



DMR Unlu Mamuller Fiyat Tespit Raporu Analizi

20 Eylül 2023



ahlatciyatirim.com.tr

[@ahlatci_yatirim](#)

[ahlatciyatirim](#)

Önemli Not: İşbu rapor, Sermaye Piyasası Kurulu Tebliği VII-128.1 Pay Tebliği'nin 29.maddesine istinaden Ahlatcı Yatırım A.Ş. tarafından, DMR Unlu Mamuller Üretim Gıda Toptan Perakende İhracat A.Ş. (DMR Unlu Mamuller) paylarının halka arzı kapsamında A1 Capital Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin hazırladığı fiyat tespit raporunu değerlendirmek amacıyla hazırlanmış olup, yatırımcıların pay alım satımına ilişkin herhangi bir tavsiye veya teklif içermemektedir. Yatırım kararlarının ilgili izahnamenin incelenmesi sonucu verilmesi gerekmektedir. Rapor içerisinde bulunabilecek hata ve noksanlıklardan dolayı Ahlatcı Yatırım Menkul Değerler A.Ş. hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz.

DMR Unlu Mamuller

Fiyat Tespit Raporu Analizi

Halka Arza İlişkin Bilgiler

Halka Arz Fiyatı	10,24 TL
Halka Arz Şekli	Sermaye Artırımı
Halka Arz Yöntemi	Sabit Fiyat ile Talep Toplama
Halka Arz Öncesi Çıkarılmış Sermaye	110.300.000 TL
Halka Arz Sonrası Çıkarılmış Sermaye	185.300.000 TL
Halka Arz Miktarı Toplam Nominal	110.300.000 TL
Sermaye Artırımı	75.000.000 TL
Ortak Satışı	-
Halka Arz Büyüklüğü	768.000.000 TL
Halka Açıklık oranı	40,47%
Ek satış	-
Ek satış sonrası Halka Açıklık Oranı	-
Halka Arz Miktarı Toplam Nominal (Ek Satış Dâhil)	-
Talep Toplama Tarihleri	21.09.2023-22.09.2023

Şirket'in Faaliyetleri

DMR Unlu Mamuller Üretim Gıda Toptan Perakende İhracat AŞ. ("DMR Unlu Mamuller" veya "Şirket") 30 Ekim 2009 yılında DMR Turizm Sportif Faaliyetler Gıda Tarım İnşaat Otomotiv Pazarlama ve Ticaret Ltd. Şti. unvanıyla Antalya Havalimanı İçi 2. Dış Hatlar Terminali 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 AŞ. 'nin franchise bayisi olarak faaliyetine devam etmiştir. Şirket, 18 Mart 2021 tarihinde Şirket merkezini İstanbul'a nakletmiştir. 26 Nisan 2021 tarihinde ise Şirket, nevi değiştirerek DMR Unlu Mamuller Üretim Gıda Toptan Perakende İhracat AŞ. 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 AŞ. 'nin aktifinde yer alan unlu mamuller üretim tesisi, fabrika arsası, binası ve müştemilatı 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.

Fiyat Tespit Raporu Analizi

Ortaklık Yapısı

Ortağın Unvanı	Halka Arzdan Önce		Halka Arz Sonrası	
	TL	%	TL	%
Simit Sarayı Yatırım ve Ticaret A.Ş.	63.099.120	57	63.099.120	34,05
Re-Pie Portföy Yönetimi A.Ş. Perakende Girişim Sermayesi Yatırım Fonu	37.572.726	34	37.572.726	20,28
Pardus Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş.	5.174.000	5	5.174.000	2,79
A1 Portföy Yönetimi A.Ş. Expansion Funding Girişim Sermayesi Yatırım Fonu	4.454.154	4	4.454.154	2,41
Halka Açık	-	-	75.000.000	40,47
Toplam	110.300.000	100	185.300.000	100

Kaynak: İzahname

Halka Arz Gelirinin Kullanımı

Şirket paylarının halka arz yoluyla satışı ve sermaye artırımıyla, Şirket'in yapmayı planladığı yatırımların (mevcut üretim süreçlerinin otomasyonuna ve kapasite artırımına yönelik makine ve ekipman yatırımları, üretim maliyetlerinin düşürülmesine yönelik güneş enerjisi yatırımı, depo ve lojistik yatırımı) finansmanı, Şirket'in halihazırda yürütmekte olduğu mağazacılık faaliyetlerinin geliştirilmesi ve Şirket'in büyüyen faaliyetlerinin gerektirdiği işletme sermayesi ihtiyacının karşılanması amaçlanmaktadır.

- Yeni Yatırımlarının Finansmanı:** Şirket önümüzdeki dönemde, mevcut üretim süreçlerini daha fazla otomatize hale getirmek, üretim süreçlerini hızlandırmak ve mevcut kapasitesini artırmak amacıyla yeni üretim hatları kurmayı planlamaktadır. Ayrıca enerji giderlerini düşürmek ve karlılığını artırmak amacıyla mevcut fabrikası çatısına güneş paneli yatırımı yapmayı ve enerji giderlerinin önemli bir kısmını bu panellerden elde edilecek elektrik geliriyle karşılamayı planlamaktadır. Şirket, halka arzdan edilecek net fonun %20'sini bu alanda kullanmayı planlamaktadır.
- Mağazacılık Faaliyetlerinin Geliştirilmesi:** Şirket önümüzdeki dönemde yurtiçi ve yurtdışında, yeni mağazaların açılışı ve mevcut mağazaların satın alınması yoluyla, uhdesinde bulundurduğu Simit Sarayı mağazalarının sayısını artırmayı ve satışlarını ve karlılığını artırmayı planlamaktadır. Şirket, halka arzdan elde edeceği net fonun %45'ini bu alanda kullanmayı planlamıştır.
- İşletme Sermayesinin Finansmanı:** Şirket, halka arzdan edilecek net fonun %35'ini, artan iş hacmi ve üretimini destekleyecek şekilde işletme sermayesi ihtiyacının finansmanında kullanmayı planlamaktadır.

Fiyat Tespit Raporu Analizi

FINANSAL BİLGİLER

	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	57.795.571	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	-	-
- 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
Toplam Varlıklar	622.998.292	467.374.373	179.179.656	5.277.744

Fiyat Tespit Raporu Analizi



GELİR TABLOSU

	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	
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 Karı/Zararı	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	
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

Fiyat Tespit Raporu Analizi



DEĞERLEME HAKKINDA ÖZET BİLGİLER

A1 Capital Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanan fiyat tespit raporunda Şirket için yapılan değerlendirme çalışmasında Şirket'in pay başına değerinin belirlenebilmesi amacıyla aşağıda belirtilen değerlendirme yöntemleri incelenmiştir.

- Pazar Yaklaşımı: Çarpan Analizi
- Gelir Yaklaşımı: İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi

Çarpan Analizi

- DMR Unlu Mamuller'in çarpan analizinden piyasa değeri hesaplanırken Şirket'le yurt içinde benzer faaliyette bulunan borsa şirketi sadece Kerevitaş Gıda Sanayi ve Ticaret AŞ. (KERV.T.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 BİST Gıda Sektörü (XGIDA) ile İmalat Sektörünü (İMALAT) kapsayan Yurtiçi Sektör Çarpanları da değerlendirme çalışması kapsamında incelenmiştir.
- Sektörel bazda Firma Değeri/Faiz Amortisman Vergi Öncesi Kar (FD/FAVÖK), Firma Değeri / Satışlar (FD/S), Fiyat-Kazanç (FK) ve Piyasa Değeri / Defter Değeri (PD/DD) çarpanları değerlendirilmiştir.
- BİST Gıda Sektörü (XGIDA) ile imalat Sektörüne (İMALAT) ilişkin FD/FAVÖK, FD/S, FK ve PD/DD çarpanları 01.09.2023 piyasa kapanışlarından elde edilmiştir. Söz konusu veri setinden sağlıklı çıkarımlar yapmayı güçleştiren aykırı (outlier) değerler Aykırı Değer Analiz Yöntemi ile eliminasyona tabi tutulmuştur.
- 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 değerlendirme çalışmasına dahil edilmemesine karar verilmiştir. Ayrıca Covid-19 pandemisi sonrası sektör temsilcilerinin bedelli ve bedelsiz sermaye artırımları ile özkaynakların 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 değerlendirme çalışmasında kullanılmasının adil olmayacağı değerlendirilmiştir. Sonuç olarak, çarpan analizinde sadece "FD/FAVÖK" kullanılmıştır.

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	18,8	4,07	21,29	2,77
Ortalama		17,13	3,74	19,36	2,72

Fiyat Tespit Raporu Analizi

Yurt İçi 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	49,36		42.296.239				0%	0
PD/DD	3,74				431.547.323		0%	0
İskontosuz Ağırlıklı Özsermaye Değeri								1.456.591.077
Çıkarılmış Sermaye (TL Nominal)								110.300.000
İskontosuz Ağırlıklı Ortalama Pay Değeri (TL)								13,21

Yurt Dışı Sektör 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 Özsermaye Değeri								1.458.248.132
Çıkarılmış Sermaye (TL Nominal)								110.300.000
İskontosuz Ağırlıklı Ortalama Pay Değeri (TL)								13,22

ÇARPAN ANALİZİ SONUCU

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.

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.

Fiyat Tespit Raporu Analizi



İndirgenmiş Nakit Akım Analizi

- Ciro projeksiyonları oluşturulurken kullanılan yurt içi ve yurt dışı birim satış fiyatlarının hesaplanmasında, Türkiye İstatistik Kurumu (TÜİK) tarafından yayınlanan Gıda ve Alkolsüz İçecekler Fiyat Endeksi 12 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.
- Her bir satış-dağıtım kanalının maliyetleri gerçekleşmeler ve ileriye dönük beklentiler ile uyumlu olacak şekilde tahmin edilmiştir.
- Yatırım harcamalarının DMR Unlu Mamuller' in ana yatırım kalemleri olarak Şirket'in yeni mağaza açılışları, kapasite artırım yatırımları ile yenileme ve yıllık bakım harcamalarından oluşacağı varsayılmıştır.
- Projeksiyon 2023-2027 yıllarını kapsayacak şekilde gerçekleştirilmiştir.
- Risksiz faiz oranı olarak rapor tarihinden bir iş günü önce (01.09.2023) söz konusu tahvil faizi 2023 yılı için %18,43 seviyesinde kapanış gerçekleştiğinden %18,50 kabul edilmiştir.
- 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: Damodaran tarafından ülkelerin sermaye piyasaları risk prim düzeylerine yönelik olarak yapılan çalışmanın 11 Temmuz 2023 'de güncellenmiş versiyonuna 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 dâhil 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.
- Beta 1 olarak kabul edilmiştir.
- 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
- Bu varsayımlar altında AOSM değeri 2023 yılı için %25,18 olarak belirlenmiştir.

AOSM Bileşenleri	2023	2024	2025	2026	2027
Risksiz Faiz Oranı	18,50%	17,50%	16,50%	16,00%	16,00%
Spesifik Risk Primi	1%	1%	1%	1%	1%
Türkiye Risk Primi	6,55%	6,55%	6,55%	6,55%	6,55%
Beta (P)	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
Kurumlar Vergisi Oranı	25%	25%	25%	25%	25%
Borçlanma Maliyeti	19,50%	18,50%	17,50%	17,00%	17,00%
Vergi Sonrası Borçlanma Maliyeti	14,63%	13,88%	13,13%	12,75%	12,75%
Sermaye Maliyeti	26,05%	25,05%	24,05%	23,55%	23,55%
Finansal Borçluluk Oranı	7,64%	7,64%	7,64%	7,64%	7,64%
AOSM	25,18%	24,20%	23,22%	22,72%	22,72%

Fiyat Tespit Raporu Analizi

İndirgenmiş Nakit Akımı (000 TL)	2022	2023	2023P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
Net Satışlar	258.102	142.488	449.267	306.779	776.834	1.079.274	1.412.210	1.751.397
<i>Yıllık Büyüme</i>	<i>341,20%</i>	<i>91,30%</i>	<i>74,10%</i>	<i>67,10%</i>	<i>72,90%</i>	<i>38,90%</i>	<i>30,80%</i>	<i>24,00%</i>
SMM	195.777	98.925	308.586	209.661	510.225	685.155	855.842	1.030.590
<i>SMM/Net Satışlar</i>	<i>75,90%</i>	<i>69,40%</i>	<i>68,70%</i>	<i>68,30%</i>	<i>65,70%</i>	<i>63,50%</i>	<i>60,60%</i>	<i>58,80%</i>
Brüt Kar	62.324	43.563	140.681	97.118	266.609	394.119	556.368	720.807
<i>Brüt Kar Marjı</i>	<i>24,10%</i>	<i>30,60%</i>	<i>31,30%</i>	<i>31,70%</i>	<i>34,30%</i>	<i>36,50%</i>	<i>39,40%</i>	<i>41,20%</i>
Esas Faaliyet Giderleri	33.847	22.286	49.973	27.687	86.477	117.903	150.204	180.811
<i>EFG/Net satışlar</i>	<i>13,10%</i>	<i>15,60%</i>	<i>11,10%</i>	<i>9,00%</i>	<i>11,10%</i>	<i>10,90%</i>	<i>10,60%</i>	<i>10,30%</i>
<i>EFG/Yıllık Büyüme</i>	<i>389,30%</i>	<i>46,80%</i>	<i>47,60%</i>	<i>48,30%</i>	<i>73,00%</i>	<i>36,30%</i>	<i>27,40%</i>	<i>20,40%</i>
Vergi Öncesi Kar (VFÖK)	28.477	21.277	90.708	69.431	180.132	276.216	406.164	539.996
<i>VFÖK Marjı</i>	<i>11,00%</i>	<i>14,90%</i>	<i>20,20%</i>	<i>22,60%</i>	<i>23,20%</i>	<i>25,60%</i>	<i>28,80%</i>	<i>30,80%</i>
Düzeltilmiş FAVÖK	32.704	26.029	96.487	70.458	186.029	282.311	412.511	546.641
<i>Yıllık Büyüme</i>	<i>201,8%</i>	<i>a.d.</i>	<i>195,00%</i>	<i>63,10%</i>	<i>92,80%</i>	<i>51,80%</i>	<i>46,10%</i>	<i>32,50%</i>
FAVÖK Marjı	12,70%	18,30%	21,50%	23,00%	23,90%	26,20%	29,20%	31,20%
Amortisman Gideri	4.227	4.751	5.779	1.027	5.897	6.095	6.347	6.645
<i>Amortisman Gideri/Net Satışlar</i>	<i>1,60%</i>	<i>3,30%</i>	<i>1,30%</i>	<i>0,30%</i>	<i>0,80%</i>	<i>0,60%</i>	<i>0,40%</i>	<i>0,40%</i>
Ticari İşletme Sermayesi	-45.211	3.341	17.324	13.983	36.605	36.451	57.428	82.315
İşletme Sermayesi Değişim	-54.083	8.007	62.535	54.528	19.280	-154	20.977	24.887
<i>İŞD/Net Satışlar</i>	<i>-21,00%</i>	<i>5,60%</i>	<i>13,90%</i>	<i>17,80%</i>	<i>2,50%</i>	<i>0,00%</i>	<i>1,50%</i>	<i>1,40%</i>
Yatırım Harcamaları	0	0	27.500	27.500	6.000	7.200	8.000	8.700
<i>Yatırımlar/Net Satışlar</i>	<i>0,00%</i>	<i>0,00%</i>	<i>6,10%</i>	<i>9,00%</i>	<i>0,80%</i>	<i>0,70%</i>	<i>0,60%</i>	<i>0,50%</i>
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	0	0	-13.998	-24.956	86.730	126.671	142.467	155.631
Toplam İndirgenmiş S.N.A	486.543							

Fiyat Tespit Raporu Analizi



İndirgenmiş Nakit Akım Analizi Sonucu

İndirgenmiş Nakit Akımları Hesabı (Milyon TL)	
Özsermaye Değerleme Hesabı	Tutar
Vergi Sonrası Terminal Yıl FAVÖK	411,6
Projeksiyon Dönemi Sonrası FAVÖK	432,2
Projeksiyon Dönemi Sonrası Yatırım Harcamaları	9,1
Projeksiyon Dönemi Sonrası Net İşletme Serm. Değişimi	26,1
Projeksiyon Dönemi Sonrası Nakit Akımı	397
Terminal Nakit Akımlarının Toplamı	2.239,5
İndirgeme Oranı	0,41
Terminal Nakit Akımlarının Bugünkü Değeri	921,9
01.07.2023-31.12.2027 İndirgenmiş SNA Toplamı	486,5
Firma Değeri	1.408,5
Toplam Finansal Borç (30.06.2023)	35,7
Nakit ve Nakit Benzerleri (30.06.2023)	5,6
Özsermaye Değeri	1.378,40
Çıkarılmış Sermaye (30.06.2023)	110,3
Pay Fiyatı	12,50

Bu yöntemle hesaplanan operasyonel Serbest Nakit Akımlarının AOSM oranı ile bugüne indirgenen değerlerinin 01.07.2023 - 31.12.2027 projeksiyon dönemindeki toplamına (486,54 Milyon TL), 2027 yılı sonrası için %5,0 seviyesinde varsayılan uç büyüme değeri ile hesaplanan terminal nakit akımlarının bugüne indirgenen değeri (921,94 Milyon TL) eklenerek Firma Değeri (1.408,48 Milyon TL) ulaşılmıştır.

Firma değerinden Şirket'in 30,1 Milyon TL olan net finansal borç pozisyonunu düşüldüğünde Şirket'in 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.

Fiyat Tespit Raporu Analizi



SONUÇ

DMR - Değerleme Sonucu	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 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
Halka Arz Fiyatı (TL/Pay)			10,24

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 değer 12,85 TL olarak hesaplanmıştır. Bulunan pay başına hedef piyasa değerine %20,34 halka arz iskontosu uygulanmış ve sonuç olarak pay başına 10,24 TL halka arz fiyatına ulaşılmıştır.

Fiyat Tespit Raporu Analizi



GÖRÜŞ

- DMR Unlu Mamuller için A1 Capital Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanan Fiyat Tespit Raporu'nda, şirket hakkındaki tanıtıcı bilgilere ve şirket faaliyetlerine yönelik açıklamalara anlaşılır bir şekilde yer verildiğini düşünüyoruz. İlgili raporda kullanılan değerlendirme yöntemlerinin açıklamalarına da oldukça detaylı ve anlaşılabilir şekilde yer verilmiştir.
- Fiyat tespiti amacıyla yapılan değerlendirme çalışmasında "İndirgenmiş Nakit Akımları" ve "Piyasa Çarpanları Yöntemi" incelenmiştir. Piyasa Çarpanları Yönteminde yurt içi benzer ve yurt dışı benzer şirketlerin Piyasa Değeri / Defter Değeri, Fiyat /Kazanç, Firma Değeri / FAVÖK ve Firma Değeri / Satışlar çarpanları değerlendirmeye tabi tutulmuş olup, değer tespitinde sadece FD/FAVÖK çarpanı kullanılmıştır. Bizce FD/FAVÖK çarpanı ile birlikte bir çarpan daha kullanılması (Örneğin F/K) daha uygun olabilirdi. Değerleme sonucunda yurt içi ve yurt dışı benzer şirketlerden bulunan değerlere eşit ağırlık verilmiş olmasını makul karşılıyoruz.
- Çarpan Analizinde uç değerlerin değerlemeyi olumsuz yönde etkilememesi adına ortalama değer yerine medyan değer kullanılmasını, değerlemede muhafazakâr tarafta kalınarak çarpanlardan sıfır ve negatif olanlar ile en yüksek dördte bir quartile diliminde olan verilerin aykırı değer olarak kabul edilmiş olmasını makul buluyoruz.
- Çarpan analizinde Gıda ve İmalat sanayi hisseleri değerlendirmeye alınarak her iki gruptan gelen değerlerin eşit ağırlıklandırma yapılmasının makul olduğunu düşünüyoruz.
- İNA Analizinde projeksiyon dönemleri için risksiz getiri oranı 2023 yılı için %18,50, 2023'den 2027'ye kadar olan sürede ise ortalama %16,50 olarak hesaplanmış olmasını makul buluyoruz.
- Borçlanma maliyetinin risksiz faiz oranınının 1 puan üzerinde belirlenmesi yerine borçlanma maliyetlerinin faiz artırımları nedeniyle yükseldiği ortamda bir miktar daha yukarıda olabileceğini düşünüyoruz.
- 2023 yılı için %18,3 olarak tahmin edilen FAVÖK marjının özellikle 2025 yılından itibaren hızlanarak 2027 yılında %31,2'ye kadar yükseleceği öngörülmüştür. Şirket'in 2023 – 2027 projeksiyon döneminde varsayılmış olan satış rakamlarına ulaşamaması durumunda farklı bir Şirket piyasa değerine ulaşabileceği göz önünde bulundurulmalıdır.
- Nihai değerlendirmede Çarpan Yöntemi ve İndirgenmiş Nakit Akım Yöntemi ile bulunan değerlere eşit ağırlıklandırma yapılmasının makul olduğunu düşünüyoruz.
- Şirket için A1 Capital Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından Pazar Yaklaşımı ve İndirgenmiş Nakit Akımları Yaklaşımı ile hesaplanan halka arz iskontosu öncesi piyasa değeri 1.417,9 mn TL, pay başı değer 12,85 TL'dir.
- Yukarıdaki değerlendirmelerle birlikte kullanılan değerlendirme yöntemleri sonucu bulunan değere %20,34 halka arz iskontosu uygulanmıştır. Uygulanan iskonto oranını ve bu iskonto hesaplamasıyla bulunan 1.129,5 mn TL şirket değeri ve 10,24 TL pay başına halka arz fiyatının bahsettiğimiz çekinceleri belirtmekle birlikte makul olduğunu düşünüyoruz.



Fiyat Tespit Raporu Analizi

Ahlatcı Yatırım araştırma departmanı tarafından hazırlanmıştır.

Bizi seçtiğiniz için teşekkürler.

Mersis No: **0010056453000026**

Sermaye Piyasası Kurulunun "Yatırım Hizmetleri ve Faaliyetleri İle Yan Hizmetlere İlişkin Esaslar" Hakkında Tebliği Uyarınca Yayınlanması Zorunlu Olan

Burada yer alan yatırım, bilgi, yorum ve tavsiyeler yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti, yetkili kuruluşlar tarafından kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler ise genel niteliktedir. Bu tavsiyeler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.



İstanbul Genel Müdürlük Merkez Ofis

Maslak Mahallesi, Taşyoncası Sokak T4a Blok
Kat: -1 NO: 256 Maslak 34485 Sarıyer / İSTANBUL

İstanbul Sarıyer Şube

Sarıyer Mahallesi Meserburnu Caddesi No: 25 Sarıyer / İSTANBUL

Çorum Şube

Gülalibey Mahallesi, Eğridere Sokak No:17 Merkez / ÇORUM

Ankara İrtibat Bürosu

Söğütözü Caddesi No:2 Koç Kuleleri B Blok No:16 Söğütözü Çankaya / ANKARA

Adana İrtibat Bürosu

Reşatbey Mahallesi 62024 Sokak NO:7 Seyhan / ADANA

Denizli İrtibat Bürosu

Gazi Mustafa Kemal Bulvarı Bina No: 53 Kat:4 Bağımsız Bölüm Pamukkale / DENİZLİ

İsparta İrtibat Bürosu

Çelebiler Mahallesi, Caddesi 112, No:7, İç Kapı No: 11, 32000 Merkez / İSPARTA

İstanbul Göktürk İrtibat Bürosu

Göktürk Merkez Mah. İstanbul Cad. Telekom Sk. No:2 İç Kapı No: 36 34077 Eyüpsultan / İSTANBUL

ahlatci_yatirim

ahlatciyatirim

AHLATCI YATIRIM ARAŞTIRMA

ahlatciyatirim.com.tr

444 0 968
bilgi@ahlatciyatirim.com.tr

