

DURUKAN ŞEKERLEME SAN. VE TİC. A.Ş.

FİYAT TESPİT RAPORUNA İLİŞKİN HAZIRLANAN ANALİST RAPORU

İNTEGRAL YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
ARAŞTIRMA BÖLÜMÜ
10 Eylül 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, Deniz Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş'nin ("Deniz Yatırım") yetkili aracı kurum olduğu Durukan Şekerleme Sanayi ve Ticaret A.Ş. (kısaca "ihraççı", "Durukan Şekerleme" ya da "Şirket") paylarının halka arzı kapsamında Deniz Yatırım Menkul Kıymetler 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

DURUKAN ŞEKERLEME SANAYİ VE TİCARET A.Ş. HALKA ARZ ÖZET BİLGİ	
İhraççı	Durukan Şekerleme Sanayi ve Ticaret A.Ş.
Halka Arz Eden Pay Sahibi	Durukan Şekerleme Sanayi ve Ticaret A.Ş. ve Ortaklar
Halka Arz Tarihleri	11-12 Eylül 2024
Halka Arz Fiyatı	17,00 TL
Halka Arz İskonto Oranı	30,00%
Halka Arz Yöntemi	Sabit Fiyatla Talep Toplama
Halka Arz Şekli	Sermaye Artırımı: %24,52 ve Ortak Satışı: %7,54
Aracılık Türü	En İyi Gayret Aracılığı
Halka Arz Öncesi Ödenmiş Sermaye	100.000.000 TL
Halka Arz Sonrası Ödenmiş Sermaye	132.500.000 TL
Halka Arz Sonrası Halka Açıklık Oranı	32,07%
Halka Arz Edilen Hisse Adedi	42.500.000
Satmama Taahhüdü	İhraççı için: 1 yıl Ortaklar için: 180 gün
Tahsis Grupları ve Pay Oranları	Eşit Dağıtım
Fiyat İstikrarı	15 gün fiyat istikrarı planlanmaktadır.
Borsa Kodu	DURKN
İşlem Göreceği Pazar	Yıldız Pazar

Kaynak: Durukan Şekerleme İzahname

3. ŞİRKET PROFİLİ

Şirket, 1987 yılında gıda ve şekerleme sektöründe sert şekerleme lolipop, sert şekerleme bonbon, yumuşak şeker, sıvı şekerleme, çikolata kategorilerini içeren şekerleme üretimi ve satışında faaliyet göstermek amacıyla kurulmuştur.

Şirketin Faaliyetleri

Sert şeker kategorisinde top lolipop, yassı lolipop ve toz banmalı lolipop üretimleri; yumuşak şeker kategorisinde draje kaplamalı yumuşak şeker, şerit şeker ve geleneksel toffee üretimleri yapılmaktadır. Sıvı şeker kategorisinde ise özel tasarımı ambalajlar içerisinde, sıvı formda şekerleme üretimi yapılmaktadır.

Ankara Üretim Tesisi: Şirket, Ankara, Sincan 1. OSB’de 19.802 m2 arsa alanının üzerine kurulu yaklaşık 31.000 m2 kapalı alana sahip, mülkiyeti kendisine ait üretim tesislerinde faaliyet göstermektedir. Üretim tesisinin; 2024 Haziran ayı itibariyle 6.000 ton/yıl top lolipop imalatı, 2.000 ton/yıl yassı lolipop imalatı, 3.500 ton/yıl bonbon şekerleme, 2.500 ton/yıl çiğnenebilir draje kaplanmış şekerleme, 6.500 ton/yıl yumuşak şeker, 200 ton/yıl butik çikolata ve 2.000 ton/yıl sıvı şekerleme olmak üzere toplamda 22.700 ton/yıl üretim kapasitesi bulunmaktadır.

GES Yatırımları: Şirket, yeni yatırım planı olan üretim ve depolama alanı için satın almayı hedeflediği arsa üzerinde ve/veya şirketin mevcut durumda faaliyetlerini sürdürdüğü fabrikasının yanına ilave bir fabrika binası inşa etmeyi planlamaktadır. Bunun yanında şirket, artan enerji maliyetleri çerçevesinde maliyet avantajı elde etmeyi hedeflemektedir. Şirket’in halihazırdaki elektrik tüketiminden dolayı toplam 6 ile 8 mW aralığında GES yatırımı yapma hakkı olduğu öngörülmektedir.

3.2 Ortaklık Yapısı

Ortak Adı	Grubu	Halka Arz Öncesi		Grubu	Halka Arz Sonrası	
		Sermaye (TL)	Payı (%)		Sermaye (TL)	Payı (%)
Uğur Durukan	A	15.000.000	15,0%	A	15.000.000	11,32%
	B	35.000.000	35,0%	B	30.000.000	22,64%
Mahmut Nedim Durukan	A	13.500.000	13,5%	A	13.500.000	10,19%
	B	31.500.000	31,5%	B	27.750.000	20,94%
Mehmet Ertuğrul Durukan	A	1.500.000	1,50%	A	1.500.000	1,13%
	B	3.500.000	3,50%	B	2.250.000	1,70%
Halka Açık Kısmı	B	-	-	B	42.500.000	32,08%
Toplam		100.000.000	100%		132.500.000	100,00%

Kaynak: Durukan Şekerleme Fiyat Tespit Raporu

4. ÖZET FİNANSAL TABLOLAR

4.1. Bilanço

Bilanço (TL)	2021/12	2022/12	2023/12	2024/03
Dönen Varlıklar	278.799.996	574.829.296	794.616.129	942.936.113
Duran Varlıklar	871.451.993	829.158.583	848.369.917	855.512.672
Toplam Varlıklar	1.150.251.989	1.403.987.879	1.642.986.046	1.798.448.785
Kısa Vadeli Yükümlülükler	164.393.470	443.495.817	554.079.948	692.273.289
Uzun Vadeli Yükümlülükler	211.608.650	134.895.398	168.785.247	169.579.432
Toplam Yükümlülükler	376.002.120	578.391.215	722.865.195	861.852.721
Toplam Özkaynaklar	774.249.869	825.596.664	920.120.851	936.596.064

Kaynak: Durukan Şekerleme Fiyat Tespit Raporu

4.2. Gelir Tablosu

Gelir Tablosu (TL)	2021/12	2022/12	2023/12	2024/06
Hasılat	489.076.277	813.871.952	978.886.263	505.365.534
Satışların Maliyeti (-)	-393.409.381	-651.791.420	-644.694.469	-295.292.967
Brüt Kar / Zarar	95.666.896	162.080.532	334.191.794	210.072.567
Esas Faaliyet Karı / Zararı	48.330.952	55.862.633	198.029.551	138.059.862
Vergi Öncesi Kar	13.241.460	44.430.968	69.664.612	85.500.018
Ana Ortaklık Payları	12.999.635	64.473.950	82.258.445	17.114.507

Kaynak: Durukan Şekerleme Fiyat Tespit Raporu

5. HALKA ARZDAN ELDE EDİLECEK FONUN KULLANIM YERLERİ

Kullanım Alanı	Kullanım Tutarı (%)
Üretim Kapasitesi Artırıcı Yatırımlar ve/veya Güneş Enerjisi Yatırımı ("GES")	%40-%45
İşletme Sermayesi İhtiyaçlarının Karşılanması	%35-%40
Finansal Borçların Ödenmesi	%15-%25
Toplam	100%

Kaynak: Durukan Şekerleme Fonun Kullanım Yeri Raporu

Fon Kullanım Özet Bilgi

- Üretim Kapasitesini Artırıcı Yatırımlar ve/veya Güneş Enerjisi Yatırımı ("GES")** – Şirket, artan enerji maliyetleri çerçevesinde maliyet avantajı elde edilmesi hedeflenmektedir. Şirket'in halihazırdaki elektrik tüketiminden dolayı toplam 6 ile 8 mW aralığında GES yatırımı yapma hakkı olduğu öngörülmektedir. Bu yatırımın finansmanının bir kısmının halka arz gelirlerinden karşılanması planlanmaktadır.
- İşletme Sermayesi İhtiyaçları Karşılanması** – Şirket, bu değişimleri yönetebilmek için hammadde ve mamul stoklarını artırmayı planlamaktadır. Bu doğrultuda, Şirket, net halka arz gelirinin %35-40'ını başta hammadde ve mamul olmak üzere işletme sermayesi ihtiyaçlarının karşılanması amacıyla kullanmayı planlamaktadır.

İntegral Yatırım Menkul Değerler A.Ş.

Maslak Mahallesi Saat Sokak Spine Tower No:5 Kat:2 34398 Sarıyer / İSTANBUL

t: 444 1 858 (ULU) • f: 0212 328 30 81 • Mersis No: 0 478 051 8427 000 17

www.integralyatirim.com.tr

- **Finansal Borçların Ödenmesi** – Şirket, halka arzdan elde edilecek net gelirinin %15-25'ini şirketin net kar marjının artırılması ve finansal olarak daha borçsuz bir şirket olması hedefleri kapsamında finansman giderlerinin düşürülmesi ve işletme sermayesinin artırılmasıyla, TL ve döviz cinsi banka kredilerinin bir kısmının kapatılmasında kullanmayı hedeflemektedir.

6. DEĞERLEME YÖNTEMLERİ

Deniz Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş. tarafından hazırlanan fiyat tespit raporunda Durukan Şekerleme'nin pay başına değerinin tespit edilmesinde İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) Analizi (Gelir Yaklaşımı) ve Piyasa Çarpanları Analizi (Pazar Yaklaşımı) yöntemleri kullanılmıştır. Şirketin pay başına değerinin hesaplanmasında piyasa çarpanları analizine %50, indirgenmiş nakit akımları analizine %50 ağırlık verilmiştir.

6.1 İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi

İNA projeksiyonu çerçevesinde, 2024 – 2030 yılları arası projeksiyon dönemi olarak kabul edilmiştir. İndirgenmiş nakit akımları analizinde baz alınan projeksiyonlar ve bunlara göre hesaplanan değerler ABD Doları cinsindendir. Mali tablo kalemlerinin ABD Doları'na çevrilmesinde 30.06.2024 Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası Döviz Satış Kuru baz alınmıştır. USD/TL paritesi projeksiyonunda 2024 – 2030 yılları arasında Türkiye ve ABD için öngörülen enflasyonları üzerinden hesaplama yapılarak tahmin edilmiştir. 2024 yıl sonu TL enflasyon tahmini %45 olarak alınmıştır. 2024 yıl sonu USD enflasyon tahmini ise %2,8 olarak alınmıştır. Risksiz getiri olarak %7,7 kullanılmış, 11.05.2047 Vadeli Eurobond'un 28.08.2024 tarihli indikatif getirisi dikkate alınmıştır. Piyasa risk primi, genel uygulama itibarıyla %5 - %6 aralığında kullanılmaktadır. Risk primi, AOSM hesaplamasında %5,5 olarak dikkate alınmıştır.

İNA Tablosu	Milyon USD
Özkaynaklar/(Özkaynaklar + borçlar)	67,00%
Borçlar/(Özkaynaklar + Borçlar)	33,00%
Risksiz Getiri	7,70%
Risk Primi	5,50%
Özsermaye Maliyeti	13,20%
Borçlanma Maliyeti	6,70%
Ağırlık Ortalama Özsermaye Maliyeti	11,00%
Firma Değeri	85,7
Net Finansal Borç	13,1
28.08.2024 USD/TRY	34,02
Şirket Değeri- milyon TL	2.514

Kaynak: Durukan Şekerleme Fiyat Tespit Raporu

6.2 Piyasa Çarpanları Analizi Yöntemi

Durukan Şekerleme'nin Piyasa Çarpanları Analizi Yöntemi ile piyasa değerinin hesaplanmasında kullanılan finansal veriler TMS 29 uyarınca düzeltilmiş 2024/06 bilanço verileri ve 01.07.2023 – 30.06.2024 dönemine ilişkin gelir tablosu verileridir. Piyasa çarpanları analizinde şirketin net (finansal) borç pozisyonu ve FAVÖK tutarı dikkate alınmıştır. Bağımsız denetim raporundaki verilere göre Şirketin 30.06.2024 tarihi itibarı ile net (finansal) borç pozisyonu 429,8 milyon TL, FAVÖK tutarı ise 328,4 milyon TL seviyesindedir.

Durukan Şekerleme- Özet Finansal Veriler (2024/06)	
Net Finansal Borç Pozisyonu (milyon TL)	429,8
FAVÖK (milyon TL)	328,4

Kaynak: Durukan Şekerleme Fiyat Tespit Raporu

Şirketin Piyasa Çarpanları Analizi Yöntemi ile piyasa değeri hesaplanırken Şirket ile benzer faaliyette bulunan Yurt İçi Benzer Şirketlerin ortalama çarpanlarına %100 oranında ağırlık verilmiştir. Yurt Dışı Benzer Şirketlerin piyasa çarpanları raporda bilgi amaçlı sunulmuş ancak değerlemede yurt dışı çarpanlara ağırlık verilmemiştir. Piyasa çarpanları analizinde BİST'de işlem gören ve BİST – Gıda ve İçecek Endeksi (XGIDA) kapsamında olan, piyasa değeri rapor tarihi itibarı ile 3 milyar TL ve üzerinde olan şirketlerin verileri dikkate alınmıştır. Bu şirketler arasında 28.08.2024 tarihi kapanış verilerine göre FD/FAVÖK çarpanı 25'ten büyük olan şirketler ve FAVÖK tutarı negatif olan şirketler değerlendirme dışı bırakılmıştır. Ayrıca şirketle benzer alanda faaliyet gösteren Kent Gıda Maddeleri ve Sanayii Ticaret A.Ş. yurt içi benzer şirketler kapsamında değerlendirmeye alınmıştır. Raporda Rasyonet üzerinden 28.08.2024 tarihinde alınan verilere göre Yurt İçi Benzer Şirketler kapsamında değerlendirilen şirketlerin medyan FD/FAVÖK değerinin 8,5x seviyesinde olduğu belirtilmiştir.

Piyasa Çarpanları Analizi Yöntemine Göre Piyasa Değeri	
Yurt İçi Benzer Şirketler Medyan FD/FAVÖK Çarpanı	8,5x
Durukan Şekerleme'nin FAVÖK Değeri (milyon TL)	328,4
Durukan Şekerleme'nin Net Finansal Borç Pozisyonu (milyon TL)	429,8
Toplam Ağırlıklı Değer (milyon TL)	2.350,0

Kaynak: Durukan Şekerleme Fiyat Tespit Raporu

Sonuç

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

Değerleme Sonucu	Şirket Değeri Milyon TL	Ağırlık	Birim Pay Değeri-TL
İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi	2.514	50%	25,14
Piyasa Çarpanları Analizi	2.350	50%	23,50
FD/FAVÖK	2.350	100%	23,50
Ağırlıklandırılmış Şirket Değeri	2.432	100%	24,32
Halka Arz İskontosu	30%		
Halka Arz Şirket Değeri	1.700		17,00

Kaynak: Durukan Şekerleme Fiyat Tespit Raporu

7. GÖRÜŞ

Deniz Yatırım Menkul Kıymetler 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 İndirgenmiş nakit akımları Analizi ve Piyasa Çarpanları Analizi kullanılmasını ve İndirgenmiş nakit akımları Analizine %50, Piyasa Çarpanları Analizine %50 ağırlık verilmesini uygun buluyoruz. Kullanılan değerleme yöntemlerinin net ve anlaşılır bir şekilde açıklandığını düşünüyoruz.
- Çarpan analizinde FD/FAVÖK çarpanının kullanılmasını uygun buluyoruz.

Sonuç olarak, Durukan Şekerleme için hesaplanan hedef değere %30,00 halka arz iskontosu uygulanmış ve halka arz için 17,00 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 dayanarak 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.