

# Şeker Yatırım Menkul Değerler A.Ş.

## Fiyat Tespit Raporu Görüşü

İşbu rapor, Sermaye Piyasası Kurulu'nun 22/06/2013 tarihinde Resmi Gazete'de yayınlanan Seri: VII 128.1 numaralı Pay Tebliği'nin 29. maddesinin 2. fıkrası kapsamında hazırlanmıştır. Raporunda yer verilen tüm bilgi ve sayısal değerler, 18.09.2023 tarihinde Global Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanan Fiyat Tespit Raporundan elde edilmiştir.

### 1. Şirket Hakkında Özet Bilgi

Şeker Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("Şeker Yatırım", "Şirket"), Sermaye Piyasası Kanunu ve ilgili mevzuat hükümlerine uygun olarak "Şeker Yatırım Anonim Şirketi" unvanıyla 24 Aralık 1996 tarihinde faaliyete geçmiştir. Sermaye Piyasaları Kurumu tarafından verilen "Geniş Yetkili Aracı Kurum" izni kapsamında yürütülen faaliyetler şunlardır; işlem aracılığı faaliyeti, portföy aracılığı faaliyeti, bireysel portföy aracılığı faaliyeti, yatırım danışmanlığı faaliyeti, aracılık yüklenimi suretiyle halka arza aracılık faaliyeti, sınırlı saklama hizmeti ve genel saklama hizmeti faaliyetleri. Sermaye piyasalarında hizmet veren şirket, Borsa İstanbul A.Ş. Pay Piyasası, Borçlanma Araçları Piyasası, Vadeli İşlem ve Opsiyon Piyasası (VİOP) ile Kaldıraçlı Alım-Satım işlemlerinde aracılık hizmeti sunmaktadır.

Şeker Yatırım, Şekerbank grubunun finansal iştirakleri arasında yer almaktadır. Şeker Yatırım, İstanbul'da bulunan genel merkezi, İzmir ve Ankara'da bulunan şubelerinin yanında Şekerbank ile imzaladığı emir iletimine aracılık sözleşmesi çerçevesinde Şekerbank'ın Türkiye geneline yayılmış 238 şubesinde sermaye piyasaları faaliyetlerini sürdürmektedir.

Şeker Yatırım'ın gelirlerinden bir kısmı devlet veya özel sektörden borçlanma araçları yoluyla veya şirket paylarına ortak olma yoluyla gerçekleştirdiği alım satım işlemlerinden elde ettiği gelirlerdir. Şirket'in hizmet gelirleri ise, aracılık hizmetleri kapsamında verilen hizmetlerden elde edilen komisyon gelirlerini içerir. Ayrıca Şirket'in faiz gelirleri bulunmaktadır. Bu gelirler Şirket'in portföyünde bulunan menkul kıymetlerden ve müşterilerine kullandırdıkları kredili işlemlerden elde ettiği faiz gelirlerini içerir.

## 2. Halka Arz Hakkında Özet Bilgi

|  |  |
|--|--|
| Şirket                                     | Şeker Yatırım Menkul Değerler Anonim Şirketi   |
| Talep Toplama Tarihi                       | 30 Kasım – 1 Aralık 2023   |
| Halka Arz Yöntemi                          | Sermaye Artırımı & Ortak Satışı  |
| Halka Arz Edilecek Payların Dağılımı       | 52.500.000 TL nominal değerli paylar<br>Borsada Satış - Eşit Dağıtım   |
| Talep Toplama Yöntemi                      | “Sabit Fiyat ile Talep Toplama”  |
| Halka Arz Fiyatı                           | 7,00 TL  |
| Öngörülen Piyasa Değeri (halka arz öncesi) | 840 milyon TL  |
| Tahmini Arz Büyüklüğü                      | 367,5 milyon TL  |
| Halka Arz Oranı                            | %33,9  |
| Fon Kullanım Yeri                          | Devam etmekte olan yatırım hizmetleri ve faaliyetleri ile yan hizmetlerin sunumu kapsamında duyduğu işletme sermayesi ihtiyacının karşılanması |

## 3. Şirket Ortaklık Yapısı

| Ortaklık Yapısı      | Halka Arz Öncesi Sermaye Payı |               | Halka Arz Sonrası Sermaye Payı |               |
|----------------------|-------------------------------|---------------|--------------------------------|---------------|
|                      | TL                            | %             | TL                             | %             |
| Şekerbank T.A.Ş.     | 118.847.980                   | 99,0%         | 101.347.980                    | 65,4%         |
| Şeker Faktoring A.Ş. | 1.152.010                     | 1,0%          | 1.152.010                      | 0,7%          |
| Diğer                | 10                            | 0,0%          | 10                             | 0,0%          |
| Halka Açık           | 0                             | 0,0%          | 52.500.000                     | 33,9%         |
| <b>Toplam</b>        | <b>120.000.000</b>            | <b>100,0%</b> | <b>155.000.000</b>             | <b>100,0%</b> |

#### 4. Şirket'in Operasyonları ve Finansalları Hakkında Özet Bilgi

| Kar & Zarar Tablosu (milyon TL)    | 2021          | 2022          | 6A22          | 6A23          |
|------------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>Hasılat</b>                     | <b>25,711</b> | <b>28,661</b> | <b>12,877</b> | <b>12,029</b> |
| Satışların Maliyeti                | -25,582       | -28,481       | -12,809       | -11,892       |
| <b>Brüt Kar</b>                    | <b>129</b>    | <b>180</b>    | <b>68</b>     | <b>137</b>    |
| Pazarlama Giderleri                | -14           | -21           | -8            | -13           |
| Genel Yönetim Giderleri            | -60           | -103          | -41           | -77           |
| Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler | 19            | 17            | 10            | 22            |
| Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler | -1            | -1            | -1            | -6            |
| <b>Esas Faaliyet Karı</b>          | <b>73</b>     | <b>72</b>     | <b>29</b>     | <b>62</b>     |
| Finansman Gelirleri                | 11            | 31            | 8             | 14            |
| Finansman Giderleri                | -57           | -49           | -22           | -44           |
| Vergi Gideri                       | -8            | -4            | 2             | -9            |
| <b>Dönem Karı</b>                  | <b>19</b>     | <b>50</b>     | <b>17</b>     | <b>24</b>     |

##### 4.1. Gelirler

Şeker Yatırım'ın satış gelirleri üç temel kategoride toplanmaktadır: DİBS ve özel sektör tahvil ile pay alım veya satım gelirleri, hizmet gelirleri ve faiz gelirleri.

DİBS ve özel sektör tahvil ile pay alım satım gelirleri, Şeker Yatırım'ın devlet veya özel sektörden borçlanma araçları yoluyla veya şirket paylarına ortak olma yoluyla gerçekleştirdiği alım satım işlemlerinden elde ettiği gelirleri kapsar. Şirket, DİBS ve Özel Sektör Tahvil ile Pay Alım Satım işlemlerinden, 2022 yılının açıklanan 6 aylık gelir tablosunda 1,0 milyon TL zarar etmişken, bir yıl sonrasında 2023 yılında yayınlanan altı aylık gelir tablosunda 1,4 milyon TL gelir elde etmiştir. Şirketin 06/2023 dönemi itibarıyla toplam gelirlerinin %0,96'sı bu gelir kaynaklarından elde edilmektedir.

Hizmet gelirleri, Şeker Yatırım'ın aracılık hizmetleri kapsamında verilen hizmetlerden elde edilen komisyon gelirlerini içerir. Şirket'in hizmet gelirleri 2023 ilk altı aylık dönemde 63,5 milyon TL olarak gerçekleşmiştir. Şirketin 06/2023 dönemi itibarıyla toplam gelirlerinin %42,4'ü bu gelir kaynaklarından elde edilmekte olup, şirketin en önemli ikinci gelir kaynağı bu kalemden sağlanmaktadır.

Faiz gelirleri, Şeker Yatırım'ın portföyünde bulunan menkul kıymetlerden ve müşterilerine kullandırdıkları kredili işlemlerden elde ettiği faiz gelirlerini içerir. Şeker Yatırım, 2022 yılında açıklanan altı aylık gelir tablosunda 30,2 milyon TL tutarında gelir elde etmişken, bir yıl sonrasında 2023 yılında yayınlanan altı aylık gelir tablosunda bu gelir 84,6 milyon TL olarak açıklanmıştır. Şirketin 06/2023 dönemi itibarıyla toplam gelirlerinin %56,6'sı bu gelir kaynaklarından elde edilmekte olup, şirketin en önemli ikinci gelir kaynağı da bu kalem üzerinden sağlanmaktadır.

Şeker Yatırım'ın acente komisyon giderleri, müşterilere komisyon iadeleri ve diğer indirimler sonrasında kalan toplam net gelirleri (Brüt Kar) 2022 yılında açıklanan altı aylık gelir tablosunda 68,2 milyon TL seviyesinden %100,4 oranında bir artışla 136,7 milyon TL seviyesine yükselmiştir. Bu artıştaki en önemli etken alım ve satım aracılık komisyonlarındaki artış olmuştur. 06/2022 döneminde 29,3 milyon TL seviyesinde bulunan pay alım ve satım aracılık komisyon gelirleri, 06/2023 döneminde %61,3 artışla 47,3 milyon TL seviyesine yükselmiştir.

Şirketin diğer komisyon gelirleri (hesap işletim ücretleri, EFT komisyon ücretleri, MKK komisyon gelirleri vb. operasyonel komisyonlar) 06/2022 döneminde 4,2 milyon TL seviyesinden, 06/2023 döneminde 8,6 milyon TL ye yükselmesi de bu artışta önemli bir rol oynamaktadır. Bu artıştaki bir diğer önemli etken ise kredili menkul kıymet faiz gelirlerindeki artıştır. 06/2022 döneminde 25,8 milyon TL olan faiz gelirleri, 06/2023 döneminde 70,7 milyon TL seviyesine yükselmiştir.

## 4.2. Giderler

### 4.2.1. Faaliyet Giderleri

Şeker Yatırım'ın faaliyet giderleri 06/2023 döneminde, 06/2022 dönemine kıyasla %84,2 artarak 89,8 milyon TL seviyesine yükselmiştir. Bu artışın en büyük etkenlerinin personel giderleri ve bilgi işlem giderleri olduğu gözlemlenmektedir.

Şeker Yatırım'ın 06/2022 döneminde 24,1 milyon TL olan personel giderleri, 06/2023 döneminde yıllık bazda %95,5 artışla 47,1 milyon TL'ye çıkmıştır. Diğer önemli bir faktör olan bilgi işlem giderleri ise 06/2022 döneminde 2,7 milyon TL iken, 06/2023 döneminde yıllık bazda %273,7 artarak 10,1 milyon TL seviyesine ulaşmıştır.

## 4.3. Net Kar

Şeker Yatırım'ın net karı 06/2022 döneminde 17,0 milyon TL seviyesindeyken, 06/2023 döneminde yıllık bazda %40,8 artarak 24,0 milyon TL seviyesine yükselmiştir. Şirketin finansman giderleri ve vergileri artmış olmasına rağmen, kur farkı gelirlerindeki artış ve esas faaliyetlerinden elde ettiği brüt karın artmasıyla net kar rakamında bir artış görülmüştür.

## 4.4. Bilanço

| Bilanço (milyon TL)       | 2021 | 2022  | 6A23  |
|---------------------------|------|-------|-------|
| Nakit ve Nakit Benzerleri | 78   | 304   | 152   |
| Finansal Yatırımlar       | 78   | 158   | 104   |
| Ticari Alacaklar          | 311  | 947   | 666   |
| Toplam Aktifler           | 529  | 1,519 | 1,118 |
| KV Borçlanmalar           | 199  | 319   | 377   |
| Ticari Borçlar            | 199  | 900   | 348   |
| Özkaynaklar               | 107  | 260   | 341   |
| Toplam Finansal Borç      | 199  | 319   | 377   |
| Net Finansal Borç (Nakit) | 43   | -143  | 121   |

Şeker Yatırım'ın toplam varlıkları 30 Haziran 2023 itibarı ile 1,1 milyar TL seviyesinde gerçekleşmiştir. Toplam aktiflerde 2022 yıl sonuna göre %26 düşüş gerçekleşmiştir. Bu düşüşte 2022 yıl sonunda 947 milyon TL olan ticari alacaklar kaleminin 06/2023'te 666 milyon TL'ye gerilemesi en temel neden. Bu düşüşte müşterilerden alacakların 2022 yıl sonunda 406 milyon TL'den 06/2023'te 203 milyon TL'ye gerilemesi temel neden.

Şirket'in nakit ve nakit benzerlerinin 2022 yıl sonunda 304 milyon TL'den 06/2023'te 152 milyon TL'ye gerilemesi de toplam aktiflerde düşüşe neden olmuştur.

Şirket'in özkaynakları 06/2023'te 2022 yıl sonuna göre %31 artarak 341 milyon TL seviyesinde gerçekleşmiştir.

## 5. Riskler

- BIST pay senetlerinin işlem hacimlerinde 2023'ün son çeyreğinde 2023'ün üçüncü çeyreğine göre düşüş gözlemliyoruz. Bu düşüş Şirket'in 2023 son çeyrek komisyon gelirlerini bir miktar baskılayabilir.

## 6. Değerleme Hakkında Özet Bilgi

Global Yatırım Menkul Değerler A.Ş. Şeker Yatırım paylarının halka arz fiyatını belirlerken “Özsermaye Artık Getiri Modeli” (ÖAGM), “Yurt içi Benzer Şirketler” ve “Yurt dışı Benzer Şirketler” yöntemlerini kullanmış ve bu yöntemler için sırasıyla %50, %25 ve %25 ağırlıklandırma yapmıştır.

### a. İndirgenmiş Nakit Akımı Yöntemi (Özsermaye Artık Getiri Modeli)

Bu yöntem kapsamında, Şirket'in 2032'ye kadar net kar projeksiyonu yapılmış ve sermaye maliyeti yöntemi kullanılarak bu değerlerler bugüne indirgenmiştir. Devam eder değer hesabında sabit büyüme oranı %5 kullanılmıştır. Bu oranda yapılan hesaplama sonrasında elde edilen değer 2032 yılındaki indirgeme faktörü kullanılarak bugüne indirgenmiştir. Özsermaye Artık Getiri Modeli sonucunda Şirket piyasa değeri, 2023-2032 projeksiyon dönemine ilişkin değer ve sabit büyüme ile hesaplanan projeksiyon dönemi sonrası devam eder değer toplamından oluşmaktadır.

Tahmin dönemi nakit akışları için temel girdi ve varsayımlar şu şekildedir:

- Gelirler: Pay piyasası hacimlerinin ileri dönük artmaya devam etmesi ve pay piyasası komisyon gelirlerinin 2023'te 157,2 milyon TL, 2024'te ise 253,8 milyon TL olması tahmin edilmiştir. VİOP işlem hacmi 2023 yılında %20 artışla 84,1 milyar TL olarak tahmin edilmiştir. VİOP komisyon gelirlerinin 2023'te %20 artarak 8,4 milyon TL olması tahmin edilmiştir.
- TÜFE (dönem sonu) 2023'te %65, 2024'te ise %32 varsayılmıştır ve 2028 yılından sonra tek haneye gerilemesi varsayılmıştır.
- Gösterge faiz olarak 10 yıllık devlet tahvilin (TRT131032T13) son 1 yıllık ortalaması olan %13 yerine ihtiyatlılık doğrultusunda %20 kullanılmıştır.
- Hisse risk primi %6 ilave risk primi kullanılmıştır.
- Beta değeri 1x olarak kullanılmıştır.
- Sermaye Maliyeti 2023 yılı için %26,0, 2024 yılı için ise %25,5 kullanılmıştır. Sonraki yıllarda da sınırlı düşüşler uygulanmıştır.
- Devam eden değer hesabında sonsuz büyüme oranı %5 kullanılmıştır.

**Özsermaye Artık Getiri Modeli sonucunda, Şirket için 932,6 milyon TL Şirket piyasa değeri ve 7,77 TL pay başına fiyat olarak hesaplanmıştır.**

### Özsermaye Artık Getiri Modeli

| Sermaye Maliyeti (%)     | 2023T        | 2024T        | 2025T        | 2026T        | 2027T        | 2028T        | 2029T        | 2030T        | 2031T        | 2032T        |
|--------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Risksiz Getiri Oranı (%) | 20,0%        | 19,5%        | 19,0%        | 18,5%        | 18,0%        | 17,5%        | 17,0%        | 16,5%        | 16,0%        | 15,5%        |
| Piyasa Risk Primi (%)    | 6%           | 6%           | 6%           | 6%           | 6%           | 6%           | 6%           | 6%           | 6%           | 6%           |
| Beta                     | 1            | 1            | 1            | 1            | 1            | 1            | 1            | 1            | 1            | 1            |
| <b>Sermaye Maliyeti</b>  | <b>26,0%</b> | <b>25,5%</b> | <b>25,0%</b> | <b>24,5%</b> | <b>24,0%</b> | <b>23,5%</b> | <b>23,0%</b> | <b>22,5%</b> | <b>22,0%</b> | <b>21,5%</b> |

  

| Özsermaye Artık Gelir Modeli (Milyon TL)                      | 2022G      | 2023T | 2024T | 2025T | 2026T | 2027T | 2028T | 2029T | 2030T | 2031T | 2032T |
|---|------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Net Kar   | 50         | 98    | 136   | 157   | 219   | 317   | 400   | 491   | 613   | 722   | 855   |
| Net Kar Değişim Oranı (%)                                     |            | 95,1% | 39,6% | 14,9% | 40,1% | 44,7% | 25,9% | 22,9% | 24,9% | 17,7% | 18,5% |
| Dönem Sonu Özsermaye Defter Değeri                            | 260        | 389   | 477   | 551   | 672   | 847   | 1034  | 1254  | 1531  | 1830  | 2185  |
| Özsermaye Maliyeti (-)  |            | 101   | 122   | 138   | 165   | 203   | 243   | 288   | 344   | 402   | 470   |
| Özsermaye Artık Getirisi (-)                                  |            | -3    | 15    | 19    | 55    | 114   | 157   | 203   | 269   | 320   | 386   |
| İskonto Faktörü   |            | 0,79  | 0,63  | 0,51  | 0,41  | 0,33  | 0,27  | 0,22  | 0,18  | 0,14  | 0,12  |
| İndirgenmiş Özsermaye Artık Getirisi (-)                      |            | -3    | 9     | 9     | 22    | 37    | 42    | 44    | 47    | 46    | 46    |
| <b>İndirgenmiş Özsermaye Artık Getirisinin Bugünkü Değeri</b> | <b>300</b> |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |

  

| Özsermaye Maliyeti Tahminleri (Milyon TL) | 2022G | 2023T | 2024T | 2025T | 2026T | 2027T | 2028T | 2029T | 2030T | 2031T | 2032T |
|---|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Dönem Sonu Özsermaye Defter Değeri        | 260   | 389   | 477   | 551   | 672   | 847   | 1.034 | 1.254 | 1.531 | 1.830 | 2.185 |
| Özsermaye Maliyeti (%)                    |       | 26,0% | 25,5% | 25,0% | 24,5% | 24,0% | 23,5% | 23,0% | 22,5% | 22,0% | 21,5% |
| Özsermaye Maliyeti                        |       | 101   | 122   | 138   | 165   | 203   | 243   | 288   | 344   | 402   | 470   |

| Limit Değer (Milyon TL)                                 |             |
|---|-------------|
| Özsermaye Defter Değeri (2032T)                         | 2.185       |
| Özsermaye Artık Getiri (2032T)                          | 386         |
| Uzun Vadeli Büyüme Oranı (%)                            | 5,0%        |
| Özsermaye Maliyeti - Büyüme Oranı (%)                   | 16,5%       |
| Nihai Değer   | 2.453       |
| İskonto Faktörü   | 12,0%       |
| <b>Artık Getirilerin Nihai Değerinin Bugünkü Değeri</b> | <b>291</b>  |
| İndirgenmiş Özsermaye Artık Getirisinin Bugünkü Değeri  | 300         |
| Özsermaye Değeri (2023/06)                              | 341         |
| Artık Getirilerin Nihai Değerinin Bugünkü Değeri        | 291         |
| <b>Şirket Özsermaye Değeri</b>                          | <b>933</b>  |
| <b>Pay Başına Değer (TL)</b>                            | <b>7,77</b> |

## b. Benzer Şirketler Çarpan Analizi

### i) Yurt içi Benzer Şirketler (F/K) & (PD/DD) Çarpan Analizi

Yurt içi benzer şirketler çarpan analizinde Şirket'e benzer alanında faaliyet gösteren firmaların 14.09.2023 tarihli kapanış değerleri üzerinden çarpan değeri kullanılmıştır.

| Şirket Kodu     | Şirket          | F/K         | PD/DD      |
|-----------------|-----------------|-------------|------------|
| A1CAP           | A1 Capital      | 7,9         | 2,7        |
| GEDİK           | Gedik Yatırım   | 10,7        | 5,0        |
| GLBMD           | Global Menkul   | 18,1        | 10,1       |
| INFO            | Info Yatırım    | 6,1         | 4,9        |
| ISMEN           | İş Yatırım      | 7,4         | 5,3        |
| OSMEN           | Osmanlı Yatırım | 10,0        | 6,9        |
| OYYAT           | Oyak Yatırım    | 11,4        | 6,9        |
| TERA            | Tera Yatırım    | 25,6        | 5,2        |
| <b>MEDYAN</b>   |                 | <b>10,4</b> | <b>5,2</b> |
| <b>ORTALAMA</b> |                 | <b>12,2</b> | <b>5,3</b> |

Son 12-ay net dönem karı yerine 2023 yılı proforma net dönem karı olan 97,6 milyon kullanılmıştır. F/K çarpanı ile hesaplanan özsermaye değeri 2023 yılı için tahmin edilen sermaye maliyeti (6 aylık %13) ile bugüne indirgenmiştir. Yurt içi benzer şirketlerin F/K medyanı 10,4x olarak hesaplanmıştır. Bu çarpana göre özsermaye değeri 1 milyar TL olarak hesaplanmış ve bugüne indirmeye ile indirgenmiş özsermaye değeri 895 milyon TL olarak hesaplanmıştır.

### F/K ÇARPANINA GÖRE PİYASA DEĞERİNİN BELİRLENMESİ

|   |              |
|---|--------------|
| <b>F/K Çarpanı (Medyan)</b>                     | <b>10.4x</b> |
| 2023T Net Dönem Karı (milyon TL)                | 98           |
| <b>Özsermaye Değeri (milyon TL)</b>             | <b>1.012</b> |
| <b>İndirgenmiş Özsermaye Değeri (milyon TL)</b> | <b>895</b>   |

Yurt içi benzer şirketler çarpan analizinde Şirket'e benzer alanında faaliyet gösteren firmaların finansalları kullanılmıştır. PD/DD çarpanına göre medyan çarpan 5,2x olarak hesaplanmıştır. Bu çarpana göre özsermaye değeri 1,77 milyar TL olarak hesaplanmıştır.

#### PD/DD ÇARPANINA GÖRE PİYASA DEĞERİNİN BELİRLENMESİ

|                                |       |
|--------------------------------|-------|
| PD/DD Çarpanı (Medyan)         | 5.2x  |
| Özkaynak (2023/06) (milyon TL) | 341   |
| Özsermaye Değeri (milyon TL)   | 1.770 |

Yurt içi benzer şirketlerin F/K ve PD/DD çarpanları kullanılarak hesaplanan özsermaye değerlerine, F/K ve PD/DD çarpanlarına eşit ağırlık verilmiş ve 1,3 milyar TL özsermaye değeri hesaplanmıştır.

| Değerleme Yöntemi (Milyon TL)                   | Hesaplanan Özsermaye Değer (milyon TL) | Ağırlık | Özsermaye Değeri (milyon TL) |
|---|--|---------|------------------------------|
| Yurt İçi Benzer Şirketler F/K Çarpanı Yöntemi   | 895                                    | 50%     | 448                          |
| Yurt İçi Benzer Şirketler PD/DD Çarpanı Yöntemi | 1.770                                  | 50%     | 885                          |
| <b>Ağırlıklandırılmış Özsermaye Değeri</b>      |  |         | <b>1.333</b>                 |

#### ii) Yurt dışı Benzer Şirketler (F/K) & (PD/DD) Çarpan Analizi

Yurt dışı benzer şirketlerin F/K medyanı 14,4x olarak hesaplanmıştır. Bu çarpana göre özsermaye değeri 1,2 milyar TL olarak hesaplanmıştır.

Yurt dışı benzer şirketler çarpan analizinde Şirket'e benzer alanında faaliyet gösteren yurt dışı firmaların finansalları kullanılmıştır. PD/DD çarpanına göre medyan çarpan 2,3x olarak hesaplanmıştır. Bu çarpana göre özsermaye değeri 782 milyon TL olarak hesaplanmıştır.

| Şirket Kodu     | Şirket                       | Piyasa Değeri (milyon TL) | F/K         | PD/DD      |
|-----------------|------------------------------|---------------------------|-------------|------------|
| VIRTUS          | VIRTU FINANCIAL INC-CLASS A  | 78.882                    | 13,9        | 2,3        |
| VCI VN          | VIETCAP SECURITIES JSC       | 23.219                    | 61,0        | 2,8        |
| BIL JA          | BARITA INVESTMENTS LTD       | 16.613                    | 22,3        | 2,7        |
| CFT SW          | COMPAGNIE FINANCIERE TRAD    | 27.165                    | 9,8         | 2,1        |
| TITAN FH        | TITANIUM OYJ                 | 4.894                     | 15,5        | 8,1        |
| 8739 JP         | SPARX GROUP CO LTD           | 11.873                    | 11,3        | 2,3        |
| EQUI IM         | EQUITA GROUP SPA             | 5.385                     | 14,4        | 2,0        |
| BFG AU          | BELL FINANCIAL GROUP LTD     | 5.592                     | 11,5        | 1,4        |
| MBS VN          | MB SECURITIES JSC            | 11.394                    | 24,0        | 2,2        |
| R4 SM           | RENTA 4 BANCO SA             | 12.296                    | 18,8        | 3,2        |
| ANGELONE IN     | ANGEL ONE LTD                | 50.238                    | 17,3        | 7,1        |
| 1456 HK         | GUOLLIAN SECURITIES CO LTD-H | 96.760                    | 10,4        | 0,5        |
| <b>MEDYAN</b>   |                              |                           | <b>14,4</b> | <b>2,3</b> |
| <b>ORTALAMA</b> |                              |                           | <b>15,3</b> | <b>3,3</b> |

Yurt dışı benzer şirketlerin F/K ve PD/DD çarpanları kullanılarak hesaplanan özsermaye değerlerine, F/K ve PD/DD çarpanlarına eşit ağırlık verilmiş ve 1 milyar TL özsermaye değeri hesaplanmıştır.

Çarpan analizi yöntemiyle, Şirket için yurt içi benzer şirket çarpanları %50 ve yurt dışı benzer şirket çarpanları %50 oranlarında ağırlıklandırılarak, PD/DD ve F/K çarpanlarına göre Şirket'in piyasa değeri 1,17 milyar TL ve pay başı fiyat 9,78TL olarak hesaplanmıştır.

## 7. Halk Arz Fiyatı Hakkında Nihai Değerlendirmeler

Şirket'in değerlemesinde "Özsermaye Artık Getiri Modeli" (ÖAGM), "Yurt içi Benzer Şirketler" ve "Yurt dışı Benzer Şirketler" yöntemlerini kullanmış ve bu yöntemler için sırasıyla %50, %25 ve %25 ağırlıklandırma yapmıştır. Bunun sonucunda 1 milyar TL özsermaye değerine ulaşılmıştır. Çıkarılmış sermayesi 120 milyon TL olan Şirket'in halka arz pay başına değeri 8,78 TL olarak hesaplanmıştır. **%20,24 halka arz iskontosu sonrasında ise özsermaye değeri 840 milyon TL, pay başına ise 7,00 TL olarak hesaplanmıştır.**

|  | Hesaplanan<br>Özsermaye<br>Değeri<br>(Milyon TL) | Ağırlık Oranı | Ağırlıklandırılmış<br>Özsermaye Değeri<br>(Milyon TL) |
|--|--|---------------|---|
| Yurt İçi Benzer Şirket Özsermaye Değeri              | 1.333  | 25%           | 333   |
| Yurt Dışı Benzer Şirket Özsermaye Değeri             | 1.014  | 25%           | 254   |
| Özsermaye Artık Gelir Modeline Göre Özsermaye Değeri | 933  | 50%           | 466   |
| <b>Özsermaye Değeri</b>                              |  |               | <b>1.053</b>  |
| İskonto  |  |               | 20,24%  |
| <b>İskontolu Özsermaye Değeri</b>                    |  |               | <b>840</b>  |
| <b>Pay Değeri (TL)</b>                               |  |               | <b>8,78</b>   |
| <b>İskontolu Pay Değeri (TL)</b>                     |  |               | <b>7,00</b>   |

Şeker Yatırım için hazırlanan Fiyat Tespit Raporu'nda, değerlendirme için başvurulan yöntemleri ve nihai değerlendirme aşamasında başvurulan ağırlıklandırmayı makul karşılıyoruz. Bununla birlikte, değerlendirme sürecine dair ekli yorumlarımızı/çekincelerimizi paylaşmakta fayda görüyoruz:

- Fiyat Tespit Raporu'nda Şirket hakkında verilen bilgilerin kapsamlı, yeterli ve anlaşılır olduğunu düşünüyoruz.
- Şirket'in yatırım sektöründe faaliyet göstermesi nedeniyle değerlemede Özsermaye Artık Getiri Modeli ve piyasa çarpanları yöntemlerinin kullanılmasını makul buluyoruz. Değerleme yöntemlerine eşit ağırlıklandırma uygulanmasını makul olarak değerlendiriyoruz.
- Risksiz faiz oranı olarak kullanılan gösterge faiz olan 10 yıllık devlet tahvilin (TRT131032T13) güncel seviyesi %28 seviyesindedir. Raporla 2023/2024 yılı için kullanılan risksiz faiz oranları ise sırasıyla %20 ve %19,5 seviyesindedir.
- Uygulanan halka arz iskontosu (%20,2) 2023 yılında gerçekleşen halka arzlarında tecrübe edilen oranlara paralel bir düzeydedir.

**Özetle, yukarıda yer verdiğimiz yorumlarımız/çekincelerimiz ışığında, Şeker Yatırım'ın halka arz fiyatının belirlenmesi için izlenen yöntemin ve ulaşılan iskonto sonrası pay başı 7,00 TL halka arz fiyatının makul olduğu kanaatindeyiz.**



**ÇEKİNCE:**

Bu raporda yer alan bilgi ve veriler, araştırma grubumuz tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan derlenmiş olup doğrulukları ayrıca araştırılmamıştır. Bu nedenle, bu bilgilerin tam veya doğru olmamasından, kullanılan kaynaklardaki hata ve eksik bilgilerden dolayı doğabilecek zararlar konusunda kurumumuz ve kurumumuz çalışanları herhangi bir sorumluluk kabul etmez. Bu rapor yatırımcıların bilgi edinmeleri amacıyla hazırlanmış olup, yatırımcıların yatırıma ilişkin kararlarını verirken bu rapordaki bilgilerden yararlanmaları, ancak bu rapordan etkilenmeyerek kararlarını vermeleri beklenmektedir. Bu raporun ticari amaçlı kullanımı sonucu oluşabilecek zararlardan dolayı kurumumuz hiçbir sorumluluk üstlenmemektedir. Bu rapor hiç bir şekilde menkul değerlerin satın alınması veya satılması için bir teklifi veya aracılık teklifini içermemektedir. Bu raporun tümü veya bir kısmı Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin yazılı izni olmadan çoğaltılamaz, yayınlanamaz veya üçüncü kişilere gösterilemez.