net Satış tutarlarının belirlenmesinde bu yaklaşımın izlenmesinin en temel gerekçesi, Ağustos 2021'de üretime başlayan Şirket'in 2022 yılının Şubat ayında yaşanan yangın sonrası faaliyetlerinde 2,5 aylık bir duruş olması ve ayrıca bu süre zarfında satış yapamayan Şirket'in 2022'nin takip eden aylarında da küresel emtia fiyatlarında ve yurtiçi maliyet unsurlarında yaşanan artışları satış fiyatlarına yansıtamamasından dolayı 2022 yılı FAVÖK ve Net Satış rakamlarının Şirket'in gerçek performansını gösterememesidir.

Net Finansal Borç 8.3.2.9 numaralı bölümde açıklandığı üzere 30.098.441 TL olarak

hesaplanmıştır. Özkaynaklar 30.06.2023 tarihli Özel Bağımsız Denetim Raporundaki finansal tablolarda yer aldığı gibi 431.547.323 TL tutarında hesaplara dahil edilirken, Net Kar 30.06.2023 tarihi itibarı ile son dört çeyreğin (2022/3Ç+2022/4Ç+2023/1Ç+2023/2Ç; Ç:çeyrek) toplamı alınmak suretiyle yıllıklandırılarak 42.296.239 TL olarak F/K çarpanına baz teşkil etmiştir.

Tablo 42 Sektör Çarpan Analizinde Kullanılan Finansal Tablo Parametreleri

Parametreler	(TL)
Düzeltilmiş ve İndirgenmiş FAVÖK (2023 Projeksiyon)	86.813.585
+ 30.06.2023 Düzeltilmiş FAVÖK Tutarı	26.028.682
+ 01.07-31.12.2023 Dönemi Düzeltilmiş FAVÖK Projeksiyon Tutarı	70.457.832
* İndirgeme Oranı @ 01.07-31.12.2023	0,8627
Net Finansal Borç (30.06.2023)	30.098.441
Düzeltilmiş ve İndirgenmiş Net Satışlar (2023 Projeksiyon)	407.149.913
+ 30.06.2023 Düzeltilmiş Net Satış Tutarı	142.487.799
+ 01.07-31.12.2023 Dönemi Düzeltilmiş Net Satış Projeksiyon Tutarı	306.778.788
* İndirgeme Oranı @ 01.07-31.12.2023	0,8627
Özkaynaklar (30.06.2023 Bilanço tutarı)	431.547.323
Net Kar (30.06.2023; Yıllıklandırılmış tutar)	42.296.239
Ödenmiş Sermaye (nominal TL; 30.06.2023)	110.300.000

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporu, AI Capital Yatırım Hesaplamaları

Tablo 41’de hesaplanan FD/FAVÖK çarpanı ile 2023 yılı için “düzeltilmiş” ve “indirgenmiş” FAVÖK tutarının çarpımından elde edilen değerden, 30.06.2023 tarihli net finansal borç tutarı olan 30,1 Milyon TL’nin çıkarılmasıyla “hedef piyasa” değerlerine ulaşılmıştır. Tablo 41’de yer alan FD/S çarpanı ile 2023 yılı için “düzeltilmiş” ve “indirgenmiş” Net Satış tutarının çarpımından elde edilen değerden, 30.06.2023 tarihli net finansal borç tutarının düşülmesiyle “hedef piyasa” değerlerine ulaşılmıştır. F/K çarpanı ile 30.06.2023 tarihli yıllıklandırılmış Net Kar tutarının çarpımı üzerinden bir diğer hedef piyasa değeri hesaplanmış ve son olarak da PD/DD çarpanı ile 30.06.2023 tarihli bilançoda yer alan Özkaynak tutarı çarpılarak hedef özsermaye değerine ulaşılmıştır.

Ağustos 2021’de üretime başlayan Şirket’in karlılık ve özkaynak büyümesi noktasında henüz çok yeni olması ve ayrıca 2022 yılının Şubat ayında yaşanan yangın sonrası faaliyetlerde 2,5 aylık bir duruş olması ve bu nedenle satış yapamayan Şirket’in 2022’nin takip eden aylarında da küresel emtia fiyatlarında ve yurtiçi maliyet unsurlarında yaşanan artışları satış fiyatlarına yansıtamamasından dolayı, FD/S ve F/K çarpanlarının değerlendirilmesine dahil edilmemesine karar verilmiştir. Ayrıca Covid-19 pandemisi sonrası sektör temsilcilerinin bedelli ve bedelsiz sermaye artırımları ile özkaynaklarını önemli ölçüde büyüttükleri gözlenmiştir. DMR Unlu Mamuller’in bu kanallardan sermaye artırma imkanı Borsa Şirketleri kadar geniş olmadığından, sektörde görece düşük olan PD/DD çarpanının değerlendirilmesinde kullanılması adil olmayacağı değerlendirilmiştir.

Sonuç olarak, çarpan analizinde sadece “FD/FAVÖK” kullanılmıştır. 01.09.2023 tarihli Borsa kapanışları üzerinden Finnet Veri Terminalinden çekilen FD/FAVÖK çarpanlarına

ilişkin olarak Aykırı Değer Analiz Yöntemi altında eliminasyon yapıldıktan sonra kalan oranların aritmetik ortalaması ile Tablo 42’de hesaplanan 2023 FAVÖK projeksiyonun indirgenmiş tutarının çarpımından elde edilen değerden, net finansal borç tutarı olan 30,1 Milyon TL düşülerek “hedef piyasa” değerlerine ulaşılmıştır. Söz konusu hedef piyasa değerinin, Şirketin halka arz öncesi ödenmiş sermayesine (110.300.000 TL) bölünmesiyle “Pay Başına Değer” hesaplanmıştır. Özetle, XGIDA ve İMALAT sektör endekslerini kapsayan Yurt İçi Sektör Çarpan Analizinde FD/FAVÖK çarpanı kullanarak ulaşılan hedef piyasa değeri 1.456.591.077 TL, hisse başına hedef fiyat ise 13,21 TL olarak hesaplanmaktadır.

Tablo 43

Yurtiçi Sektör Çarpan Analizi

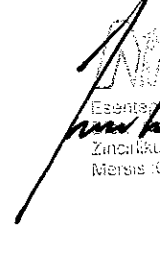
Çarpanlar Tanımları	Çarpan Oranı*	Düzeltilmiş FAVÖK	Net Kar	Satışlar	Özkaynak	Net Finansal Borç	Ağırlık	Ağırlıklandırılmış Özsermaye Tutarı
FD/FAVÖK	17,13	86.813.585				30.098.441	100%	1.456.591.077
FD/S	2,72			407.149.913		30.098.441	0%	0
F/K	19,36		42.296.239				0%	0
PD/DD	3,74				431.547.323		0%	0
İskontosuz Ağırlıklı Ortalama Özsermaye Değeri								1.456.591.077
Çıkarılmış Sermaye (TL Nominal)								110.300.000
İskontosuz Ağırlıklı Ortalama Pay Değeri (TL)								13,21

Kaynak : Finnet, Capital Yatırım Menkul Değerler Hesaplamaları

*: Eliminasyon sonrası BIST Gıda ve İmalat Sektör aritmetik ortalaması, 01.09.2023 tarihli piyasa kapanış verileri

8.3.3.2 Benzer Şirketler Piyasa Çarpanları

Borsa İstanbul’da DMR Unlu Mamulleri gibi dondurulmuş gıda ürünleri üretiminin ana faaliyet alanı olduğu benzer şirket olarak Kerevitaş Gıda Sanayi ve Ticaret A.Ş. (KERV.T.E) belirlenmiştir. KERV.T.E dışında faaliyet alanı açısından DMR Unlu Mamulleri’ne benzer şirket belirlenemediğinden, karşılaştırılabilir şirket çarpanları analizinde yurtiçi ve yurtdışı benzer şirketler bir arada değerlendirilmiştir. Buna göre, karşılaştırılabilir şirketler listesi aşağıdaki tabloda yer almaktadır. Bu şirketler, faaliyet kriterine göre seçilmiştir.

 AI CAPITAL YATIRIM
MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Esentepe Mah. Büyükdere Caddesi No: 27 Kat: 5
Zincirlikuyu V.D. 336 004 3371 İstanbul / Türkiye
Tic Sic No: 277 599
Mersis: 0886004302100019

Tablo 44 Yurtdışı Benzer Firmalar			
Firma Adları	Ülkesi	Borsa Kodu	Faaliyetine İlişkin Açıklama
Ligao Foods Co Ltd	Çin	300973 CH Equity	Ligao Foods Co.Ltd, Çin'de unlu mamuller ve dondurulmuş pişmiş gıdaların üretim ve satışını yapmaktadır. Krema, çikolata, meyve ürünleri ve snack gıda dolum serileri sunmaktadır. Şirket ayrıca çikolata ve mus tozundan oluşan krema serileri de sunmaktadır.
Aryzta AG	İsviçre	ARYN SW Equity	ARYZTA AG, Avrupa, Asya, Avustralya ve Yeni Zelanda'da dondurulmuş hamur işleri, kurabiyeler, çörekler, kekler, çörekler, küçük ekmekler ve esnaf somunları, tatlı pişmiş ve sabah ürünleri, tuzlu ve diğer ürünler sunar. Büyük perakende, bağımsız perakendecilerin yanı sıra hızlı servis restoranları ve diğer yemek servisi müşterilerine hizmet vermektedir.
Mrs Bectors Food Specialities Ltd	Hindistan	BECTORS IN Equity	Mrs Bectors Food Specialities Limited, Hindistan'da çeşitli gıda ürünleri üretmekte ve dağıtmaktadır. Mrs Bector's Cremica markası altında kurabiyeler, krema, krakerler, sindirim maddeleri, marie ve glikoz dahil olmak üzere bisküviler sağlar. Şirket ayrıca ekmek, çörek, pizza tabanı, kek, muffin, sarımsaklı ekmek, dondurulmuş ürünler, işlenmiş ve yarı işlenmiş dondurulmuş hamur bazlı ürünler üretmekte ve ihraç etmektedir.
Seoul Food Industrial Co Ltd	Güney Kore	004410 KS Equity	Seoul Food Industrial Co., Ltd, Güney Kore'de gıda ürünleri üretmekte ve satmaktadır. Şirket donmuş hamurlar, ekmek türevleri, atıştırmalıklar ve pizzalar sunmaktadır.
Kawan Food Bhd	Malezya	KFB MK Equity	Kawan Food Berhad, Malezya, Asya'nın geri kalanı, Kuzey Amerika, Avrupa, Okyanusya ve Afrika'da dondurulmuş gıda ürünleri üretir, ticaretini yapar, dağıtır ve satar. Şirket, ürünlerini perakendeciler, distribütörler, acenteler, hipermarketler, süpermarketler, gıda hizmeti distribütörleri, oteller, restoranlar ve catering şirketleri gibi çeşitli dağıtım kanalları ve çevrimiçi olarak dağıtmaktadır. Ayrıca, dondurulmuş gıda lezzetlerinin üretimi ve ticareti ile de uğraşmaktadır.
Excelsior Alimentos SA Ordinary	Brezilya	BAUH3 BZ Equity	Excelsior Alimentos S.A., Brezilya'da dondurulmuş et sosları üretir ve satar. Ürünlerini perakende zincirleri, distribütörler, bayiler ve küçük ticari mağazalar aracılığıyla satmaktadır.
Kohinoor Foods Ltd	Hindistan	KFL IN Equity	Kohinoor Foods Limited, yan kuruluşlarıyla birlikte, Hindistan'da Kohinoor ve Monsoon markaları altında gıda ürünleri üretmekte ve satmaktadır. Şirket, dondurulmuş ekmekler ve gıda ürünleri, hazır soslar, atıştırmalıklar ve sağlıklı tahıllar üretip satmakta ve ihraç etmektedir.
Showa Sangyo Co Ltd	Japonya	2004 JP Equity	Showa Sangyo Co., Ltd., Japonya'da gıda ürünleri üretir, işler ve satar. Ev gıdaları işletmesi, bitkisel yağlar, buğday unu, tempura hamuru karışımları, sıcak kek karışımları ve diğer ön karışımlar, makarna, sağlıklı gıdalar ve evde kullanım için hediye setleri dahil olmak üzere çeşitli dondurulmuş gıda ürünleri sunmaktadır.
Nippon Corp	Japonya	2001 JP Equity	Nippon Corporation, Japonya'da ve uluslararası düzeyde un değirmenciliği ve gıda işletmeleri ile uğraşmaktadır. Premiksler, mısır ürünleri, pirinç unu, buğday unu ve kepeği, zeytinyağı, keten tohumu ürünleri vb.; kurutulmuş erişte; ve donmuş malzemeler ve yiyecekler. Ayrıca, atıştırmalıklar, tatlılar, dondurulmuş hamurlar üretip ticaretini yapmaktadır.
Kerevitaş Gıda Sanayi ve Ticaret A.Ş.	Türkiye	KERTV TI	Kerevitaş Gıda Sanayi ve Ticaret A.Ş. Türkiye'de dondurulmuş ve konserve ürünlerin üretim ve ticaretini yapmaktadır. Dondurulmuş unlu mamuller, sebze ve meyve ürünleri, patates ve kroket, et ürünleri ve deniz ürünleri; konserve ton balığı, sebzeler ve hazır yiyecekler; ve tüketici margarini, ev dışı tüketim ve yemeklik yağ ürünleri üretmektedir.
Almarai Company JSC	Suudi Arabistan	ALMARAI AB Equity	Almarai Company, Suudi Arabistan, Mısır, Ürdün ve diğer Körfez İşbirliği Konseyi ülkelerinde entegre bir dondurulmuş tüketici yiyecek ve içecek şirketi olarak faaliyet göstermektedir.
Lotus Bakeries	Brüksel	LOTB BB Equity	Lotus Bakeries NV, yan kuruluşlarıyla birlikte, Belçika'da ve uluslararası alanda çeşitli atıştırmalık ürünlerin tedariği ile uğraşmaktadır. Şirket bisküvi, kurabiye, kraker, zencefilli kurabiye, kek, kek spesiyaliteleri, waffle ve pepparkakor bisküvi sunmaktadır. Aynı zamanda sağlıklı atıştırmalıklar, dondurulmuş ürünler sağlar.
Hostess Brands INC	Amerika	TWKN US Equity	Hostess Brands, Inc., Amerika Birleşik Devletleri ve Kanada'da atıştırmalık ürünler geliştirir, üretir, pazarlar, satar ve dağıtır. Şirket, çeşitli atıştırmalık kekler, çörekler, tatlı rulolar, dondurulmuş hamur işleri, kurabiyeler, atıştırmalık turtalar, tatlı unlu mamuller, gofretler, ekmek ve

			çörekler sunmaktadır.
Hunya Foods Co Ltd	Tayvan	1236 TT Equity	Hunya Foods Co., Ltd., Tayvan'da gıda ürünlerinin üretimi, işlenmesi ve ticareti ile uğraşmaktadır. Şirket, şeker, bisküvi, çikolata, ay çöreği, dondurulmuş hamur işleri, ekmek, kek ve diğer gıda ürünlerini üretip satmaktadır.
Nitto Fuji Flour Milling Co Ltd	Japonya	2003 JP Equity	Nitto Fuji Flour Milling Co., Ltd. Japonya'da un ürünleri üretir ve satar. Şirket, buğday unu ve kepek ürünlerinin yanı sıra gıda ve gıda ile ilgili ürünler sunmaktadır. Ayrıca ekmek, makarna ve erişte için un sağlar; şekerleme unu; özel toz; ticari karışık un ve donmuş hamur ürünleri üretir ve satar.

Kaynak : Bloomberg

Yurtdışı çarpan analizinde FD/FAVÖK, FD/S, PD/DD ve F/K çarpanları değerlendirilmiş ancak 8.3.3.1 bölümünde açıklanan gerekçelerden dolayı sadece FD/FAVÖK çarpanı kullanılmıştır. Bloomberg Terminal’inden seçilen benzer şirketler örneklem kümesinde 16 gözlem değeri bulunmaktadır. Uç değerler Aykırı Değer Analiz Yöntemi altında elimine edilerek aritmetik ortalama kullanılmıştır. FD/FAVÖK çarpanı ile 8.3.3.1 numaralı bölümde hesaplanan 2023 yılı “düzeltilmiş” ve “indirgenmiş” FAVÖK¹⁷ projeksiyon tutarı çarpılıp 30.06.2023 tarihli net finansal borç tutarı düşülerek hedef özsermaye değeri elde edilmiştir. Ardından, bu yöntem ile hesaplanan hedef özsermaye değeri, Şirket’in halka arz öncesi ödenmiş sermayesine bölünmesiyle “Pay Başına Değer” hesaplanmıştır.

Tablo 45

Karşılaştırılabilir Firmalar Çarpan Analizi

Benzer Firmalar	Piyasa Değeri*	FD/FAVÖK	PD/DD	F/K	FD/S
300973 CH Equity	1.583,8	34,98	4,88	65,13	3,57
ARYN SW Equity	1.606,6	9,97	5,29	997,22	1,23
BECTORS IN Equity	740,5	35,17	11,25	67,99	4,52
004410 KS Equity	56,2	18,88	2,68	401,46	1,47
KFB MK Equity	136,3	10,60	1,60	19,41	1,77
BAUH3 BZ Equity	76,0	33,31	3,91	0,00	2,26
KFL IN Equity	15,8	73,38	-	0,00	10,13
2004 JP Equity	697,6	10,29	0,86	10,98	0,47
2001 JP Equity	1.132,6	8,00	0,82	13,62	0,54
KERVT TI	328,8	8,86	2,89	13,16	0,83
ALMARAI AB Equity	16.908,9	14,42	3,77	30,89	3,76
LOTB BB Equity	6.300,7	34,38	9,86	52,00	6,31
TWNK US Equity	3.763,9	15,43	2,03	22,76	3,38
1236 TT Equity	74,9	13,40	0,87	95,22	1,39
2003 JP Equity	317,9	6,84	0,99	12,09	0,66
Ortalama	810,1	17,14	2,44	28,14	1,84

Kaynak : Bloomberg, 01.09.2023 Yurtdışı piyasalarının kapanışı itibarıyla düzenlenmiştir

*: Milyon ABD Doları

¹⁷ 30.06.2023 tarihinde gerçekleşen tutar ile 01.07-31.12.2023 dönemi için projekte edilmiş tutarın aynı dönem için belirlenmiş olan indirgeme oranı ile indirgenmiş değerinin toplamı

Tablo 46

Karşılaştırılabilir Firmalar Çarpan Analizi

Çarpanlar Tanımları	Çarpan Oranı*	Düzeltilmiş FAVÖK	Net Kar	Satışlar	Özkaynak	Net Finansal Borç	Ağırlık	Ağırlıklandırılmış Özsermaye Tutarı
FD/FAVÖK	17,14	86.813.585				30.098.441	100%	1.458.248.132
FD/S	1,84			407.149.913		30.098.441	0%	0
F/K	28,14		42.296.239				0%	0
PD/DD	2,44				431.547.323		0%	0
İskontosuz Ağırlıklı Ortalama Özsermaye Değeri (TL)								1.458.248.132
Çıkarılmış Sermaye (TL Nominal)								110.300.000
İskontosuz Ağırlıklı Ortalama Pay Değeri (TL)								13,22

Kaynak : Bloomberg, AI Capital Yatırım Menkul Değerler Hesaplamaları

*: 01.09.2023 ABD Piyasalarının kapanışı itibarıyla düzenlenmiştir

Sonuç olarak, yurtdışı benzer firmaların FD/FAVÖK çarpanı ile ulaşılan ortalama hedef piyasa değeri 1.458.248.132 TL, hisse başına hedef fiyat 13,22 TL olarak hesaplanmaktadır.

9. SONUÇ

UDS Uluslararası Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri madde 10.3 uyarınca değerleme yaklaşımlarının ve yöntemlerinin seçiminde ilgili varlığa en uygun yöntemin bulunması gerekmektedir. Bu kapsamda, DMR Unlu Mamuller'in gelecekteki gelirin tutarına ilişkin önemli belirsizliklerin bulunmamasından dolayı Gelir Yaklaşımı kullanılmıştır. İşbu fiyat tespit raporunun 8.3.1 maddesinde belirtilen nedenlerden ötürü Maliyet (Defter Değeri) Yaklaşımı değerleme çalışmasında kullanılmamıştır. 8.3.3.1 ve 8.3.3.2 bölümlerinde belirtilen eliminasyon işlemleri gerçekleştirilmek suretiyle hesaplanan Piyasa Çarpanları Yöntemi ile Özsermaye (Piyasa) Değer tespiti yapılmıştır.

Bu şekilde, değerleme çalışmamızda indirgenmiş nakit akımı (İNA) yöntemini ve çarpan analiz yöntemlerini incelemiş bulunuyoruz. İNA yöntemine %50 ve piyasa çarpanları yöntemine %50 oranlarında ağırlık verdiğimiz değerleme çalışmasında **1.417.899.737 TL** tutarında halka arz öncesi hedef piyasa değerine ulaşmaktayız. Söz konusu hedef piyasa değerini, halka arz öncesi sermayeye bölerek pay başına hedef piyasa değerini 12,85 TL olarak hesaplamaktayız. Bulunan pay başına hedef piyasa değerine %20,34 halka arz iskontosu uyguladığımızda pay başına **10,24 TL** halka arz fiyatına ulaşmaktayız.

Değerlemede kullanılan verilerin ve yöntemlerin; güvenilir, adil, uygun ve makul olduğunu beyan ederiz. Farklı tarihlerdeki finansal veriler ile piyasa çarpanlarının kullanılması ve değerleme yöntemlerine verilen ağırlıklandırma oranlarının değiştirilmesi durumunda farklı değerlere ulaşılması mümkündür. Bununla birlikte, kullanılan varsayımların ve indirgeme oranlarının değişmesi / değiştirilmesi, farklı değerleme yöntemlerinin uygulanması durumunda işbu raporda elde edilen değerlerden daha farklı değerlere ulaşılması mümkün olabilir.

AI CAPITAL YATIRIM
MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Esentepe Mah. Büyükdere Cad. Levent Plaza
Kat: 10 Kat: 10/29 Kat: 10/29 Kat: 10/29
Zarflıca V.D. 330 004 00 21
Menis 33300400210000

Tablo 47 Değerleme Yöntemleri (TL)	Hedef Özsermaye Değeri	Ağırlık	Ağırlıklandırılmış Özsermaye Değeri
1-İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) Yöntemi			
Firma Değeri	1.408.478.309		
- Net Nakit / (Borç)	-30.098.441		
<i>Nakit ve Nakit Benzerleri</i>	5.593.843		
<i>Finansal Borç</i>	35.692.284		
- Özsermaye Değeri	1.378.379.868	50,00%	689.189.934
2-Piyasa Çarpanları Yöntemi			
Yurt İçi Sektör FD/FAVÖK Çarpanı (x)	17,13		
- Özsermaye Değeri	1.456.591.077	25,00%	364.147.769
<i>FAVÖK*</i>	86.813.585		
<i>Firma Değeri</i>	1.486.689.518		
<i>Net Nakit / (Borç)</i>	-30.098.441		
Karşılaştırılabilir Firmalar FD/FAVÖK Çarpanı (x)	17,14		
- Özsermaye Değeri	1.458.248.132	25,00%	364.562.033
<i>FAVÖK*</i>	86.813.585		
<i>Firma Değeri</i>	1.488.346.573		
<i>Net Nakit / (Borç)</i>	-30.098.441		

Kaynak : A1 Capital Yatırım Hesaplamaları

*: 30.06.2023 tarihinde gerçekleşen tutar ile 01.07.2023-31.12.2023 dönemi için projekte edilen tutarın aynı dönem için belirlenen indirgeme oranı ile indirgenmiş değerinin toplamı (bkz Bölüm 8.3.3.1)

Tablo 48 Değerleme Sonucu (TL)	Hedef Özsermaye Değeri	Ağırlık	Ağırlıklandırılmış Özsermaye Değeri
İNA Yöntemi ile Hesaplanan Özsermaye Değeri	1.378.379.868	50,00%	689.189.934
Çarpan Yöntemi İle Hesaplanan Özsermaye Değeri	1.457.419.605	50,00%	728.709.802
Ağırlıklandırılmış Hedef Özsermaye Değeri		100,00%	1.417.899.737
<i>Çıkarılmış Sermaye (Nominal TL)</i>			110.300.000
Pay Başına Özsermaye Değeri			12,85
<i>İskonto Oranı</i>			20,34%
Halka Arz İskontosu Sonrası Hedef Piyasa Değeri			1.129.472.000
İskontolu Halka Arz Fiyatı (TL/Pay)			10,24

Kaynak : A1 Capital Yatırım Hesaplamaları

(Handwritten signatures and stamps)

A1 CAPITAL YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.

Sermaye İşleri Departmanı

Yatırım Menkul Değerleri

İstanbul, 30.06.2023

Müdür: [Signature]

Yatırımcı İlişkileri

İstanbul, 30.06.2023

Müdür: [Signature]

Ek 1: Sorumluluk Beyanı

SERMAYE PİYASASI KURULU BAŞKANLIĞINA

Eskişehir Yolu 8.Km No: 156
06530 Ankara



Esentepe Mahallesi Büyükdere Caddesi Levent Plaza
Blok No: 173 İç Kapı No: 29 Şişli/İstanbul
Tel: (212) 371 18 00, Faks: (212) 371 18 01

İstanbul, 04.09.2023

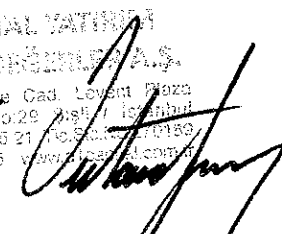
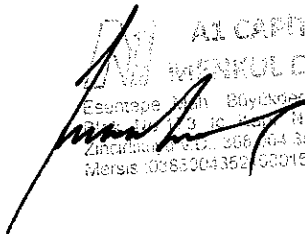
Konu : Fiyat Tespit Raporu Sorumluluk Beyanı

Sermaye Piyasası Kurulu'nun 11.04.2019 tarih ve 21/500 sayılı kararı uyarınca, Sermaye Piyasası Kurulu'nun 11.04.2019 ve 2019/19 sayılı haftalık bülteninde ilan edilen duyuruya istinaden;

“Gayrimenkul Dışındaki Varlıkların Sermaye Piyasası Mevzuatı Kapsamındaki Değerlemelerinde 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, Şirket Değerleme Raporu'nun bir parçası olan bu raporda 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.

Saygılarımızla,

A1 Capital Yatırım Menkul Değerler A.Ş.



A1 CAPITAL YATIRIM
MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Esentepe Mah. Büyükdere Cad. Levent Plaza
Blok No: 173 İç Kapı No: 29 Şişli/İstanbul
Zincirlikuyu A.Ş. 366 04 35 21 No: 366 04 35 21
Mersis: 083300435200015 www.a1capital.com.tr

Ahmet Hulusi KONUK
Genel Müdür Yardımcısı

Sertan KARGIN
Genel Müdür Yardımcısı

Ek 2: Yetkinlik Beyanı

SERMAYE PİYASASI KURULU BAŞKANLIĞINA

Eskişehir Yolu 8.Km No: 156
06530 Ankara



Esentepe Mahallesi Büyükdere Caddesi Levent Plaza
Blok No: 173 İç Kapı No: 29 Şişli/İstanbul
Tel: (212) 371 18 00, Faks: (212) 371 18 01

İstanbul, 04.09.2023

Konu : Yetkinlik Beyanı

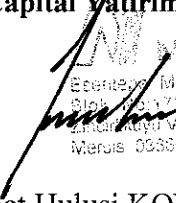
Şirket değerinin tespiti amacıyla tarafımızca düzenlenen 04.09.2023 tarihli değerlendirme raporuna ilişkin olarak, Sermaye Piyasası Kurulu'nun 2019/19 sayılı haftalık bülteni ile kamuya duyurulan 11.04.2019 tarih ve 21/500 sayılı kararı uyarınca, gayrimenkul dışı varlıkların değerlemesinde uyulacak genel esaslarda belirtilen;

- Geniş Yetkili Aracı Kurum olarak "Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3 Lisansı veya Türev Araçlar Lisansı'na sahip tam zamanlı olarak istihdam edilen çalışana,
- Ayrı kurumsal finansman bölümüne,
- Değerleme çalışmaları sırasında kullanılması gereken prosedürlerin bulunduğu kuruluş genelgesi, değerlendirme metodolojisi, el kitabı veya benzeri belirlenmiş prosedürlere,
- Müşteri kabulü, çalışmanın yürütülmesi, raporun hazırlanması ve imzalanması süreçlerinde kullanılacak kontrol çizelgeleri veya benzeri dokümanlara,
- Değerleme çalışmalarının teknik altyapısını oluşturan yeterli bilgi bankası, iç genelge, geliştirilmiş know-how ve benzeri unsurlara,
- Değerleme çalışmalarında ihtiyaç duyulan bilgilerin elde edildiği ve bu bilgilerin elde edilmesi için ilgili araştırma altyapısına

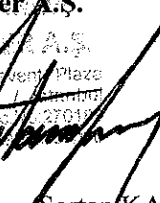
sahip olduğumuzu, Şirket ile doğrudan ve dolaylı olarak sermaye ve yönetim ilişkisinin bulunmadığı ve raporun SPK'nın yayımlamış olduğu (III-62.1) sayılı "Sermaye Piyasasında Değerleme Standartları Hakkında Tebliğ" ve Uluslararası Değerleme Standartları kapsamında yürütüldüğünü ve tüm yönleriyle ilgili standartlara uygun olduğunu beyan ederiz.

Saygılarımızla,

A1 Capital Yatırım Menkul Değerler A.Ş.


Esentepe Mah. Büyükdere Cad. Levent Plaza
Blok No: 173 İç Kapı No: 29 Şişli/İstanbul
Zincirlikuyu V.D. İşletme No: 435 21 Tic. Sic. No: 270117
Meris 033600452100345 www.a1capital.com.tr

Ahmet Hulusi KONUK
Genel Müdür Yardımcısı


Sertan KARGIN
Genel Müdür Yardımcısı

Ek 3: Lisans Belgeleri

Sertan Kargin



Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3
Lisansı

22.01.2006

1.06.2016

4.10.2023

202976

Aktif Lisans



Türev Araçlar Lisansı

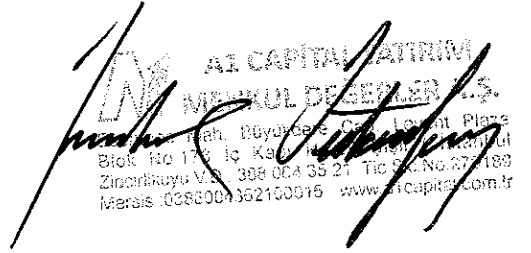
20.12.2015

20.04.2016

28.12.2024

307458

Aktif Lisans


AI CAPITAL Yatırım
MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Nispetiye Mah. Büyükdere Caddesi Kat: 10. Kat
Blok: No 173, İç Kısım Kat: 10. Kat
Zincirlikuyu V.B. 308 064 35 21 Tic Sic. No: 27 189
Mersis: 0386004352100015 www.aicapital.com.tr