

İşbu rapor, Trive Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından, Sermaye Piyasası Kurulu VII-128.1 Pay Tebliği'nin 29. Maddesine istinaden hazırlanmıştır. Rapor, Bulls Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin Cem Zeytin A.Ş. için hazırladığı Halka Arz Fiyat Tespit Raporu'nu değerlendirmek amacıyla hazırlanmış olup, yatırımcıların pay alım satımına ilişkin herhangi bir öneri ya da teklif içermemektedir. Raporda yer alan verilerin gerçeği tam olarak yansıttığı kabul edilmiş olup, finansal ve hukuki açıdan inceleme yapılmamıştır. Yatırım kararlarının ilgili izahnamenin incelenmesi sonucu verilmesi gerekmektedir. Bu raporda bulunabilecek hata ve noksanlıklardan dolayı Trive Yatırım Menkul Değerler A.Ş. hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz.

Halka Arz Bilgileri

İhraççı	Cem Zeytin A.Ş.
Borsa Kodu	CEMZY
Halka Arz Fiyatı	15,30 TL
Halka Arz İskontosu	%25
Talep Toplama Tarihi	29 Ağustos – 3 Eylül 2024
Halka Arz Talep Toplama Yöntemi	Sabit Fiyatla Talep Toplama
Satış ve Dağıtım Yöntemi	Bireysele eşit dağıtım
Konsorsiyum Lideri	Bulls Yatırım Menkul Değerler A.Ş.
Halka Arz Öncesi Çıkarılmış Sermayesi	302.000.000 TL
Halka Arz Sonrası Çıkarılmış Sermayesi	402.000.000 TL
Halka Arz Miktarı ve Şekli	100.000.000 TL (Sermaye Artırımı Yoluyla)
Aracılık Türü	En İyi Gayret Aracılığı
Halka Arz Büyüklüğü	1.530.000.000 TL
Halka Arz Fiyatı ve Halka Arz Sonrası Çıkarılmış Sermayeye Göre Şirket Piyasa Değeri	6.150.600.000 TL
Halka Açıklık Oranı	% 24,88
Taahhütler	Şirket; 1 yıl boyunca bedelli/bedelsiz sermaye artırımını yapmayacağını, dolaşımdaki pay miktarını artırmayacağını, yeni bir satış veya halka arz yapılmasına yönelik karar almayacağını; Şirket'in mevcut ortakları; Sahip olduğu halka arza konu olmayan Şirket paylarının dolaşımdaki pay miktarının artmasına yol açacak şekilde 1 yıl boyunca borsada veya borsa dışında satışa veya halka arza konu edilmeyeceği ve bu konuda karar alınmayacağını; ayrıca 1 yıl boyunca da borsada veya borsa dışında herhangi, bir fiyattan satmayacaklarını, satışa konu etmeyeceklerini taahhüt etmişlerdir.
Fiyat İstikrarı	Fiyat istikrarı planlanmaktadır. Borsada işlem görmeye başlamasından itibaren 15 gün süreyle ve halka arz tutarının %20' si oranında ayrılacak fonla yapılacaktır.

Şirket Faaliyetleri Hakkında Özet Bilgi

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; sofralık yeşil zeytin ve siyah zeytin üretimi kapsamında; hasat, nakliye, kalibrasyon, seçme, yıkama, fermantasyon, havalandırma, ayırma, temizleme, ambalajlama ve pazara sevk işlemlerini yapmaktadır.

Ortaklık Yapısı

Ortağın Unvanı	Pay Grubu	Halka Arzdan Önce		Halka Arz Sonrası	
		TL	%	TL	%
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 Arz	B	0	0,00	100.000.000	24,88
Toplam		302.000.000	100,00	402.000.000	100,00

Kaynak: Halka Arz Fiyat Tespit Raporu

Sermaye artırımını ve ortak satışı şeklinde halka arz edilecek olan toplam 100.000.000 TL nominal değerli payların halka arz edilmesi ile halka açıklık oranının % 24,88 olması planlanmaktadır.

Halka Arz Gerekçesi ve Halk Arz Gelirlerinin Kullanımı

Halka arz ile; kaynak elde edilmesi, şirket değerinin ortaya çıkması, kurumsallaşma, bilinirliğin pekiştirilmesi, şeffaflık ve hesap verilebilirlik ilkelerinin uygulanabilmesi ve kurumsal kimliğin güçlendirilmesi hedeflenmektedir. İhraç edilecek payların halka arzından elde edilecek gelirin aşağıdaki başlıklar dahilinde kullanılması planlanmaktadır.

Fon Kullanım Yeri	Planlanan Kullanım Oranı (%)
İşletme kredilerinin geri ödenmesi	35-40
Mevcut yatırımlar	20-35
- Çatı üzeri Ges yatırımı	5-10
- Mut Tesisi	10-15
- Tesis ve ekipman modernizasyonu	5-10
İşletme sermayesi	30-35
Toplam:	100

Finansallar:

Özet Bilanço Tablosu;

TRY Bin TL	31.03.2024	31.12.2023	31.12.2022	31.12.2021
Dönen Varlıklar	1.918.398.840	2.053.115.756	1.698.788.343	1.284.147.490
Duran Varlıklar	983.246.123	939.145.855	750.609.956	422.350.180
Toplam Varlıklar	2.901.644.963	2.992.261.611	2.449.398.299	1.706.497.670
Kısa Vadeli Yükümlülükler	1.100.601.286	1.286.509.792	1.257.408.209	755.779.463
Uzun Vadeli Yükümlülükler	231.899.011	181.022.778	141.329.801	162.048.376
Özkaynaklar	1.569.144.666	1.524.729.041	1.050.660.289	788.669.831

Özet Gelir Tablosu;

(TL)	31.03.2024	31.03.2023	31.12.2023	31.12.2022	31.12.2021
Hasılat	658.748.767	506.458.464	1.898.700.572	1.469.407.080	875.130.690
Satışların Maliyeti (-)	477.954.716	318.521.931	999.802.296	897.124.972	640.738.726
Brüt Kar	180.794.051	187.936.533	898.898.276	572.282.108	234.391.964
Esas Faaliyet Karı	159.254.808	169.961.964	790.884.845	519.348.052	222.348.746
Esas Faaliyet Kar Marjı (%)	24,17%	33,55%	41,65%	35,34%	25,40%
Net Kar	45.098.533	86.473.255	511.866.566	197.461.914	183.510.048

Kaynak: Halka Arz Fiyat Tespit Raporu

Fiyat Tespit Raporunda Kullanılan Değerleme Yöntemleri

Bulls Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanan fiyat tespit raporunda; Şirket değerinin belirlenmesi konusunda; “Pazar Yaklaşımı” ve “Gelir Yaklaşımı” yöntemleri kullanılmıştır.

A- Gelir Yaklaşımı (İndirgenmiş Nakit Akımı Analizi - İNA)

- ✓ Gelecek 5 yıla ilişkin projeksiyonlar kullanılarak indirgenmiş nakit akımları hesaplanmıştır.
- ✓ Satışların yıllık olarak sırasıyla %88, %34,4, %24,7, %14,4 ve %12,3 oranında artacağı öngörülmüştür. (2023 yılı %29)
- ✓ Brüt kar marjının ilk yıl için %41,8 ve sonraki yıllarda sırasıyla %40,8, %40, %39,2 ve %38,4 olarak gerçekleşeceği varsayılmıştır. (2023 yılı %47)
- ✓ İşletme sermayesi ihtiyacının hesaplanmasında alacak, borç ve stok devir hızı süreleri 2024/3 mali tablo verileriyle hesaplanarak, tahmin döneminde sabit kalacağı ön görülmüştür.
- ✓ Favök marjının ilk yıl için %36,6 ve sonraki yıllarda sırasıyla %37,1, %35,7, %34,8 ve %34,1 olacağı varsayılmıştır. (2023 yılı %43)
- ✓ AOSM her yıl için ayrı ayrı olarak varsayımlar çerçevesinde hesaplanmıştır.
- ✓ Halka arz teşviki kapsamında 5 yıl süresince 2 puanlık vergi istisnası olması nedeniyle tahmin dönemi vergi oranı %23 olarak kullanılmıştır. Bu oran uç değer hesabında da %23 olarak alınmıştır.
- ✓ Risksiz getiri olarak ilk tahmin yılı için Türkiye’ nin 10 yıllık tahvil oranı olan %26,6 değerlendirilmiş fakat muhafazakarlık adına %35 olarak alınmıştır. Sonraki yıllarda orta vadeli ekonomik plan çerçevesinde kademeli gevşemeyle üç yıl içinde %18 seviyesine gerileyeceği ve bu seviyede sabit kalacağı ön görülmüştür.
- ✓ Borçlanma maliyeti tahmin edilen dönemde her yıl için risksiz faiz oranının %20 üzerinde olacak şekilde hesaplanmıştır.
- ✓ Piyasa risk primi tahmin dönemi boyunca sabit olacak şekilde %5,5 olarak alınmıştır.
- ✓ Şirketin borçluluk oranı 2024/3 mali tablolarına göre %40,5 olarak hesaplanmış ve tahmin döneminde sabit kalacağı ön görülmüştür.
- ✓ Terminal dönem büyümesi %5 ve Beta=1 olarak alınmıştır.

Buna göre Cem Zeytin için İNA yöntemi ile **5.138.559.369 TL** Şirket Değerine ulaşılmıştır.

B- Pazar Yaklaşımı (Çarpan Analizi) Yöntemi

Çarpan Analizi kapsamında; BİST Gıda ve İçecek endeksi şirketlerinin yanı sıra gıda ile ilgili 3 şirketin daha eklenmesiyle 40 şirket değerlendirilmiştir. Bu şirketlerin ayrı ayrı FD/FAVÖK çarpanı dikkate alınmış,

FD/Satışlar, F/K ve PD/DD çarpanlarının kullanılmaması uygun görülmüştür. Şirketin FD/FAVÖK rakamları yıllıklandırılmak suretiyle kullanılmıştır. Bu şirketlerden oluşan veri setinde 5 'in altı ve 20'nin üzerindeki değerler aşırı uç olarak kabul edilip elimine edilmiştir. Kalan değerlerin medyanı hesaplanıp kullanılmıştır. Aynı işlemler bir kezde uluslararası piyasalarda işlem gören benzer şirketler için uygulanmış olup, bulunan değer topluca aşağıdaki tabloda gösterilmiştir:

FD/FAVÖK Çarpan Analizi Sonucu (TL)				
Kullanılan Şirketler	Çarpan Medyanı	Şirket Değeri	Ağırlık	Ağırlıklandırılmış Şirket Değeri
BİST Gıda ve İçecek Endeksi + 3 Gıda Şirketi	9,5	6.800.008.890	50%	3.400.004.445
Yurtdışı Benzer Şirketler	10,5	7.572.969.239	50%	3.786.484.619
Toplam				7.186.489.065

NIHAİ DEĞERLEME

Değerleme Sonucu (TL)			
Kullanılan Yöntemler	Şirket Değeri	Ağırlık	Ağırlıklandırılmış Şirket Değeri
İndirgenmiş Nakit Akımı	5.138.559.369	%50	2.569.279.685
Pazar Çarpanları	7.186.489.065	%50	3.593.244.532
Ağırlıklandırılmış Şirket Değeri			6.162.524.217
Halka Arz İskontosu			25%
İskonto Sonrası Şirket Değeri			4.621.893.163
Ödenmiş Sermaye			302.000.000
Halka Arz Fiyatı			15,30

Kaynak: Halka Arz Fiyat Tespit Raporu

Halka Arz Fiyatı Hakkında Değerlendirme ve Sonuç

- Fiyat tespit raporunda, Şirket ve faaliyet gösterilen sektör hakkında verilen bilgiler yeterlidir.
- Çarpan analizinde FD/FAVÖK çarpanının kullanılmasını makul buluyoruz. Ancak diğer piyasa çarpanlarından hiç olmazsa bir tanesi daha kullanılarak çarpan yönteminin güvenilirliği artırılabilirdi.
- Çarpanların uç değer açısından eliminasyona tabi tutulduktan sonra medyan değer hesaplanmış olmasını makul buluyoruz.
- Çarpan analizinde BİST Gıda ve İçecek şirketleri kullanılmasını ve yurtdışı benzer şirketlerle analizin çeşitlendirilmesini makul buluyoruz. Ancak BİST şirketleri içerisinde içecek sektörü şirketlerinin ve yurtdışı benzer şirketlerden de belli bir piyasa büyüklüğünün üzerindeki şirketlerin elimine edilmesi değerlendirilebilirdi.
- İndirgenmiş nakit akımı analizinde satışların büyümesinde 2024 yılına ilişkin tahmin sonraki yılları da etkilemektedir. Dolayısıyla 2024 yılı satış tahmininin gerçekleşmesinin kritik önem taşıdığına dikkat çekmek istiyoruz.
- %5 olarak alınan terminal büyüme oranını makul buluyoruz.

- AOSM hesabında kullanılan varsayımları makul buluyoruz.
- Nihai değerlemede Gelir Yaklaşımına %50 ve Pazar Yaklaşımına ise %50 ağırlık verilmesini makul buluyoruz.

Sonuç olarak hesaplanan şirket değeri üzerinden %25 oranında halka arz iskontosu uygulanarak bulunan pay başına 15,30 TL halka arz fiyatının makul olduğu görüşündeyiz.

Yasal Uyarı

Burada yer alan bilgiler Trive Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından genel bilgilendirme amacı ile hazırlanmıştır. Yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti, SPK tarafından yetkilendirilmiş yetkili kuruluşlar tarafından kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak sözleşme imzalanmak suretiyle kişiye özel olarak sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler ise genel nitelikte olup tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Herhangi bir yatırım aracının alım-satım önerisi ya da getiri vaadi olarak yorumlanmamalıdır. Bu görüşler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Tüm veriler, Trive Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan alınmıştır. Burada yer alan fiyatlar, veriler ve bilgilerin tam ve doğru olduğu garanti edilemez; içerik, haber verilmeksizin değiştirilebilir. Bu kaynakların kullanılması nedeni ile ortaya çıkabilecek hatalardan veya zararlardan kurum çalışanları ile Trive Yatırım Menkul Değerler A.Ş. sorumlu değildir.