

## CEM ZEYTİN A.Ş.

Fiyat Tespit Raporu Hakkında  
Değerlendirme Raporu

Fiyat Tespit Değerlendirme Raporu, Sermaye Piyasası Kurulu'nun 12/02/2013 tarihli ve 5/145 sayılı kararında yer alan; payları ilk kez halka arzı öncesi uygulanacak esaslarının 7. Maddesine dayanılarak hazırlanmıştır. İlgili madde;

\*Halka arza aracılık eden kuruluş tarafından hazırlanan fiyat tespit raporu, başka bir kuruluş tarafından analiz edilebilir. Söz konusu analist raporunun hazırlanması halinde, halka arz fiyatına ilişkin görüş beyan edilmesi ve raporun en geç ilgili halka arzın başladığı tarihte Kamuyu Aydınlatma Platformu'nda halka açılacak ortaklığa ilişkin bölümde ve bu raporu hazırlayan kuruluşun internet sitesinde ilan edilmesi zorunludur.

## HALKA ARZ ÖZETİ

	<b>Halka Arz Talep Toplama Tarihleri</b>	29 Ağustos, 2-3 Eylül 2024
<b>A</b>	<b>Halka Arz Fiyatı</b>	15,30 TL
	<b>Borsa Kodu</b>	CEMZY
	<b>İşlem Göreceği Pazar</b>	Yıldız Pazar
	<b>Halka Arz Talep Toplama Yöntemi</b>	Sabit Fiyatla Talep Toplama
	<b>Konsorsiyum Lideri</b>	Bulls Yatırım Menkul Değerler A.Ş.
	<b>Tahsisat Grupları</b>	%60 Yurt İçi Bireysel - 60.000.000 TL Nominal %40 Yurt İçi Kurumsal - 40.000.000 TL Nominal
<b>B</b>	<b>Halka Arz Şekli</b>	100.000.000 TL Nominal Sermaye Artırımı
<b>C</b>	<b>Halka Arz Öncesi Sermaye</b>	302.000.000 TL Nominal
<b>D</b>	<b>Halka Arz Sonrası Sermaye</b>	402.000.000 TL Nominal
<b>A*B</b>	<b>Halka Arz Büyüklüğü</b>	1.530.000.000 TL
<b>(A*C)</b>	<b>Halka Arz Öncesi Piyasa Değeri</b>	4.620.600.000 TL
<b>(A*D)</b>	<b>Halka Arz Sonrası Piyasa Değeri</b>	6.150.600.000 TL
<b>(B/D)</b>	<b>Halka Açıklık Oranı</b>	24,88%
	<b>Satmama Taahhüdü</b>	Şirket ve Ortaklar için 1 yıl
	<b>Fiyat İstikrarını Sağlayıcı İşlemler</b>	Fiyat istikrarı sağlayıcı işlemlerinin gerçekleştirilmesi planlanmaktadır.
	<b>Katılım Endeksi</b>	Uygun değildir.
	<b>Fon Kullanım Yeri</b>	-%35 - %40'luk kısmının işletme kredilerin geri ödenmesi -%5 - %10'luk kısmının çatı üzerine kurulacak GES yatırımı -%10 - %15'lik kısmının Mut Tesisi yatırımı -%5 - %10'luk kısmının tesis ve ekipman modernizasyonu -%30 - %35'lik kısmının işletme sermayesi aktarımı

## 1. Şirket Profili

Cem Zeytin A.Ş. ("Şirket"), 1994 yılında her türlü zeytin üretimini, alım satımını, ithalat ve ihracatını, dağıtımını ve komisyonculuğunu yapmak amacıyla kurulmuş olup ana faaliyet konusu salamura siyah ve yeşil zeytin imali, zeytin depolaması, işleme ve paketlemedir. Şirket Esas Sözleşmesi'nin "Amaç ve Konu" başlıklı 3. maddesi uyarınca Şirket; sofralık yeşil zeytin ve siyah zeytin üretimi kapsamında; hasat, nakliye, kalibrasyon, seçme, yıkama, fermantasyon, havalandırma, ayırma, temizleme; ambalajlama ve pazara sevk işlemlerini yapmaktadır. Şirket sofralık siyah ve yeşil zeytin üretim faaliyetlerini Edremit Asfaltı 3. km, 10560 Havran/Balıkesir adresinde bulunan, 18.000 m<sup>2</sup>'si kapalı olmak üzere toplam 53.000 m<sup>2</sup> alana kurulu olan Edremit Tesisi aracılığıyla gerçekleştirmektedir.

## Ortaklık Yapısı

Halka arz öncesi ve sonrası planlanan ortaklık yapısı aşağıdaki tabloda yer almaktadır:

Ortaklık Yapısı					
Ortaklar	Pay Grubu	Halka Arz Öncesi		Halka Arz Sonrası	
		Sermaye (TL)	Oran (%)	Sermaye (TL)	Oran (%)
Cem OKULLU	A	30.200.000	50,0%	30.200.000	7,51%
	B	120.800.000		120.800.000	30,05%
Cengiz OKULLU	A	30.200.000	50,0%	30.200.000	7,51%
	B	120.800.000		120.800.000	30,05%
Halka Açıklık Oran	B	-	-	100.000.000	24,88%
TOPLAM	A+B	302.000.000	100,0%	402.000.000	100,0%

## 2. Halka Arz Gelirlerinin Kullanımı

Şirket'in, sermaye artırımını dolayısıyla ihraç edilecek yeni payların halka arzı neticesinde elde edeceği brüt halka arz gelirinden, ilgili masraf ve maliyetler düşüldükten sonra kalan fonun, aşağıda gösterilen oranlarda ve amaçlarla kullanılması planlanmaktadır

- %35 - %40'lık kısmının işletme kredilerin geri ödenmesi
- %5 - %10'luk kısmının Çatı üzerine kurulacak GES yatırımı
- %10 - %15'lik kısmının Mut Tesisi yatırımı
- %5 - %10'luk kısmının tesis ve ekipman modernizasyonu
- %30 - %35'lik kısmının işletme sermayesi aktarımı

### 3. Finansal Tablolar

#### 3.1. Bilanço

FİNANSAL DURUM TABLOSU (TL)	31.12.2021	31.12.2022	31.12.2023	31.03.2024
Dönen varlıklar	1.284.147.490	1.698.788.343	2.053.115.756	1.918.398.840
Duran varlıklar	422.350.180	750.609.956	939.145.855	983.246.123
<b>TOPLAM VARLIKLAR</b>	<b>1.706.497.670</b>	<b>2.449.398.299</b>	<b>2.992.261.611</b>	<b>2.901.644.963</b>
Kısa vadeli yükümlülükler	755.779.463	1.257.408.209	1.286.509.792	1.100.601.286
Uzun vadeli yükümlülükler	162.048.376	141.329.801	181.022.778	231.899.011
<b>TOPLAM YÜKÜMLÜLÜKLER</b>	<b>917.827.839</b>	<b>1.398.738.010</b>	<b>1.467.532.570</b>	<b>1.332.500.297</b>
<b>TOPLAM ÖZKAYNAKLAR</b>	<b>788.669.831</b>	<b>1.050.660.289</b>	<b>1.524.729.041</b>	<b>1.569.144.666</b>
<b>TOPLAM KAYNAKLAR</b>	<b>1.706.497.670</b>	<b>2.449.398.299</b>	<b>2.992.261.611</b>	<b>2.901.644.963</b>

#### 3.2. Gelir Tablosu

GELİR TABLOSU (TL)	31.12.2020	31.12.2021	31.12.2022	30.09.2022	30.09.2023
Hasılat	875.130.690	1.469.407.080	1.898.700.572	506.458.464	658.748.767
Satışların Maliyeti	(640.738.726)	(897.124.972)	(999.802.296)	(318.521.931)	(477.954.716)
<b>Brüt Kâr</b>	<b>234.391.964</b>	<b>572.282.108</b>	<b>898.898.276</b>	<b>187.936.533</b>	<b>180.794.051</b>
Genel Yönetim Giderleri	(13.399.585)	(10.097.432)	(16.981.321)	(3.991.942)	(5.401.503)
Pazarlama Giderleri	(25.050.545)	(50.471.541)	(80.381.286)	(16.692.030)	(13.826.125)
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	33.311.415	9.072.111	11.321.474	2.712.281	4.619.672
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler	(6.904.503)	(1.437.194)	(21.972.298)	(2.878)	(6.931.287)
<b>Esas Faaliyet Karı</b>	<b>222.348.746</b>	<b>519.348.052</b>	<b>790.884.845</b>	<b>169.961.964</b>	<b>159.254.808</b>
Finansman Gelirleri	29.093.469	18.703.228	39.092.124	4.141.983	4.301.602
Finansman Giderleri (-)	(94.135.808)	(114.194.045)	(186.250.534)	(22.268.942)	(87.947.044)
Net Parasal Pozisyon Kazançları / Kayıpları	95.953.484	(171.537.187)	(122.010.223)	(67.107.444)	32.360.090
<b>Sürdürülen Faaliyetler Vergi Öncesi Karı</b>	<b>253.259.891</b>	<b>252.320.048</b>	<b>521.716.212</b>	<b>84.727.561</b>	<b>107.969.456</b>
<b>Vergi Geliri / Gideri</b>	<b>(69.749.843)</b>	<b>(54.858.134)</b>	<b>(9.849.646)</b>	<b>1.745.694</b>	<b>(62.870.923)</b>
Dönemin Vergi Gideri	(2.308.043)	(38.268.586)	(32.896.976)	(6.418.882)	(3.611.243)
Ertelenmiş Vergi Geliri / Gideri	(67.441.800)	(16.589.548)	23.047.330	8.164.576	(59.259.680)
<b>Dönem Net Karı / Zararı</b>	<b>183.510.048</b>	<b>197.461.914</b>	<b>511.866.566</b>	<b>86.473.255</b>	<b>45.098.533</b>
<b>Pay Başına Kazanç</b>	<b>1.835.100</b>	<b>1.974.619</b>	<b>5.118.666</b>	<b>864.733</b>	<b>450.985</b>
Dönem Kar / Zararın Dağılımı	183.510.048	197.461.914	511.866.566	86.473.255	45.098.533
<i>Ana Ortaklık Paylarının Dağılımı</i>	183.510.048	197.461.914	511.866.566	86.473.255	45.098.533
Dönem Net Karı / Zararı	183.510.048	197.461.914	511.866.566	86.473.255	45.098.533
Kar veya Zararda Yeniden Sınıflandırılmayacaklar	(416.233)	64.528.544	(45.748.971)	(3.209.482)	(682.908)
<b>Maddi Duran Varlıklar Yeniden Değerleme Artışları/Azalışları</b>	<b>-</b>	<b>76.397.071</b>	<b>(76.397.071)</b>	<b>-</b>	<b>-</b>
<b>Tanımlanmış Fayda Planları Yeniden Ölçüm Kazançları/ Kayıpları</b>	<b>(554.979)</b>	<b>(3.091.859)</b>	<b>(5.397.900)</b>	<b>(4.279.309)</b>	<b>(910.545)</b>
<b>Kar veya Zararda Yeniden Sınıflandırılmayacak Diğer Diger Kapsamlı Gelir Kalemlerine İlişkin Vergi Geliri/Gideri</b>	<b>138.746</b>	<b>(8.776.668)</b>	<b>7.306.695</b>	<b>1.069.827</b>	<b>227.637</b>
<b>Diğer Kapsamlı Gelir (Vergi Sonrası)</b>	<b>(416.233)</b>	<b>64.528.544</b>	<b>(45.748.971)</b>	<b>(3.209.482)</b>	<b>(682.908)</b>
<b>Toplam Kapsamlı Gelir</b>	<b>183.093.815</b>	<b>261.990.458</b>	<b>466.117.595</b>	<b>83.263.773</b>	<b>44.415.625</b>

Bu yayında yer alan bilgiler, güvenilir olduğuna inanılan halka açık kaynaklardan elde edilmiş olup yalnızca bu bilgilere yönelik yorumları iletmek amacıyla hazırlanmıştır. Bu kaynaklardaki bilgilerin hata ve eksikliğinden ve ticari amaçlı işlemlerde kullanılmasından doğabilecek zararlardan Global Menkul Değerler A.Ş. hiçbir şekilde sorumluluk kabul etmemektedir. Bu yayında yer alan görüş ve düşüncelerin Global Menkul Değerler A.Ş. yönetimi için hiçbir bağlayıcılığı yoktur. Global Menkul Değerler A.Ş. yayında adı geçen şirketlerin menkul kıymetini portföyünde bulundurabilir ve/veya bu şirketlere danışmanlık hizmeti verebilir. Bu yayın, Global Menkul Değerler A.Ş.'nin izni olmadan kopyalanamaz ve/veya dağıtılamaz; bilgisayar sistemlerine aktarılamaz. © 2024 Global Menkul Değerler A.Ş.

#### 4. Değerleme

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

- 1- İndirgenmiş Nakit Akımı Analizi
- 2- Piyasa Çarpanları Analizi
  - a- FD/FAVÖK

##### 4.1.İndirgenmiş Nakit Akımı

İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi (İNA) şirketlerin faaliyet gösterdiği süre içerisinde yaratması muhtemel nakit akımlarının bugüne indirgenmesi temeline dayanan bir değerlendirme yöntemidir. İNA yöntemi birçok varsayıma dayanarak şirketlerin faaliyetlerinin içsel değerini bulmaya odaklanır, uzun vadeli potansiyelini yansıtır ve şirket özelindeki riskleri de belirli bir çerçevede barındırır. Bu yöntemin varsayımlara duyarlı olması bir dezavantaj gibi gözükse de statik olmayan iş modelleri için daha uygundur.

İNA (mn TL)	2024/9T	2025T	2026T	2027T	2028T
<b>Net Satışlar</b>	2.914.736.252	4.802.103.863	5.988.254.237	6.850.562.848	7.694.552.191
<i>Büyüme Oranı</i>	-	64,8%	24,7%	14,4%	12,3%
<b>FAVÖK</b>	<b>1.143.911.130</b>	<b>1.783.013.643</b>	<b>2.139.430.740</b>	<b>2.382.063.061</b>	<b>2.624.795.741</b>
<i>FAVÖK Marjı</i>	39,2%	37,1%	35,7%	34,8%	34,1%
<b>FVÖK</b>	<b>1.134.652.719</b>	<b>1.758.217,09</b>	<b>2.113.637.401</b>	<b>2.355.163.289</b>	<b>2.596.678.892</b>
<b>Vergi (-)</b>	(260.970.125)	(404.389.931)	(486.136.602)	(541.687.556)	(597.236.145)
Amortisman	(9.258.411)	(24.796.552)	(25.793.339)	(26.899.773)	(28.116.850)
<b>Brüt Nakit Akımları</b>	<b>882.941.005</b>	<b>1.378.623.712</b>	<b>1.653.294.137</b>	<b>1.840.375.505</b>	<b>2.027.559.596</b>
Yatırım Harcamaları (-)	(44.356.000)	(8.872.160)	(9.967.872)	(11.064.338)	(12.170.771)
Net İşletme Sermayesi Değişimi	(1.045.639.419)	(1.024.822.787)	(934.501.018)	(707.107.099)	(694.656.469)
<b>Serbest Nakit Akımları</b>	<b>(207.054.414)</b>	<b>344.928.765</b>	<b>708.825.248</b>	<b>1.122.204.068</b>	<b>1.320.732.356</b>
AOSM	37,2%	27,5%	22,7%	20,7%	20,7%
İndirgenme Faktörü	0,89	0,72	0,59	0,48	0,40
<b>İndirgenmiş Nakit Akımı</b>	<b>(183.897.871)</b>	<b>247.685.288</b>	<b>414.825.468</b>	<b>544.115.130</b>	<b>530.550.235</b>

<b>İNA Toplamı</b>	<b>1.553.278.250</b>
<i>Uç Değer Büyüme Oranı</i>	<i>5,0%</i>
<i>Uç Değer</i>	<i>11.523.804.690</i>
<i>Uç Değer İndirgenme Faktörü</i>	<i>0,40</i>
<i>Uç Değer Bugünkü Değer</i>	<i>4.629.217,463</i>
<b>Firma Değeri</b>	<b>6.182.495.713</b>
Net Borç 31.03.2024	(1.043.936.344)
<b>Cem Zeytin %100 Özsermaye Değeri</b>	<b>5.138.559.369</b>

## 4.2. Çarpan Analizi Yöntemi

Değerlemede yalnızca FD / FAVÖK çarpanı kullanılmıştır. Şirket'in hali hazırda faaliyet karlılığının öne çıktığı bir sektörde bulunması sebebiyle FD / Satışlar oranının Şirket'in nakit akışını isabetli yansıtmayacağı düşünülmüştür. Nihai üreticiye ürün geliştiren firmalarda sıklıkla kullanılan F/K oranının ise TMS 29 enflasyon muhasebesi uygulamasının yarattığı dengesizlik sebebiyle kullanılması uygun görülmemiştir.

### 4.2.1. Yurt İçi Sektör Çarpan Analizi

Borsa İstanbul'da işlem gören şirketlerin 37 tanesi, BİST Gıda-İçecek endeksi kapsamındadır. Bu 37 şirkete ek olarak, faaliyetleri bakımından gıda sektöründe değerlendirilebilecek üç şirket daha (Grainturk Tarım, Özsu Balık Üretim ile Yaprak Süt ve Besi) benzer şirketler kapsamında incelenmiştir. Medyan hesaplamasına yalnızca 5 - 20 aralığında olan veriler dahil edilmiştir.

Mn TL	Değer
<b>Şirketlerin Çarpan Medyanı</b>	<b>9,5x</b>
Cem Zeytin'in 2024/3 SOA FAVÖK	822.507.808
<b>Cem Zeytin'in Firma Değeri</b>	<b>7.843.945.234</b>
Cem Zeytin'in Net Finansal Borç Pozisyonu (31/03/2024 itibarıyla)	(1.043.936.344)
<b>Cem Zeytin'in Özsermaye Değeri</b>	<b>6.800.008.890</b>

### 4.2.2. Yurt Dışı Sektör Çarpan Analizi

Cem Zeytin ile faaliyetleri itibarıyla karşılaştırılabilir olduğu düşünülen yurt dışı piyasalarda işlem gören, Cem Zeytin gibi gıda sektöründe faaliyet gösteren uluslararası şirketler incelenmiştir. Medyan hesaplamasına yalnızca 5-20 aralığındaki şirketler dahil edilmiştir.

Mn TL	Değer
<b>Şirketlerin Çarpan Medyanı</b>	<b>10,5x</b>
Cem Zeytin in 2024/3 SOA FAVOK	822.507.808
<b>Cem Zeytin'in Firma Değeri</b>	<b>8.616.905.583</b>
Cem Zeytin'in Net Finansal Borç Pozisyonu (31/03/2024 itibarıyla)	(1.043.936.344)
<b>Cem Zeytin'in Özsermaye Değeri</b>	<b>7.572.969.239</b>

### 4.3. Değerleme Yöntemi ve Sonucu

Değerleme Özeti	Değer (mTL)	Ağırlık
<b>Metodolojiler</b>		
İNA	5.138.559.369	50%
Yurt İçi FD / FAVÖK	6.800.008.890	25%
Yurt Dışı FD / FAVÖK	7.572.969.239	25%
<b>Cem Zeytin Ortalama Özsermaye Değeri</b>	<b>6.162.524.217</b>	
Cem Zeytin Çıkarılmış Sermayesi	<b>302.000.000</b>	
Pay Başına Değer	20,41	
<i>Halka Arz İskontosu</i>	%25	
<i>Halka Arz Fiyatı</i>	15,30	

### 5. Sonuç ve Yorumlar

Fiyat Tespit Raporu'nda Cem Zeytin hakkında verilen bilgilerin kapsamlı ve değerlemede kullanılan yöntem ve değerlerin detaylı bir şekilde açıklandığını düşünüyoruz.

- Cem Zeytin için yapılan değerlendirme çalışmasında “İndirgenmiş Nakit Akımları” ve “Piyasa Çarpanları” kullanılmıştır. Kullanılan yöntemlerin %50-%50 olarak eşit ağırlıklandırılmasının makul olduğunu düşünüyoruz.
- Çarpan analizinde FD/FAVÖK çarpanı dışında çarpan kullanılmaması nedenlerini makul buluyoruz.
- İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi'nde AOSM hesaplamasında kullanılan parametrelerin makul olduğunu düşünüyoruz.
- Diğer yandan, İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi'nde kullanılan parametrelerin ve projeksiyonların gerçekleşmemesi durumunda farklı bir değer ortaya çıkabileceğini belirtmek isteriz.

**Halka arzda %25'lik iskonto oranı göz önüne alındığında 15,30 TL olarak belirlenen halka arz fiyatının makul olduğunu düşünüyoruz.**