

CEM ZEYTİN A.Ş.

FİYAT TESPİT RAPORUNA İLİŞKİN HAZIRLANAN ANALİST RAPORU

İNTEGRAL YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
ARAŞTIRMA BÖLÜMÜ
28 Ağustos 2024

1. RAPORUN AMACI

İşbu rapor Sermaye Piyasası Kurulu'nun VII-128,1 Pay Tebliği 29.maddesine istinaden İntegral Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("İntegral Yatırım") tarafından, Bulls Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin yetkili aracı kurum olduğu Cem Zeytin Anonim Şirket (kısaca "ihraççı", "Cem Zeytin" ya da "Şirket") paylarının halka arzı kapsamında Bulls Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanan fiyat tespit raporunu değerlendirmek amacıyla hazırlanmış olup, yatırımcıların pay alım satımına ilişkin herhangi bir tavsiye veya teklif içermemektedir. Yatırımcılar, halka arza ilişkin izahnameyi inceleyerek karar vermelidir. Rapor içerisinde bulunabilecek hata ve noksanlıklardan dolayı İntegral Yatırım hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz.

2. PLANLANAN HALKA ARZ HAKKINDA ÖZET BİLGİ

CEM ZEYTİN ANONİM ŞİRKETİ HALKA ARZ ÖZET BİLGİ

| | |
|--|--|
| İhraççı | Cem Zeytin Anonim Şirketi |
| Halka Arz Eden Pay Sahibi | Cem Zeytin Anonim Şirketi |
| Halka Arz Tarihleri | 29 Ağustos, 2-3 Eylül 2024 |
| Halka Arz Fiyatı | 15,30 TL |
| Halka Arz İskonto Oranı | 25,00% |
| Halka Arz Yöntemi | Sabit Fiyatla Talep Toplama |
| Halka Arz Şekli | Sermaye Artırımı |
| Aracılık Türü | En İyi Gayret Aracılığı |
| Halka Arz Öncesi Ödenmiş Sermaye | 302.000.000 TL |
| Halka Arz Sonrası Ödenmiş Sermaye | 402.000.000 TL |
| Halka Arz Sonrası Halka Açıklık Oranı | 24,88% |
| Halka Arz Edilen Hisse Adedi | 100.000.000 |
| Tahsis Grupları ve Pay Oranları | Yurt İçi Bireysel %60 Yurt İçi Kurumsal %40 |
| Fiyat İstikrarı | 15 gün fiyat istikrarı planlanmaktadır. |
| Borsa Kodu | CEMZY |
| İşlem Göreceği Pazar | Yıldız Pazar |
| Halka Arza Aracılık Eden Kuruluş | Bulls Yatırım Menkul Değerler A.Ş. |

Kaynak: Cem Zeytin İzahname

3. ŞİRKET PROFİLİ

Şirket, 1994 yılında her türlü zeytin üretimini, alım satımını, ithalat ve ihracatını, dağıtımını ve komisyonculuğunu yapmak amacıyla kurulmuştur. Şirket'in Havran, Balıkesir' de bulunan Edremit Tesisi ve 2024 yılında tamamlanması beklenen Mersin'de bulunan Mut Tesisi olmak üzere 2 adet üretim tesisi bulunmaktadır.

Şirketin Faaliyetleri

Şirket'in ana faaliyet konusu sofralık yeşil zeytin ve siyah zeytin üretimi kapsamında hasat, nakliye, kalibrasyon, seçme, yıkama, fermantasyon, havalandırma, ayırma, temizleme, ambalajlama ve pazara sevk işlemlerini yapmaktadır.

Edremit ve Mut Tesisleri: Sofralık zeytin üretimi amacıyla kurulan 1996 yılında üretim faaliyetine başlayan Edremit Tesisi, mevcut durumda 18.000 m²'si kapalı olmak üzere toplam 53.000 m² alanda operasyonlarını sürdürmektedir. Tesis yılda 12.500 ton üretim kapasitesine sahiptir.

Ruhsatlandırma süreci Eylül 2024 yılına kadar tamamlanması beklenen Mut Tesisi, Haziran 2024 tarihinde üretime başlamıştır. Tesise ilave olarak otomasyonu artırıcı makine teçhizat alımı yapılması planlanmaktadır. Mut Tesisiyle birlikte toplam üretimin 50.000 ton/yıl seviyesine ulaşması planlanmaktadır.

GES Yatırımları: Şirket, toplamda 8,45 MWP GES yatırımı yapmayı planlamaktadır. Bu yatırımla Edremit Tesisi ve Mut Tesisi'nin yıllık enerji ihtiyacının yaklaşık tamamını yenilenebilir enerjiden karşılamayı hedeflemektedir.

GES kuruluşları için çalışmalar 2023 yılında başlanmış olup, Mut Tesisi için Mersin OSB tarafından, Edremit Tesisi için ise EPIAŞ ve yerel belediye tarafından teknik izin verilmesi beklenmektedir. Her 2 tesisteki GES kurulumunun 2024 yılı içerisinde tamamlanması hedeflenmektedir.

3.2 Ortaklık Yapısı

| Ortak Adı | Grubu | Halka Arz Öncesi | | Grubu | Halka Arz Sonrası | |
|------------------|-------|--------------------|-------------|-------|--------------------|----------------|
| | | Sermaye (TL) | Payı (%) | | Sermaye (TL) | Payı (%) |
| Cem OKULLU | A | 30.200.000 | 10,0% | A | 30.200.000 | 7,51% |
| | B | 120.800.000 | 40,0% | B | 120.800.000 | 30,05% |
| Cengiz OKULLU | A | 30.200.000 | 10,0% | A | 30.200.000 | 7,51% |
| | B | 120.800.000 | 40,0% | B | 120.800.000 | 30,05% |
| Halka Açık Kısmı | B | - | - | B | 100.000.000 | 24,88% |
| Toplam | | 302.000.000 | 100% | | 402.000.000 | 100,00% |

Kaynak: Cem Zeytin Fiyat Tespit Raporu

4. ÖZET FİNANSAL TABLOLAR

4.1. Bilanço

| Bilanço (TL) | 2021/12 | 2022/12 | 2023/12 | 2024/03 |
|-----------------------------|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|
| 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 |
| Toplam Varlıklar | 1.706.497.670 | 2.449.398.299 | 2.992.261.611 | 2.901.644.963 |
| 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 |
| Toplam Yükümlülükler | 917.827.839 | 1.398.738.010 | 1.467.532.570 | 1.332.500.297 |
| Toplam Özkaynaklar | 788.669.831 | 1.050.660.289 | 1.524.729.041 | 1.569.144.666 |

Kaynak: Cem Zeytin Fiyat Tespit Raporu

4.2. Gelir Tablosu

| Gelir Tablosu (TL) | 2021/12 | 2022/12 | 2023/12 | 2024/03 |
|-----------------------------|--------------------|--------------------|--------------------|-------------------|
| Hasılat | 875.130.690 | 1.469.407.080 | 1.898.700.572 | 658.748.767 |
| Satışların Maliyeti (-) | -640.738.726 | -897.124.972 | -999.802.296 | -477.954.716 |
| Brüt Kar / Zarar | 234.391.964 | 572.282.108 | 898.898.276 | 180.794.051 |
| Esas Faaliyet Karı / Zararı | 222.348.746 | 519.348.052 | 790.884.845 | 159.254.808 |
| Vergi Öncesi Kar | 253.259.891 | 252.320.048 | 521.716.212 | 107.969.456 |
| Ana Ortaklık Payları | 183.510.048 | 197.461.914 | 511.866.566 | 45.098.533 |

Kaynak: Cem Zeytin Fiyat Tespit Raporu

5. HALKA ARZDAN ELDE EDİLECEK FONUN KULLANIM YERLERİ

| Kullanım Alanı | Kullanım Tutarı (%) |
|------------------------------------|---------------------|
| İşletme Kredilerinin Geri Ödenmesi | %35-%40 |
| Mevcut Yatırımlar | %20-%30 |
| -Çatı Üzeri GES Yatırımı | %5-%10 |
| -Mut Tesis | %10-%15 |
| -Tesis ve Ekipman Modernizasyonu | %5-%10 |
| İşletme Sermayesi | %30-%35 |
| Toplam | 100% |

Kaynak: Cem Zeytin Fonun Kullanım Yeri Raporu

Fon Kullanım Özet Bilgi

- **İşletme Kredilerinin Geri Ödenmesi** – Şirket halka arzdan edeceği fonun yaklaşık %35-%40'lık kısmı ile mevcut işletme kredi borçlarının bir kısmını kapatmayı planlamaktadır.
- **Çatı Üzeri GES Yatırımı** – Şirket, Edremit ve Mut Tesislerinin çatıları üzerinde yenilenebilir enerji kullanımına katkı sağlamak amacıyla toplam 8,45 MWP kurulu güce sahip toplam yatırım bedelinin 75.000.000 TL olması öngörülen çatı üzeri güneş enerjisi sistemlerinin kurulmasını planlamaktadır. Şirket halka arzdan elde edeceği fonun yaklaşık %5-%10'luk kısmının bu yatırım için harcanmasını planlamaktadır.
- **Mut Tesisi** – Şirket, 309 Ada 11 parseldeki yatırımını Haziran 2024 tarihinde tamamlamış olup, 309 Ada 10 parselde ilave depolama alanı yapılması hedeflenmektedir. Şirket bunun için halka arzdan elde edeceği fonun yaklaşık %10 - %15'lik kısmını kullanmayı hedeflemektedir.
- **Tesis ve Ekipman Modernizasyonu** – Şirket, halka arzdan elde edeceği fonu yaklaşık %5-%10 oranındaki kısmı ile Havran, Balıkesir'de bulunan Edremit Tesisi'nin modernizasyonu için harcamayı planlamaktadır.
- **İşletme Sermayesi** – Şirket'in genişleyen faaliyetleri ile artan satış hacmine paralel olarak işletme sermayesi için oluşabilecek finansman ihtiyacında faiz riskini düşük seviyede tutmak ve finansal yapısı daha da güçlendirmek amacıyla işletme sermayesi ihtiyacını halka arzdan elde edilecek fonun yaklaşık %30-%35 oranındaki kısmıyla karşılamayı hedeflemektedir.

6. DEĞERLEME YÖNTEMLERİ

Bulls Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanan fiyat tespit raporunda İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi ve Piyasa Çarpanları Analizi yöntemleri kullanılmıştır. Şirketin ortalama özsermaye değerinin hesaplanmasında piyasa çarpanları analizine %50, indirgenmiş nakit akımları analizine %50 ağırlık verilmiştir.

6.1 İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi

İNA projeksiyonu çerçevesinde, 2024 – 2028 yılları arası projeksiyon dönemi olarak kabul edilmiştir. Yıl sonu TL enflasyon tahmini %42,6 olarak alınmıştır. Ağırlıklandırılmış ortalama sermaye maliyetinin projeksiyon dönemi içerisinde değişken olacağı varsayılmıştır. Risksiz getiri oranı hesaplanırken, Türkiye'de ki 10 yıllık TL cinsinden ihraç edilen tahvilin getiri oranındaki değişimler takip edilmiştir. Bu bağlamda risksiz getiri oranı olarak, 2024 yılı için 10 yıl vadeli tahvilin 22.08.2024 itibarıyla %26,6 olan vadeye kadar getiri oranı yerine ihtiyatlı olmak adına %35 kullanılmıştır. Risksiz getiri oranının 2024 – 2028 yıllarında ise kademeli olarak düşüşe geçeceği öngörülmüştür. Şirketin betası için benzer şirketler incelenmiş, ihtiyatlılık açısından 1 olarak sabit olacağı varsayılmıştır. Piyasa risk primi ise %5,5 olarak kabul edilmiştir. İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi sonucunda, Cem Zeytin'in özsermaye değeri 5,1 milyar TL olarak hesaplanmıştır.

| İNA Tablosu | Tutar |
|--|----------------------|
| Risksiz Faiz Oranı | 35,00% |
| Özsermaye Maliyeti | 40,50% |
| Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti | 37,20% |
| İNA Toplamı 2024/9T - 2028 | 1.553.278.250 |
| Nihai Dönem Büyüme Oranı | 5,00% |
| Nihai Değer | 11.523.804.690 |
| Firma Değeri | 6.182.495.713 |
| Net Borç (31.03.2024) | -1.043.936.344 |
| Cem Zeytin %100 Özsermaye Değeri | 5.138.559.369 |

Kaynak: Cem Zeytin Fiyat Tespit Raporu

6.2 Piyasa Çarpanları Analizi Yöntemi

Cem Zeytin'in Piyasa Çarpanları Analizi Yöntemi ile piyasa değeri hesaplanırken Şirket ile benzer faaliyette bulunan Yurt İçi Benzer Şirketlerin ortalama çarpanlarına %50, Yurt Dışı Benzer Şirketlerin ortalama çarpanlarına ise %50 ağırlık verilmiştir. BİST'de işlem gören ve BİST Gıda-İçecek Endeksi kapsamında olan 37 şirkete ek olarak faaliyetlerinin benzerliği açısından gıda sektöründe değerlendirilebilecek üç şirket (Grantürk Tarım A.Ş., Özsu Balık Üretim A.Ş ve Yaprak Süt ve Besi Çiftlikleri Sanayi ve Ticaret A.Ş.) daha Yurt İçi Benzer Şirketler kapsamında incelenmiştir. Değerlemede Capital IQ platformu üzerinden alınan FAVÖK verileri ile hesaplanan Firma Değeri/FAVÖK çarpanı esas alınmıştır.

| Yurt İçi Benzer Şirketler Çarpanı ile Hesaplama | |
|--|----------------|
| Firma Değeri/FAVÖK (Benzer şirketlerin medyan çarpan değeri) | 9,5x |
| Cem Zeytin'in 2024/3 Son On İki Ay FAVÖK Değeri (TL) | 822.507.508 |
| Cem Zeytin'in Firma Değeri (TL) | 7.843.945.234 |
| Cem Zeytin'in Net Finansal Borç Pozisyonu (TL) | -1.043.936.344 |
| Cem Zeytin'in Özsermaye Değeri (TL) | 6.800.008.890 |

Kaynak: Cem Zeytin Fiyat Tespit Raporu

| Yurt Dışı Benzer Şirketler Çarpanı ile Hesaplama | |
|--|----------------|
| Firma Değeri/FAVÖK (Benzer şirketlerin medyan çarpan değeri) | 10,5x |
| Cem Zeytin'in 2024/3 Son On İki Ay FAVÖK Değeri (TL) | 822.507.508 |
| Cem Zeytin'in Firma Değeri (TL) | 8.616.905.583 |
| Cem Zeytin'in Net Finansal Borç Pozisyonu (TL) | -1.043.936.344 |
| Cem Zeytin'in Özsermaye Değeri (TL) | 7.572.969.239 |

Kaynak: Cem Zeytin Fiyat Tespit Raporu

| Piyasa Çarpanları Yöntemine Göre Ortalama Değer | Ağırlık | Firma Değeri/FAVÖK | Özsermaye Değeri (TL) |
|--|-------------|--------------------|-----------------------|
| Yurt İçi Benzer Şirketler Çarpanı ile Hesaplama | 50% | 9,5x | 6.800.008.890 |
| Yurt Dışı Benzer Şirketler Çarpanı ile Hesaplama | 50% | 10,5x | 7.572.969.239 |
| Toplam Ağırlıklı Özsermaye Değeri | 100% | | 7.186.486.065 |

Kaynak: Cem Zeytin Fiyat Tespit Raporu

Sonuç

Sonuç olarak değerlendirme çalışmasında indirgenmiş nakit akımları analizi yöntemine %50 ve piyasa çarpanları analizi yöntemi %50 ağırlıklandırılmıştır. Değerleme çalışması sonucunda bulunan ağırlıklandırılmış özkaynak değeri aşağıdaki tabloda gösterilmektedir:

| Değerleme Özeti | Özsermaye Değeri | Ağırlık |
|--|----------------------|---------|
| İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi | 5.138.559.369 | 50% |
| Çarpan Analizi | 7.186.489.065 | 50% |
| Ağırlıklandırılmış Özsermaye Değeri | 6.162.524.217 | |

Kaynak: Cem Zeytin Fiyat Tespit Raporu

| Değerleme Sonucu | (TL) |
|--|----------------------|
| Halka Arz Öncesi Özsermaye Değeri | 6.162.524.217 |
| Halka Arz öncesi 1 TL Nominal Pay Değeri | 20,41 |
| Halka Arz İskontosu | 25,00% |
| İskonto Sonrası 1 TL Nominal Pay Değeri | 15,30 |
| Ödenmiş Sermaye | 302.000.000 |
| Halka Arz Büyüklüğü | 1.530.000.000 |

Kaynak: Cem Zeytin Fiyat Tespit Raporu

7. GÖRÜŞ

Bulls Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından şirket için hazırlanan fiyat tespit raporunun kapsamlı, net ve anlaşılır olduğu kanaatindeyiz. Şirket ve sektör hakkında verilen bilgiler oldukça detaylıdır.

- Fiyat tespit edilirken indirgenmiş nakit akımları Analizi ve Piyasa Çarpanları Analizi kullanılmasını ve indirgenmiş nakit akımları Analizine %50, Piyasa Çarpanları Analizine %50 ağırlık verilmesini uygun buluyoruz. Kullanılan değerlendirme yöntemlerinin net ve anlaşılır bir şekilde açıklandığını düşünüyoruz.
- Çarpan analizinde FD/FAVÖK çarpanının kullanılmasını uygun buluyoruz.

Sonuç olarak, Cem Zeytin için hesaplanan hedef değere %25,00 halka arz iskontosu uygulanmış ve halka arz için 15,30 TL hedef fiyat belirlenmiştir. Yukarıda belirtmiş olduğumuz görüşler dikkate alınmak kaydıyla makul olduğu görüşündeyiz.

Yasal Uyarı Notu: Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri 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 dayanılarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

Bu bilgiler ve görüşler önceden haber vermeksizin değiştirilebilir. İntegral Yatırım Menkul Değerler A.Ş. bilgilerin ve ifade edilen görüşlerin doğru, eksiksiz ve güncelleştirilmiş olduğuna dair (açıkça ifade edilmiş veya ima edilmiş) hiçbir beyan ve taahhütte bulunmaz. İçerik kesinlikle mali, hukuki, vergi veya diğer konularda bir tavsiye niteliği taşımadığı gibi, tamamen içeriğe dayalı olarak yatırım yapılmamalı veya karar alınmamalıdır. Herhangi bir yatırım konulu karar almadan önce bir uzmandan görüş alınmalıdır. Sorumluluğun Sınırlandırılması: İntegral Yatırım Menkul Değerler A.Ş. herhangi bir sınırlandırma olmaksızın, dolaylı, direkt veya bir fiilin sonucu olarak ortaya çıkan zararlar da dâhil olmak üzere her türlü kayıp ve hasarla ilgili sorumluluk kabul etmez.

Çekince: Bu rapor tarafımızca doğruluğu ve güvenilirliği kabul edilmiş kaynaklar kullanılarak hazırlanmış olup yatırımcılara kendi oluşturacakları yatırım kararlarında yardımcı olmayı hedeflemekte ve herhangi bir yatırım aracını alma veya satma yönünde yatırımcıların kararlarını etkilemeyi amaçlamamaktadır. Yatırımcıların verecekleri yatırım kararları ile bu raporda bulunan görüş, bilgi ve veriler arasında bir bağlantı kurulamayacağı gibi, söz konusu kararların neticesinde oluşabilecek yanlışlık veya zararlardan kurum çalışanları ile Ulukartal Holding A.Ş. ve İntegral Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin herhangi bir sorumluluğu bulunmamaktadır.

Bu rapordaki her türlü iç ve dış piyasa tablo ve grafikler, bu konularda resmi hizmet veren yetkili üçüncü kişi kurumlardan elde edilmiş olup, İntegral Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından herhangi bir maddi menfaat beklentisi olmaksızın genel anlamda bilgilendirmek amacıyla hazırlanmıştır. Bu raporda bulunan bilgiler belli bir gelirin sağlanmasına yönelik olarak verilmemektedir.