

6.2.2. Projeksiyonlarda Kullanılan Para Birimi

Şirket'in faaliyet gösterdiği sektör ve alım-satım konu olan ürünlerin yüksek ağırlıklı olarak döviz ve/veya döviz bazlı (ABD Doları "USD") olarak fiyatlanmaktadır. Şirket 2021, 2022, ve 2023 yıllarında brüt satışlarının sırasıyla %45,4, %55,0 ve %66,9'unu yurt dışına gerçekleştirmiştir. 2023/06 ve 2024/06 dönemlerinde ise sırasıyla satışlarının %59,7 ve %62,4'ünü yurt dışına gerçekleştirmiştir. Şirket'in gider kalemlerinin fiyatlamaları da yüksek ağırlıklı olarak USD cinsinden veya USD bazlı olarak gerçekleştirilmektedir. Bu sebeplerle indirgenmiş nakit akımları analizinde baz alınan projeksiyonlar ve bunlara göre hesaplanan değerler ABD Doları cinsindendir.

Şirket'in finansal tabloları ile önceki dönemlere ait karşılaştırmalı tüm tutarlar, TMS 29 uyarınca Türk Lirasının genel satın alma gücünde meydana gelen değişimlere göre düzeltilmiş ve nihayetinde Türk Lirasının 30 Haziran 2024 tarihindeki satın alma gücü cinsinden ifade edilmiştir. Bu sebeple mali tablo kalemlerinin ABD Doları'na çevrilmesinde **30.06.2024 Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Döviz Satış kuru** baz alınmıştır.

Dönem	30.06.2024
Dönem Sonu USD/TL	32,8853

TCMB Döviz Satış Kurları - Kaynak: Rasyonet

6.2.3. Makroekonomik Varsayımlar

İNA değerlemesi için kullanılan makroekonomik verilerin tahmini için 2024 – 2030 yılları için Deniz Yatırım öngörülleri kullanılmıştır. ABD\$ /TL paritesi projeksiyonunda 2024 – 2030 yılları arasında Türkiye ve ABD için öngörülen enflasyonları üzerinden hesaplama yapılarak tahmin edilmiştir. Türkiye, ABD enflasyonları, ortalama ABD\$/TRY projeksiyonları aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

Makroekon. Tahminler	2021	2022	2023	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T
TL enflasyon yıl sonu	36,1%	64,3%	64,8%	45,0%	35,0%	25,0%	22,0%	20,0%	18,0%	16,0%
USD enflasyon yıl Sonu	7,0%	6,5%	3,4%	2,8%	2,3%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%

6.2.4. Satışlar – Genel Görünüm

Şirket satışlarını dağıtım kanalı bazında modern kanal, geleneksel kanal ve ihracat olmak üzere 3 kanal üzerinden takip etmektedir. Mevcut durumda üretilen mamul gruplarının satışları sert şekerlemeler, draje, yumuşak şekerlemeler, sıvı şekerlemeler ve butik çikolata olarak beşe ayrılmaktadır Şirket, sert şeker kategorisinde ağırlıklı olarak iç piyasa satış kanallarına kapasite ayırırken, çığnenebilir yumuşak şeker ve çığnenebilir draje kategorilerinde ise ağırlıklı olarak ihracat kanallarına kapasite ayırmaktadır. Bu nedenle ürün grubu bazında satış kanalı dağılımına incelendiğinde bu yönde bir ağırlık oluşmaktadır. Şirket, ilerleyen dönemde organik veya şekersiz içerikler ile üretilen sert şekerleme kategorileri ile ihracat kanalında büyümeyi hedeflerken, yeni devreye alınan kapasitelerin katkısıyla da iç piyasa satış kanallarına daha fazla çığnenebilir draje ve yumuşak şeker kapasitesi ayırmayı hedeflemektedir.

Şirket, 2023 yılında tamamlanan çikolata hattına ek olarak 2025 yılında sıkı şeker hattı yatırımı, 2026 yılında jelly hattı yatırımı yaparak üretilen mamul gruplarının çeşidini artırmayı ve ürün portföyünü genişletmeyi hedeflemektedir. Bununla birlikte indirgenmiş nakit akımları analizinde Şirket'in planlamalarını tamamladığı ve ilgili dönemlerde gerçekleştirilmeyi planladığı Jelly ve sıkı şeker yatırımları dikkate alınmamıştır.

6.2.5. Satış Projeksiyonları

Aşağıda yer alan tablolarda; Durukan Şekerleme'nin 2024 – 2030 dönemlerine ilişkin Şirket tarafından projekte edilen satış tutarları yer almaktadır. Satış gelirlerine ulaşmak için ürün grubu bazında satış miktarı ve birim satış fiyatı tahmin edilerek satış tutarına ulaşılmıştır. 2030 yılında satış miktarlarına ilişkin olarak herhangi bir büyüme öngörülmemiştir. Yurt içi ve yurt dışı satış fiyatları öngörülen USD enflasyonuna paralel olarak artırılmıştır.

Satış, mn USD	2021*	2022*	2023*	2023/06*	2024/06*	2024 Y2	2024T
Dön. Sonu Kap.	9.000	10.500	18.700	17.450	22.700	22.700	22.700
Efektif Kapasite	8.375	9.750	16.025	6.988	10.350	11.350	21.700
Satış (ton)	4.941	6.539	7.663	3.119	4.665	5.204	9.869
KKO (%)	59,0%	67,1%	47,8%	44,6%	45,1%	45,9%	45,5%
Yurt İçi	8,2	11,5	10,1	5,2	5,8	6,1	11,9
Yurt Dışı	6,8	14,1	20,4	7,8	9,7	11,7	21,4
İade İskontolar	-0,2	-0,8	-0,7	-0,5	-0,2	0,0	-0,2
Net Satışlar	14,9	24,7	29,8	12,5	15,4	17,8	33,1
Değişim		66,41%	20,28%				11,28%

*TMS 29 uygulanmış ve 30.06.2024 TCMB USD döviz satış kuruna (32,89 TL) bölünmüş tutarlardır.

Satış, mn USD	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T
Dön. Sonu Kap.	26.700	29.000	29.000	29.000	29.000	29.000
Efektif Kapasite	23.700	27.275	29.000	29.000	29.000	29.000
Satış (ton)	10.862	12.403	13.700	14.705	14.945	14.945
KKO (%)	45,8%	45,5%	47,2%	50,7%	51,5%	51,5%
Yurt İçi	12,9	14,4	15,8	16,7	17,2	17,5
Yurt Dışı	26,2	32,0	37,1	41,6	43,4	44,3
İade İskontolar	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Net Satışlar	39,0	46,3	52,9	58,3	60,6	61,8
Değişim	17,28%	18,63%	14,19%	10,28%	3,91%	2,00%

Şirket'in satışlarının yurt içi ve yurt dışında öngörülen büyümesindeki temel etkenler satış miktarındaki ve fiyatlardaki artıştır. 2024 yılı için Şirket'in güncel satış fiyatları ve bütçe tahminleri kullanılırken, 2025 – 2030 dönemleri arasında öngörülen birim fiyatlar tahmin edilen enflasyon ile artırılmıştır.

Projeksiyon döneminde; Şirket'in ürün sepetindeki katma değerli ürünlerin ağırlığının artırması ve ürün portföyünün çeşitlenmesi ile ürün birim fiyatlarının enflasyonun üzerinde artması beklenmesine karşılık muhafazakar tarafta kalınarak tahmin edilen enflasyon oranı kadar artış öngörülmüştür.

Şirket'in efektif üretim kapasitesinin 2027 yılında 2023 yılına kıyasla yaklaşık %81,0 oranında artması planlanmaktadır. Şirket'in satış miktarının da artan kapasite ve ürün sepetinin değişmesine bağlı olarak artacağı öngörülmüştür. 2030 yılında kapasite kullanım oranının yaklaşık %51,5 seviyesinde olacağı varsayılmıştır. Projeksiyon dönemi olan 2024 – 2030 dönemleri arasında ise ortalama kapasite kullanım oranının muhafazakar yaklaşımla %48,3 seviyesinde olacağı öngörülmüştür.

Durukan Şekerleme satışlarında mevsimsellik bulunmaktadır. Gümrük birliği anlaşması kapsamında Avrupa Birliği'nin şekerleme ürünleri özelinde kota uygulaması bulunmaktadır. Bu uygulama kapsamında Şirket'in müşterileri aralık ayında alımlarını artırmaktadır. Ayrıca, yaz tatilinin bitışı ve okula dönüşle birlikte şekerleme ürünlerine olan talebin arttığı gözlemlenmektedir. Dolayısıyla Şirket'in satışlarında kasım aralık aylarında yoğunlaşma olmaktadır.

Sert Şeker

Sert şeker satışlarının 2021, 2022, 2023 yıllarında ve 2024/06 dönemi TMS 29 uygulanmış tutarları ve 2024 – 2030 dönemlerine ilişkin projeksiyonları aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

Sert Şeker. mın USD	2021*	2022*	2023*	2023/06*	2024/06*	2024 Y2	2024T
Dön. Sonu Kap.	6.500	8.000	11.500	11.500	11.500	11.500	11.500
Efektif Kapasite	6.500	7.250	10.625	4.875	5.750	5.750	11.500
Satış (ton)	3.769	4.542	4.556	1.778	3.184	3.182	6.366
KKO (%)	58,0%	62,7%	42,9%	36,5%	55,4%	55,3%	55,4%
Satışlar mın USD	8,0	11,9	15,4	5,4	9,0	9,2	18,2
Değişim		48,8%	29,4%				18,5%

*TMS 29 uygulanmış ve 30.06.2024 TCMB USD döviz satış kuruna (32,89 TL) bölünmüş tutarlardır.

Sert Şeker. mın USD	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T
Dön. Sonu Kap.	11.500	11.500	11.500	11.500	11.500	11.500
Efektif Kapasite	11.500	11.500	11.500	11.500	11.500	11.500
Satış (ton)	6.325	6.613	6.900	6.900	6.900	6.900
KKO (%)	55,0%	57,5%	60,0%	60,0%	60,0%	60,0%
Satışlar mın USD	18,6	19,9	21,1	21,6	22,0	22,4
Değişim	2,1%	6,8%	6,4%	2,0%	2,0%	2,0%

Şirket, 2023'ün ilk yarısında tamamladığı yatırım ile sert şeker üretim hatlarına ilişkin kapasite artırımlarını tamamlamıştır. Sert şeker satış miktarının 2027 yılına kadar kademeli olarak artacağı öngörülmüştür. 2027 yılından itibaren satış miktarında artış öngörülmemiştir. Bu çerçevede Şirket'in sert şeker üretim kapasitesinin kullanım oranının %60 seviyesine kadar yükseleceği, 2024-2030 ortalama kapasite kullanım oranının ise %58,3 olacağı varsayılmıştır. Şirket, 2023 yılında yurt dışındaki ünlü bir marka için şekersiz şekerleme üretimi yapmaya başlamış ve satışını gerçekleştirmektedir. Durukan Şekerleme, sert şeker kategorisinde yurt dışı satışlarını özellikle organik şekerleme, şekersiz şekerleme, vitamin ve mineral katkılı şekerleme gibi katma değerli ürünlere bağlı olarak artırmayı planlamaktadır. Şirket'in Pretty Up Markası, şekersiz lolipop ve Dünya'da ilk kez üretilen şekersiz sakız dolgulu şekersiz top ve yassı lolipopların markasıdır. Alerjen içermeyen, glutensiz ve vegan içeriklidir. Bu ürünün sert şeker satışlarını pozitif etkileyeceği öngörülmektedir. Şirket'in katma değeri yüksek ve tüketici trendlerine uygun ürünleri, artan satış kapasitesi ve mevcut ve artan bağlantıları, dağıtım ağı ve tecrübesiyle satışlarının projeksiyon döneminde kademeli olarak artacağı varsayılmıştır.

2023 yılı satışlarında katma değerli ürünlerin ağırlığı artmış, bu durum ortalama birim fiyatların 2022 yılına kıyasla hızlı yükselmesine sebep olmuştur. Şirket yönetimi tarafından sert şeker ürünü olan organik top lolipop ürününün birim satış fiyatının; organik olmayan klasik, katma değeri sınırlı olan lolipop ürününün satış fiyatının yaklaşık altı katı olduğu beyan edilmiştir. Bu çerçevede Şirket'in satış fiyatlarının; özellikle katma değerli ürünlere artan taleple beraber ürün sepetinin değişmesiyle 2025 – 2030 arasında fiyatların enflasyonun üzerinde artacağı öngörülmesine karşılık finansal modelde fiyatlar, enflasyona paralel olarak artırılmıştır. Yurt içinde ise 2024 yılının ikinci yarısı için fiyat tahmininde Şirket'in güncel satış fiyatı ve bütçe tahmini kullanılırken 2025 – 2030 arasında enflasyona paralel olarak artacağı tahmin edilmiştir.

Yumuşak Şeker

Yumuşak şeker satışlarının 2021, 2022 ve 2023 yıllarında ve 2024/06 dönemi TMS 29 uygulanmış tutarları ve 2024 – 2030 dönemlerine ilişkin projeksiyonları aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

Yum. Şek. mın USD	2021*	2022*	2023*	2023/06*	2024/06*	2024 Y2	2024T
Dön. Sonu Kap.	1.250	1.250	2.500	1.250	6.500	6.500	6.500
Efektif Kapasite	625	1.250	1.563	625	2.250	3.250	5.500
Satış (ton)	467	1.146	1.738	785	780	1.300	2.080
KKO (%)	74,7%	91,7%	111,2%	125,7%	34,6%	40,0%	37,8%
Satışlar mın USD	1,1	4,6	7,3	3,5	3,1	5,1	8,1
Değişim		326,0%	57,3%				11,3%

*TMS 29 uygulanmış ve 30.06.2024 TCMB USD döviz satış kuruna (32,89 TL) bölünmüş tutarlardır.

Yum. Şek. mın USD	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T
Dön. Sonu Kap.	10.500	10.500	10.500	10.500	10.500	10.500
Efektif Kapasite	7.500	10.500	10.500	10.500	10.500	10.500
Satış (ton)	2.813	3.675	4.200	4.725	4.725	4.725
KKO (%)	37,5%	35,0%	40,0%	45,0%	45,0%	45,0%
Satışlar mın USD	11,1	14,8	17,3	19,8	20,2	20,6
Değişim	36,7%	33,5%	16,6%	14,8%	2,0%	2,0%

Şirket, yumuşak şeker üretim kapasitesini 2023'ün üçüncü çeyreğinde tamamladığı yatırımla 2022 yılına kıyasla iki katına çıkarmıştır. Şirket, 2024'ün ilk çeyreğinde bu üründe yeni kapasite yatırımını tamamlayarak devreye almıştır. Durukan Şekerleme'nin 2024 yılının ilk çeyreğinde tamamladığı yatırımla yumuşak şeker üretim kapasitesi 2023 yıl sonuna kıyasla %160 artmıştır. Şirket'in 2025 yılında gerçekleştirmeyi planladığı kapasite artırımı yatırımları bulunmaktadır. 2025 yılındaki yatırımın tamamlanmasıyla Şirket'in yumuşak şeker üretim kapasitesi 2023 yıl sonuna kıyasla yaklaşık 4,2 katına çıkacaktır. Şirket, yumuşak şeker kategorisinde şerit şeker ve toffee ürünlerinin satışını takip etmektedir. Yumuşak şeker satış miktarının 2028 yılına kadar kademeli olarak artacağı öngörülmüşken 2029 ve 2030 yılları için satış miktarında artış öngörülmemiştir. Şirket, satış miktarının artan kapasiteyle ve TÜBİTAK projesi kapsamında geliştirdiği şerit şeker ürününe olan yüksek talebe bağlı olarak artacağını öngörmektedir. 2028 yılında Şirket'in kapasite kullanım oranının %45,0 seviyesinde olacağı öngörülmüşken projeksiyon döneminde ortalama kapasite kullanım oranının %41,3 seviyesinde olacağı varsayılmıştır.

Yumuşak şeker ürününde Şirket, 2024 yılının ilk çeyreğinde yeni hat kurulumu sürecinde, yumuşak şeker ürününde yeni kapasite kurulumu sırasında geçici kapasite kaybı yaşamıştır. Bu sebeple 2024 yılının ilk yarısında satış miktarı ve kapasite kullanım oranında düşüş gerçekleşmiştir.

Şirket'in yumuşak şeker kategorisindeki satışları ağırlıklı olarak yurt dışına gerçekleştirilmektedir. Yurt dışında 2024 yılının ikinci yarısı için fiyat tahmininde Şirket'in güncel satış fiyatı ve bütçe tahmini kullanılırken 2025 – 2030 arasında enflasyona paralel olarak artacağı tahmin edilmiştir.

Yurt içinde 2024 yılı fiyat tahmininde Şirket'in güncel satış fiyatı ve bütçe tahmini kullanılırken 2025 – 2030 arasında enflasyona paralel olarak artacağı tahmin edilmiştir.

Draje

Draje satışlarının 2021, 2022 ve 2023 yıllarında ve 2024/06 dönemi TMS 29 uygulanmış tutarları ve 2024 – 2030 dönemlerine ilişkin projeksiyonları aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

Draje, mın USD	2021*	2022*	2023*	2023/06*	2024/06*	2024 Y2	2024T
Dön. Sonu Kap.	1.250	1.250	2.500	2.500	2.500	2.500	2.500
Efektif Kapasite	1.250	1.250	2.188	938	1.250	1.250	2.500
Satış (ton)	705	851	1.245	504	676	672	1.349
KKO (%)	56,4%	68,0%	56,9%	53,7%	54,1%	53,8%	54,0%
Satışlar mın USD	3,1	5,6	5,6	2,8	2,8	2,8	5,7
Değişim		84,0%	-1,0%				1,5%

*TMS 29 uygulanmış ve 30.06.2024 TCMB USD döviz satış kuruna (32,89 TL) bölünmüş tutarlardır

Draje, mn USD	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T
Dön. Sonu Kap.	2.500	4.800	4.800	4.800	4.800	4.800
Efektif Kapasite	2.500	3.075	4.800	4.800	4.800	4.800
Satış (ton)	1.500	1.845	2.280	2.760	3.000	3.000
KKO (%)	60,0%	60,0%	47,5%	57,5%	62,5%	62,5%
Satışlar mn USD	6,4	8,1	10,2	12,5	13,9	14,2
Değişim	13,3%	25,6%	26,0%	23,5%	10,9%	2,0%

Şirket, draje üretim kapasitesini 2023'ün ilk yarısında tamamladığı yatırımla iki katına çıkarmış olup 2026 yılına planladığı yatırımla, 2026 dönem sonundaki kapasiteyi 2023 yıl sonu kapasitesine kıyasla mevcut kapasiteyi %92 oranında artırmayı hedeflemektedir. Draje satışları ağırlıklı olarak yurt dışına yapılmaktadır. Projeksiyon döneminde de draje satışlarının ağırlıklı olarak yurt dışına gerçekleştirileceği öngörülmektedir. Şirket'in draje satış miktarının 2029 yılına kadar kademeli olarak artacağı öngörülmüşken, 2030 yılı için satış miktarında artış öngörülmemiştir. Şirket'in yurt dışı satış miktarının; artan kapasiteye, mevcut ve yeni müşterilerle kurulan yeni bağlantılar ile satış miktarını artırmak için gerçekleştireceği fiyat indirimlerine bağlı olarak yükseleceği öngörülmüştür. Şirket mevcut durumda özel markalı ürün üretimi gerçekleştirdiği Amerika'nın en büyük şekerleme şirketlerinden biri olan firmayla olan anlaşmasına ek olarak iki yeni firmayla özel markalı ürün üretimi gerçekleştirmek için anlaşma yapmıştır. Yurt dışında 2024 yılının ikinci yarısı için fiyat tahmininde Şirket'in güncel satış fiyatı ve bütçe tahmini kullanılırken Satış birim fiyatlarının 2025 - 2030 yılları arasında öngörülen enflasyona paralel olarak artacağını öngörülmüştür. 2024 yılı yurt içi fiyatları için Şirket'in güncel fiyatı ve bütçe tahminleri kullanılırken 2025-2030 yılları arasında yurt içi satış fiyatlarının enflasyona paralel şekilde artacağı öngörülmüştür. Şirket'in draje ürününde 2030 yılında kapasite kullanım oranının %62,5 seviyesinde olacağı tahmin edilirken projeksiyon döneminde ortalama kapasite kullanım oranının %57,7 seviyesinde olacağı varsayılmıştır.

Çikolata

Şirket'in çikolata satış tutarlarına ilişkin 2025 – 2030 dönemlerine ilişkin projeksiyonları aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

Çikolata, mn USD	2021*	2022*	2023*	2023/06*	2024/06*	2024 Y2	2024T
Dön. Sonu Kap.	0	0	200	200	200	200	200
Efektif Kapasite	0	0	150	50	100	100	200
Satış (ton)	0	0	0	0	0	0	0
KKO (%)			0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Satışlar mn USD	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Değişim							

Çikolata, mn USD	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T
Dön. Sonu Kap.	200	200	200	200	200	200
Efektif Kapasite	200	200	200	200	200	200
Satış (ton)	20	20	20	20	20	20
KKO (%)	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%
Satışlar mn USD	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
Değişim		2,1%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%

Şirket, 2023'ün ilk yarısında Ar-Ge çalışmalarının neticesinde çikolata hattı yatırımını tamamlamıştır. Şirket, kaplamalı butik çikolata üretimi ve satışını gerçekleştirmeyi planlamaktadır. Şirket'in çikolata satış miktarının projeksiyon dönemi boyunca sabit kalacağı varsayılmıştır. Muhafazkar tarafta kalınarak Şirket'in sınırlı bir kapasite kullanımıyla çikolata

satışlarına 2025 yılında başlayacağı projekte edilmiştir. Fiyatların enflasyona paralel olarak artacağı varsayılmıştır.

Ticari Ürünler

Şirket, dönemsel olarak ticari mal kategorisinde değerlendirilen çeşitli ürünleri dışarıdan tedarik ederek satışını gerçekleştirmektedir. Muhafazakar tarafta kalınarak 2024 – 2030 yıllarında ticari ürün satışı öngörüsü yapılmamıştır.

Sıvı Şeker

Şirket'in sıvı şeker satış tutarlarının 2024 – 2030 dönemlerine ilişkin projeksiyonları aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

Sıvı Şeker, mın USD	2021*	2022*	2023*	2023/06*	2024/06*	2024 Y2	2024T
Dön. Sonu Kap.	0	0	0	2.000	2.000	2.000	2.000
Efektif Kapasite	0	0	1.500	500	1.000	1.000	2.000
Satış (ton)	0	0	124	51	25	50	75
KKO (%)			8,3%	10,2%	2,5%	5,0%	3,8%
Satışlar mın USD	0,0	0,0	0,9	0,4	0,2	0,6	0,8
Değişim							-7,8%

*TMS 29 uygulanmış ve 30.06.2024 TCMB USD döviz satış kuruna (32,89 TL) bölünmüş tutarlardır

Sıvı Şeker, mın USD	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T
Dön. Sonu Kap.	2.000	2.000	2.000	2.000	2.000	2.000
Efektif Kapasite	2.000	2.000	2.000	2.000	2.000	2.000
Satış (ton)	205	250	300	300	300	300
KKO (%)	10,2%	12,5%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%
Satışlar mın USD	2,6	3,3	4,0	4,1	4,2	4,3
Değişim	228,6%	24,8%	22,4%	2,0%	2,0%	2,0%

Şirket, 2023'ün ikinci çeyreğinde sıvı şeker yatırımını tamamlamış olup satışlara başlamıştır. Projeksiyon döneminde satış miktarının kademli olarak artacağı öngörülmektedir. Kapasite kullanım oranının 2027 yılında %15 seviyesine kadar yükselmesi beklenirken, devam eden yıllar için ise miktarsal büyüme öngörülmemiştir. Projeksiyon döneminde yurt içi ve yurt dışı birim satış fiyatlarının sırasıyla beklenen enflasyon oranlarına paralel olarak artacağı öngörülmüştür.

Projeksiyonlara Dahil Edilmeyen Planlanan Yatırımlar

Sıkı Şeker

Şirket, sıkı şeker hattını 2025 yılında tamamlamayı ve satışına başlamayı planlamaktadır. Şirket, bu ürün kategorisinde katma değerli ve yükselen sağlıklı yaşam trendlerine uygun ürünler üretmeyi planlamaktadır ve bu ürünlerin yüksek talep göreceğini beklemektedir. Şirket yönetimi tarafından bu kategoride satılacak ürünlerin üretim süreçleri ve reçetelerinin Ar-Ge süreçlerinde önemli aşamalar kaydedildiği ve üretim için gerekli altyapı çalışmalarının mevcut olduğu beyan edilmiştir. **Bu üründen elde edilmesi planlanan gelirlere projeksiyonlarda yer verilmemiştir.**

Jelly

Şirket, ilk jelly hattı yatırımını 2026 yılında devreye almayı planlamaktadır. Jelly ürünü için Ar-Ge çalışmalarına ve söz konusu yatırımlar için fizibilite çalışmalarına başlanmıştır. Şirket'in Ar-Ge ekibi Almanya'da ilgili ürünün geliştirilmesi için eğitimlere katılmıştır. Şirket, hali hazırda jelly ürününe benzer jellynin daha kompleks bir formunu geliştirme sürecini tamamlamış bu sürece ilişkin TUBİTAK projesini başarıyla tamamlamıştır.

Şirket üretim kapasitesini 2026 yılının sonunda 2024, 2025 ve 2026 yıllarında yumuşak şeker ve draje ürünlerinde gerçekleştireceği yatırımlarla 2023 yıl sonuna kıyasla yaklaşık %55,1 oranında artırmayı planlamaktadır. 2024 yılı için planlanan yumuşak şeker kapasite artış yatırımı ilk çeyrek itibarıyla tamamlanmıştır. Yumuşak şeker ve draje yatırımlarına ek olarak Şirket, sıkı şeker ve jelly ürünlerine yatırım yapmayı planlamaktadır ancak bu yatırımlar projeksiyonlara dahil edilmemiştir. Dolayısıyla artan kapasite ve artan üretimin yaratacağı ölçek ekonomisinin marjları olumlu etkileyeceği öngörülmektedir. Yumuşak şeker ve draje ürünleri katma değeri ve karlılığı yüksek ürünlerdir. Artan kapasiteyle satılan ürün sepetinde karlılığı yüksek ürünlerin ağırlığı artacağı varsayılmış, değişen ürün sepetinin brüt kar marjına olumlu yansıtacağı öngörülmüştür.

Şirket, 2025 yılında çatı GES yatırımını tamamlamayı hedeflemektedir. Bu yatırım neticesinde enerji maliyetlerinin düşmesi ve brüt kar marjını olumlu etkilemesi beklenmektedir. Şirket yönetimi, artan üretimle birlikte Şirket'in tedarikçilerine karşı pazarlık gücünün artacağını ve avantajlı şartlar ile yapılacak tedarikin marjları pozitif etkileyeceğini öngörmektedir. Bu çerçevede brüt kar marjının 2027 yılında %36,0 seviyesinde dengeleneceği öngörülmüştür.

6.2.7. Faaliyet Giderleri

Durukan Şekerleme'nin faaliyet giderleri Pazarlama, Satış ve Dağıtım giderleri ile Genel Yönetim giderleri ve araştırma geliştirme giderlerinden oluşmaktadır.

Genel Yönetim Giderleri

Genel yönetim giderlerine ilişkin projeksiyonlar aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

GYG – mn USD	2021*	2022*	2023*	2023/06*	2024/06*	2024 Y2	2024T
Genel Yönetim Giderleri	-0,4	-0,7	-1,6	-0,7	-1,1	-1,1	-2,2
Genel YG/ Satışlar	-2,8%	-2,8%	-5,5%	-5,8%	-7,0%	-6,1%	-6,5%

*TMS 29 uygulanmış ve amortisman çıkarılmış ve 30.06.2024 TCMB USD döviz satış kuruna (32,89 TL) bölünmüş tutarlardır

GYG – mn USD	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T
Genel Yönetim Giderleri	-2,2	-2,2	-2,3	-2,3	-2,4	-2,4
Genel YG/ Satışlar	-5,6%	-4,8%	-4,3%	-4,0%	-3,9%	-3,9%

Genel yönetim giderleri projeksiyonuna ilişkin olarak enflasyon, büyüyen operasyonlar dikkate alınarak projeksiyonlar oluşturulmuştur. Artan kapasite ve oluşacak ölçek ekonomisiyle genel yönetim giderlerinin satışlara oranının kademeli olarak azalarak %3,9 seviyesinde dengeleneceği varsayılmıştır.

Pazarlama, Satış ve Dağıtım Giderleri

Pazarlama, satış ve dağıtım giderleri projeksiyonları aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

Paz. Giderleri – mn USD	2021*	2022*	2023*	2023/06*	2024/06*	2024 Y2	2024T
Pazarlama Giderleri	-1,1	-1,5	-1,9	-1,0	-1,3	-0,9	-2,3
Paz. Giderleri / Satışlar	-7,6%	-6,2%	-6,5%	-8,0%	-8,8%	-5,1%	-6,8%

*TMS 29 uygulanmış ve amortisman çıkarılmış ve 30.06.2024 TCMB USD döviz satış kuruna (32,89 TL) bölünmüş tutarlardır

Paz. Giderleri – mn USD	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T
Pazarlama Giderleri	-2,6	-2,9	-3,3	-3,6	-3,7	-3,8
Paz. Giderleri / Satışlar	-6,6%	-6,4%	-6,2%	-6,1%	-6,1%	-6,1%

2022 yılında Şirket'in ihracatındaki artış, global ölçekte yükselen navlun fiyatları, enerji maliyetleri Şirket'in ihracat ve navlun giderleri ile nakliye ve kargo giderlerinde artışa sebep

olmuştur. Ayrıca artan personel ücretleriyle personel giderleri de yükselmiştir. Şirket'in 2022 yılında; yeni pazarlara girerek yeni müşteri bağlantıları kurmak amacıyla katlandığı danışmanlık giderleri, ilan ve reklam giderleri ve seyahat giderleri artış göstermiştir. Pazarlama giderlerinin 2021, 2022 ve 2023 yıllarında ve 2024/06 döneminde satışlara oranı sırasıyla %7,6, %6,2 ve %6,5 ve %8,8'dir. Pazarlama, satış ve dağıtım giderleri projeksiyonunda; TÜFE, satış tutarı ve miktarındaki artış, personel ücretleri, yurt dışı satışlarındaki artış buna bağlı olarak yükselecek giderler dikkate alınarak projeksiyon gerçekleştirilmiştir. Şirket'in pazarlama satış ve dağıtım giderlerinin satışlara oranının %6,1'de dengeleneceği öngörülmüştür.

Araştırma ve Geliştirme Giderleri

Araştırma geliştirme giderleri projeksiyonları aşağıdaki tabloda yer almaktadır. Net satışların %0,4'ü kadar araştırma geliştirme harcamalarının devam edeceği varsayılmıştır.

Ar-Ge - mn USD	2021*	2022*	2023*	2023/06*	2024/06*	2024 Y2	2024T
Ar- Ge Giderleri	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
Ar -Ge / Satışlar	-1,1%	-0,3%	-0,4%	-0,7%	-0,5%	-0,4%	-0,4%

*TMS 29 uygulanmış ve amortisman çıkarılmış ve 30.06.2024 TCMB USD döviz satış kuruna (32,89 TL) bölünmüş tutarlardır

Ar-Ge - mn USD	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T
Ar- Ge Giderleri	-0,2	-0,2	-0,2	-0,3	-0,3	-0,3
Ar -Ge / Satışlar	-0,4%	-0,4%	-0,4%	-0,4%	-0,4%	-0,4%

Faaliyet Giderleri

Faaliyet giderleri projeksiyonları aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

Faal Gid. - mn USD	2021*	2022*	2023*	2023/06*	2024/06*	2024 Y2	2024T
Faal Giderleri	-1,7	-2,3	-3,7	-1,8	-2,5	-2,1	-4,6
Faaliyet Gid. / Satışlar	-11,5%	-9,4%	-12,3%	-14,4%	-16,3%	-11,6%	-13,7%

*TMS 29 uygulanmış ve amortisman çıkarılmış ve 30.06.2024 TCMB USD döviz satış kuruna (32,89 TL) bölünmüş tutarlardır

Faal Gid. - mn USD	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T
Faal Giderleri	-4,9	-5,4	-5,8	-6,2	-6,4	-6,5
Faaliyet Gid. / Satışlar	-12,6%	-11,6%	-11,0%	-10,6%	-10,5%	-10,5%

Şirket'in faaliyet giderlerinin satışlarına oranı 2021, 2022 ve 2023 yıllarında ve 2024/06 döneminde %11,5 %9,4, %12,3 ve %16,3'tür. Genel yönetim giderleri, pazarlama giderleri, araştırma geliştirme giderlerine ilişkin yapılan çalışmalarla oluşturulan projeksiyonların neticesinde Şirket'in faaliyet giderlerinin satışlarına oranının %10,5 seviyelerinde dengeleneceği öngörülmektedir.

6.2.8.FAVÖK ve FAVÖK Marjı

Satışlar, maliyetler ve faaliyet giderleri bölümlerinde açıklanan projeksiyonlar sonucunda öngörülen faiz amortisman ve vergi öncesi kar tutarları aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

FAVÖK mn USD	2021*	2022*	2023*	2023/06*	2024/06*	2024 Y2	2024T
FAVÖK	2,1	4,6	7,7	2,6	4,9	4,3	9,2
FAVÖK Marjı	13,9%	18,6%	26,0%	20,7%	31,6%	24,4%	27,7%

*TMS 29 uygulanmış tutarlar üzerinden hesaplanmış, esas faaliyetlerden diğer gelirler ve giderler dahil edilmemiştir.

FAVÖK mn USD	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T
FAVÖK	8,5	10,8	13,2	14,8	15,5	15,8
FAVÖK Marjı	21,9%	23,4%	25,0%	25,4%	25,5%	25,5%

Şirket'in 2021, 2022 ve 2023 yıllarında FAVÖK marjları sırasıyla %13,9, %18,6 ve %26,0'dır. FAVÖK marjının %25,5 seviyesinde dengelenmesi beklenmektedir.

DENİZ YATIRIM
MENKUL KIYMETLER A.Ş.
Büyükdere Cad. No: 141
Etiler 34394 Şişli - İSTANBUL
Tic.Sic.No:388440
www.denizyatirim.com
Mersis No: 0291-0110-7830-0001000001

Amortisman

Amortisman giderleri projeksiyonlar aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

Amortisman mn USD	2021*	2022*	2023*	2023/06*	2024/06*	2024 Y2	2024T
Amortisman	-1,1	-2,3	-1,9	-1,9	-1,0	-0,9	-2,0

*TMS 29 uygulanmış ve 30.06.2024 TCMB USD döviz satış kuruna (32,89 TL) bölünmüş tutarlardır

Amortisman mn USD	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T
Amortisman	-1,7	-1,8	-1,8	-1,5	-1,4	-1,3

Şirket'in mevcut varlıkları, sürdürme yatırımları ve yeni yatırımları göz önüne alınarak varlıklarının faydalı ömür süresine göre amortisman tahmini gerçekleştirilmiştir.

6.2.9. Net İşletme Sermayesi

2024 – 2030 dönemlerine ilişkin Şirket'in işletme sermayesi hesaplarına ilişkin projeksiyonlar aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

	Mn TL	Mn TL	Mn TL	Mn TL	Mn USD	Mn USD	Mn USD	Mn USD	Mn USD	Mn USD	Mn USD
İşletme Serm	2021*	2022*	2023*	2024/06*	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T
Ticari alacaklar	97	115	312	441	13,7	11,4	10,9	10,0	9,2	9,6	9,8
İlişkili olm. trf. Diğer alac.	17	16	10	9	0,3	0,4	0,5	0,5	0,6	0,6	0,6
Stoklar	94	291	381	398	11,9	15,8	18,6	20,9	23,0	23,9	24,4
Peşin ödenmiş giderler	19	88	20	14	0,6	0,8	0,9	1,0	1,1	1,2	1,2
Diğer dönen varlıklar	13	31	40	48	1,2	1,6	1,9	2,1	2,3	2,4	2,5
Ticari borçlar	9	89	227	223	4,8	6,3	7,4	8,3	9,2	9,6	9,8
İliş olm. Trf. Diğer Borç.	1	12	5	6	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Ertelenmiş gelirler	4	96	38	33	1,1	1,3	1,5	1,7	1,9	2,0	2,0
Diğer kısa vad. Yük.	1	1	2	3	0,1	0,1	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2
İşlet Serm. İht. Mn TL	223	343	490	646							
İşlet Serm. İht. Mn USD	6,8	10,4	14,9	19,6	21,6	22,0	23,5	24,1	24,8	25,7	26,2
İşletme Serm. İht. Değişim		120	148	155	2,0	0,5	1,4	0,6	0,7	1,0	0,5
NİS / Satışlar	45,6%	42,1%	50,1%	63,9%**	64,8%	56,4%	50,7%	45,5%	42,5%	42,4%	42,4%

İşletme Serm - Gün	2021*	2022*	2023*	2024/06*	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T
Ticari alacaklar	72	52	116	159	150	107	86	69	58	58	58
İlişkili olm. trf. Diğer alac.	15	9	6	6	6	6	6	6	6	6	6
Stoklar	87	163	216	246	225	225	225	225	225	225	225
Peşin ödenmiş giderler	18	49	11	9	11	11	11	11	11	11	11
Diğer dönen varlıklar	12	18	23	30	23	23	23	23	23	23	23
Ticari borçlar	9	50	128	138	90	90	90	90	90	90	90
İlişkili olm. Trf. Diğer bor.	8	50	13	13	13	13	13	13	13	13	13
Ertelenmiş gelirler	3	43	14	12	12	12	12	12	12	12	12
Diğer kısa vad. Yük.	1	1	1	2	2	2	2	2	2	2	2

*TMS 29 uygulanmış ve 30.06.2024 TCMB USD döviz satış kuruna (32,89 TL) bölünmüş tutarlardır

**2024/06 dönemi net satışlarının 2 ile çarpılmasıyla hesaplanan yıllık tutar üzerinden hesaplanmıştır.

Şirket, mevcut durumda yurt dışı satışlarını 30 gün vadeyle gerçekleştirmektedir. Şirket, yurt içindeki müşterilerle ise 75 – 90 gün vadeyle çalışmaktadır. Ticari alacakların yurt dışı satışlarındaki artışa bağlı olarak kademeli olarak gerilemesi beklenmektedir.

Şirket'in diğer alacaklarını temel olarak vergi dairesinden kesinleşmiş KDV alacakları oluşturmaktadır. Geçmiş yıllara paralel olarak bu alacaklara ilişkin tahsil süresi 6 gün olarak öngörülmüştür.

2021, 2022 ve 2023 yıllarında stoklardaki yükselişin temel nedeni Şirket'in ürünlerine artan talep ve artan iş hacmidir. Bununla beraber Şirket'in ana hammaddeleri kristal toz şeker, glikoz

şurubu, ambalaj malzemeleri, renk ve aroma vericiler; döviz veya döviz bazlı olarak fiyatlanmaktadır. Doğrudan yurt dışından tedarik edilen hammaddeler döviz cinsinden fiyatlanmakta, yurt içinden tedarik edilen hammaddelerin tamamının alımı TL cinsinden yapılsa dahi, fiyatları ağırlıklı dövizde endeksli. Bu sebeple Şirket'in hammadde tedarikini döviz kurundaki dalgalanmalar doğrudan etkilemektedir. Dolayısıyla döviz kurlarındaki artış, stokları artıran etkenlerden biri olmuştur. Şirket, ayrıca bu ürünlerdeki yaşanabilecek fiyat artışlarına önlem olarak özellikle 2022 yılında toplu alımlarla stoklarını yükseltmiş, 2023 yılında da stoklu çalışma stratejisi devam ettirmiştir.

2024 ilk yarı sonu itibarıyla, 2024 ortalama kristal toz şeker borsa fiyatı, 2023 ortalama borsa fiyatına göre ise %12,5 düşüş göstermiştir. Şirket'in ana hammadde girdilerinden birisi olan kristal toz şekerdeki fiyat düşüşünde Şirket stoklarını artırma stratejisi izlemiştir. Bu duruma ek olarak Şirket'in satışlarında mevsimsellik bulunmaktadır. Gümrük birliği anlaşması kapsamında Avrupa Birliği'nin şekerleme ürünleri özelinde kota uygulaması bulunmaktadır. Bu uygulama kapsamında Şirket'in müşterileri aralık ayında alımlarını artırmaktadır. Ayrıca, yaz tatilinin bitişi ve okula dönüşle birlikte şekerleme ürünlerine olan talebin arttığı gözlemlenmektedir. Şirket ürünlerine talebin yükseleceğini ön gördüğünden 30.06.2024 itibarıyla stok seviyesini yükseltmiştir.

Projeksiyon döneminde muhafazakar tarafta kalınarak geçmiş dönemlerle paralel bir stok tutma stratejisi sürdüreceği öngörülmüş; stok devir süresi 225 gün olarak modellenmiştir.

Şirket'in peşin ödenmiş giderleri, ağırlıklı olarak tedarikçilerine stok alımları için verdiği avanslardır. Şirket 2022 yılında fiyat artışlarına önlem olarak stoklarını artırmış, buna bağlı olarak da 2022 yılında tedarikçilerine verdiği avans tutarları artmıştır. Ayrıca Şirket'in hammaddelerinin maliyetlerinin önemli bir kısmı döviz bazlıdır, dolayısıyla döviz kurlarındaki yükseliş de peşin ödenmiş giderlerdeki artışta etkili olmuştur. Projeksiyon döneminde döviz kurlarında yükseliş ve fiyatlardaki anlık değişimlere önlem olarak alınan stok alımlarının dolayısıyla stoklar için verilen avansların düşeceği öngörülmesine karşılık muhafazakar tarafta kalmak adına projeksiyon döneminde de geçmişe paralel olarak 11 günlük varsayım ile projeksiyon gerçekleştirilmiştir.

Diğer dönen varlıklar ağırlıklı olarak devreden KDV'den oluşmaktadır. Projeksiyon döneminde geçmiş dönemlere paralel olarak 23 günlük devir süresi öngörülmüştür.

Şirket, mevcut durumda ticari borçlarını 90 – 120 gün vadeyle ödemektedir. Projeksiyon döneminde Şirket'in ticari borçlarını 90 gün vadeyle ödeyeceği varsayılmıştır.

Ertelenmiş gelirler, alınan sipariş avansları ve gelecek aylara ait gelirlerden oluşmaktadır. Gelecek aylara ait gelirler, Şirket'in üretimini tamamlayıp yola çıkmış gümrük beyannamelerinin onaylanmasını bekleyen ürünlerdir. Şirket yurt içinde ve yurt dışında faaliyet gösteren büyük zincir marketler veya tanınmış marka sahibi olup yaygın dağıtım ağına haiz büyük müşteriler için özel markalı (private label) olarak şekerleme ürünleri üretmektedir. 2022 yılından itibaren bazı yurt dışı müşterilerinin özel marka üretim siparişlerinden %35-%50 oranında avans almaya başlamıştır. Bu duruma bağlı olarak ertelenmiş gelirler artış göstermiştir. Şirket'in yeni özel marka üretim anlaşmaları yapması ve yurt dışı satışlarının artacağına öngörülmesi sebebiyle Şirket'in avans alarak gerçekleştirdiği işlemlerin devam edeceği varsayılmıştır. Geçmişe paralel olarak ertelenmiş gelirlere ilişkin projeksiyon gerçekleştirilmiştir.

Şirket'in ilişkili olmayan taraflara diğer borçları; ticari borçlarında yer alıp üretim faaliyeti dışında sınıflanan bakım onarım, elektrik ve finansal kiralama şirketlerinin bakiyesinden oluşmaktadır. Üretim faaliyeti dışında oluşan maliyetler olduğundan faaliyet giderlerine

oranlanarak 2021, 2022, 2023 ve 30.06.2024 dönemi için diğer borç ödeme süresi hesaplanmıştır. Projeksiyon döneminde diğer borç süresinin 13 gün olacağı tahmin edilmiştir.

Şirket'in işletme sermayesinin satışlara oranının 2024 – 2030 yıllarında ortalama %49,2 seviyesinde olacağı öngörülmüştür.

6.2.10. Yatırım Harcamaları

Durukan Şekerleme, üretim süreçlerini iyileştirmek ve verimliliği artırmak amacıyla kuruluşundan bu yana düzenli olarak yatırımlarını devam ettirmektedir. Yeni üretim ve süreç yatırımlarının yanında Şirket'in faaliyetlerini sürdürebilmesi için her yıl satışlarının %1,50'si oranında sürdürme yatırımı harcaması yapması öngörülmüştür.

Şirket, 2024 yılının ilk çeyreğinde 2024 yılı için planladığı yumuşak şeker hattı yatırımını tamamlamıştır. Durukan Şekerleme'nin 2024 yılının ilk çeyreğinde tamamladığı yatırımla yumuşak şeker üretim kapasitesi 2023 yıl sonuna kıyasla %160 artmıştır. Şirket'in 2025 yılında gerçekleştirmeyi planladığı kapasite artırım yatırımı bulunmaktadır. 2025 yılındaki yatırım tamamlanmasıyla Şirket'in yumuşak şeker üretim kapasitesi 2023 yıl sonuna kıyasla yaklaşık 4,2 katına çıkacaktır. Şirket, 2025 yılında yumuşak şeker hattı yatırımına ek olarak çatı GES yatırımı için yatırım harcamaları gerçekleştirmeyi planlamaktadır.

Durukan Şekerleme, 2026 yılında draje hattı yatırımı gerçekleştirmeyi planlamaktadır. Bu yatırımla draje üretim kapasitesinin 2023 yıl sonuna kıyasla %92 oranında artması hedeflenmektedir.

Şirket'in çatı GES, yeni kapasite ve sürdürme yatırımlarıyla projeksiyon dönemi boyunca toplam 10,9 milyon USD yatırım harcaması yapacağı tahmin edilmiştir.

6.2.11. Vergi

Şirket'in vergi ödemeleri öngörülerinde paylarının ilk defa halka arz edildiği hesap döneminden başlamak üzere beş hesap dönemine ait kurum kazançlarına kurumlar vergisi oranının 2 puan indirimli uygulanması dikkate alınmamıştır. Projeksiyon dönemi boyunca %25 olan kurumlar vergisi 1,00 puanlık imalatçı indirimi uygulanarak %24 olacağı varsayılmıştır.

6.2.12. Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM)

Ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti, şirketin özkaynak ve finansal borç maliyetlerinin hesaplanarak, ilgili oranlarla ağırlıklandırılmasına dayanmaktadır. AOSM hesaplamasında; risksiz getiri oranı (Rf), risk primi (Rm – Rf = Risk Primi), Beta(β), kredi faiz oranı(Rd), kurumlar vergisi oranı (T) ile şirketin mevcut ya da hedeflenen finansal borç (D) ve özkaynak (E) büyüklükleri kullanılır. Risk primi (Rm – Rf), yatırımcılar tarafından beklenen getirinin (Rm), risksiz faiz oranından (Rf) farkı olarak ifade edilmektedir.

Buna göre AOSM maliyeti aşağıdaki formüle göre hesaplanır:

$$AOSM = [E/(E+D)] \times (Rf + (\beta \times \text{Risk Primi (Rm-Rf)})) + [D/(E+D)] \times [(Rd \times (1-T))]$$

Aşağıdaki tabloda her bir projeksiyon dönemi ve devam eden değer için hesaplanan Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti ve bileşenleri yer almaktadır:

AOSM		Açıklama
E / (E+D)	67,0%	Özkaynaklar / (Özkaynaklar + Borçlar)
D / (E+D)	33,0%	Borçlar / (Özkaynaklar + Borçlar)
Vergi Oranı (T)	24,0%	%25,0 Kurumlar Vergisi - İmalatçılar için Uygulanan 1,00 puanlık indirim
β - Beta	1,0	Halka arz değerlemesi kapsamında 1,00 olarak dikkate alınmıştır.
Risksiz Getiri (Rf)	7,7%	US900123CM05 11.05.2047 Vadeli Eurobond 28.08.2024 Getirisi
Risk Primi (Rm-Rf)	5,5%	Piyasa Öngörüsü
Kredi Faizi (Rd)	8,8%	Şirket ve Piyasa Öngörüsü
Özsermaye Maliyeti (Ke)	13,2%	$rf + \beta * (rm - rf)$
Borçlanma Maliyeti (Kd)	6,7%	$Rd * (1 - T)$
AOSM	11,0%	$[E / (E + D) * Ke] + [D / (E + D) * Kd]$

Risksiz Getiri (Rf) olarak US900123CM05 ISIN kodlu 11.05.2047 Vadeli Eurobond'un 28.08.2024 tarihli indikatif getirisi dikkate alınmıştır.

Piyasa Risk Primi, genel uygulama itibarıyla %5,00-%6,00 aralığında kullanılmaktadır. Risk Primi, AOSM hesaplamasında %5,50 olarak dikkate alınmıştır.

Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti hesaplamasında Beta – β değeri olarak 1,00 olarak dikkate alınmıştır.

Sonuç olarak; Risksiz Getiri, Risk Primi ve Beta ile hesaplanan **Sermaye Maliyeti %13,2'dir.**

Şirket mevcut durum itibarıyla bankalardan USD cinsinden %7,0 ile %8,0 arasındaki kredi faiz oranlarıyla finansmana ulaşabilmektedir. AOSM hesabında muhafazakar tarafta kalmak adına risksiz getiri oranının %15'i kadar prim eklenerek kredi faiz oranı belirlenmiştir. Bu itibarla Şirket'in Borçlanma Faizi %8,8 ve kurumlar vergisi oranı Şirket'in "imalatçı" statüsünde olması nedeniyle sahip olduğu 1,0 puan indirim ile %24,0 olarak öngörülmüştür. Buna göre Şirket'in vergi sonrası **Borçlanma Maliyeti %6,7'dir.**

30.06.2024 tarihli bağımsız denetimden geçmiş mali tablolara göre Özkaynak – Finansal Borç ağırlıkları sırasıyla %67,0 ve %33,0'tür. Söz konusu oranların gelecek dönemlerde de devam edeceği öngörüsü ile Sermaye Maliyeti ve Borçlanma Maliyeti mevcut Özkaynak – Finansal Borç oranlarına göre ağırlıklandırılarak; **Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti %11,0** olarak hesaplanmaktadır.

6.2.13. Devam Eden Değer Büyümesi, Firma Değeri, Net Finansal Borç ve Şirket Değeri
İlgili bölümlerde açıklanan Serbest Nakit Akımlarının, projeksiyon dönemlerindeki Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyetleri ile indirgenmesi sonucu hesaplanan; İndirgenmiş Nakit Akımları, Devam Eden Değer, Firma Değeri, Net Finansal Borç ve Şirket Değeri'ne ilişkin tablolar aşağıda yer almaktadır. Şirket'in bulunduğu sektör ve ürettiği ürünlerin niteliği dikkate alındığında 2030 ve sonrasındaki nakit akışlarının asgari enflasyon oranı kadar artması beklentilerine karşın, İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi kapsamında Projeksiyonlar'ın son dönemi olan 2030'da enflasyon beklentisi %2,0 iken devam eden değer büyüme oranı muhafazakar yaklaşımla Serbest Nakit Akımları büyümesi %1,0 olarak dikkate alınmıştır.

Serbest Nakit Akımı	2021*	2022*	2023*	2023/06*	2024/0*	2024 Y2	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T
Net Satışlar	14,9	24,7	29,8	12,5	15,4	17,8	33,1	39,0	46,3	52,9	58,3	60,6	61,8
Değişim		66,4%	20,3%				11,3%	17,9%	18,6%	14,2%	10,3%	3,9%	2,0%
SMM	-11,1	-17,8	-18,4	-8,1	-8,0	-11,4	-19,4	-25,6	-30,1	-33,8	-37,3	-38,8	-39,6
Brüt Kar	3,8	6,9	11,4	4,4	7,4	6,4	13,8	13,5	16,2	19,0	21,0	21,8	22,3
Brüt Kar Marjı	25,4%	28,0%	38,3%	35,2%	47,9%	36,0%	41,5%	34,5%	35,0%	36,0%	36,0%	36,0%	36,0%
Faaliyet Gideri	-1,7	-2,3	-3,7	-1,8	-2,5	-2,1	-4,6	-4,9	-5,4	-5,8	-6,2	-6,4	-6,5
Faaliyet Gider Marjı	11,5%	9,4%	12,3%	14,4%	16,3%	11,6%	13,8%	12,6%	11,6%	11,0%	10,6%	10,5%	10,5%
FAVÖK	2,1	4,6	7,7	2,6	4,9	4,3	9,2	8,5	10,8	13,2	14,8	15,5	15,8
FAVÖK Marjı	13,9%	18,6%	26,0%	20,7%	31,6%	24,4%	27,7%	21,9%	23,4%	25,0%	25,4%	25,5%	25,5%
Amortisman (-)	-1,1	-2,3	-1,9	-1,9	-1,0	-0,9	-2,0	-1,7	-1,8	-1,8	-1,5	-1,4	-1,3
Esas Faaliyet Karı**	1,0	2,3	5,8	0,7	3,8	3,4	7,2	6,9	9,1	11,5	13,3	14,1	14,5
Vergi (-)	-24%					-0,8		-1,6	-2,2	-2,8	-3,2	-3,4	-3,5
CAPEX (-)						-0,3		-2,4	-4,7	-0,8	-0,9	-0,9	-0,9
İşletme Serm. – Değişimi (-)						2,0		0,5	1,4	0,6	0,7	1,0	0,5
SNA						1,3		4,1	2,5	9,1	10,1	10,2	10,9

*TMS 29 uygulanmış tutarlardır, SMM ve faaliyet giderlerinde amortisman dahil edilmemiştir.

**Esas faaliyetlerden diğer gelirler ve giderler dahil edilmemiştir.

2024 Y2: 01.07.2024 – 31.12.2024 dönemini ifade etmektedir.

Şirket Değer Hesaplaması	Milyon USD
2024/06 - 2030 Dönemi SNA Bugünkü Değeri (1)	30,5
Devam Eden (Sonsuz) Değerin Bugünkü Değeri (2)	55,3
Firma Değeri (1+2)	85,7
Net Finansal Borç	13,1
Şirket Değeri – 30.06.2024	72,6
Şirket Değeri – 28.08.2024	73,9
28.08.2024 USD /TRY	34,02
Şirket Değeri - milyon TL	2.514

Sonuç olarak; 2024/06 - 2030 dönemi yıllık serbest nakit akımları ve 2030 sonrası devam eden değerlerin %11,0 Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti ve %1,0 devam eden Serbest Nakit Akımı büyüme oranına göre hesaplanan Şirket Değeri 30.06.2024 tarihindeki değeri 72,6 milyon USD'dir. Hesaplanan değerlerin %11,0 AOSM oranıyla rapor tarihine taşınması sonucu Şirket Değeri, 73,9 milyon USD'dir. İndirgenmiş nakit akımları analizinin sonucunda Durukan Şekerleme'nin Şirket Değeri 2.514 milyon TL hesaplanmıştır.

7. Sonuç

Değerleme çalışması kapsamında ilgili bölümlerde detayları açıklanan **Çarpan Analizi yöntemine %50, İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi %50** ağırlık verilerek Durukan Şekerleme'nin **Şirket Değeri 2.432 Milyon TL ve Birim Pay Değeri 24,32 TL** olarak tespit edilmiştir. Söz konusu değerlere %30 halka arz iskontosu uygulanarak **Halka Arz Şirket Değeri 1.700 milyon TL ve Halka Arz Birim Pay Değeri 17,00 TL** olarak belirlenmiştir.

Değerleme Yöntemi	Şirket Değeri Milyon TL	Ağırlık	Birim Pay Değeri - TL
İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi	2.514	50%	25,14
Çarpan Analizi	2.350	50%	23,50
FD/FAVÖK	2.350	100%	23,50
Ağırlıklandırılmış Şirket Değeri	2.432	100%	24,32
	<i>Halka Arz İskontosu</i>	30%	
Halka Arz Şirket Değeri	1.700		17,00

EKLER

EK-1

SERMAYE PİYASASI KURULU

Ortaklıklar Finansmanı Dairesi Başkanlığı'na

Eskişehir Yolu 8. Km No:156

06530 ANKARA

28.08.2024

Deniz Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş. ("**DenizYatırım**") ile Durukan Şekerleme Sanayi ve Ticaret A.Ş. ("**Durukan Şekerleme**" veya "**Şirket**") arasında 15.05.2023 tarihinde imzalanan Halka Arza Aracılık Yetkilendirme Sözleşmesi çerçevesinde DenizYatırım, Şirket paylarının halka arzında fiyata esas teşkil edecek değer, Sermaye Piyasası Kurulu'nun III.62-1 sayılı "Sermaye Piyasasında Değerleme Standartları Hakkında Tebliğ"i gereği Uluslararası Değerleme Standartları'na uygun olarak belirlenmesi amacıyla Fiyat Tespit Raporu'nu hazırlamaktadır.

Sermaye Piyasası Kurulu'nun 11.04.2019 tarih ve 21/500 sayılı kararı uyarınca 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 Değerlemelerine 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, Fiyat Tespit Raporu'nda 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.

Deniz Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş.

DENİZ YATIRIM
MENKUL KIYMETLER A.Ş.
Büyükdere Cad. No: 141
Esentepe 34394 Şişli - İSTANBUL
V.No:2910110783 Tic.Sic.No:314546
www.denizyatirim.com
Mersis No: 0291-0110-7830-0013

İhsan Engindeniz
Genel Müdür Yardımcısı

Melda Finanser
Bölüm Müdürü

EK-2

SERMAYE PİYASASI KURULU
Ortaklıklar Finansmanı Dairesi Başkanlığı'na
Eskişehir Yolu 8. Km No:156
06530 ANKARA

28.08.2024

Durukan Şekerleme Sanayi ve Ticaret A.Ş.'nin şirket değerinin tespiti amacıyla tarafımızca düzenlenen 28.08.2024 tarihli Fiyat Tespit Raporu'na ilişkin olarak, Sermaye Piyasası Kurulu'nun 2019/19 sayılı haftalık bülteni ile kamuya duyurulan, 11.04.2019 tarih ve 21/500 sayılı Kurulu kararı uyarınca gayrimenkul dışı varlıkların değerlemesinde uyulacak genel esaslarda belirtilen;

- Kurul'ca kısmi veya geniş yetkili olarak yetkilendirilmiş bir aracı kuruluş olarak, değerlemeyi yapacak "Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3 Lisansı" veya "Türev Araçlar Lisansı"na sahip tam zamanlı olarak en az 10 çalışana,
- Ayı bir Kurumsal Finansman Bölümü'ne
- Değerleme çalışmaları sırasında kullanılması gereken prosedürlerin bulunduğu kuruluş genelgeleri, 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 her türlü bilgi bankası, iç genelge, geliştirilmiş know-how ve benzeri unsurlara,
- Değerleme çalışmalarında ihtiyaç duyulan bilgilerin elde edilmesi ile ilgili araştırma altyapısına,

sahip olduğumuzu, Şirket ile doğrudan ve dolaylı olarak sermaye ve yönetim ilişkimizin bulunmadığını ve raporun SPK'nın yayımlanmış olduğu III-62.1 sayılı Sermaye Piyasasında Değerleme Standartları Hakkında Tebliğ ve Türkiye Sermaye Piyasaları Birliği tarafından yayımlanan Uluslararası Değerleme Standartları kapsamında yürütüldüğünü ve tüm yönleriyle ilgili standartlara uyduğunu beyan ederiz.

Deniz Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş.

DENİZ YATIRIM
MENKUL KIYMETLER A.Ş.
Büyükdere Cad. No: 141
Etiler/Beşiktaş 34394 Şişli - İSTANBUL
V.No:2910110783 Tic.Sic.No:388440
www.denizyatirim.com
Mersis No: 0291-0110-7830-0013

İhsan Engindeniz
Genel Müdür Yardımcısı

Melda Finanser
Bölüm Müdürü

EK-3

SERMAYE PİYASASI KURULU
Ortaklıklar Finansmanı Dairesi Başkanlığı'na
Eskişehir Yolu 8. Km No:156
06530 ANKARA

28.08.2024

VII-128.1 sayılı Pay Tebliğinin 29/3 fıkrası uyarınca, Kuruluşumuzca son on iki ay içerisinde konsorsiyum lideri veya eş lideri olarak görev yapılmamış olan halka arzlarla ilişkin fiyat tespit raporunun değerlendirildiği analist raporları aşağıda bulunan tabloda yer almakta olup söz konusu raporlar VII-128.1 Pay Tebliği 29/2 fıkrasında yer alan esaslar çerçevesinde ilan edilmiştir.

Şirket	Tarih	KAP'ta Yapılan Açıklama	Aracı Kurum İnternet Sitesinde Yapılan Açıklama
SKYMD	29.11.2023	https://www.kap.org.tr/tr/Bildirim/1220895	https://www.denizyatirim.com/asset/AnnouncementsPdf/1701262788.pdf
AVPGY	12.12.2023	https://www.kap.org.tr/tr/Bildirim/1224930	https://www.denizyatirim.com/asset/AnnouncementsPdf/1702386726.pdf
ODINE	11.03.2024	https://www.kap.org.tr/tr/Bildirim/1257588	https://www.denizyatirim.com/asset/AnnouncementsPdf/1711371208.pdf
AHSGY	20.08.2024	https://www.kap.org.tr/tr/Bildirim/1326391	https://www.denizyatirim.com/asset/AnnouncementsPdf/1725274826.pdf

Ayrıca Kuruluşumuzca hazırlanmış analist raporlarına konu halka arzları yürüten yetkili kuruluşların ya da konsorsiyum oluşturulması halinde konsorsiyum liderlerinin ya da eş liderlerinin Şirketimiz ilişkili tarafı olmadığını beyan ederiz.

Deniz Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş.

DENİZ YATIRIM
MENKUL KIYMETLER A.Ş.
Büyükdere Cad. No: 141
Etiler/Beşiktaş/İstanbul
Tic. Sic. No: 2910110783 Tic. Sic. No: 388440
www.denizyatirim.com
Mersis No: 0291-0110-7830-0013

İhsan Engindeniz
Genel Müdür Yardımcısı

Melda Finanser
Bölüm Müdürü