

# Cem Zeytin A.Ş.

## Fiyat Tespit Raporuna İlişkin Görüş

28 Ağustos 2024



## İçindekiler

<b>Önemli Not</b>	<b>3</b>
<b>1 Halka Arz ile İlgili Bilgiler</b>	<b>4</b>
<b>2 Şirket Hakkında Bilgi</b>	<b>4</b>
2.1 Genel Bakış	5
<b>3 Finansal Durum</b>	<b>6</b>
<b>4 Değerleme Hakkında Özet Bilgi</b>	<b>7</b>
4.1 Pazar Yaklaşımı (Çarpan Analizi)	8
4.1.1 Uluslararası Çarpanlar	8
4.1.2 Yurt İçi Çarpanlar	8
4.1.3 Çarpan Değerlemesi	9
4.2 Gelir Yaklaşımı (İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi)	10
4.2.1 Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti Hesaplaması	10
4.2.2 İndirgenmiş Nakit Akımları	10
4.3 Değerleme Sonucu	11
<b>5 Görüş</b>	<b>11</b>
5.1 Pazar Yaklaşımı (Çarpan Analizi)	12
5.2 Gelir Yaklaşımı (İNA Analizi)	12
5.3 Sonuç	12

## Önemli Not

İşbu rapor, Sermaye Piyasası Kurulu Tebliği VII-128.1 Pay Tebliği'nin 29. maddesine istinaden İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("İş Yatırım") Kurumsal Finansman Müdürlüğü tarafından, Bulls Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("Bulls Yatırım") halka arza aracılık eden yetkili kuruluş olduğu Cem Zeytin A.Ş. ("Cem Zeytin" veya "Şirket") paylarının halka arzı kapsamında Bulls Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin hazırladığı 23 Ağustos 2024 tarihli fiyat tespit raporunu değerlendirmek amacıyla hazırlanmış olup, yatırımcıların pay alım satımına ilişkin herhangi bir tavsiye veya teklif içermemektedir. Yatırım kararlarının ilgili izahnamenin incelenmesi sonucu verilmesi gerekmektedir. Rapor içerisinde bulunabilecek hata ve noksanlıklardan dolayı İş Yatırım hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz.



## 1 Halka Arz ile İlgili Bilgiler

Tablo 1: Halka Arza İlişkin Genel Bilgiler

Halka Arza İlişkin Bilgiler	
Aracılık Yöntemi	En İyi Gayret Aracılığı
Halka Arz Yöntemi	Sabit Fiyat ile Talep Toplama
Konsorsiyum Lideri	Bulls Yatırım Menkul Değerler A.Ş.
Dağıtım Yöntemi	Yurt İçi Bireysel Yatırımcılar için Eşit Dağıtım
Mevcut Çıkarılmış Sermaye	302.000.000
Halka Arz Oranı	%24,88
Halka Arz Metodu	Sermaye Arttırımı: %100
Arz Edilecek Paylar (Nominal Değer)	100.000.000
Ek Satış	Yoktur.
Satmama Taahhüdü	İhraççı ve Ortaklar için 1 yıl
Tahsisat Grupları	Yurt İçi Bireysel: %60 Yurt İçi Kurumsal: %40
Fiyat İstikrarı	Brüt Halka Arz Gelirinin %20'si ile 15 gün
Halka Arz Büyüklüğü	1.530.000.000 TL
Talep Toplama	29 Ağustos 02-03 Eylül 2024
Halka Arz Fiyatı	15,30 TL
BIST İşlem Kodu	CEMZY
Bağımsız Denetçi	Deneyim Bağımsız Denetim ve Danışmanlık A.Ş.

Kaynak: İzahname

Tablo 2: Halka Arz Öncesi ve Sonrası Ortaklık Yapısı

Ortaklar	Pay Grubu	Halka Arz Öncesi		Halka Arz Sonrası	
		Tutar (TL)	Pay (%)	Tutar (TL)	Pay (%)
Cem Okullu	A	30.200.000	10,00%	30.200.000	7,51%
	B	120.800.000	40,00%	120.800.000	30,05%
Cengiz Okullu	A	30.200.000	10,00%	30.200.000	7,51%
	B	120.800.000	40,00%	120.800.000	30,05%
Halka Açık	B	-	0,00%	100.000.000	24,88%
TOPLAM		302.000.000	100,00%	402.000.000	100,00%

Kaynak: İzahname

Tablo 3: Halka Arz Gelirlerinin Kullanım Alanları

Halka Arz Gelirlerinin Kullanım Yerleri	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

Kaynak: Fonun Kullanım Yerlerine İlişkin YKK ve Raporu

## 2 Şirket Hakkında Bilgi

## 2.1 Genel Bakış

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. Şirket'in 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 m<sup>2</sup> alanda kurulan Edremit Tesisi, 1996 yılında üretim faaliyetine başlamıştır. Mevcut durumda 18.000 m<sup>2</sup>'si kapalı olmak üzere toplam 53.000 m<sup>2</sup> 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 çalışılması halinde 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 sofralık zeytin üretim faaliyetlerinde kullandığı yeşil ve siyah zeytinleri tamamen yurt içinden Balıkesir (Edremit), Manisa (Akhisar) tesislerinden tedarik etmektedir. Mut Tesisi'nin üretime geçmesiyle birlikte Mersin (Mut) bölgelerinden tedarik etmeye başlayacaktır. Şirket yetiştiricilik yapmamakta ve tamamı yurt içinde olmak üzere bu işin tedariğini yapan tüccarlardan almaktadır. Şirket, sofralık yeşil ve siyah zeytinlerin üretimini hem kendisine ait olan "Cem Zeytin" ve "Cem" markaları adı altında hem de fason olarak gerçekleştirmektedir. Şirket'in ürettiği ürünler kurumsal müşterilere sipariş bazlı satılmakta ve bu sayede Türkiye'de iç pazara ulaşmaktadır.

Mersin Mut OSB ile 21.02.2022 tarihinde 76.822 m<sup>2</sup> arsanın tahsis sözleşmesi imzalanmış olup Mut Tesisi'nin 2024 yılı içerisinde faaliyete alınması ve üretime geçmesi hedeflenmektedir. Mut Tesisi'nin toplam zeytin üretim kapasitesinin 25.000 ton/yıl olması hedeflenmekte ve bu sayede Şirket'in toplam üretim kapasitesinin 50.000 ton/yıla ulaşması planlanmaktadır.

Şirket ağırlıklı olarak Avrupa'ya ihracat yapmaktadır. 31.03.2024 tarihinde sona eren dönem itibarıyla en çok ihracat yapılan ülkeler sırasıyla, Romanya, Almanya, Kuzey Kıbrıs Türk Cumhuriyeti ve Birleşik Arap Emirlikleri'dir. 31.12.2021, 31.12.2022, 31.12.2023, 31.03.2023 ve 31.03.2024 tarihlerinde sona eren dönemlerde yurt içi satışların net satış hasılatındaki payı sırasıyla, %92, %95, %99, %96 ve %98 olarak gerçekleşmiştir. Şirket'in 31.12.2021, 31.12.2022, 31.12.2023, 31.03.2023 ve 31.03.2024 tarihlerinde sona eren dönemlere ilişkin hasılat detayı aşağıdaki tabloda sunulmaktadır.

**Tablo 4: Net Satışlar**

Net Satışlar (TL)					
(TL)	31.12.2021	31.12.2022	31.12.2023	31.03.2024	31.03.2024
Yurt İçi Satışlar	805.463.822	1.395.625.124	1.898.617.849	484.091.231	647.137.679
Yurt Dışı Satışlar	100.272.622	105.683.076	66.775.916	35.300.780	24.240.454
Satıştan İadeler (-)	(16.421.297)	(13.166.895)	(42.479.714)	(6.953.154)	(5.192.579)
Satış İskontoları (-)	(14.184.457)	(18.734.825)	(24.213.479)	(5.980.393)	(7.436.787)
<b>Net satışlar</b>	<b>875.130.690</b>	<b>1.469.407.480</b>	<b>1.898.700.572</b>	<b>506.458.464</b>	<b>658.748.767</b>

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

### 3 Finansal Durum

Tablo 5: Bilanço

BİLANÇO					
(TL)	Bağımsız Denetimden Geçmiş				
	31.12.2021	31.12.2022	31.12.2023	31.03.2023	31.03.2024
Nakit ve Nakit Benzerleri	6.017.288	9.470.228	29.187.046	23.457.569	25.479.186
Ticari Alacaklar	200.125.185	494.210.837	551.941.455	535.799.237	511.723.642
-İlişkili Taraf	3.734.759	-	-	-	7.138.276
-Diğer	196.390.426	494.210.837	551.941.455	535.799.237	504.585.366
Diğer Alacaklar	16.770.078	29.547.122	12.696.748	55.004.144	44.787.153
-İlişkili Taraf	-	-	-	-	-
-Diğer	16.770.078	29.547.122	12.696.748	55.004.144	44.787.153
Stoklar	982.089.745	1.071.924.268	1.390.281.509	772.376.840	1.269.096.327
Peşin Ödenmiş Giderler	43.382.833	47.169.999	16.296.295	57.519.483	47.039.820
Diğer Dönen Varlıklar	35.762.361	46.465.889	52.712.703	29.698.945	20.272.712
<b>Dönen Varlıklar</b>	<b>1.284.147.490</b>	<b>1.698.788.343</b>	<b>2.053.115.756</b>	<b>1.473.856.218</b>	<b>1.918.398.840</b>
Maddi Duran Varlıklar	422.300.296	750.609.956	935.338.297	774.286.969	949.932.837
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	49.884	-	-	-	-
Peşin Ödenmiş Giderler	-	-	3.807.558	15.765.709	33.313.286
<b>Duran Varlıklar</b>	<b>422.350.180</b>	<b>750.609.956</b>	<b>939.145.855</b>	<b>790.052.678</b>	<b>983.246.123</b>
<b>Toplam Varlıklar</b>	<b>1.706.497.670</b>	<b>2.449.398.299</b>	<b>2.992.261.611</b>	<b>2.263.908.896</b>	<b>2.901.644.963</b>
Kısa Vadeli Borçlanmalar	589.704.482	601.010.570	735.482.967	683.385.548	849.049.484
Uzun Vadeli Borçlanmaların Kısa Vadeli Kısımları	33.520.859	100.350.824	96.385.573	102.811.066	81.170.818
Ticari Borçlar	65.148.293	113.554.718	219.770.285	102.802.746	88.261.042
-İlişkili Taraf	-	-	91.357.166	-	29.532.487
-Diğer	65.148.293	113.554.718	128.413.119	102.802.746	58.728.555
Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kapsamında Borçlar	3.301.518	6.110.049	7.995.065	10.636.207	9.298.723
Diğer Borçlar	-	366.901.414	168.874.144	68.547.593	50.813.327
-İlişkili Taraf	-	271.848.073	76.091.632	28.328.630	-
-Diğer	-	95.053.341	92.782.512	40.218.963	50.813.327
Ertelenmiş Gelirler	61.232.980	27.185.322	48.305.949	17.362.419	12.109.903
Dönem Karı Vergi Yükümlülüğü	-	39.673.619	7.996.535	41.650.504	3.593.056
Kısa Vadeli Karşılıklar	2.409.533	1.712.174	998.118	1.614.676	1.112.085
-Çalışanlara Sağlanan Faydalara İlişkin Karşılıklar	173.048	331.742	160.340	387.861	383.985
-Diğer Kısa Vadeli Karşılıklar	2.236.485	1.380.432	837.778	1.226.815	728.100
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	461.798	909.519	701.156	851.997	5.192.848
<b>Kısa Vadeli Yükümlülükler</b>	<b>755.779.463</b>	<b>1.257.408.209</b>	<b>1.286.509.792</b>	<b>1.029.662.756</b>	<b>1.100.601.286</b>
Uzun Vadeli Borçlanmalar	47.693.198	41.677.264	145.905.415	17.547.410	139.195.228
Uzun Vadeli Karşılıklar	9.772.786	10.621.228	11.438.658	11.924.079	12.918.668
-Çalışanlara Sağlanan Faydalara İlişkin Karşılıklar	9.772.786	10.621.228	11.438.658	11.924.079	12.918.668
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	104.582.392	89.031.309	23.678.705	70.850.589	79.785.115
<b>Uzun Vadeli Yükümlülükler</b>	<b>162.048.376</b>	<b>141.329.801</b>	<b>181.022.778</b>	<b>100.322.078</b>	<b>231.899.011</b>
Ödenmiş Sermaye	100.000.000	100.000.000	302.000.000	100.000.000	302.000.000
Sermaye Düzeltme Farkları	586.601.030	586.601.030	675.194.561	586.601.030	675.194.561

BİLANÇO					
(TL)	Bağımsız Denetimden Geçmiş				
	31.12.2021	31.12.2022	31.12.2023	31.03.2023	31.03.2024
Kar veya Zararda Yeniden Sınıflandırılmayacak Birikmiş Diğer Kapsamlı Gelirler veya Giderler	(416.233)	64.112.311	18.363.340	60.902.829	17.680.432
-Maddi Duran Varlık Değerleme Artışları	-	66.847.438	25.146.893	66.847.438	25.146.893
-Tanımlanmış Fayda Planları Yeniden Ölçüm Kazanç / (Kayıpları)	(416.233)	(2.735.127)	(6.783.553)	(5.944.609)	(7.466.461)
Kardan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	3.403.237	3.403.237	3.403.237	3.403.237	3.403.237
Geçmiş Yıllar Kar / Zararları	(84.428.251)	99.081.797	13.901.337	296.543.711	525.767.903
Net Dönem Karı / Zararı	183.510.048	197.461.914	511.866.566	86.473.255	45.098.533
<b>Özkaynaklar</b>	<b>788.669.831</b>	<b>1.050.660.289</b>	<b>1.524.729.041</b>	<b>1.133.924.062</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>2.263.908.896</b>	<b>2.901.644.963</b>

Kaynak: İzahname, Bağımsız Denetim Raporu

Tablo 6: Gelir Tablosu

Gelir Tablosu					
(TL)	Bağımsız Denetimden Geçmiş				
	31.12.2021	31.12.2022	31.12.2023	31.03.2023	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)
<b>Brüt Kar/(Zarar)</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, Satış ve Dağıtım 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/(Zararı)</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 ve 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 Gelir/(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 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>

Kaynak: İzahname

## 4 Değerleme Hakkında Özet Bilgi

Bulls Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanan 23 Ağustos 2024 tarihli fiyat tespit raporuna göre Şirket'in değerlemesinde Pazar Yaklaşımı (Çarpan Analizi) ve Gelir Yaklaşımı (İndirgenmiş Nakit Akımları ("İNA") Analizi) dikkate alınmıştır.

Tablo 7: Değerlemede Kullanılan FAVÖK ve Net Borç Değerleri

FAVÖK (TL)	
31.03.2024 SOA FAVÖK	822.507.808

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Net Borç (TL)	31.03.2024
Nakit ve Nakit Benzerleri (-)	(25.479.186)
Kısa Vadeli Borçlanmalar	849.049.484
Uzun Vadeli Borçlanmaların Kısa Vadeli Kısımları	81.170.818
Uzun Vadeli Borçlanmalar	139.195.228
<b>Net Finansal Borç</b>	<b>1.043.936.344</b>

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

#### 4.1 Pazar Yaklaşımı (Çarpan Analizi)

##### 4.1.1 Uluslararası Çarpanlar

Şirket ile aynı sektörde faaliyet gösteren yurtdışı benzer şirketler tespit edilmiş ve değer tespitinde uluslararası şirketlerin FD/FAVÖK çarpanlarına yer verilmiştir. FD/FAVÖK çarpanında 20x'in üstü ve 5x'in altı örnekleme dâhil edilmemiştir.

Tablo 8: Yurtdışı Benzer Şirketler Piyasa Çarpanları

Yurt Dışı Benzer Şirketler	FD/FAVÖK
Al-Jouf Agricultural Development Co.	14,5x
Baladna Q.P.S.C.	18,3x
Cobram Estate Olives Limited	15,1x
Compania Introdutora de Buenos Aires S.A.	10,4x
Cranswick plc	10,1x
Deoleo, S.A.	12,7x
Edita Food Industries Company (S.A.E)	8,3x
Great-Sun Foods Co., Ltd	<del>38,4x</del>
Jiangsu Provincial Agricultural Reclamation and Development Co. Ltd	12,5x
J-Oil Mills, Inc	7,4x
Lam Soon (Thailand) Public Company Limited	5,3x
Modi Naturals Limited	<del>30,7x</del>
Morixe Hermanos S.A.C.I.	<del>25,4x</del>
Nippn Corporation	6,4x
Obour Land for Food Industries S.A.E.	<del>2,8x</del>
Strauss Group Ltd.	11,6x
The National Agricultural Development Company	10,6x
The Nihon Seima Co., Ltd	6,3x
<b>Medyan</b>	<b>10,5x</b>

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

##### 4.1.2 Yurt İçi Çarpanlar

BIST'te işlem gören BIST- Gıda ve İçecek Endeksi kapsamında yer alan 37 şirket ve bunlara ek olarak faaliyetleri bu alanla ilgili olan 3 şirket daha (Granturk Tarım, Özsu Balık Üretim ve Yaprak Süt ve Besi) benzer şirket kapsamında incelenmiştir. FD/FAVÖK çarpanında 20x'in üstü ve 5x'in altı örnekleme dâhil edilmemiştir.

Tablo 9: Yurtiçi Benzer Şirketler Piyasa Çarpanları

Yurt İçi Benzer Şirketler	FD/FAVÖK
Anadolu Efes Biraçılık	8,9x
Atakey Patates Gıda	9,5x
A.V.O.D. Kurutulmuş Gıda	10,7x



Yurt İçi Benzer Şirketler	FD/FAVÖK
Banvit Vitaminli Yem	9,1x
Coca-Cola İçecek	10,9x
Dardanel Önentaş Gıda	AD
DMR Unlu Mamuller	<del>25,9x</del>
Eksun Gıda Tarım	<del>22,7x</del>
Elite Naturel Organik Gıda	14,6x
Ersu Meyve ve Gıda	10,9x
Fade Gıda	<del>30,9x</del>
Frigo-Pak Gıda	<del>4,0x</del>
Göknur Gıda	9,5x
Grınturk Tarım	<del>32,0x</del>
Kayseri Şeker	12,9x
Kerevitaş Gıda	5,8x
Kervan Gıda	10,5x
Konfrut Gıda	17,4x
Kristal Kola ve Meşrubat	6,0x
Kütahya Şeker	7,2x
Merko Gıda	<del>4,8x</del>
Ofis Yem Gıda	6,0x
Orçay Ortaköy Çay	7,0x
Oylum Sınai Yatırımlar	5,3x
Özsu Balık Üretim	18,8x
Penguen Gıda	<del>54,3x</del>
Pınar Entegre Et ve Un	11,1x
Pınar Su ve İçecek	16,1x
Pınar SütMamülleri	<del>110,1x</del>
Selçuk Gıda	<del>171,6x</del>
Selva Gıda	<del>29,8x</del>
Söke Değirmencilik	11,7x
Tat Gıda	AD
Tetamat Gıda	AD
Tukaş Gıda	7,6x
Ülker Bisküvi	8,0x
Ulusoy Un	7,7x
Vanet Gıda	AD
Yaprak Süt ve Besi	<del>96,8x</del>
Yayla Agro Gıda	11,3x
<b>Medyan</b>	<b>9,5x</b>

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

#### 4.1.3 Çarpan Değerlemesi

Çarpan değerlemesinde yurtiçi ve yurtdışı benzer şirketler için FD/FAVÖK çarpanı kullanılmıştır. Değerleme sonuçları aşağıda sunulmuştur.



Tablo 10: Yurtiçi Benzer Şirketler Çarpan Değerlemesi

Yurtiçi Benzer Şirket Analizi (TL)	
FAVÖK 31.03.2024 SOA	822.507.808
FD/FAVÖK	9,5x
<b>Firma Değeri</b>	<b>7.843.945.234</b>
Net Borç	1.043.936.344
<b>Özsermaye Değeri</b>	<b>6.800.008.890</b>

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Tablo 11: Yurtdışı Benzer Şirketler Çarpan Değerlemesi

Yurtdışı Benzer Şirket Analizi (TL)	
FAVÖK 31.03.2024 SOA	822.507.808
FD/FAVÖK	10,5x
<b>Firma Değeri</b>	<b>8.616.905.583</b>
Net Borç	1.043.936.344
<b>Özsermaye Değeri</b>	<b>7.572.969.239</b>

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Tablo 12: Piyasa Çarpanları Değerlemesi Sonucu

TL	Yurtiçi Benzer Şirketler	Yurtdışı Benzer Şirketler
Özsermaye Değeri	6.800.008.890	7.572.969.239
Ağırlık	50%	50%
<b>Cem Zeytin Nihai Çarpan Değeri</b>	<b>7.186.489.065</b>	

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

## 4.2 Gelir Yaklaşımı (İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi)

### 4.2.1 Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti Hesaplaması

Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti hesaplaması aşağıda verilmiştir. Şirket'in TL cinsi borçlanma maliyetinin %20 üzerinde olacağı varsayılmıştır. İNA projeksiyonlarında kullanılan AOSM 2024-2028 projeksiyon dönemi boyunca %37,2'den %20,7 seviyesine ineceği varsayılmıştır.

Tablo 13: Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti Hesaplaması ("AOSM")

Hesaplama Formülü	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T
Risksiz Getiri Oranı	35,0%	25,0%	20,0%	18,0%	18,0%
Piyasa Risk Primi	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%
Beta	1	1	1	1	1
Özsermaye Maliyeti	40,5%	30,5%	25,5%	23,5%	23,5%
Borçlanma Maliyeti	42,0%	30,0%	24,0%	21,6%	21,6%
Vergi Oranı	23,0%	23,0%	23,0%	23,0%	23,0%
Hedef Özkaynak Oranı	59,5%	59,5%	59,5%	59,5%	59,5%
Hedef Borç Oranı	40,5%	40,5%	40,5%	40,5%	40,5%
<b>AOSM</b>	<b>37,2%</b>	<b>27,5%</b>	<b>22,7%</b>	<b>20,7%</b>	<b>20,7%</b>

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

### 4.2.2 İndirgenmiş Nakit Akımları

Tablo 14: İndirgenmiş Nakit Akımı Analizi

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

TL	2024/9T	2025T	2026T	2027T	2028T
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
<b>FAVÖK Marjı</b>	<b>39,2%</b>	<b>37,1%</b>	<b>35,7%</b>	<b>34,8%</b>	<b>34,1%</b>
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

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

İndirgenmiş Nakit Akımları Değerleme Sonucu	TL
İNA Toplamı 2024/9T - 2028	1.553.278.250
Nihai Dönem Büyüme Oranı	%5
Nihai Değer	11.523.804.690
Nihai Değerin Bugüne İndirgeme Faktörü	0,40
Nihai Değerin Bugünkü Değeri	4.629.217.463
Firma Değeri	6.182.495.713
Net Borç (31/03/2024)	(1.043.936.344)
<b>Cem Zeytin %100 Özsermaye Değeri</b>	<b>5.138.559.369</b>

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

### 4.3 Değerleme Sonucu

Değerleme çalışmasında indirgenmiş nakit akımları, ağırlıklandırılmış yurt içi ve yurt dışı halka açık benzer şirketlerden elde edilen piyasa çarpanları analizine yer verilmiştir. Bu değerler ağırlıklandırılarak nihai değer tespit edilmiştir. Değerleme çalışması sonucunda bulunan ağırlıklandırılmış özsermaye değeri aşağıdaki tabloda sunulmuştur.

Tablo 15: Değerleme Sonucu

TL	Piyasa Çarpanları Analizi	İNA Analizi
Cem Zeytin Özsermaye Değeri	7.186.489.065	5.138.559.369
Ağırlık	50%	50%
<b>Cem Zeytin Nihai Özsermaye Değeri</b>	<b>6.162.524.217</b>	
Cem Zeytin Çıkarılmış Sermayesi	302.000.000	
Pay Başına Düşen Değer	20,41	
Halka Arz İskontosu (%)	25%	
Halka Arz Fiyatı	15,30	

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

## 5 Görüş

İş Yatırım görüşü aşağıdaki değerlendirme yöntemleri üstünden oluşturulmuştur.

### 5.1 Pazar Yaklaşımı (Çarpan Analizi)

- Çarpan analizine %50 ağırlık verilmesini makul buluyoruz.
- Çarpan analizinde yurt içi ve yurt dışı benzer şirketlerin kullanılmasını makul buluyoruz.
- Çarpan analizinde uç değerlerin elenip, medyan çarpanın kullanılmasını makul buluyoruz.
- Çarpan analizinde FD/FAVÖK çarpanının kullanılmasını makul buluyoruz.

### 5.2 Gelir Yaklaşımı (İNA Analizi)

- İNA analizine %50 ağırlık verilmesini makul buluyoruz.
- Şirket'in kendine özgü dinamikleri yansıtılabildiği için bu yöntemin kullanılmasını makul buluyoruz.
- AOSM hesabında kullanılan risk primini, risksiz faiz oranını ve borçlanma maliyetinin makul bulmaktayız.

### 5.3 Sonuç

İş Yatırım tarafından gerçekleştirilen değerlendirme çalışmasında, fiyatın makul olup olmadığını değerlendirmek amacıyla, fiyat tespit raporunda yer alan veriler esas alınarak, pazar yaklaşımı ve gelir yaklaşımı yöntemi kullanılmıştır.

Bulls Yatırım tarafından Şirket için hazırlanan fiyat tespit raporunda şirket ve faaliyet gösterilen sektöre yönelik yeterli ve aydınlatıcı bilgiler yatırımcıya sunulmuş olup, raporun kapsamlı hazırlandığı kanaatindeyiz. Değerlemede kullanılan varsayımlara ilişkin yeterli açıklamalar yapılmış olup geçmiş dönemlerle kıyaslanabilmesi adına ayrıntılı FAVÖK hesaplaması ve geçmiş dönem FAVÖK verilerinin de Fiyat Tespit Raporu'na eklenebileceği düşüncesindeyiz.

Değerleme çalışmasında her bir yöntemle göre (pazar yaklaşımı ve gelir yaklaşımı) Cem Zeytin'in Piyasa Değeri hesaplanmıştır.

Nihai Şirket değeri tespit edilirken, her iki yöntemin de kullanılması makul bulunmuştur.

Fiyat Tespit Raporu'nda Şirket hakkında kapsamlı bir şekilde bilgilendirme yapılmıştır. Kullanılan değerlendirme yöntemleri ve bu yöntemler temelinde yapılan analizler, Fiyat Tespit Raporu'nda detaylı olarak ve yeterli şekilde açıklanmıştır.

#### SONUÇ OLARAK:

Bulls Yatırım tarafından kullanılan yöntemler ve ilgili çalışmalar dikkate alınarak yapılan incelemeler sonucunda, belirlenen 15,30 TL halka arz fiyatının makul olduğu kanaatine varılmıştır.