

# DMR UNLU MAMULLER ÜRETİM PERAKENDE İHRACAT A.Ş.

“FİYAT TESPİT RAPORU” ANALİZİ

20 Eylül 2023

## İÇİNDEKİLER

1 HALKA ARZA İLİŞKİN BİLGİLER	.....	1
2 ŞİRKET HAKKINDA BİLGİLER	.....	1
3 FİNANSAL BİLGİLER	.....	3
4 DEĞERLEME	.....	4
5 DEĞERLEME SONUCU	.....	6
6 GÖRÜŞ	.....	7



## 1. Halka Arza İlişkin Bilgiler

**Tablo 1 – Halka Arza İlişkin Genel Bilgiler**

İhraççı	DMR Unlu Mamuller Üretim Gıda Toptan Perakende İhracat A.Ş.
İhraççı Borsa Kodu	DMRGD
Halka Arz Öncesi Çıkarılmış Sermaye	110.300.000 TL
Halka Arz Sonrası Çıkarılmış Sermaye	185.300.000 TL
Ek Pay Satışı	-
Toplam Halka Arz Edilecek Pay	Sermaye Artırımı 75.000.000 pay <b>Toplam 75.000.000 Pay</b>
Halka Arz Satış Fiyatı	10,24
Talep Toplama Yöntemi	Sabit Fiyat ve En İyi Gayret Aracılığı Yöntemi
Talep Toplama Tarihleri	21-22 Eylül 2023
Halka Arz Büyüklüğü	768.000.000 TL
Halka Arz Büyüklüğü (Ek satış dahil)	-
Tahsisat Grupları	Yurt İçi Bireysel: %54
	Yurt İçi Kurumsal: %29
	Yurt Dışı Kurumsal: %15
	Şirket Çalışanları: %2

*Kaynak: DMR Unlu Mamuller Üretim Gıda Toptan Perakende İhracat A.Ş. İzahname ve Fiyat Tespit Raporu*

**Tablo 2 – Ortaklık Yapısı**

Ortak Adı	Halka Arz Öncesi		Halka Arz Sonrası	
	Sermaye (TL)	Sermaye (%)	Sermaye (TL)	Sermaye (%)
Simit Sarayı Yatırım ve Ticaret A. Ş.	63.099.120	57,20	63.099.120	34,05
Re-Pie Portföy Yönetimi A.Ş. Perakende Girişim Sermayesi Yatırım Fonu	37.572.726	34,06	37.572.726	20,28
Pardus Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş.	5.174.000	4,69	5.174.000	2,79
A1 Portföy Yönetimi A. Ş. Expansion Funding Girişim Sermayesi Yatırım Fonu	4.454.154	4,04	4.454.154	2,40
Halka Açık Kısım	-	-	75.000.000	40,47
<b>TOPLAM</b>	<b>110.300.000</b>	<b>100,00</b>	<b>185.300.000</b>	<b>100,00</b>

*Kaynak: DMR Unlu Mamuller Üretim Gıda Toptan Perakende İhracat A.Ş. İzahname ve Fiyat Tespit Raporu*

## 2. Şirket Hakkında Bilgiler

### 2.1. Faaliyet Konusu

DMR Unlu Mamuller Üretim Perakende İhracat A.Ş.'nin esas faaliyet konusu, her türlü alkolsüz içecekler ile her türlü gıda maddelerini satın almak, satmak, gıda maddelerini paketlemek için tesisler kurmak, bu tesisleri işletmek, kiralamak, kiraya vermek, gıda ve içecek maddelerini ithal ve ihraç etmek, üretmek, toptan ve perakende olarak satın almak, satmak, dağıtımını yapmak, pastane, lokanta, kafeterya gibi dinlenme, gezme, eğlenme, yiyecek ve içecek yerleri devralmak, devretmek, inşa etmek veya satın almak, satmak ve işletmektir.

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'in mevcut durum itibarıyla ana faaliyeti Simit Sarayı mağazaları ve toptan, zincir, ihracat satışlarına yönelik, çiğ, yarı pişmiş nitelikte dondurulmuş unlu mamuller üretimidir. Şirket'in mevcut durumda unlu mamuller üretiminin yaklaşık %60'ı yarı pişmiş donuk unlu mamullerden oluşurken, yaklaşık %40'ı çiğ donuk unlu mamullerden oluşmaktadır. Çiğ donuk ürünler Simit Sarayı mağazalarında satışa sunulurken, ev kullanımına uygun yarı pişmiş hatlarda üretilen ürünlerle yurtdışı pazarlar ve yurtiçi süper marketlere ürün sunulmaktadır. Bunun yanı sıra, Şirket tarafından dondurulmuş meyveli şurup, dondurma, dondurulmuş pasta, hafif fırıncılık ürünlerinin üretimi suretiyle de müşterilere satış yapılmaktadır. Ayrıca, Şirket yurt içi ve yurt dışında tedarikçisi olduğu birçok tüketim noktaları için çiğ, yarı pişmiş dondurulmuş unlu mamuller, perakende firmaları ve endüstriyel müşteriler için özel markalı ürünler (çiğ, yarı pişmiş dondurulmuş unlu mamuller, dondurulmuş pasta) üretmektedir.

Şirket, her türlü unlu mamuller gıda maddesinin üretimi toptan ve perakende olarak alımı, satımı, dağıtımını, ithalat ve ihracatı ile iştigal etmek üzere faaliyet göstermektedir. Sancaktepe/İstanbul'da 3.600 m<sup>2</sup>'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 fırınının uzatılması ve 4 adet döner fırın alımı ile özellikle yarı pişmiş donuk ürün üretim hattında kapasite ve ürün çeşitliliğinde önemli ölçüde artış gerçekleşmiştir.

## 3. Finansal Bilgiler

Tablo 3 – DMR Unlu Mamuller Üretim Gıda Toptan Perakende İhracat A.Ş. Bilanço – Özet

Finansal Durum Tablosu (TL)	Bağımsız Denetimden Geçmiş	Bağımsız Denetimden Geçmiş	Bağımsız Denetimden Geçmiş	Bağımsız Denetimden Geçmiş
	31.12.2020	31.12.2021	31.12.2022	30.06.2023
<b>VARLIKLAR</b>				
Nakit ve Nakit Benzeri	21.072	2.231.624	3.517.745	5.593.843
Finansal Yatırımlar	-	-	-	-
Ticari Alacaklar	-	38.437.980	84.941.989	209.889.876
Diğer Alacaklar	3.569.423	136.338	6.338	6.338
Stoklar	85.481	12.445.779	18.556.264	17.779.058
Peşin Ödenmiş Giderler	209.858	20.351.815	65.406.479	70.913.849
Cari Dönem Vergisiyle İlgili Varlıklar	-	-	-	-
Diğer Dönen Varlıklar	377.608	7.336.758	32.282.717	39.222.686
<b>Toplam Dönen Varlıklar</b>	<b>4.263.442</b>	<b>80.940.294</b>	<b>204.711.532</b>	<b>343.405.650</b>
Maddi Duran Varlıklar	962.238	93.210.421	247.001.389	274.930.184
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	367	1.270.869	1.365.955	1.360.214
Kullanım Hakkı Varlıkları	-	-	-	-
Peşin Ödenmiş Giderler	2.081.986	12.030.641	2.081.986	447
Ertelenmiş Vergi Varlığı	51.250	-	-	-
Diğer Duran Varlıklar	-	1.620.266	2.209.036	1.089.153
<b>Toplam Duran Varlıklar</b>	<b>1.014.302</b>	<b>98.239.362</b>	<b>262.662.841</b>	<b>279.592.642</b>
<b>TOPLAM VARLIKLAR</b>	<b>5.277.744</b>	<b>179.179.656</b>	<b>467.374.373</b>	<b>622.998.292</b>
Uzun Vadeli Borçlanmaların Kısa Vadeli Kısımları	-	662.919	2.695.211	2.305.397
Ticari Borçlar	1.656.834	37.729.178	152.429.856	62.390.559
Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kapsamında Borçlar	20.386	2.752.343	5.255.824	7.225.543
Diğer Borçlar	207.045	3.646.436	57.162.137	52.682.878
Ertelenmiş Gelirler	18.650	8.088.682	3.356.491	2.921.292
Kısa Vadeli Karşılıklar	25.421	966.914	2.323.197	2.890.223
Dönem Karı Vergi Yükümlülüğü	63.443	372.837	1.489.012	2.951.369
<b>Toplam Kısa Vadeli Yükümlülükler</b>	<b>1.991.779</b>	<b>54.219.309</b>	<b>224.711.728</b>	<b>133.367.261</b>
Uzun Vadeli Borçlanmalar	-	5.151.569	13.872.502	17.490.762
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	-	7.197.286	22.653.864	37.913.451
Uzun Vadeli Karşılıklar	3.255	1.822.907	3.809.707	2.679.495
<b>Toplam Uzun Vadeli Yükümlülükler</b>	<b>3.255</b>	<b>14.173.762</b>	<b>40.336.073</b>	<b>58.083.708</b>
Ödenmiş Sermaye	100.000	90.141.600	90.141.600	110.300.000
Birleşmeden Kaynaklanan Özsermaye Farkları	-	-20.502.125	-20.502.125	-20.502.125
Pay İhraç Primleri	-	-	-	186.028.805
Geçmiş Yıllar Karları veya Zararları	3.029.319	3.183.160	5.925.819	8.347.849
Kar veya Zararda Yeniden Sınıflandırılmayacak Birikmiş Diğer Kapsamlı Gelirler veya Giderler	-450	35.223.291	124.339.248	133.232.325
Net Dönem Kar veya Zararı	153.841	2.742.659	2.422.030	14.140.469
<b>Toplam Özkaynaklar</b>	<b>3.282.710</b>	<b>110.788.585</b>	<b>202.326.572</b>	<b>431.547.323</b>
<b>TOPLAM KAYNAKLAR</b>	<b>5.277.744</b>	<b>179.179.656</b>	<b>467.374.373</b>	<b>622.998.292</b>

Kaynak: DMR Unlu Mamuller Üretim Gıda Toptan Perakende İhracat A.Ş. İzahname ve Fiyat Tespit Raporu

**Tablo 4 – DMR Unlu Mamuller Üretim Gıda Toptan Perakende İhracat A.Ş. Karşılaştırmalı Gelir Tablosu**

Gelir Tablosu (TL)	Bağımsız Denetimden Geçmiş Konsolide Finansal Tablolar				
	31.12.2020	31.12.2021	31.12.2022	31.06.2022	30.06.2023
Hasılat	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
<b>Brüt Kar</b>	<b>1.134.881</b>	<b>15.975.717</b>	<b>66.606.563</b>	<b>8.201.361</b>	<b>69.369.262</b>
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
Araştırma ve Geliştirme Giderleri	-	-	-	-	-
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	574.748	11.684.241	23.330.670	14.901.954	27.913.260
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler	-278.410	-12.103.939	-31.409.859	-27.574.951	-44.548.972
<b>Faaliyet Karı/Zararı</b>	<b>111.838</b>	<b>4.294.171</b>	<b>4.233.190</b>	<b>-24.535.275</b>	<b>16.532.742</b>
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	-	94.942	3.480.052	255.114	-
Yatırım Faaliyetlerinden Giderler	-	433.432	-	-32.736.636	29.211
<b>Finansman Öncesi Faaliyet K/Z</b>	<b>111.838</b>	<b>3.955.681</b>	<b>7.713.242</b>	<b>-24.280.161</b>	<b>16.503.531</b>
Finansman Gelirleri	214.854	193.414	3.367.887	-	5.375.149
Finansman Giderleri	-118.541	-652.410	-7.405.214	-2.665.672	-4.082.552
<b>Vergi Öncesi Kar</b>	<b>208.351</b>	<b>3.496.685</b>	<b>3.675.915</b>	<b>-26.945.833</b>	<b>17.796.128</b>
Dönem Vergi Gideri/Geliri	-63.443	-414.076	-1.489.011	-	-3.841.528
Ertelenmiş Vergi Geliri/Gideri	8.933	-339.950	235.126	1.212.093	185.869
<b>Dönem Karı</b>	<b>153.841</b>	<b>2.742.659</b>	<b>2.422.030</b>	<b>-25.733.740</b>	<b>14.140.469</b>

**Kaynak: DMR Unlu Mamuller Üretim Gıda Toptan Perakende İhracat A.Ş. İzahname ve Fiyat Tespit Raporu**

#### 4. Değerleme

A1 Capital Yatırım Menkul Değerler'in, DMR Unlu Mamuller Üretim Gıda Toptan Perakende İhracat A.Ş.'nin halka arz fiyatının tespitinde piyasa yaklaşımı ve gelir yaklaşımı yöntemlerini birlikte kullanmıştır. Nihai değer tespiti aşamasında piyasa yaklaşımı çerçevesinde benzer şirket çarpanları ve İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) analizine göre tespit edilen değerler sırasıyla %50 ve %50 şeklinde ağırlıklandırılmıştır.

##### 4.1. İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) Analizi

İNA yöntemi kapsamında Şirket için 01.07.2023 – 31.12.2027 dönemine ait (Projeksiyon Dönemi) nakit akımları tahmin edilmeye çalışılmıştır. Tahmin dönemi için UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemlerinin 50.22 maddesinin (b) bendi uyarınca bozulan bir yapıda gelir projeksiyonu uygulanmıştır ve Şirket'in tarafımıza sağladığı 5 yıllık projeksiyon bu yaklaşım altında incelenmiştir.

A1 Capital Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanan Fiyat Tespit Raporu'nun DMR Unlu Mamuller Üretim Gıda Toptan Perakende İhracat A.Ş.'nin İNA analizinde uygulanan varsayımlar aşağıdaki gibidir:

- 2022 sonu itibarı ile şirket %53,2 gibi görece düşük sayılabilecek kapasite kullanım oranında(KKO) imalat faaliyetlerinde bulunuyor olmasından dolayı 01.07.2023-31.12.2027 projeksiyon dönemi boyunca kapasite artırımına yönelik herhangi bir yatırım yapılmayacağı varsayılmıştır. Üretim tarafında 2022 yılın %190 oranında artarak 6.803 ton düzeyine ulaşan büyüme oranının, 2023 yılında gerek yurtiçinde ve gerekse yurtdışında süregelen belirsiz iktisadi ve piyasa koşullarından dolayı ihtiyati bir varsayımla %3,9 seviyesinde gerçekleşeceği öngörülmüştür. 2024 yılında yurtiçi ve

küresel iktisadi koşullarının normalize olacağı varsayımı altında üretim hacminin %27,4 oranında artarak 9.005 ton düzeyinde KKO'nun da %70,4' ulaşacağı tahmin edilmiştir. Takip edilen yıllarda ise UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri 50.22 maddesinin (b) bendine uygun olarak bozulan yapıda büyüme trendi öngörülmüştür. Buna göre, 2025 yılında üretim hacminde büyüme %9,5 oranında varsayılırken, KKO %77,1 olarak hesaplanmıştır. Üretim artışının 2026 yılında %10,8 ve 2027'de %8,9 oranında gerçekleşeceği, buna bağlı olarak da KKO sırasıyla %85,5 ve %93,1 seviyelerine ulaşacağı öngörülmüştür.

- Yurtiçi ve Yurtdışı Simit Sarayı mağaza sayısında 2023-2027 yılları arasında herhangi bir değişim planlanmazken, franchise mağaza sayısına projeksiyon dönemi boyunca her yıl yurtiçinde 30 franchise eklenmesi planlanmaktadır. Yurtdışında Simit Sarayı franchise mağaza sayısının kademeli olarak artarak 2022'de 6 olan DMR Satış Mağaza sayısına 2023'te 9 yeni mağaza eklenmesi planlanmış, takip eden yıllarda ise herhangi yeni mağaza açılışı öngörülmemiştir. DMR Satış Mağazaları "Simit Sarayı" markası kullanıyor olup; ana ortak Simit Sarayı ile yapılan anlaşma gereği 15 mağaza için isim hakkı ödenmeyecektir.
- Ciro projeksiyonları oluşturulurken kullanılan yurtiçi ve yurtdışı birim satış fiyatlarının hesaplanmasında, TÜİK tarafından yayımlanan Gıda ve Alkolsüz İçecekler Fiyat endeksi baz alınmıştır. Birim satış fiyatlarının 2023 - 2027 döneminde ilişkin projeksiyon yapılırken, 2020 yılından bu yana TÜFE ile Gıda ve Alkolsüz İçecekler Fiyat Endeksi arasında oluşan makas dikkate alınmıştır. Söz konusu makasın 2020 yılından bu yana Gıda ve Alkolsüz İçecekler Fiyat Endeksi lehine açıldığı ve 2020 yılından başlayarak Ağustos 2023 sonu itibari ile söz konusu makas aralığının yıllık ortalama 7,0 puan olduğu hesaplanmıştır. Ocak – Ağustos 2023 döneminde Gıda ve Alkolsüz İçecekler enflasyonunun %72,9 ile TÜFE (%58,9) oranının yıllık bazda 8,8 puan üzerinde olduğu görülmüştür.
- 2021 yılının Ağustos ayında unlu mamuller üretimine başlayan, 2021 sonlarında yatırım sürecini start veren ve Şubat 2022'deki yangının yol açtığı 2,5 aylık duruşa rağmen yatırımları tamamlayan şirketin 2022 yılı birim satış fiyatlarının oluşumu sağlıklı bir baz yıl oluşturmadığından 2023 yılına ilişkin tarafımızca bir fiyat projeksiyonu yapılmamıştır. Bunun yerine, 2023 yılı için birim satış fiyatı varsayımları şirket tarafından sağlanmış ve tarafımızca değerlendirilerek projeksiyon döneminin sonraki yılları için hesaplanan birim satış fiyatlarına baz yıl teşkil etmiştir. 2024 – 2027 dönemi için ise TCMB'nin aylık bazda yayımladığı Piyasa katılımcıları anketinde yer alan 5 yıllık TÜFE beklentilerinin üzerine, TÜİK tarafından açıklanan Gıda ve Alkolsüz İçecekler Fiyat Endeksi arasında 2020 – Ağustos 2023 dönemi için 7,0 puan olarak hesapladığımız makas aralığı ortalama %20 oranında iskonto uygulanarak eklenmiştir. Şirket tarafından sağlanan 2023 yılı birim satış fiyatları, bu şekilde hesaplanan oranlarda artırılarak 2024 – 2027 projeksiyon dönemi için yıllık yurtiçi birim satış fiyatları hesaplanmıştır. Yurtdışı satış fiyatları ise ABD Doları/TL kuru tahmini ölçüsünde artırılmıştır.
- Bağımsız Denetimden geçmiş finansal tablolarda 2022 yılında %341,2 oranında büyüme gösteren toplam net "düzeltilmiş" satış hasılatı 2023 yılında %74,1 oranında büyüdükten sonra UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri 20.22 maddesinin (b) bendi uyarınca büyüme oranları bazında bozulan bir seyir izleyerek 2024 yılında

%72,9, 2025 yılında %38,9, 2026 yılında %30,8 ve 2027 yılında ise %24 oranında artış göstermesi beklenmektedir.

- Şirketin 30.06.2023 tarihli Bağımsız Denetim Raporunda yer alan Net Hasılat üzerinden elde ettiği “raporlanan” Brüt Satış Kar Marjı 31.12.2022 itibari ile %22,95 ve 30.06.2023 itibari ile de %46,33 olarak gerçekleşmiştir. Fiyat tespit raporunun 8.3.2.3 numaralı bölümünde açıklanan metodoloji kapsamında “Düzeltilmiş” hasılat tutarına oranlandığında ise “Düzeltilmiş” Brüt Kar Marjı %24,1 seviyesinde hesaplanmıştır. Şirket Özsermaye değerinin tespitine baz teşkil eden “Düzeltilmiş” Kar Marjınının 2023 yılında %31,3’e yükseldikten sonra kademeli artış trendini projeksiyon döneminin sonuna kadar koruyarak 2027’de %41,2 seviyesine ulaşması öngörülmüştür.
- Şirket, ilk madde malzeme satın alımlarının bir kısmı vadeli olarak gerçekleştiğinden söz konusu hammadde alımlarından oluşan vade farkı giderini Satışların Maliyeti altında değil, Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler kalemine “Alışlardan Elimine Edilen Faiz” adı altında muhasebeleştirilmektedir. Öte yandan, şirket vadeli satışlardan elde ettiği vade farkı gelirini hasılat kalemi olarak kayıtlara almayıp, Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler kaleminde “Satışlardan Elimine Edilen Faiz” adı altında muhasebeleştirilmektedir. Şirket, hammadde alımlarının bir bölümünü vadeli olarak gerçekleştirdiğinden ve buna karşılık vadeli satışlarının hasılat içinde görece az yer tutması nedeniyle, söz konusu muhasebeleştirme işlemi şirketin brüt kar marjına olumlu yansımaktadır. Tamamı sermaye artırımını yoluyla gerçekleştirilmesi planlanan halka arz sonrası, şirket sağlayacağı nakit kaynak sayesinde hammadde alımları büyük ölçüde peşin olarak gerçekleştirebilme imkanına kavuşabileceğinden ve bu şekilde vade farkı gider oluşmayacağı gibi peşin alımlarda belli oranda iskonto da söz konusu olabileceğinden 2023 – 2027 projeksiyon döneminde brüt kar marjında anlamlı bir iyileşme sağlanabilecektir.
- 2022 yılında faaliyet giderlerinin düzeltilmiş hasılatlara oranı %13,1 seviyesinde gerçekleşirken, bu oranın 2023 yılında %11,1 seviyesine gerileyeceği varsayılmıştır. Takip eden dönemde ise tonaj bazında artan satış hacmi ve cironun etkisiyle sağlanacak ölçek ekonomisi sayesinde faaliyet giderlerinin kademeli düşüşle düzeltilmiş satış hasılatına oranınının 2027 yılında %10,3 seviyesine kadar düşeceği tahmin edilmektedir.
- DMR Unlu Mamuller’in ana yatırım kalemleri, şirketin yeni mağaza açılışları kapasite artırım yatırımları ile yenileme ve yıllık bakım harcamalarından oluşacağı varsayılmıştır. DMR Unlu Mamuller mağazalarının açılış maliyetinin mağaza başına 2,5 Milyon TL olacağı varsayılmıştır. Şirket, 2022 yılında 6 adet mağaza açmıştır. 2023 yılında da ilave 9 yeni mağaza açtıktan sonra yeni mağaza açtıktan sonra yeni mağaza açılışı öngörülmemektedir. Projeksiyon dönemini takip eden yıllarda ise yeni mağaza açılışı öngörülmemektedir. Kapasite 2022 yılı sonu itibari ile 12.792,3 ton olarak açıklanmıştır. Şirketin 2023–2027 dönemi boyunca kapasite yatırımı yapmayacağı öngörülmüştür. Buna karşılık şirketin her yıl net satışlarının %1,1’i ile %0,5’i arasında yenileme/bakım yapacağı da varsayılmıştır.
- Şirketin alacak tahsil gün süresi 2021’de 115 gün, 2022’de ise 78 gün olarak hesaplanırken, alacak tahsilat süresinin 2022 yılında önemli ölçüde kısalmasına rağmen ihtiyatlılık ilkesi gereği 2023 yılı için 2021 ve 2022 yılının ortalaması olan 96 gün



seviyesinde varsayılmıştır. 2024 ve 2025 yıllarında alacak tahsilat süresinin son üç yıllık hareketli ortalamalar düzeyinde kalacağı öngörüsüyle sırası ile 96 ve 90 gün seviyelerinde varsayılmış, 2026 ve 2027 yıllarında ise 90 gün seviyesinde sabit kalacağı öngörülmüştür.

- Şirketin müşterilerden aldığı avans gün süresi 2022'de 7 gün olarak belirlenmiştir. Yukarıda belirtilen varsayımlar altında, müşteri avansları süresinin 2023 ve 2024'de 16 gün, 2025 – 2027 yılları arasında ise 13 gün olarak gerçekleşeceği öngörülmüştür. Son olarak, tedarikçilere verilen avans gün süresi 2022'de ortalama 9 gün hesaplanmış olup aynı varsayımlar altında 2023 ve 2024 yıllarında 12 gün, 2025–2027 yılları arasında ise 11 olarak gerçekleşeceği öngörülmüştür.

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

#### 4.2. Piyasa Çarpanları (Pazar) Yönetimi

DMR Unlu Mamuller'in çarpan analizinden piyasa değeri hesaplanırken şirketle yurt içinde benzer faaliyette bulunan borsa şirketi sadece Kerevitaş Gıda Sanayi ve Ticaret A.Ş. tespit edilmiştir. Yurtiçinde DMR Unlu Mamullere benzer faaliyet gösteren başka borsa şirketi bulunmadığından, "Karşılaştırılabilir Şirket Çarpanları" kapsamına yurt dışındaki benzer firmalar da dahil edilmiştir. Ayrıca, DMR Unlu Mamüllerin faaliyet gösterdiği BIST Gıda Sektörü ile İmalat Sektörünü kapsayan yurtiçi sektör çarpanları da değerlendirme çalışması kapsamında incelenmiştir.

SEKTÖR ÇARPANLARI					
SEKTÖRLER	KOD	FD/FAVÖK	PD/DD	F/K	FD/S
Gıda Sanayi	XGIDA	15,45	3,42	17,44	2,66
İmalat Sanayi	İMALAT	18,80	4,07	21,29	2,77
<b>Ortalama</b>		<b>17,13</b>	<b>3,74</b>	<b>19,36</b>	<b>2,72</b>

**Kaynak: DMR Unlu Mamuller Üretim Gıda Toptan Perakende İhracat A.Ş. İzahname ve Fiyat Tespit Raporu**

- İNA ve çarpan analizine dahil edilen Düzeltilmiş FAVÖK, 30.06.2023 tarihinde gerçekleşen tutar olan 26.028.682 TL ile 01.07-31.12.2023 dönemi için projekte edilmiş 70.457.832 TL'nin aynı dönem için belirlenmiş olan indirgenme oranı (0,8627) ile indirgenmiş değerinin toplamı (86.813.585 TL) olarak hesaplanmış ve çarpan analizinde firma değeri hesabına baz teşkil etmiştir.
- Net Finansal Borç 30.098.441 TL olarak hesaplanmıştır. Öz kaynaklar 30.06.2023 tarihli Özel Bağımsız Denetim Raporundaki finansal tablolarda yer aldığı gibi 431.547.323 TL tutarında hesaplara dahil edilirken, Net Kar 30.06.2023 tarihi itibari ile son dört çeyreğin toplamı alınmak suretiyle yıllıklandırılarak 42.296.239 TL olarak F/K çarpanına

baz teşkil etmiştir. Hesaplanan FD/FAVÖK çarpanı ile 2023 yılı için “düzeltilmiş” ve “indirgenmiş” FAVÖK tutarının çarpımından elde edilen değerden, 30.06.2023 tarihli net finansal borç tutarı olan 30,1 Milyon TL’nin çıkarılmasıyla “hedef piyasa” değerlerine ulaşılmıştır. Tabloda yer alan FD/S çarpanı ile 2023 yılı için “düzeltilmiş” ve “indirgenmiş” Net Satış tutarının çarpımından elde edilen değerden, 30.06.2023 tarihli net finansal borç tutarı düşülmesiyle “hedef piyasa” değerlerine ulaşılmıştır. F/K çarpanı ile 30.06.2023 tarihli yıllıklandırılmış net kar tutarının çarpımı üzerinden bir diğer hedef piyasa değeri hesaplanmış ve son olarak da PD/DD çarpanı ile 30.06.2023 tarihli bilançoda yer alan Öz kaynak tutarı çarpılarak hedef Özsermaye değerine ulaşılmıştır.

- Ağustos 2021’de üretime başlayan şirketin karlılık ve öz kaynak büyümesi noktasında henüz çok yeni olması ve ayrıca 2022 yılının Şubat ayında yaşanan yangın sonrası faaliyetlerde 2,5 aylık bir duruş sonrası satış yapamayan şirketin 2022’nin takip eden aylarında da küresel emtia fiyatlarında ve yurtiçi maliyet unsurlarında yaşanan artışları satış fiyatlarında yansıtamamasından dolayı, FD/S ve F/K çarpanlarının değerlendirilmesine dahil edilmemesine karar verilmiştir. Ayrıca Covid-19 pandemisi sonrası sektör temsilcilerinin bedelli ve bedelsiz sermaye artırımları ile öz kaynaklarını önemli ölçüde büyüttükleri gözlemlenmiştir. DMR Unlu Mamüllerin bu kanallardan sermaye artırımına Borsa Şirketleri kadar geniş olmadığından, sektörde görece düşük olan PD/DD çarpanının değerlendirilmesinde kullanılmasının adil olmayacağı değerlendirilmiştir. Sonuç olarak “FD/FAVÖK” kullanılmıştır. 01.09.2023 tarihli borsa kapanışları üzerinden Finnet Veri terminalinden çekilen FD/FAVÖK çarpanlarına ilişkin olarak Aykırı Değer Analiz Yöntemi altında eliminasyon yapıldıktan sonra kalan oranların aritmetik ortalaması hesaplanan 2023 FAVÖK projeksiyonun indirgenmiş tutarının çarpımından elde edilen değerden, net finansal borç tutarı olan 30,1 Milyon TL düşülerek “hedef piyasa” değerlerine ulaşılmıştır. Söz konusu hedef piyasa değerinin, şirketin halka arz öncesi ödenmiş sermayesine (10.300.000) bölünmesiyle “Pay Başına Değer” hesaplanmıştır. Özetle, XGIDA ve İmalat sektör endekslerini kapsayan Yurt içi Sektör çarpan analizinde FD/FAVÖK çarpanı kullanılarak ulaşılan hedef piyasa değeri 1.456.591.077 TL, hisse başına hedef fiyat ise 13,21 TL olarak hesaplanmaktadır.
- Yurtdışı çarpan analizinde FD/FAVÖK, FD/S, PD/DD ve F/K çarpanları değerlendirilmiş ancak önceki bölümde açıklanan gerekçelerden dolayı sadece FD/FAVÖK çarpanı kullanılmıştır. Bloomberg terminalinden seçilen benzer şirketler örnekleme kümesinde 16 gözlem değeri bulunmaktadır. Uç Değerler Aykırı Değer Analiz Yöntemi altında elimine edilerek aritmetik ortalama kullanılmıştır. FD/FAVÖK çarpanı ile hesaplanan 2023 yılı “düzeltilmiş” ve “indirgenmiş” FAVÖK projeksiyon tutarı çarpılıp 30.06.2023 tarihli net finansal borç tutarı düşülerek hedef Özsermaye değeri elde edilmiştir. Ardından, bu yöntem ile hesaplanan hedef Özsermaye değeri, şirketin halka arz öncesi ödenmiş sermayesine bölünmesiyle “Pay Başına Değer” hesaplanmıştır.

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

## 5. Değerleme Sonuç

DMR unlu mamüllerin gelecekteki gelirlerin tutarına ilişkim önemli belirsizliklerin bulunmamasından dolayı Gelir Yaklaşımı kullanılmıştır. Bu raporda belirtilen nedenlerden ötürü Maliyet (Defter Değeri) Yaklaşımı değerlendirilmediği için kullanılmamıştır. Fiyat tespit

raporunun 8.3.3.1 ve 8.3.3.2 bölümlerinde belirtilen eliminasyon işlemleri gerçekleştirilmek suretiyle hesaplanan Piyasa Çarpanları Yöntemi ile Özsermaye (Piyasa) Değer tespiti yapılmıştır.

Bu şekilde, değerlendirme çalışmasında indirgenmiş nakit akımı (İNA) yöntemi ve çarpan analiz yöntemleri incelemiş bulunuyor. 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 ulaşılmaktadır. Bulunan pay başına hedef piyasa değeri, halka arz öncesi sermayeye bölünerek pay başına hedef piyasa değeri 12,85 TL olarak hesaplanmakta. Bulunan pay başına hedef piyasa değerine %20,34 halka arz iskontosu uygulandığında pay başına **10,24 TL** halka arz fiyatına ulaşılmakta.

Değerleme Sonucu	Hedef Özsermaye Değeri	Ağırlık	Ağırlıklandırılmış Özsermaye Değeri
İNA Yöntemi ile Hesaplanan Özsermaye Değeri	1.378.379.868	%50,0	689.189.934
Çarpan Yöntemi ile Hesaplanan Özsermaye Değeri	1.457.419.605	%50,0	728.709.802
<b>Ağırlıklandırılmış Hedef Özsermaye Değeri</b>		<b>%100,0</b>	<b>1.417.899.737</b>
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
<b>İskontolu Halka Arz Fiyatı (TL/Pay)</b>			<b>10,24</b>

## 6. Görüş

- Değerleme kapsamında şirket ve faaliyet gösterdiği sektör hakkında verilen bilgilerin yeterli ve makul olduğu görüşüdeyiz.
- Değerleme çalışması kapsamında İNA ve çarpan analizi kullanılmasını ve %50-%50 şeklinde ağırlıklandırılmasını makul buluyoruz.
- Çarpan analizi kapsamında FD/FAVÖK çarpanı dışında başka çarpan ya da çarpanların da kullanılmasının daha sağlıklı değer tespitine katkı sağlayacağı görüşüdeyiz.

### Yasal Çekinceler

Burada yer alan bilgiler INVESTAZ Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından genel bilgilendirme amacı ile hazırlanmıştır. Yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti, SPK tarafından yetkilendirilmiş yetkili kuruluşlar tarafından kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak sözleşme imzalanmak suretiyle kişiye özel olarak sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler ise genel nitelikte olup tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Herhangi bir yatırım aracının alım-satım önerisi ya da getiri vaadi olarak yorumlanmamalıdır. Bu görüşler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Tüm veriler, INVESTAZ Yatırım Menkul Değerler A.Ş tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan alınmıştır. Burada yer alan fiyatlar, veriler ve bilgilerin tam ve doğru olduğu garanti edilemez; içerik, haber verilmeksizin değiştirilebilir. Bu kaynakların kullanılması nedeni ile ortaya çıkabilecek hatalardan veya zararlardan kurum çalışanları ile INVESTAZ Yatırım Menkul Değerler A.Ş. Sorumlu değildir.