



**DMR UNLU MAMULLER ÜRETİM GIDA
TOPTAN PERAKENDE İHRACAT A.Ş. FİYAT
TESPİT RAPORUNA İLİŞKİN HAZIRLANAN
ANALİST RAPORU**

PİRAMİT MENKUL KIYMETLER A.Ş.

20 EYLÜL 2023



İçindekiler

1. AMAÇ	2
2. ŞİRKET HAKKINDA BİLGİ	2
3. HALKA ARZ BİLGİLERİ	3
4. FİNANSAL TABLOLAR	4
5. DEĞERLEME HAKKINDA	4
6. GÖRÜŞ	8

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

[DMRGD]

1. AMAÇ

Bu rapor, Sermaye Piyasası Kurulu'nun 128.1 sayılı Pay Tebliği'ni 29'uncu maddesi çerçevesinde, Piramit Menkul Kıymetler A.Ş. tarafından Halka arza aracılık eden A1 Capital Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin ("A1 Capital") DMR Unlu Mamuller Üretim Gıda Toptan Perakende İhracat A.Ş. ("DMR Unlu Mamuller" veya "Şirket") için hazırladığı Halka Arz Fiyat Tespit Raporu'nu değerlendirmek amacıyla hazırlanmış olup, yatırımcıların pay alım satımına ilişkin herhangi bir öneri ya da teklif içermemektedir.

Bu raporda yer alan Şirket verilerinin gerçeği yansıttığı kabul edilmiş olup, finansal ve hukuki açıdan inceleme yapılmamıştır.

2. ŞİRKET HAKKINDA BİLGİ

DMR Unlu Mamuller Üretim Gıda Toptan Perakende İhracat A.Ş. 30.10.2009 yılında DMR Turizm Sportif Faaliyetler Gıda Tarım İnşaat Otomotiv Pazarlama ve Ticaret Ltd. Şti. unvanıyla Yeşilköy Mahallesi Antalya Havalimanı içi 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 18.03.2021 tarihinde Şirket merkezini İstanbul'a nakletmiştir. 26.04.2021 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, 06.08.2021 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 m²lik 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 A.Ş. 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.

2022 sonu itibarıyla yıllık üretim kapasitesi 12.792.280 ton düzeyine ulaşmıştır. Şirket'in 30.06.2023 tarihindeki personel sayısı 355 kişi, ortalama personel sayısı ise 415 kişidir. (31.12.2022: 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.

06.02.2022'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.

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.

3. HALKA ARZ BİLGİLERİ

Şirket, 110.300.000 TL olan ödenmiş sermayesini 450.000.000 TL kayıtlı sermaye tavanı içerisinde kalmak kaydıyla 75.000.000 TL artırarak 185.300.000 TL'ye çıkaracaktır. Şirket tarafından sermaye artırımını kapsamında 75.000.000 adet pay halka arz edilecektir. Halka arz edilecek 75.000.000 adet payın halka arz sonrası 185.300.000 TL'ye ulaşılacak çıkarılmış sermayesine oranı %40,47'dir. Şirket paylarının halka arzı A1 Capital Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından "Sabit Fiyat İle Talep Toplama" ve "En İyi Gayret" aracılığı yöntemleri kullanılmak suretiyle gerçekleştirilecektir. Sabit fiyat ile talep toplama süresi 2 iş günü olup, 21-22 Eylül 2023 tarihlerinde gerçekleşecektir. Halka arz edilecek 75.000.000 TL nominal değerli Şirket paylarının halka arzında tahsisat aşağıdaki gibi olacaktır;

- 40.500.000 TL nominal değerli %54 oranındaki kısmı Yurt İçi Bireysel Yatırımcılara,

- 21.750.000 TL nominal değerli %29 oranındaki kısmı Yurt İçi Kurumsal Yatırımcılara,

- 11.250.000 TL nominal değerli %15 oranındaki kısmı Yurt Dışı Kurumsal Yatırımcılara,

- 1.500.000 TL nominal değerli %2 oranındaki kısmı Çalışanlardan Oluşan Yatırımcılara gerçekleştirilecek satışlar için tahsis edilmiştir.

DMR UNLU MAMULLER HALKA ARZ ÖZETİ	
Halka Arz Şekli	Pay - Adet
Halka Arz Öncesi Sermaye	110.300.000
Halka Arz Sonrası Sermaye	185.300.000
Sermaye Artırımı	75.000.000
Toplam	75.000.000
Halka Arz Büyüklüğü	
Halka Arz Fiyatı	10,24 TL
Brüt Halka Arz Geliri (Şirket)	768.000.000
Halka Arz Büyüklüğü	768.000.000
Kotasyon	
Halka Arz Tarihi	21-22 Eylül 2023
İşlem Göreceği Pazar	Yıldız Pazar
Halka arz Taahhütleri	
Bedelli Sermaye Artırımı Yapmama	1 Yıl
Ortak Satışı Yapmama	1 Yıl
Halka arz Yöntemi	
Aracılık Türü	En İyi Gayret Aracılığı
Lider Aracı Kuruluşlar	A1 Capital Yatırım Menkul Değerler A.Ş.
Dağıtım Yöntemi	Eşit Dağıtım Yöntemi
Halka Arzda Satış Yöntemi	Sabit Fiyat İle Talep Toplama

4. FİNANSAL TABLOLAR

Şirket'in bağımsız denetimden geçmiş 31.12.2020, 31.12.2021, 31.12.2022 ile biten mali yıl ve 30.06.2023 ile biten ara döneme ait finansal tabloları aşağıda yer almaktadır:

Bilanço Tablosu (TL)	31.12.2020	31.12.2021	31.12.2022	30.06.2023
Dönen Varlıklar	4.263.442	80.940.294	204.711.532	343.405.650
Duran Varlıklar	1.014.302	98.239.362	262.662.841	279.592.642
TOPLAM VARLIKLAR	5.277.744	179.179.656	467.374.373	622.998.292
Kısa Vadeli Yükümlülükler	1.991.779	54.219.309	224.711.728	133.367.261
Uzun Vadeli Yükümlülükler	3.255	14.171.762	40.336.073	58.083.708
Özkaynaklar	3.282.710	110.788.585	202.326.572	431.547.323
TOPLAM KAYNAKLAR	5.277.744	179.179.656	467.374.373	622.998.292

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

5. DEĞERLEME HAKKINDA

Şirket'in pay başına değerinin belirlenmesi amacıyla aşağıda belirtilen değerlendirme yöntemleri kullanılmıştır:

- **İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) Yöntemi**

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 04.09.2023 tarihi itibarıyla 30,1 milyon TL tutarındaki net finansal borcun çıkarılması suretiyle Şirket özsermaye değerine ulaşılmaktadır. Projeksiyon dönemi sonrasında devam eden değer hesabında sınırsız ömürlü varlıklar için kullanılabilen sabit büyüme yöntemi kullanılmıştır. Sabit büyüme oranı %5 seviyesinde

varsayılrken, Şirket'in aktifinde yer alan makine-ekipman için de herhangi bir hurda değer öngörüsünde bulunulmamıştır. Özsermaye değeri Şirket'in ödenmiş sermaye tutarına oranlanarak, Şirket'in halka arz öncesi hedef pay fiyatına ulaşılmıştır.

Şirket'in bağımsız denetimden geçmiş son finansal tablolarının 30.06.2023 tarihi itibarı ile hazırlanmış olması nedeniyle firmaya ait serbest nakit akımları ilgili tarihe indirgenerek İNA yaklaşımına dâhil edilmiştir. Operasyonel serbest nakit akımlarının AOSM oranı ile indirgenen değerlerin projeksiyon dönemindeki toplamına (486,54 milyon TL), 2027 yılı sonrası için %5 seviyesinde varsayılan uç büyüme değeri ile hesaplanan terminal nakit akımlarının bugüne indirgenen değeri (921,94 milyon TL) eklenerek firma değerine ulaşılmaktadır. Firma değerinden Şirket'in 30,1 milyon TL olan net finansal borç pozisyonu düşüldüğünde hedef özsermaye değeri 1.378,38 milyon TL olarak hesaplanmaktadır. Şirket'in 110,3 milyon TL olan ödenmiş sermayesine göre hesaplanan halka arz öncesi pay başına değeri 12,50 TL'dir.

İNA (Bin TL)	2023T 01-12	2023T 07-12	2024T 01-12	2025T 01-12	2026T 01-12	2027T 01-12
Net Satışlar	449.267	306.779	776.834	1.079.274	1.412.210	1.751.397
<i>Yıllık Büyüme</i>	%74,1	%67,1	%72,9	%38,9	%30,8	%24
SMM	308.586	209.661	510.225	685.155	855.842	1.030.590
<i>SMM/Net Satışlar</i>	%68,7	%68,3	%65,7	%63,5	%60,6	%58,8
Brüt Kâr	140.681	97.118	266.609	394.119	556.368	720.807
<i>Brüt Kâr Marjı</i>	%31,3	%31,7	%34,3	%36,5	%39,4	%41,2
Esas Faaliyet Giderleri	49.973	27.687	86.477	117.903	150.204	180.811
<i>/Net Satışlar</i>	%11,1	%9,0	%11,1	%10,9	%10,6	%10,3
<i>Yıllık Büyüme</i>	%47,6	%48,3	%73,0	%36,3	%27,4	%20,4
VFÖK	90.708	69.431	180.132	276.216	406.164	539.996
<i>VFÖK Marjı</i>	%20,2	%22,6	%23,2	%25,6	%28,8	%30,8
Düzeltilmiş FAVÖK	96.487	70.458	186.029	282.311	412.511	546.641
<i>Yıllık Büyüme</i>	%195,0	%63,1	%92,8	%51,8	%46,1	%32,5
<i>FAVÖK Marjı</i>	%21,5	%23,0	%23,9	%26,2	%29,2	%31,2
Amortisman Gideri	5.779	1.027	5.897	6.095	6.347	6.645
<i>/Net Satışlar</i>	%1,3	%0,3	%0,8	%0,6	%0,4	%0,4
Ticari İşletme Sermayesi	17.324	13.983	36.605	36.451	57.428	82.315
İşletme Sermayesi Değişim	62.535	54.528	19.280	-154	20.977	24.887
<i>/Net Satışlar</i>	%13,9	%17,8	%2,5	%0,0	%1,5	%1,4
Yatırım Harcamaları	27.500	27.500	6.000	7.200	8.000	8.700
<i>Yatırımlar/Net Satışlar</i>	%6,1	%9,0	%0,8	%0,7	%0,6	%0,5
Vergi	22.677	17.358	45.033	69.054	101.541	134.999
Serbest Nakit Akımları (SNA)	-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 SNA	-13.998	-24.956	86.730	126.671	142.467	155.631
Toplam İndirgenmiş SNA	486.543					

İNA Özsermaye Değerleme Hesabı (Milyon TL)	Tutar
Vergi Sonrası Terminal Yıl FAVÖK Tutarı	411,6
Projeksiyon Dönemi Sonrası FAVÖK	432,2
Projeksiyon Dönemi Sonrası Yatırım Harcamaları	9,1
Projeksiyon Dönemi Sonrası ΔNet İşletme Sermayesi	26,1
Projeksiyon Dönemi Sonrası Nakit Akımı	397,0
	<i>AOSM @2027</i>
	<i>Terminal Büyüme Oranı</i>
Terminal Nakit Akımlarının Toplamı	2.239,5
	<i>İndirgeme Oranı @2027</i>
Terminal Nakit Akımlarının Bugünkü Değeri	921,9
01.07.2023-31.12.2027 İndirgenmiş SNA Toplamı	486,5
Firma Değeri (Değerleme Tarihi)	1.408,5
Toplam Finansal Borç (30.06.2023)	35,7
Nakit ve Nakit Benzerleri (30.06.2023)	5,6
Özsermaye Değeri (Değerleme Tarihi)	1.378,4
Çıkarılmış Sermaye (30.06.2023)	110,3
Pay Fiyatı	12,50

- **Piyasa Çarpanları (Pazar) Yönetimi**

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) tespit edilmiştir. Yurt içinde DMR Unlu Mamuller'e benzer faaliyet gösteren başka borsa şirketi bulunmadığından, 'Karşılaştırılabilir Şirket Çarpanları' kapsamına yurt dışındaki benzer firmalar da dâhil edilmiştir. Ayrıca, DMR Unlu Mamuller'in faaliyet gösterdiği BIST Gıda Sektörü (XGIDA) ile İmalat Sektörünü (İMALAT) kapsayan Yurt içi Sektör Çarpanları da değerlendirilmiştir. Sektörel bazda değerlendirilme tarihinden (01.09.2023) kapanışları üzerinden Firma Değeri/Faiz Amortisman Vergi Öncesi Kâr (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 Sektörü'ne (İMALAT) ilişkin FD/FAVÖK, FD/S, F/K ve PD/DD çarpanları söz konusu veri setinden sağlıklı çıkarımlar yapmayı güçleştiren aykırı değerler Aykırı Değer Analiz Yöntemi ile eliminasyona tabi 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.

Sektörler	Sektör Çarpanları				
	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

Ağustos 2021’de üretime başlayan Şirket’in kârlılık 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 yurt içi maliyet unsurlarında yaşanan artışları satış fiyatlarına yansıtamamasından dolayı, FD/S ve F/K çarpanlarının değerlendirilmesine dâhil 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 imkânı Borsa Şirketleri kadar geniş olmadığından, sektörde görece düşük olan PD/DD çarpanının değerlendirilmesinde kullanılmasın adil olmayacağı değerlendirilmiştir.

Sonuç olarak, çarpan analizinde sadece “FD/FAVÖK” kullanılmıştır. 01.09.2023 tarihli Borsa kapanışları üzerinden hesaplanan FD/FAVÖK çarpanlarına ilişkin olarak Aykırı Değer Analiz Yöntemi altında eliminasyon yapıldıktan sonra kalan oranların aritmetik ortalaması ile 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, Şirket’in 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.

Yurt İçi Sektör Çarpan Analizi					
Çarpan	Çarpan Oranı	Düzeltilmiş FAVÖK	Net Finansal Borç	Ağırlık	Ağırlıklandırılmış Özsermaye Tutarı
FD/FAVÖK	17,13	86.813.585	30.098.441	%100	1.456.591.077
İskontosuz Ağırlıklı Ortalama Özsermaye Değeri (TL)					1.456.591.077
Çıkarılmış Sermaye (TL Nominal)					110.300.000
İskontosuz Ağırlıklı Ortalama Pay Değeri (TL)					13,21

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. (KERT) belirlenmiştir. KERT dışında faaliyet alanı açısından DMR Unlu Mamulleri’ne benzer şirket belirlenemediğinden, karşılaştırılabilir şirket çarpanları analizinde yurt içi ve yurt dışı benzer şirketler bir arada değerlendirilmiştir. Yurt dışı çarpan analizinde FD/FAVÖK, FD/S, PD/DD ve F/K çarpanları değerlendirilmiş ancak yukarıda açıklanan gerekçelerden dolayı sadece FD/FAVÖK çarpanı kullanılmıştır.

Karşılaştırılabilir Firmalar Çarpan Analizi					
Çarpan	Çarpan Oranı	Düzeltilmiş FAVÖK	Net Finansal Borç	Ağırlık	Ağırlıklandırılmış Özsermaye Tutarı
FD/FAVÖK	17,14	86.813.585	30.098.441	%100	1.458.248.132
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

Sonuç olarak, yurt dışı 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.

Değerleme Sonucu

Değerleme çalışmasında indirgenmiş nakit akımı (İNA) yöntemi ve çarpan analiz yöntemleri incelenmiştir. İNA yöntemine %50 ve piyasa çarpanları yöntemine %50 oranlarında ağırlık verilen değerlendirme çalışmasında 1.417.899.737 TL tutarında halka arz öncesi hedef piyasa değerine ulaşılmıştır. Söz konusu hedef piyasa değeri, halka arz öncesi sermayeye bölünerek pay başına hedef piyasa değeri 12,85 TL olarak hesaplanmaktadır. Bulunan pay başına hedef piyasa değerine %20,34 halka arz iskontosu uygulanmış ve pay başına 10,24 TL halka arz fiyatına ulaşılmıştır.

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

6. GÖRÜŞ

- A1 Capital Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından 'DMR Unlu Mamuller Üretim Gıda Toptan Perakende İhracat A.Ş.' için hazırlanan fiyat tespit raporunda; Şirket profili hakkında verilen bilgilerin detaylı olduğunu ve değerlendirme kullanılan yöntemlerin kapsamlı bir şekilde açıklandığını düşünüyoruz.
- İhraççı, Simit Sarayı'na 50.000 Euro tutarında bir giriş ücreti ödemekle ve sözleşme süresince Simit Sarayı'na işletmede sağladığı KDV hariç aylık brüt satışı üzerinden %3+KDV franchise hizmet bedeli ve %2+KDV reklam katkı payı ödemekle yükümlüdür. Simit Sarayı'nın ulusal veya bölgesel büyük bir reklam çalışması yapması durumunda ise bu reklam katkı payı yüzdesi %2'den %5'e çıkarılabilmektedir. Şirket'in bu ödeme yükümlülüklerini zamanında yerine getirmemesi halinde %5 tutarında gecikme faizi ödemekle yükümlüdür. Bu değerlerin İNA projeksiyonlarına açık bir şekilde yansıtıldığını göremedik.
- Raporda, üretim ve kapasite kullanım ile satış kanalları bazında hâsılat projeksiyonlarına yer verilmiştir. İlgili veriler incelendiğinde, 2024 yılında yurt içi ve küresel iktisadi koşulların normalize olacağı varsayımı altında üretim hacminin %27,4'lük güçlü bir artışla 9.005 ton düzeyine ve kapasite kullanım oranının da %70,4'e ulaşacağı tahmin edildiği görülmektedir. Ancak bu bölümdeki güçlü değişimin nedeni hususunda bir netlik görülmemektedir. Geri kalan 2025-2027 projeksiyon yıllarında daha düşük büyüme oranlarının gerçekleşeceği öngörülmüştür. Öte yandan Simit Sarayı franchise mağaza sayısının projeksiyon dönemi boyunca her yıl stabil bir büyüme kaydetmesi beklenmektedir. Özetle, üretim hacmi ve kapasite kullanım oranı ile ana ortak konumunda bulunan simit sarayı mağaza ağı

projeksiyonlarında farklı büyüme oranları beklentisinin bulunması bir netlik sergilememektedir.

- Değerleme çalışmasında indirgenmiş nakit akımları yöntemine ve piyasa çarpanları yöntemine %50-%50 olarak eşit ağırlıklandırılma yapılmasını makul bulmaktayız.
- İNA projeksiyonlarında, 2022 yılı düzeltilmiş FAVÖK marjı %12.7 ve 2023 yılı ilk yarısında da %18.3 iken 2023 yılı sonunda %21.5, 2024 yılında %23.9, 2025 yılında %26,2, 2026 yılında %29.2 ve 2027 yılında ise %31.2 seviyesine çıkabileceği öngörülmektedir. FAVÖK marjının düzenli şekilde artmasını şirketin geçmiş yıl FAVÖK marjı performansları ile mukayese ettiğimizde makul ve rasyonel olarak göremiyoruz.
- İNA projeksiyonlarında 2023/2027 dönemine ilişkin toplam indirgenmiş serbest nakit akımları 486,5 milyon TL olarak gösterilmiştir. Terminal nakit akımlarının bugünkü değeri ise 922 milyon TL olarak hesaplanmıştır. İNA sonucu ihraççının özsermaye değeri 1,4 milyar TL olarak hesaplanmıştır. İNA sonucu erişilen özsermaye değerinin %65'inin uç değerden geldiğini hatırlatmak isteriz.
- İhraççının 2023 ilk yarısındaki FAVÖK'ü 26 milyon TL'dir. 2023 yılının ikinci yarısında FAVÖK'ün 74 milyon TL olacağı varsayılmıştır. Buradan hareketle 2023 yılı düzeltilmiş FAVÖK'ü belirlenmiş bir indirgeme oranı sonucunda 86,8 milyon TL olarak hesaplanmıştır. İhtiyatlılık ilkesi gereği henüz gerçekleşmemiş 2023 yılı FAVÖK'ü ile belirlenen özsermaye değerine ilave iskonto uygulanması gerektiği kanaatindeyiz.
- Yurt içi sektör çarpan analizinde gıda ile imalat sektörlerinin FD/FAVÖK çarpanları kullanılmıştır. Gıda sektörü çarpanları kullanılırken örnek uzay bileşenleri verilmiş ve uç değerler elimine edilmiştir. Ancak medyan değer yerine ortalama tercih edilmiştir. Medyan değer kullanılsaydı FD/FAVÖK değerinin 14,25 olacağını hatırlatırız.
- Yine çarpan analizinde imalat sanayi çarpanları örnek uzay verilmeden kullanılmıştır. İhtiyatlılık gereği seçilmiş ve eliminasyona tabi tutulmuş imalat sanayi çarpanlarına yer verilebilir.
- Şirketin işlem göreceği yıldız pazar çarpanlarının da kullanılması gerektiği düşüncesindeyiz.
- Risksiz getiri oranı hesaplanmasında TRT080328T15 ISIN kodlu 8 Mart 2028 vadeli tahvil seçilmiştir. Fiyat Tespit Rapor tarihi olan 04.09.2023 'den bir iş günü öncesinde (01.09.2023) yukarıda tanımlanan tahvilin son bir 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. Ancak 10 yıllık aktif tahvilin %27,18 seviyesinden işlem görmekte olduğunu hatırlatmak isteriz. İndirgenmiş nakit akımları yönteminde risksiz getiri oranının %18,5'ten %16 seviyesine gerileyeceği öngörülmüştür. Ancak hâli hazırda TCMB tarafından yürütülen sıkı para politikası, belirlenen enflasyon hedefleri ve mevcut faiz oranları dikkate alındığında bu rakamın ilk projeksiyon yıllarında daha yüksek tutulabileceği görüşündeyiz.
- Yurt içi sektör çarpan analizi hesaplamasında, Şirket'le yurt içinde benzer faaliyette bulunan borsa şirketinin bulunmadığı düşünülerek Gıda Sektörü ve İmalat Sektörü incelenmiştir. Ancak gıda endeksinde bulunan şirketlerin aynı zamanda imalat sektörü içerisinde de yer aldığını düşündüğümüzde, dengeli bir dağılımın oluşamayabileceğini ifade etmekteyiz.

- Çarpan analizinde FD/FAVÖK çarpanının kullanılmasını makul bulmakla birlikte Şirket değerlemede sıklıkla kullanılan F/K, FD/Satışlar ve PD/DD çarpanlarına da yer verilmesi gerektiğini düşünmekteyiz. Yatırımcıları bilgilendirmek ve farklı değerlere ulaşılabileceğini Őeffaf bir Şekilde sunmak için Tablo-43 ve Tablo-46'da hesaplanan özsermaye değerleri verilebilirdi.
- Yurt içi sektör çarpanlarında FD/FAVÖK 17,13 olduğu halde seçilen benzer Şirketlerin FD/FAVÖK çarpanı 17,14 olduğundan adil değer hesaplamasında birbirine çok yakın sonuçlar çıkması dikkat çekicidir.

Sonuç olarak A1 Capital tarafından yapılan çalışmalar sonucunda bulunan pay başına özsermaye değerine %20,34 halka arz iskontosu uygulanmasını yetersiz bulmaktayız.