



**CEM ZEYTİN A.Ş. FİYAT TESPİT RAPORUNA
İLİŞKİN HAZIRLANAN ANALİST RAPORU**

2 EYLÜL 2024

İÇİNDEKİLER

1. AMAÇ	2
2. ŞİRKET HAKKINDA BİLGİ	2
3. HALKA ARZ BİLGİLERİ	3
4. FİNANSAL TABLOLAR	3
5. DEĞERLEME HAKKINDA	4
6. GÖRÜŞ	7

1. AMAÇ

Bu rapor, Sermaye Piyasası Kurulu'nun 128.1 sayılı Pay Tebliği'ni 29'uncu maddesi çerçevesinde, Piramit Menkul Kıymetler A.Ş. tarafından Halka arza aracılık eden Bulls Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin ("Bulls Yatırım") Cem Zeytin A.Ş. ("Cem Zeytin" veya "Şirket") için hazırladığı Halka Arz Fiyat Tespit Raporu'nu değerlendirmek amacıyla hazırlanmış olup, yatırımcıların pay alım satımına ilişkin herhangi bir öneri ya da teklif içermemektedir.

Bu raporda yer alan Şirket verilerinin gerçeği yansıttığı kabul edilmiş olup, finansal ve hukuki açıdan inceleme yapılmamıştır.

2. ŞİRKET HAKKINDA BİLGİ

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 m²'si kapalı olmak üzere toplam 53.000 m² alana kurulu olan Edremit Tesisi aracılığıyla gerçekleştirmektedir. Şirketin Havran, Balıkesir'de bulunan Edremit Tesisi ve mevcut durum itibarıyla inşaatı tamamlanmış makine teçhizat yatırımları devam eden Mersin'de bulunan Mut Tesisi olmak üzere 2 adet üretim tesisi bulunmaktadır. Mut Tesisi'nin üretime geçmesinin 2024 yılı içerisinde gerçekleşmesi hedeflenmektedir. Sofralık zeytin üretimi amacıyla 30.000 m² alanda kurulan Edremit Tesisi, 1996 yılında üretim faaliyetine başlamıştır. Mevcut durumda 18.000 m²'si kapalı olmak üzere toplam 53.000 m² alanda kurulu olan Edremit Tesisi, 2 vardiya (günde 16 saat) olarak çalışmakta olup, gerektiği takdirde 2 vardiya üzerinde ek çalışma saatleri ile operasyonlarını sürdürebilmektedir. 7.500 ton/yıl yeşil zeytin, 15.000 ton/yıl siyah zeytin ve 2.500 ton/yıl da yağlık zeytin olmak üzere toplam 25.000 ton/yıl üretim kapasitesine sahiptir. Mut Tesisi'nin toplam zeytin üretim kapasitenin 2 vardiya çalışması hâlinde 25.000 ton/yıl olması hedeflenmekte ve bu sayede Şirket'in toplam üretim kapasitesinin 50.000 ton/yıla ulaşması planlanmaktadır. 31.12.2021, 31.12.2022, 31.12.2023 ve 31.03.2024 tarihlerinde sona eren dönemlerdeki kapasite kullanım oranları 8 saat ve 1 vardiya üzerinden dikkate alındığında sırasıyla "%128,9, %175,4, %178,1 ve %190,5 olarak gerçekleşmiştir. Şirket'in mevcut 302.000.000 TL çıkarılmış sermayesinin halka arz öncesi ve halka arz sonrası itibarıyla ortakları arasındaki dağılımı aşağıdaki tabloda gösterilmiştir.

Unvanı / Adı Soyadı	Halka Arz Öncesi			Halka Arz Sonrası		
	Grubu	Nominal Sermaye (TL)	(%)	Grubu	Nominal Sermaye (TL)	(%)
Cem Okullu	A	30.200.000	%10,00	A	30.200.000	%7,51
	B	120.800.000	%40,00	B	120.800.000	%30,05
Cengiz Okullu	A	30.200.000	%10,00	A	30.200.000	%7,51
	B	120.800.000	%40,00	B	120.800.000	%30,05
Halka Açık Kısım	B	-	-	B	100.000.000	%24,88
Toplam		302.000.000	%100,00		402.000.000	%100,00

3. HALKA ARZ BİLGİLERİ

Şirket 302.000.000 TL olan ödenmiş sermayesini 500.000.000 TL'lik kayıtlı sermaye tavanı içerisinde kalmak kaydıyla 100.000.000 TL artırarak 402.000.000 TL'ye çıkaracaktır. Şirket tarafından sermaye artırımını kapsamında 100.000.000 adet pay halka arz edilecektir.

Halka arz edilecek 100.000.000 adet payın Şirket'in halka arz öncesi 302.000.000 TL olan çıkarılmış sermayesine oranı %33,11 ve halka arz sonrası 402.000.000 TL'ye ulaşılacak çıkarılmış sermayesine oranı %24,88'dir.

Şirket paylarının halka arzı Bulls Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından "Sabit Fiyatla Talep Toplama ve En İyi Gayret" aracılığı yöntemi kullanılmak suretiyle gerçekleştirilecektir.

Sabit fiyat ile satış süresi 3 iş günü olup, 29 Ağustos 2024 – 03 Eylül 2024 tarihleri arasında gerçekleşecektir.

Borsa İstanbul Birincil Piyasa'da halka arz edilecek 100.000.000 TL nominal değerli Şirket paylarının;

- 60.000.000 TL nominal değerdeki %60,00 oranındaki kısmı Yurt İçi Bireysel Yatırımcılara
- 40.000.000 TL nominal değerdeki %40,00 oranındaki kısmı Yurt İçi Kurumsal Yatırımcılara gerçekleştirilecek satışlar için tahsis edilmiştir.

4. FİNANSAL TABLOLAR

Şirket'in özel bağımsız denetimden geçmiş 31.12.2021, 31.12.2022, 31.12.2023 ile biten mali yıl ve 31.03.2024 ile biten ara döneme ait finansal tabloları aşağıda yer almaktadır:

Bilanço 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
TOPLAM VARLIKLAR	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
Özkaynaklar	788.669.831	1.050.660.289	1.524.729.041	1.569.144.666
TOPLAM KAYNAKLAR	1.706.497.670	2.449.398.299	2.992.261.611	2.901.644.963

CEMZY HALKA ARZ ÖZETİ	
Halka Arz Öncesi Sermaye	302.000.000
Halka Arz Sonrası Sermaye	402.000.000
Sermaye Artırımı	100.000.000
Ortak Satışı	-
Toplam	100.000.000
Halka Arz Büyüklüğü	
Halka Arz Fiyatı	15,30 TL
Brüt Halka Arz Geliri (Şirket)	1.530.000.000
Brüt Halka Arz Geliri (Ortaklar)	-
Halka Arz Büyüklüğü	1.530.000.000
Kotasyon	
Halka Arz Tarihi	29 Ağustos – 02-03 Eylül 2024
İşlem Göreceği Pazar	Yıldız Pazar
Halka arz Taahhütleri	
Bedelli Sermaye Artırımı Yapmama	1 Yıl
Ortak Satışı Yapmama	1 Yıl
Halka arz Yöntemi	
Lider Aracı Kuruluş	Bulls Yatırım Menkul Değerler A.Ş.
Dağıtım Yöntemi	Yurtiçi bireysel yatırımcılar için "Eşit Dağıtım" yöntemi, yurtiçi kurumsal yatırımcılar için Konsorsiyum Liderinin önerisine göre ihraççı tarafından karar verilecektir.
Halka Arzda Satış Yöntemi	Sabit Fiyatla Talep Toplama ve En İyi Gayret

Gelir Tablosu (TL)	01.01.2021- 31.12.2021	01.01.2022- 31.12.2022	01.01.2023- 31.12.2023	01.01.2023- 31.03.2023	01.01.2024- 31.03.2024
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)
Brüt Kâr	234.391.964	572.282.108	898.898.276	187.936.533	180.794.051
Genel Yönetim Giderleri	(13.399.585)	(10.097.432)	(16.981.321)	(3.991.942)	(5.401.503)
Sat. Paz. Dağ. Giderleri	(25.050.545)	(50.471.541)	(80.381.286)	(16.692.030)	(13.826.125)
Esas Faaliyet. Diğ. Gelir.	33.311.415	9.072.111	11.321.474	2.712.281	4.619.672
Esas Faaliyet. Diğ. Gider.	(6.904.503)	(1.437.194)	(21.972.298)	(2.878)	(6.931.287)
Esas Faaliyet Kârı	222.348.746	519.348.052	790.884.845	169.961.964	159.254.808
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 Para. Poz. Kazanç.	95.953.484	(171.537.187)	(122.010.223)	(67.107.444)	32.360.090
Vergi Öncesi Kâr	253.259.891	252.320.048	521.716.212	84.727.561	107.969.456
Vergi Gelir/Gideri	(69.749.843)	(54.858.134)	(9.849.646)	1.745.694	(62.870.923)
Net Dönem Kârı	183.510.048	197.461.914	511.866.566	86.473.255	45.098.533

5. DEĞERLEME HAKKINDA

Cem Zeytin'in pay başına değerinin belirlenebilmesi amacıyla yapılan çalışmada maliyet, gelir ve pazar yaklaşımları değerlendirilmiştir. Ancak Şirket'in ürünlerinin Ar-Ge sonucu ve özel bilgi gerektiren süreçler sonucu ortaya çıkan nitelikte olması ve üretim faaliyetlerindeki yüksek verimlilik ile uzun yıllara dayanan geniş müşteri tabanına sahip olması neticesinde satış ve pazarlama faaliyetlerindeki konumu ve bu sebeple eşit faydaya sahip başka bir varlığın elde edilme maliyetinin hesaplanamayacak olması ve faaliyetlerinin sürekli olduğunun düşünülmesi gibi gerekçelerden ötürü maliyet yaklaşımı değerlendirme kapsamında kullanılmamıştır.

• Gelir Yaklaşımı – İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA)

Şirketlerin faaliyetlerinin gelecekte yaratacağı nakit akımlarının belirlenen indirgeme oranı ile günümüze indirgenmesine dayanan bir değerlendirme yöntemidir. Şirket'in gelecek yıllardaki operasyonel ve finansal verilerine ilişkin tahminlere göre değer hesaplanmaktadır. Söz konusu nakit akımları, projeksiyon dönemi ve uç değer olarak iki ayrı dönemden oluşmaktadır.

Projeksiyon dönemi nakit akımları ve uç değer, Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM) ile indirgendikten sonra bulunan değer şirketin Firma Değeri'dir. Firma Değeri, Şirket'in özkaynak ve borç yollarıyla sağladığı finansman kaynak ile yaratılan toplam değeri ifade etmektedir. Firma Değeri'nden, net finansal borcun düşülmesiyle Özsermaye Değeri hesaplanmaktadır.

Şirket'in İNA projeksiyonları doğrultusunda hesaplanan nakit akımlarının bugüne indirgenmesinde Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti kullanılmıştır. AOSM 2024-2028 projeksiyon dönemi boyunca sırasıyla %37,2, %27,5, %22,7, %20,7 ve %20,7 seviyesinde dikkate alınmıştır.

Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM)	Hesaplama Formülü	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T
Risksiz Getiri Oranı	A	%35,0	%25,0	%20,0	%18,0	%18,0
Piyasa Risk Primi	B	%5,5	%5,5	%5,5	%5,5	%5,5
Beta	C	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Özsermaye Maliyeti	$D = A + B \times C$	%40,5	%30,5	%25,5	%23,5	%23,5
Borçlanma Maliyeti	E	%42,0	%30,0	%24,0	%21,6	%21,6
Vergi Oranı	F	%23,0	%23,0	%23,0	%23,0	%23,0
Hedef Özkaynak Oranı	G	%59,5	%59,5	%59,5	%59,5	%59,5
Hedef Borç Oranı	H	%40,5	%40,5	%40,5	%40,5	%40,5
AOSM	$I = D \times G + H \times (1-F) \times E$	%37,2	%27,5	%22,7	%20,7	%20,7

İNA – TL	2024/9T	2025T	2026T	2027T	2028T
Net Satışlar	2.914.736.252	4.802.103.863	5.988.254.237	6.850.562.848	7.694.552.191
Büyüme Oranı		%64,8	%24,7	%14,4	%12,3
FAVÖK	1.143.911.130	1.783.013.643	2.139.430.740	2.382.063.061	2.624.795.741
FAVÖK Marjı	%39,2	%37,1	%35,7	%34,8	%34,1
FVÖK	1.134.652.719	1.758.217.092	2.113.637.401	2.355.163.289	2.596.678.892
Vergi (-)	(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)
Brüt Nakit Akımları	882.941.005	1.378.623.712	1.653.294.137	1.840.375.505	2.027.559.596
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)
Serbest Nakit Akımları	(207.054.414)	344.928.765	708.825.248	1.122.204.068	1.320.732.356
AOSM	%37,2	%27,5	%22,7	%20,7	%20,7
İndirgeme Faktörü	0,89	0,72	0,59	0,48	0,40
İndirgenmiş Nakit Akımları	(183.897.871)	247.685.288	414.825.468	544.115.130	530.550.235

İNA Çalışması Sonucu	Hesaplama Formülü	Tutar
İNA Toplamı 2024/9T – 2028	A	1.553.278.250
Nihai Dönem Büyüme Oranı	B	%5
Nihai Değer	C	11.523.804.690
Nihai Değerin Bugüne İndirgeme Faktörü	D	0,40
Nihai Değerin Bugünkü Değeri	$E = C \times D$	4.629.217.463
Firma Değeri	$F = A + E$	6.182.495.713
Net Borç (31.03.2024)	G	(1.043.936.344)
Cem Zeytin %100 Özsermaye Değeri	$H = F - G$	5.138.559.369

İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi sonucunda, Cem Zeytin'in Özsermaye Değeri, 5,1 Milyar TL olarak hesaplanmıştır.

- Pazar Yaklaşımı – Çarpan Analizi

Piyasa çarpanları analizi; Borsa İstanbul'da ve yurt dışındaki borsalarda işlem gören ve Cem Zeytin ile benzer faaliyet alanı ile karşılaştırılabilir olduğu düşünülen şirketlerin işlem gördükleri fiyat ve kamuya açıkladıkları finansal verilerin kullanılmasına ve kıyaslanmasına dayanan bir değerlendirme yöntemidir. Piyasa çarpanları analizinde, uluslararası kabul görmüş, şirketlerin değerlemelerinde sıkça tercih edilen ve nakit yaratma ile kârlılık kapasitesini en iyi yansıttığı düşünülen Firma Değeri/FAVÖK çarpanı temel alınarak analiz yapılmıştır. Firma Değeri/FAVÖK çarpanına ek olarak, yurt içi ve yurt dışı benzer şirketlerin Firma Değeri/Satışlar, Fiyat/Kazanç ve Piyasa Değeri/Defter Değeri çarpanları da incelenmiş fakat bu çarpanlar Firma Değeri/FAVÖK çarpanı kadar güvenilir bulunmamıştır.

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 (GrainTürk Tarım, Özsu Balık Üretim ile Yaprak Süt ve Besi) benzer şirketler kapsamında incelenmiştir. Bu şirketlerin FAVÖK verileri ile hesaplanan Firma Değeri/FAVÖK çarpanları belirlenmiş olup 5'ten küçük ve 20'den büyük çarpanlar medyan hesaplanmasına dâhil edilmemiştir. Ayrıca yurt dışı piyasalarda işlem gören ve faaliyetleri itibarıyla karşılaştırılabilir olduğu düşünülen şirketlerin çarpanları belirlenmiş olup 5'ten küçük ve 20'den büyük çarpanlar medyan hesaplanmasına dâhil edilmemiştir.

Borsa İstanbul'da İşlem Gören Benzer Şirketler (Medyan)	FD/FAVÖK
22.08.2024 Tarihi İtibarıyla Borsa İstanbul'da İşlem Gören Benzer Şirketler	9,5x

Yurt Dışında İşlem Gören Benzer Şirketler (Medyan)	FD/FAVÖK
22.08.2024 Tarihi İtibarıyla Yurt Dışında İşlem Gören Benzer Şirketler	10,5x

Cem Zeytin'in özsermaye değeri, yurt içi ve yurt dışı benzer şirketlerin çarpanı kullanılarak aşağıda gösterildiği şekilde hesaplanmaktadır.

Cem Zeytin'in Değerinin Yurt İçi Benzer Şirketler ile Hesaplanması	FD/FAVÖK
Şirketlerin Çarpan Medyanı	9,5x
Cem Zeytin'in 2024/03 SOA FAVÖK	822.507.808
Cem Zeytin'in Firma Değeri	7.843.945.234
Cem Zeytin'in Net Finansal Borç Pozisyonu (31.03.2024 İtibarıyla)	(1.043.936.344)
Cem Zeytin'in Özsermaye Değeri	6.800.008.890

Cem Zeytin'in Değerinin Yurt Dışı Benzer Şirketler ile Hesaplanması	FD/FAVÖK
Şirketlerin Çarpan Medyanı	10,5x
Cem Zeytin'in 2024/03 SOA FAVÖK	822.507.808
Cem Zeytin'in Firma Değeri	8.616.905.583
Cem Zeytin'in Net Finansal Borç Pozisyonu (31.03.2024 İtibarıyla)	(1.043.936.344)
Cem Zeytin'in Özsermaye Değeri	7.572.969.239

Piyasa Çarpanları Yöntemi Neticesi	Yurt İçi Benzer Şirketler	Yurt Dışı Benzer Şirketler
Cem Zeytin'in Özsermaye Değeri	6.800.008.890	7.572.969.239
Yöntemin Ağırlığı	%50	%50
Cem Zeytin'in Ortalama Özsermaye Değeri	7.186.489.065	

- **Değerleme Sonucu**

Değerleme çalışması kapsamında, piyasa çarpanları analizi ve indirgenmiş nakit akımları analizi kullanılmıştır.

TL	Hesaplama Formülü	Piyasa Çarpanları Analizi	İNA Analizi
Cem Zeytin'in Özsermaye Değeri	A	7.186.489.065	5.138.559.369
Yöntemin Ağırlığı	B	%50	%50
Cem Zeytin'in Ortalama Özsermaye Değeri	$C = \sum (A \times B)$	6.162.524.217	

Değerleme çalışması neticesinde, Cem Zeytin'in özsermaye değeri 6,2 milyar TL olarak hesaplanmıştır.

TL	Hesaplama Formülü	Değer
Cem Zeytin Özsermaye Değeri (TL)	A	6.162.524.217
Cem Zeytin'in Çıkarılmış Sermayesi (TL)	B	302.000.000
1 Adet Cem Zeytin Payı Başına Düşen Değer	$C = A \div B$	20,41

Değerleme çalışmasında 1 adet Cem Zeytin payı başına düşen ortalama değer 20,41 TL olarak hesaplanmıştır.

Nihai Değer	
1 Adet Cem Zeytin Payı Başına Hesaplanan Değer (TL)	20,41
Halka Arz İskontosu (%)	%25
1 Adet Cem Zeytin Payının Halka Arz Fiyatı (TL)	15,30

Halka arz fiyatı olarak belirlenen 15,30 TL için halka arz iskontosu %25 olarak dikkate alınmaktadır.

6. GÖRÜŞ

- Fiyat Tespit Raporu'nda; Cem Zeytin'in operasyonel faaliyetleri ve faaliyette bulunulan sektörün hem yurt içi hem de yurt dışı güncel durumunu anlamak adına yeterli miktarda bilgi verildiğini düşünmekteyiz.
- Şirket değerinin belirlenmesi çalışmasında, sıkça tercih edilen Gelir ile Pazar Yaklaşımı yöntemlerine eşit ağırlık verilerek kullanılmasını yerinde bir karar olarak yorumlamaktayız.
- Gelir yaklaşımı ile Şirket değerinin belirlenmesinde geçmiş veriler ışığında yapılan varsayımlar önem arz etmektedir. Projeksiyonların ürün grubu bazında satış, birim fiyat ve satış hacmine dayalı olarak yapılmasını sağlıklı bulmaktayız.

- Şirket üretimini gerçekleştirmediği yeşil/ siyah zeytinleri tedarikçilerden temin etmekte olup, ürün tedariki farklı sayıda küçük üretici ve toptancılardan sağlanmaktadır. Yıllar itibariyle de bu tedarikçi sayıları değişkenlik gösterdiği dikkat çekmektedir. Şirketin tabiat koşullarına bağlı bir ürünü işlemesi nedeniyle sektörde üreticiler arasında var yılı/ yok yılı diye bilinen zeytin üretiminde arz riskine ve tedarikçi riskine maruz kalabileceği ve bunun da maliyet baskısı yaratabileceği olasılık dahilindedir. Her ne kadar İzahnamede riskler arasında bu husus belirtilmiş olsa da İNA projeksiyonlarında bu hususun da dikkate alınması gerektiği kanaatindeyiz.
- Pazar yaklaşımı üzerinden Şirket değerinin belirlenmesi çalışmasında hem yurt içi hem de yurt dışı FD/FAVÖK çarpanının kullanılmasını ve eşit ağırlık verilmesini uygun bulmaktayız. Ancak F/K, PD/DD ve FD/Satışlar çarpanlarının değerlemede kullanılması dâhi fiyat tespit raporunda şeffaflığı arttırmak adına bilgi amaçlı olarak verilmesini önemli bulmaktayız.
- Özellikle yurtdışı benzer şirketlerin seçiminde faaliyet konusu, gelirleri ve sermaye yapısı benzer nitelikte Şirketlerin seçilmesinin uygun olacağını değerlendirmekteyiz. Örneğin zeytin ürünü üretim, işleme ve satışı ağırlıklı olarak Ege-Akdeniz bölgesinde gerçekleştiği halde yurtdışı benzer şirketler arasında 19 şirketin bu özelliği yansıtmadığı kanaatindeyiz.
- Yukarıdaki çekincelerimiz saklı kalmak kaydıyla Şirket'in halka arz öncesi özsermaye değeri üzerinden %25 halka arz iskonto oranı uygulanarak halka arz fiyatının hisse başına 15,30 TL olarak hesaplanmış olmasını makul buluyoruz.