

DCT Trading Dış Ticaret A.Ş.

Fiyat Tespit Raporuna İlişkin Görüş

24 Temmuz 2024



İçindekiler

Önemli Not	3
1 Halka Arz ile İlgili Bilgiler	4
2 Şirket Hakkında Bilgi.....	5
2.1 YAKA Faaliyetleri.....	5
2.2 BLUEFARM Faaliyetleri	5
3 Finansal Durum	6
4 Değerleme Hakkında Özet Bilgi.....	7
4.1 Pazar Yaklaşımı – Çarpan Analizi	7
4.1.1 Benzer Şirketler	7
4.1.2 BİST Ticaret Şirketleri.....	9
4.1.3 Pazar Yaklaşımı Değer Özeti	10
4.2 Gelir Yaklaşımı – İndirgenmiş Nakit Akımları.....	10
4.3 Sonuç	11
5 Görüş	12
5.1 Pazar Yaklaşımı (Çarpan Analizi).....	12
5.2 Gelir Yaklaşımı (İNA Analizi).....	12
5.3 Sonuç	13

Önemli Not

İŐbu rapor, Sermaye Piyasası Kurulu Tebliği VII-128.1 Pay Tebliği'nin 29. maddesine istinaden İŐ Yatırım Menkul Değerler A.Ő. ("İŐ Yatırım") Kurumsal Finansman Müdürlüğü tarafından, Halk Yatırım Menkul Değerler A.Ő.'nin ("Halk Yatırım") halka arza aracılık eden yetkili kuruluş olduğu DCT Trading Dış Ticaret A.Ő. ("DCT Trading" veya "Şirket") paylarının halka arzı kapsamında Halk Yatırım Menkul Değerler A.Ő.'nin hazırladığı 22 Mayıs 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 İŐ Yatırım hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz.

1 Halka Arz ile İlgili Bilgiler

Tablo 1: Halka Arza İlişkin Genel Bilgiler

Halka Arza İlişkin Bilgiler	
Aracılık Yöntemi	Borsa'da satış olarak gerçekleşecektir
Halka Arz Yöntemi	Sabit Fiyat ile Talep Toplama
Konsorsiyum Lideri	Halk Yatırım Menkul Değerler A.Ő.
Dağıtım Yöntemi	EŐit Dağıtım
Mevcut Çıkarılmış Sermaye	100.000.000 TL
Halka Arz Oranı	%28,85
Halka Arz Metodu	%80,0 Sermaye Artırımı %20,0 Ortak Satışı
Arz Edilecek Paylar (Nominal Değer)	37.500.000 TL
Ek Satış	Yoktur
Satmama Taahhüdü	Şirket ve Ortaklar için 1 Yıl
Tahsisat Grupları	Tahsisat Grubu Bulunmamaktadır
Fiyat İstikrarı	30 Gün
Halka Arz Büyüklüğü	525 milyon TL
Talep Toplama	25-26 Temmuz 2024
Halka Arz Fiyatı	14,00 TL
Bağımsız Denetçi	Eren Bağımsız Denetim A.Ő.

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 (%)
Levent Sadık AMET (Sadık Ahmet)	A	33.250.000	33,25%	33.250.000	25,58%
	B	61.750.000	61,75%	54.250.000	41,73%
Serike Moustafa	A	1.750.000	1,75%	1.750.000	1,35%
	B	3.250.000	3,25%	3.250.000	2,50%
Halka Açık Kısım	B	-	-	37.500.000	28,85%
TOPLAM		100.000.000	100,00%	130.000.000	100,00%

Kaynak: İzahname

Tablo 3: Halka Arz Gelirlerinin Kullanım Alanları

Halka Arz Gelirlerinin Kullanım Yerleri	Kullanım Tutarı (%)
Çırçır fabrikası, depo ve ekipmanları yatırımı	%40
ÇeŐitli őirketlerin paylarının satın alınması ve/veya iŐtirak edilmesi ve/veya yeni ortaklıklar kurulması	%10
YAKA ve/veya BLUEFARM'ın mevcut meyve üretim kapasite ve verimlilik artışına yönelik yatırımlar ve GES yatırımları	%10
BaŐta pamuk veya diğer tarımsal emtia ve tarım ürünlerindeki ticaret hacminin güçlendirilmesi amacıyla işletme sermayesi	%40

Kaynak: Fon Kullanım Yeri Raporu

2 Şirket Hakkında Bilgi

Şirket, temel olarak pamuk ve pirinç baŐta olmak üzere tarım ürünleri ve emtianın alım – satımı ve aracılığı faaliyetleri ile iŐtigal etmektedir. Hâlihazırda farklı tarım ürünleri ve emtianın ticaretine de aracılık ediyor olsa da pamuğun toplam iŐ hacmi içerisindeki payı ortalama %90'ın üzerindedir. Bu nedenle pamuk ticareti konusundaki geliŐmeler Şirket'in bilançosunun ana kalemleri üzerinde önemli mahiyette etkiye sahiptir.

Şirket'in pamuk faaliyetinden iki Şekilde gelir elde etmektedir;

- **Pamuk Ticareti – Alım Satımı:** Pamuğun fatura karŐılıđında stoklar alınıp müŐteriyeye satılmasıdır.
- **Pamuk Aracılık Hizmeti – Pamuk Komisyonculuğu:** Pamuğu Şirket stoklarına almadan, üretici veya tedarikçiyi müŐteri ile ortak bir paydada buluŐturarak, gerektiği yerde operasyonel süreçleri de yürüterek veya destek vererek alım-satımın tamamlanmasını sağlama hizmetini kapsamaktadır.

2023 yılında Yunanistan'da bulunan BLUEFARM ve YAKA unvanlı iki tarım Őirketini bünyesine katmıŐtır. YAKA baŐta kiraz olmak üzere taze meyve iŐleme, paketleme ve ticareti yapmaktadır. BLUEFARM ise ana ürünü yaban mersini olan bir tarımsal üretim Őirketidir.

2.1 YAKA Faaliyetleri

Şirket'in bağlı ortaklıklarından Yunanistan'da yerleŐik YAKA, bölgede yetişen kiraz ve yaban mersinini iŐleme tesislerinde kalite ayırımı, ebatlama süreçlerinden geçirek ambalajlı ürün haline getirmekte ve ihracata konu etmektedir. YAKA kiraz ile yaban mersini meyvelerinin bir kısmını yine Şirket'in bağlı ortaklığı olan Yunanistan'da yerleŐik BLUEFARM firmasından temin etmektedir. YAKA ayrıca Yunanistan'dan alınan pamukların alım-satımı aracılığı da yapmaktadır.

YAKA kiraz ve yaban mersini iŐleme faaliyetlerini Komotini Yunanistan'da bulunan iŐleme tesisinde gerçekleŐtirmektedir. 2015 yılında 200.000 Avro sermaye ile Yunanistan'ın Rodop ilinde kurulmuŐtur. Akabinde, 13 ve 17 dönümlük 2 arazi satın alınmıştır. 2016 yılında taze meyve iŐleme ve paketleme tesisinin kurulumu için inŐaat çalıŐmalarına başlanmıŐtır ve Şirket'in sermayesi 470.000 Avro'ya yükseltilmiŐtir. 2017 yılında tesisin inŐaatı tamamlanmıŐ, ekipman ve donanımlar satın alınmıştır. İlk üretim yılında 470 ton kiraz ticareti gerçekleŐtirilmiŐtir. YAKA'nın ana ürünü sofralık kiraz olmakla birlikte, 2017 yılında pamuk ticaretine de başlamıŐ olup, 2.500 ton civarında Yunanistan'dan satın alınan pamuk farklı ülkelere ihraç edilmiştir.

2.2 BLUEFARM Faaliyetleri

BLUEFARM 2021 yılında YAKA'nın ÜR-GE bahçesi olarak kullandığı 17 dönümlük arazi kiralananak 20.000 Avro başlangıç sermayesiyle kurulmuŐtur. Yaban mersini üretimi için ÜR-GE çalıŐmaları yapmıŐ ve diğer taraftan üretim için 16 dönümlük ve ayrıca 110 ve 22 dönümlük araziler kiralananmıŐtır.

BLUEFARM'ın kiralık olarak kullandığı toplamda 4 arazisi bulunmaktadır ve tüm kira sözleşmeleri 20 yıllık süreli sözleşmeler olarak akdedilmiŐtir. Kiralık araziler dışında, BLUEFARM ayrıca 1 dönümlük bir araziye sahiptir.

2023 yılında, yurt dışında yaban mersini üretimi konusunda uzmanlarla iŐ birliği çerçevesinde, yen bakım programı geliŐtirilmiŐ, uygulanmıŐ ve ilk hasat elde edilmiştir. YaklaŐık 6.000 civarındaki ilk ekilen ve 3 yaŐında olan, sonrasında 12.000 civarında ekilen ve 2 yaŐında olan fidanlardan elde edilen hasat miktarı 3 ton civarındadır. Bu miktarın bir sonraki yılda en az 10 tona ulaŐması hedeflenmekte ve verimin ekimden sonraki 6.yıla ve fidan baŐı 4-5 kg verime gelen kadar her yıl artması öngörülmektedir.

3 Finansal Durum

Tablo 4: Bilanço

Bilanço (TL)	31.12.2021	31.12.2022	31.12.2023	31.03.2024
Nakit ve Nakit Benzerleri	112.657.897	60.989.732	92.626.182	72.748.438
Finansal Yatırımlar	700.380	1.274.982	1.844.377	4.640.185
Ticari Alacaklar	18.328.457	142.990.931	494.842.902	311.280.608
<i>İliŐkili Olmayan Taraflardan Ticari Alacaklar</i>	18.328.457	142.990.931	494.842.902	311.280.608
Diğer Alacaklar	-	47.398	-	748.637
<i>İliŐkili Taraflardan Diğer Alacaklar</i>	-	-	-	167.500
<i>İliŐkili Olmayan Taraflardan Diğer Alacaklar</i>	-	47.398	-	581.137
Stoklar	595.949.037	238.386.514	927.273.584	205.850.255
PeŐin Ödenmiş Giderler	10.561.673	9.909.532	4.591.164	19.532.292
Cari Döner Vergisi İle İlgili Varlıklar	3.575.056	-	63.357	1.148
Diğer Döner Varlıklar	2.594.999	4.178.066	87.603.952	80.850.531
Toplam Döner Varlıklar	744.367.499	457.777.155	1.608.845.518	695.652.094
Diğer Alacaklar	175.237	197.959	142.785	289.795
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller	47.495.331	72.282.594	67.732.202	67.732.202
Maddi Duran Varlıklar	185.584.003	163.977.890	170.137.757	160.688.463
Kullanım Hakları	26.829.430	19.162.223	20.220.843	18.333.330
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	456.416	302.592	179.426	164.370
PeŐin Ödenmiş Giderler	143.928	4.805.667	-	-
Ertelemiş Vergi Varlığı	2.029.866	8.682.377	1.794.352	2.911.238
Toplam Duran Varlıklar	262.714.211	269.411.302	260.207.365	250.119.398
TOPLAM VARLIKLAR	1.007.081.710	727.188.457	1.869.052.883	945.771.492
Kısa Vadeli Borçlanmalar	260.291.368	151.655.920	509.993.604	156.767.173
Uzun Vadeli Borçlanmaların Kısa Vadeli Kısımları	15.372.542	12.142.685	10.551.755	7.571.469
Kiralama İşlemlerinden Kaynaklanan Yükümlülükler	122.763	105.222	111.180	104.874
Ticari Borçlar	225.312.284	169.638.930	796.400.137	317.434.180
<i>İliŐkili Olmayan Taraflara Ticari Borçlar</i>	225.312.284	169.638.930	796.400.137	317.434.180
Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kapsamında Borçlar	1.446.375	1.521.080	1.296.593	1.632.935
Diğer Borçlar	45.904.343	2.107.174	61.980.196	64.783.255
Ertelemiş Gelirler	52.084.077	30.443.424	119.172.164	32.744.181
Dönem Karı Vergi Yükümlülüğü	-	1.597.564	16.547.567	-
Kısa Vadeli Karşılıklar	34.013	108.690	195.548	169.439
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	85.290	126.842	33.681	3.527.645
Kısa Vadeli Yükümlülükler	600.653.055	369.447.531	1.516.282.425	584.735.151
Uzun Vadeli Borçlanmalar	26.049.236	10.019.801	-	1.038.864
Kiralama İşlemlerinden Kaynaklanan Yükümlülükler	3.432.592	2.655.699	2.522.229	2.315.071
Diğer Borçlar	13.987.989	6.088.546	5.108.964	4.528.254
Uzun Vadeli Karşılıklar	475.418	1.080.938	783.485	739.950
Ertelemiş Vergi Yükümlülüğü	32.296.351	36.249.248	42.315.568	48.889.232
Uzun Vadeli Yükümlülükler	76.241.586	56.094.232	50.730.246	57.511.371
TOPLAM YÜKÜMLÜLÜKLER	676.894.641	425.541.763	1.567.012.671	642.246.522
Ödenmiş Sermaye	8.500.000	22.000.000	100.000.000	100.000.000
Sermaye Düzeltmesi Farkları	29.732.550	45.768.129	62.004.745	62.004.745
Ortak Kontrolde Tabi İşletme Birleşmeleri	35.593.137	35.593.137	(28.987.438)	(28.987.438)
Kar veya Zararda Yeniden Sınıflandırılmayacak Birikmiş Diğer Kapsamlı Gelirler veya Giderler	80.144.958	94.341.247	110.789.289	110.834.673
Kar veya Zararda Yeniden Sınıflandırılacak Birikmiş Diğer Kapsamlı Gelirler veya Giderler	9.539.571	(11.344.689)	(16.900.875)	(23.823.022)
Kardan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	7.100.432	11.113.600	12.477.633	12.477.633
Geçmiş Yıllar Karları/Zararları	(6.715.135)	48.198.855	49.707.749	61.971.088
Dönem Net Karı/Zararı	153.236.466	43.817.726	8.848.328	5.332.364
Kontrol Gücü Olmayan Paylar	13.055.090	12.158.689	4.100.781	3.714.927
Özkaynaklar	330.187.069	301.646.694	302.040.212	303.524.970
TOPLAM KAYNAKLAR	1.007.081.710	727.188.457	1.869.052.883	945.771.492

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Tablo 5: Gelir Tablosu

Gelir Tablosu (TL)	31.12.2021	31.12.2022	31.12.2023	31.03.2023	31.03.2024
Hasılat	3.269.552.615	3.106.659.569	1.767.115.373	337.911.678	809.968.196
Satışların Maliyeti (-)	(3.062.958.230)	(2.999.812.101)	(1.692.729.414)	(349.396.685)	(779.337.032)
Brüt Kar (Zarar)	206.594.385	106.847.468	74.385.959	(11.485.007)	30.631.164
Pazarlama, satış ve dağıtım giderleri (-)	(27.185.380)	(17.164.850)	(13.402.357)	(1.350.789)	(27.841.676)
Genel yönetim giderleri (-)	(19.324.305)	(27.419.102)	(31.094.209)	(7.210.802)	(10.603.020)
Esas faaliyetlerden diğer gelirler	130.850.995	38.056.197	43.587.265	9.888.208	18.592.809
Esas faaliyetlerden diğer giderler (-)	(71.646.004)	(50.712.163)	(28.883.576)	(1.729.715)	(10.733.455)
Esas Faaliyet Karı (Zararı)	219.289.691	49.607.550	44.593.082	(11.888.105)	45.822
Yatırım faaliyetlerinden gelirler	5.108.271	32.292.608	8.840.915	2.733.859	2.774.190
Yatırım faaliyetlerinden giderler (-)	(10.642.342)	(4.683.161)	(8.522.338)	(1.422.317)	(697.039)
Finansman Geliri (Gideri) Öncesi Faaliyet Karı (Zararı)	213.755.620	77.216.997	44.911.659	(10.576.563)	2.122.973
Finansman gelirleri	53.139.699	21.758.181	15.401.494	180.499	176.769
Finansman giderleri (-)	(119.950.676)	(74.993.520)	(102.584.292)	(4.521.454)	(35.473.247)
Net parasal pozisyon kazançları veya kayıpları	51.393.829	33.080.398	75.663.052	(3.254.748)	45.621.594



Gelir Tablosu (TL)	31.12.2021	31.12.2022	31.12.2023	31.03.2023	31.03.2024
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Öncesi Karı (Zararı)	198.338.472	57.062.056	33.391.913	(18.172.266)	12.448.089
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Gelir/Gideri	(44.674.547)	(12.632.346)	(25.403.730)	(6.762.525)	(7.207.866)
Dönem vergi gideri	(45.038.390)	(14.168.088)	(16.540.056)	-	-
Ertelemiş vergi geliri/gideri	363.843	1.535.742	(8.863.674)	(6.762.525)	(7.207.866)
Dönem Karı (Zararı)	153.663.925	44.429.710	7.988.183	(24.934.791)	5.240.223
Kontrol gücü olmayan paylar	427.459	611.985	(860.145)	(45.334)	(92.141)
Ana Ortaklık Payları	153.236.466	43.817.726	8.848.328	(24.889.454)	5.332.364

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

4 Değerleme Hakkında Özet Bilgi

DCT Trading Dış Ticaret A.Ő.'nin sermaye artırımını ve ortak satışı yoluyla halka arz edilecek paylarının birim fiyat tespitinde aşağıdaki iki temel yöntem dikkate alınmıştır:

1. Pazar Yaklaşımı – Çarpan Analizi
2. Gelir Yaklaşımı – İndirgenmiş Nakit Akımları

4.1 Pazar Yaklaşımı – Çarpan Analizi

Fiyat Tespit Raporu'nda Şirket ile aynı veya benzer sektörlerde faaliyet gösteren yurt içi ve yurt dışı benzer şirketler ile Halk Yatırım tarafından Şirket'in halka arz sonrasında dahil olacağı öngörülen endeks olan BİST Ticaret Şirketleri incelenmiştir. Pazar yaklaşımında FD/FAVÖK ve FD/Net Satışlar çarpanları kullanılmıştır.

Çarpanın belirlenmesi sonrasında uç değerler olarak kabul edilen ve değerlemeyi etkilemesi olası çarpanların tespit edilmesi ile değerlemeye dahil edilmemesi için ilgili çarpan grubu medyanının yarısı ve iki katı kadar olan değerler sırasıyla alt sınır ve üst sınır olarak belirlenmiştir. Alt ve üst sınırlar hesaplandıktan sonra alt sınırın altında kalan ve üst sınırın üstünde kalan çarpanların değerlemeye dahil edilmediği belirtilmiştir.

Tablo 6: Değerlemede Kullanılan Finansal Veriler

Özet Finansallar	2024 T (USD)
Net Satışlar	140.611.785
FAVÖK	11.339.590

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Pazar Yaklaşımı – Çarpan Analizi kapsamında Benzer Şirketler ve BİST Ticaret Şirketleri çarpanlarına uygulanan Net Satışlar ve FAVÖK tutarları yukarıdaki tabloda verilmiştir. Şirket'in önemli düzeyde satış yaptığı müşterilerinin de bulunduğu Adıyaman, Gaziantep ve Kahramanmaraş'taki üretim tesislerinin yaşanan doğal afet sebebiyle hasar görmesi ve 2023 yıl sonunda Körfez bölgesinde başlayan savaş sonucu transit gemilerinin güvenlik endişesi nedeniyle Süveyş Kanalı'nı kullanamaması gibi faktörlerden dolayı 2023 yılı ve FAVÖK ve net satış tutarlarının olumsuz yönde etkilendiği; Şirket'in Çin, Endonezya ve Vietnam gibi yeni pazarlara girmesi ile yukarıda bahsedilen olumsuz etkilerin ortadan kalkması nedeniyle Şirket'in 2024 yılı için tahmin edilen FAVÖK ve net satış tutarlarının değerlendirilmede baz olarak kullanıldığı belirtilmiştir.

4.1.1 Benzer Şirketler

Bu değerlendirme çalışmasında Şirket ile aynı veya benzer sektörlerde faaliyet gösteren yurt içi ve yurt dışı benzer şirketler incelenmiş olup, yurt içinden Grainturk Tarım A.Ő. benzer şirketler çarpan grubuna dahil edilmiş fakat uç değer elemesinde elenmiştir.

Tablo 7: Benzer Şirketler Çarpanları

Şirket Kodu	Ülke	FD/FAVÖK	FD/Satış
HTM VN	Vietnam	828,82	7,93
CEKA IJ	Endonezya	2,68	0,08
PIS VN	Vietnam	11,39	0,71

Şirket Kodu	Ülke	FD/FAVÖK	FD/Satış
SJI VN	Vietnam	13,25	0,72
WAPO IJ	Endonezya	29,40	0,23
PSDN IJ	Endonezya	0,70	0,46
CDPI IN	Hindistan		
AGM VN	Vietnam		
SELL IN	Hindistan	17,13	0,48
SVJL IN	Hindistan		
GREI GG	Gürcistan		
AGCO IN	Hindistan		
MAYURBHA IN	Hindistan		
AOPLC BD	Bangladeő		
SEA SK	Slovakya		0,97
600251 CH	Çin		1,97
IFAP EY	Mısır	11,71	0,90
600313 CH	Çin	19,77	1,01
LNAIL LH	Litvanya		
GRTRK TI	Türkiye		3,91
ALPHAX TB	Tayland		34,11
NAM AU	Avustralya	8,52	0,69
SAEL IN	Hindistan	15,28	0,17
PGCRL IN	Hindistan		2,44
TINNA IN	Hindistan	232,56	4,36
Medyan		14,27	0,90
Eliminasyon Sonrası Medyan		13,25	0,72

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Benzer Şirketler grubunda uç değer eliminasyonu öncesi medyan FD/FAVÖK ve FD/Satış değerleri sırasıyla 14,27 ve 0,90 olarak hesaplanmıştır. İlgili çarpanlar için medyan değerlerin yarısı alt sınır, iki katı ise üst sınır olarak belirlenip bu sınırlar dıŐarısında kalan değerler uç değer olarak kabul edilmiş ve değerlemeye dahil edilmemiŐtir. Bu bağlamda Benzer Şirketler grubunda eliminasyon sonrası medyan değerler FD/FAVÖK ve FD/Satış çarpanları için sırasıyla 13,25 ve 0,72 olarak hesaplanmıştır.

Tablo 8: Benzer Şirketler Ağırlıklı Değeri

Çarpanlar	Katsayı	Baz Değer (USD)*	Değer (USD)**	Ağırlık	Ağırlıklı Değer (USD)
FD/FAVÖK	13,25	11.339.590	147.457.569	50%	73.728.785
FD/Satış	0,72	140.611.785	97.745.427	50%	48.872.714
TOPLAM (31.12.2024)				100%	122.601.498
TOPLAM (22.05.2024)				100%	109.800.412

* Şirket'in 2024 yılı FAVÖK ve Net Satış Tutarları

** 2024/01 dönemi net borç tutarı 90.408.828 TL'dir. Bu tutar 31.03.2024 USD/TRY dönem sonu kuru (32,38) ile 2.791.999 USD olarak hesaplanmıştır. Bu net borç tutarı FD/FAVÖK ve FD/Satış ile hesaplanan firma değerlerinden Özkaynak değerlerine ulaŐabilmek için çıkarılmıŐtır.

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Benzer Şirketler'in çarpan analizinde kullanılan FAVÖK ve net satış tutarları 2024 yılı kapanıő tahminleri olması sebebiyle elde edilen ağırlıklı değer (122.601.498 USD), 2024 yılı özkaynak maliyeti kullanılarak değerleme tarihi olan 22.05.2024'e indirgenerek 109.800.412 USD olarak hesaplanmıştır. Hesaplanan bu değer 22.05.2024 USD/TRY alıő-satış ortalama kuru (32,15) ile TL'ye çevrilmiŐtir. Benzer Şirketler'in ağırlıklı değeri **3.530.615.793 TL** olarak hesaplanmıştır.

4.1.2 BİST Ticaret Şirketleri

Tablo 9: BİST Ticaret Şirketleri arpanları

Şirket Kodu	FD/FAVÖK	FD/Satış
ARZUM	6,23	0,67
BIMAS	22,53	0,94
BIZIM	0,00	0,10
CRFSA	22,27	0,46
DOAS	2,74	0,45
EBEBK	10,50	0,67
GENII	18,35	2,34
GMTAS	6,65	0,66
GRTRK	22,30	3,93
INTEM	16,92	4,64
KIMMR	5,63	0,50
MAVI	7,34	1,36
MEPET	5,25	0,36
MGROS	26,98	0,48
MIPAZ	0,00	0,00
PSDTC	66,32	17,38
SANKO	0,00	0,63
SELEC	5,99	0,30
SUWEN	11,30	2,47
SOKM	10,69	0,31
TKNSA	6,89	0,15
TGSAS	23,97	9,31
VAKKO	8,20	1,90
Medyan	8,20	0,66
Eliminasyon Sonrası Medyan	7,12	0,63

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

BİST Ticaret Şirketleri grubunda uç değer eliminasyonu öncesi medyan FD/FAVÖK ve FD/Satış değerleri sırasıyla 8,20 ve 0,66 olarak hesaplanmıştır. İlgili arpanlar için medyan değerlerinin yarısının alt sınır, iki katının ise üst sınır olarak belirlenip bu sınırlar dıŐarısında kalan değerlerin uç değer olarak kabul edildiği ve değerlemeye dahil edilmediği belirtilmiştir. Bu bağlamda Benzer Şirketler grubunda eliminasyon sonrası medyan değerler FD/FAVÖK ve FD/Satış arpanları için sırasıyla 7,12 ve 0,63 olarak hesaplanmıştır.

Tablo 10: BİST Ticaret Şirketleri Ağırlıklı Değeri

Çarpanlar	Katsayı	Baz Değer (USD)*	Değer (USD)**	Ağırlık	Ağırlıklı Değer (USD)
FD/FAVÖK	7,12	11.339.590	77.889.184	50%	38.944.592
FD/Satış	0,63	140.611.785	85.793.426	50%	42.896.713
TOPLAM (31.12.2024)				100%	81.841.305
TOPLAM (22.05.2024)				100%	73.296.079

* Şirket'in 2024 yılı FAVÖK ve Net Satış Tutarları

** 2024/01 dönemi net borç tutarı 90.408.828 TL'dir. Bu tutar 31.03.2024 USD/TRY dönem sonu kuru (32,38) ile 2.791.999 USD olarak hesaplanmıştır. Bu net borç tutarı FD/FAVÖK ve FD/Satış ile hesaplanan firma değerlerinden Özkaynak değerlerine ulaŐabilmek için çıkarılmıŐtır.

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

BİST Ticaret Şirketleri'nin çarpan analizinde kullanılan FAVÖK ve net satış tutarları 2024 yılı kapanıő tahminleri olması sebebiyle elde edilen ağırlıklı değer (81.841.305 USD), 2024 yılı özkaynak maliyeti kullanılarak değerleme tarihi olan 22.05.2024'e indirgenerek 73.296.079 USD olarak hesaplanmıştır. Hesaplanan bu değer 22.05.2024 USD/TRY alıő-satış ortalama kuru (32,15) ile TL'ye çevrilmiŐtir. BİST Ticaret Şirketleri'nin ağırlıklı değeri **2.356.824.411 TL** olarak hesaplanmıştır.

4.1.3 Pazar Yaklaşımı Değer Özeti

Tablo 11: Pazar Yaklaşımı Ağırlıklı Özsermaye Değeri

Pazar Yaklaşımı Özet (TL)	Hesaplanan Özsermaye Değeri	Ağırlık	Ağırlıklı Özsermaye Değeri
Benzer Şirketler	3.530.615.793	50%	1.765.307.897
BİST Ticaret Şirketleri	2.356.824.411	50%	1.178.412.205
TOPLAM		100%	2.943.720.102

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Pazar Yaklaşımı – arpan Analizi kapsamında Benzer Şirketler ve BİST Ticaret Şirketleri olmak üzere iki farklı çarpan grubu ve Şirket'in finansal bilgileri ile hesaplanan özsermaye değerleri yukarıdaki tabloda gösterilmektedir. İki grup için ayrı ayrı hesaplanan özsermaye değerlerine Benzer Şirketler'e %50, BİST Ticaret Şirketleri'ne %50 ağırlık verilerek toplamda **2.943.720.102 TL** ağırlıklı özsermaye değerine ulaŐılmıştır.

4.2 Gelir Yaklaşımı – İndirgenmiş Nakit Akımları

Tablo 12: Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti

Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T
Risksiz Faiz Oranı	7,8%	7,8%	7,8%	7,8%	7,8%
Beta	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
Piyasa Risk Primi	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%
Ek Risk Primi	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Özkaynak Maliyeti	19,8%	19,8%	19,8%	19,8%	19,8%
Kaldıraç Oranı	35,6%	38,6%	41,6%	44,6%	47,6%
Borçlanma Maliyeti	12,8%	12,8%	12,8%	12,8%	12,8%
Finansal Vergi Oranı	23,0%	23,0%	23,0%	23,0%	25,0%
Düzeltilmiş Borçlanma Maliyeti	9,8%	9,8%	9,8%	9,8%	9,6%
Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti	16,2%	15,9%	15,6%	15,3%	14,9%

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

- Risksiz getiri oranı için referans olarak Türkiye 10 yıl vadeli USD cinsi devlet tahvili getiri oranı kullanılmıştır. (Bloomberg Terminali "GTUSDTR10Y Govt" Sembolü). Projeksiyon dönemi boyunca sabit bırakılmıştır.
- Beta hesaplaması için pratikte alternatif yaklaŐımlar kurgulanabilmekle birlikte, Şirket'in hisseleri henüz işlem görmeye başlamamış olduğundan, istatistiki olarak paya özgü standart beta hesabı yapılamamaktadır. Buna bağlı olarak değerleme çalışmasında beta katsayısı 1 olarak kabul edilmiştir.
- Dünya emtia pazarında küresel savaş ve çatıŐmalar (Rusya – Ukrayna) sebebiyle yaşanan lojistik sorunlar, (Süveyş Kanalı geçişinde problemlerin var olması vb.), ticaret savaŐlarından kaynaklı arz ve tedarik zincirinde yaşanan aksama ve belirsizlikler, yaklaŐan önemli nitelikteki politik olaylar (ABD seçimleri, Fransa'da yeni hükümet kuruluŐu vb.), İsrail – Gazze atıŐmasının ortaya çıkardığı küresel kutuplaşmadan kaynaklı politik risklerin bölgemizde yarattığı sıkıntılar, likiditenin daralmasından kaynaklı olarak ticari işlemlerin kar marjında yaşanan yüksek volatilitte ile işlem hacimlerinde yaşanan daralmalar ve Çin – Tayvan geriliminden kaynaklı olarak ortaya çıkan Çin'e yönelik ticaret ambargolarının etkileri nedeniyle ek risk primi %5,0 olarak kullanılmıştır.
- Şirket'in 31.03.2024 tarihli finansal tabloları itibarıyla finansal kaldıraı [Finansal Borçlar / (Özkaynaklar + Finansal Borçlar)], %35,6 olarak hesaplanmış ve Şirket'ten alınan bilgiler doğrultusunda hedef kaldıraç oranının %47,6 seviyelerine geleceği tahmin edilmiştir.
- Halka açık Şirketler için kurumlar vergisi avantajı süresi 5 yıl olup, bu süre bitimi sonrasında normal kurumlar vergisi oranı kullanılacaktır. 2028 yılında kullanılan kurumlar vergisi oranı sonsuza giden değer etkilediği için, değerlemede muhafazakar kalmak amacıyla 2028 yılı kurumlar vergisi oranı %25 olarak hesaplamaya dahil edilmiştir.

- Borçlanma maliyeti, Şirket'e özgü risk ve finansman koŐulları göz önünde bulundurulup risksiz getiri oranı üzerine 500 baz puan risk primi eklenerek hesaplanmıştır.

Tablo 13: İNA

(USD)	2024 3Ç	2025T	2026T	2027T	2028T	Devam Eden Değer
Net Satışlar	115.313.125	180.912.317	229.646.207	279.846.531	300.014.980	
Satışların Maliyeti (-)	104.415.612	163.168.687	207.534.646	253.654.915	271.935.129	
Brüt Kar	10.897.513	17.743.630	22.111.561	26.191.616	28.079.852	
<i>Brüt Kar Marjı</i>	9,45%	9,81%	9,63%	9,36%	9,36%	
Faaliyet Gideri (-)	2.316.642	4.578.030	5.881.253	7.081.585	7.592.028	
FVÖK	8.580.871	13.165.600	16.230.308	19.110.031	20.487.824	
Amortisman	544.198	845.455	1.073.202	1.307.802	1.402.069	
FAVÖK	9.125.069	14.011.054	17.303.510	20.417.834	21.889.893	
<i>FAVÖK Marjı</i>	7,44%	7,28%	7,10%	6,83%	6,83%	
Vergi (-)	1.973.600	3.028.088	3.749.071	4.395.307	5.122.706	
NİŐ DeęiŐimi	20.755.447	8.512.290	9.396.682	8.272.752	198.412	
Yatırımlar	443.272	744.235	944.716	1.151.229	1.234.210	
Serbest Nakit Akımı	(14.047.250)	1.726.441	3.283.041	6.598.545	15.337.564	121.011.884
AOSM	16,2%	15,9%	15,6%	15,3%	14,9%	14,9%
Dönem	0,38	1,38	2,38	3,38	4,38	4,38
İndirgeme Faktörü	0,95	0,83	0,72	0,62	0,54	0,54
İndirgenmiş Nakit Akımları	(13.276.380)	1.432.201	2.352.008	4.092.992	8.262.884	65.193.351
İndirgenmiş Firma Serbest Nakit AkıŐları	2.863.706					
Devam Eden Değer Büyüme Oranı	2,00%					
İndirgenmiş Devam Eden Değer	65.193.351					
Firma Değeri (31.03.2024 - USD)	68.057.057					
+Nakit ve Nakit Benzerleri	2.389.910					
-Finansal Borçlar	5.181.908					
Özkaynak Değeri (31.03.2024 - USD)	65.265.058					
Özkaynak Değeri (22.05.2024 - USD)	66.965.070					
22.05.2024 USD / TRY Kuru	32,15					
Özkaynak Değeri (22.05.2024 - TL)	2.153.251.776					

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Projeksiyon dönemi boyunca AOSM ile indirgenmiş nakit akımları üzerinden Şirket'in 31.03.2024 tarihindeki firma değeri bulunmuŐ ve firma değerine nakit ve nakit benzerleri eklenip finansal borçlar çıkarılarak Şirket'in 31.03.2024 tarihindeki özsermaye değeri 65.265.058 USD olarak hesaplanmıştır. 31.03.2024 tarihli özsermaye değeri, değerleme tarihi olan 22.05.2024 tarihindeki karŐılıđına 2024 yılı özkaynak maliyeti kullanılarak getirilmiŐ ve 22.05.2024 tarihli TCMB USD / TRY alıŐ satış ortalama kuru ile çevrilerek özsermaye değeri **2.153.251.776 TL** olarak hesaplanmıştır.

4.3 Sonuç

Pazar Yaklaşımı ve Gelir Yaklaşımı sonunda bulunan özsermaye değerleri aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

Tablo 14: Ağırlıklı Özsermaye Değeri

Halka Arz Öncesi Özsermaye Değeri (TL)	Hesaplanan Özsermaye Değeri	Ağırlık (%)	Ağırlıklı Özsermaye Değeri
1.Gelir Yaklaşımı	2.153.251.776	80%	1.722.601.421
2.Pazar Yaklaşımı	2.943.720.102	20%	588.744.020
2.1. Benzer Şirketler	3.530.615.793	50%	1.765.307.897
2.2. BİST Ticaret Şirketleri	2.356.824.411	50%	1.178.412.205
Toplam (1+2)			2.311.345.441

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Gelir yaklaŐımına %80 ve pazar yaklaŐımına %20 oranında ağırlık verilerek Şirket'in halka arz öncesi özsermaye değeri **2.311.345.441 TL** olarak hesaplanmaktadır. Halka arz pay fiyatı ve iskonto oranı aşağıdaki tabloda hesaplanmıştır.

Tablo 15: Halka Arz Senaryosu

Halka Arz Senaryosu	(TL)
Çıkarılmış Sermaye	100.000.000
Sermaye Artırımı	30.000.000
Ortak Satışı	7.500.000
Yeni Sermaye	130.000.000
Halka Arz Öncesi Özsermaye Değeri	2.311.345.441
Halka Arz Öncesi 1 TL Nominal Pay Değeri	23,11
Halka Arz İskontosu	39,43%
İskonto Sonrası Özsermaye Değeri	1.400.000.000
İskonto Sonrası 1 TL Nominal Pay Değeri	14,00
Halka Arza Konu Nominal Paylar	37.500.000
Halka Açıklık Oranı	28,85%
Halka Arz Büyüklüğü	525.500.000

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

5 Görüş

İŐ Yatırım görüşü aşağıdaki değerieme yöntemleri üstünden oluşturulmuŐtur.

5.1 Pazar Yaklaşımı (Çarpan Analizi)

- Pazar YaklaŐımına %20 ağırlık verilmesini muhafazakâr yaklaŐım açısından makul buluyoruz.
- Medyan çarpan değeriinin kullanılmasını makul buluyoruz.
- Pazar Yaklaşımı – Çarpan Analizi için Benzer Şirketler ve BİST Ticaret endeksinde faaliyet gösteren Őirketlerin kullanılmasını makul buluyoruz.
- Benzer Şirketler arasında tarımsal emtia ticareti alanında faaliyet gösteren GrainTürk Tarım A.Ő.'nin Şirket'in faaliyet alanına en yakın Şirket olmasından dolayı çarpan analizine dahil edilebileceği görüşündeyiz.
- Çarpan analizinde FD/FAVÖK ve FD/Satış çarpanlarının kullanılmasını makul buluyoruz.
- FD/FAVÖK ve FD/Satış çarpanları ile hesaplanan firma değeriini makul bulmakla birlikte ilgili değeriilere ulaŐılabilmesi adına 2024 yılı için öngörülen FAVÖK ve net satış tutarlarının gerçekleŐmesi önem arz etmektedir.

5.2 Gelir Yaklaşımı (İNA Analizi)

- Şirket'in kendine özgü dinamikleri yansıtılabildiği için Gelir Yaklaşımı yönteminin kullanılmasını makul buluyoruz.
- Gelir YaklaŐımına %80 ağırlık verilmesini makul buluyoruz.
- Hasılat, brüt kar, faaliyet karı ve FAVÖK projeksiyonlarını makul buluyoruz.
- AOSM hesabında kullanılan risk primini, risksiz faiz oranını ve borçlanma maliyetini makul buluyoruz.
- Muhafazakar yaklaŐım açısından AOSM hesabında %5,0 ek risk primi kullanılmasını makul buluyoruz.
- AOSM hesaplamasında kullanılan vergi oranlarını makul buluyoruz..
- 2028 yılında kullanılan kurumlar vergisi oranı sonsuza giden değeri etkilediği için, değerieme muhafazakar kalmak amacıyla 2028 yılı kurumlar vergisi oranının %25 olarak hesaplamaya dahil edilmesini makul buluyoruz.

5.3 Sonuç

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

Halk Yatırım tarafından Şirket için hazırlanan fiyat tespit raporunda Şirket ve faaliyet gōsterilen sektōre yōnelik yeterli ve aydınlatıcı bilgiler yatırımcıya sunulmuş olup, raporun kapsamlı hazırlandığı kanaatindeyiz. Değerlemede kullanılan varsayımlara ilişkin yeterli açıklamaların yapıldığı gōr÷lmektedir.

Değerleme çalışmasında her bir yōnteme gōre (pazar yaklaşımı ve gelir yaklaşımı) DCT Trading'in Piyasa Değeri hesaplanmıştır.

Nihai Şirket değeri tespit edilirken, gelir ve pazar yaklaşımlarının kullanılması makul bulunmuŐtur.

Fiyat Tespit Raporu'nda Şirket hakkında kapsamlı bir Şekilde bilgilendirme yapılmıştır. Kullanılan değerleme yōntemleri ve bu yōntemler temelinde yapılan analizler, Fiyat Tespit Raporu'nda detaylı olarak ve yeterli Şekilde açıklanmıştır.

SONUÇ OLARAK:

Halk Yatırım tarafından kullanılan yōntemler ve ilgili çalıŐmalar dikkate alınarak yapılan incelemeler sonucunda, belirlenen 14,00 TL halka arz fiyatının makul olduğu kanaatine varılmıştır.