

DMR Unlu Mamuller Üretim Gıda Toptan Perakende İhracat A.Ş. Fiyat Tespit Raporuna İlişkin Analiz Raporu

İşbu analiz raporu, Sermaye Piyasası Kurulu'nun Seri: VII 128.1 numaralı Pay Tebliği'nin 29/2. Maddesi kapsamında QNB Finans Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("QNB Finansinvest") tarafından hazırlanmıştır.

Rapor, A1 CAPITAL Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("A1 Capital") tarafından DMR Unlu Mamuller Üretim Gıda Toptan Perakende İhracat A.Ş. ("DMR Unlu Mamuller" veya "Şirket") için hazırlanan Halka Arz Fiyat Tespit Raporu'nu ("Fiyat Tespit Raporu") analiz etmek amacıyla hazırlanmıştır.

Bu rapor yalnızca Şirket hakkında hazırlanan Fiyat Tespit Raporu'na ilişkin QNB Finansinvest'in analizi olup yatırımcıların halka arza katılmasına ve/veya katılmamasına ilişkin herhangi bir öneri ya da teklif içermemektedir. Yatırımcılar, halka arza ilişkin olarak KAP'ta yayınlanan izahnameyi inceleyerek kararlarını vermelidirler.

1. Halka Arza İlişkin Genel Bilgiler

Halka Arza İlişkin Özet Bilgiler	
Talep Toplama Tarihleri	21-22 Eylül 2023
Halka Arz Yöntemi	Sabit Fiyat ile Talep Toplama
Aracılık Yöntemi	En İyi Gayret Aracılığı
Halka Arz Metodu	Sermaye Artırımı ve Ortak Satışı
Halka Arz Öncesi Ödenmiş Sermaye	110.300.000 TL
Sermaye Artırımı	75.000.000 TL
Halka Açıklık Oranı	%40,47
Halka Arz Satış Fiyatı	10,24 TL
Halka Arz Büyüklüğü	768.000.000 TL

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu, KAP

Ortağın Unvanı	Halka Arz Öncesi			Halka Arz Sonrası		
	Pay Grubu	Pay Tutarı (TL)	Pay Oranı (%)	Pay Grubu	Pay Tutarı (TL)	Pay Oranı (%)
Simit Sarayı Yatırım ve Ticaret A.Ş.	A	20.000.000	18,13	A	20.000.000	10,79
	B	43.099.120	39,07	B	43.099.120	23,26
Re-Pie Portföy Yönetimi A.Ş. Perakende Girişim Sermayesi Yatırım Fonu	B	37.572.726	34,06	B	37.572.726	20,28
Pardus Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş.	B	5.174.000	4,69	B	5.174.000	2,79
A1 Portföy Yönetimi A.Ş. Expansion Funding Girişim Sermayesi Yatırım Fonu	B	4.454.154	4,04	B	4.454.154	2,40
Halka Açık Kısmı	-	-	-	B	75.000.000	40,47
Toplam		110.300.000	100		185.300.000	100

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu, KAP

Halka arz, sermaye artırımı yolu ile gerçekleştirilecektir. Sermaye artırımı yolu ile elde edilecek fonun kullanım yerleri aşağıdaki şekilde detaylandırılmıştır:

Şirket, sermaye artırımını yolu ile elde edeceği gelirin, halka arz maliyetleri düşülmesinden sonra %20'sini söz konusu yeni yatırımların finansmanında, %45'lik kısmı yeni mağaza açılışları ve satın almalarında kullanmayı, %35'ini ise işletme sermayesi ihtiyacının finansmanında kullanacaktır.

2. Şirket Hakkında Özet Bilgi

Şirket, 30 Ekim 2009 tarihinde "DMR Turizm Sportif Faaliyetler Gıda Tarım İnşaat Otomotiv Pazarlama ve Ticaret Ltd. Şti" olarak kurulmuştur. 26 Nisan 2021 tarihinden itibaren de mevcut unvanıyla faaliyetlerine devam etmektedir.

Şirket, her türlü unlu mamuller gıda maddesinin üretimi toptan ve perakende olarak alımı, satımı, dağıtımını, ithalat ve ihracatı ile iştigal üzere faaliyet göstermektedir. Sancaktepe/İstanbul'da 3.600 m²'lik kapalı alan üzerinde kurulu olan üretim tesisinde üretim operasyonlarını sürdürmektedir. 2021 yılında, daha geniş bir pazara hitap edebilmek ve kapasitesi artırmak için Re-Pie Portföy Yönetimi Anonim Şirket Perakende Girişim Sermayesi Yatırım Fonu'ndan 12.000.000 TL değerinde yatırım kabul etmiştir. Söz konusu yatırımla, donuk ürün çeşitliliği ve üretim kapasitesini artırmayı amaçlayan DMR Unlu Mamuller, 2021 yılında, simit hattı ve mayalandırma işlemlerinin kurulumu, tünel fırının uzatılması ve 4 adet döner fırın alımı ile özellikle yarı pişmiş donuk üretim hattında kapasite ve ürün çeşitliliğinde önemli ölçüde artış göstermiştir.

2022 yıl sonu itibarıyla yıllık üretim kapasitesi 12.792.280 ton düzeyine ulaşmıştır. Şirket'in 30 Haziran 2023 tarihindeki personel sayısı 355 kişi, ortalama personel sayısı ise 415 kişidir. Ortalama personel sayısı 31 Aralık 2022 itibarıyla 508 kişi, dönem sonu itibarıyla 446 kişi olmuştur. Şirket 30.06.2023 itibarıyla 240 kişi fabrika personeli ve 28 kişi de kendine ait mağaza personeli olmak üzere 268 kişi istihdam etmektedir. Şirket'e aynı zamanda mağazalarda görevlendirilmek üzere Simit Sarayı Yatırım A.Ş. tarafından 87 kişilik personel desteği sağlamaktadır. Bu şekilde, 30.06.2023 itibarıyla DMR Unlu Mamuller'e istihdam edilen personel sayısı 355 kişidir. Şirket'in kiralama ve alt kiralama yolu ile kullandığı iki deposu mevcuttur.

Şirket, ağırlıklı olarak ana ortağı Simit Sarayı Yatırım ve Ticaret A.Ş.'ye perakende satış yapmakla birlikte 'Simit Sarayı' markasıyla unlu mamul ürünlerinin üretilmesi ve toptan satışını da gerçekleştirmektedir. Şirket'in franchise verme yetkisi bulunmamaktadır. Franchise'a konu "Simit Sarayı" markasının sahibi Simit Sarayı Yatırım ve Ticaret A.Ş. olup franchise verme yetkisi marka sahibi olan Simit Sarayı Yatırım ve Ticaret A.Ş.'dedir.

Faaliyetler Hakkında Bilgi

Şirket'in faaliyet konusu; "Simit Sarayı" markası altında mağazacılık faaliyetlerinin yürütülmesi ile Simit Sarayı markasıyla unlu mamul ürünlerinin üretilmesi ve toptan satışı, Mağaza Satış ve Mağaza Dekorasyonu satışları konularında faaliyet göstermek ve Simit Sarayı Yatırım A.Ş. ve bağlı ortaklıkların mağazalarına personel destek hizmeti vermektir. Simit Sarayı Yatırım ve Ticaret A.Ş.'nin imalat fabrikası olarak soğuk zincir üretim börek, simit, tatlı, pizza gibi ürünleri imal edip toptan ve perakende satışını gerçekleştiren Şirket, 2021 yılı sonunda Mecidiyeköy Metro mağazası ile İstanbul TÜYAP mağazasını, 2022 yılı içerisinde ise Şişli Metro, Kadıköy Metro, Yenikapı Metro ve Metrocity mağazalarını açmıştır.

Şirket 2022 yılı içerisinde İstanbul TÜYAP Mağazasını ve 2022 yılı sonunda Metrocity mağazasının işletme hakkını elinde tutarak devretmiştir.

Şirket, 2021 yılına kadar Simit Sarayı Antalya Havalimanı Mağazası olarak perakende unlu mamul ürünlerinin satışını yapmakta iken 6 Ağustos 2021 tarihinde Simit Sarayı Yatırım ve Ticaret A.Ş.'nin aktifinde yer alan unlu mamuller üretim tesisi, fabrika arsası, binası ve müştemilatı kısmi bölünme yolu ile aynı sermaye olarak Şirket'in bünyesine geçmiş ve unlu mamul üretim faaliyetine başlamıştır. Şirket, aynı yıl Antalya Havalimanı Mağazasını devretmiştir.

Mali Tablolar

Şirket'in 31.12.2020, 31.12.2021, 31.12.2022, 30.06.2022 ve 30.06.2023 dönemlerine ait özel bağımsız denetimden geçmiş gelir tablosu ana kalemleri aşağıdaki gibidir:

Özet Gelir Tablosu (TL)	31.12.2020	31.12.2021	31.12.2022	30.06.2022	30.06.2023
Net Satışlar	1.352.838	61.002.574	290.262.043	82.071.544	149.713.483
Satışların Maliyeti	-217.957	-45.026.857	-223.655.480	-73.870.183	-80.344.221
Brüt Kar	1.134.881	15.975.717	66.606.563	8.201.361	69.369.262
Brüt Kar Marjı (%)	83,89	26,19	22,95	9,99	46,33
Esas Faaliyet Karı	111.838	4.294.171	4.233.190	-24.535.275	16.532.742
Esas Faaliyet Kar Marjı (%)	8,27	7,04	1,46	-29,89	11,04
Dönem Karı/Zararı	153.841	2.742.659	2.422.030	-25.733.740	14.140.469
Net Kar Marjı (%)	11,37	4,50	0,83	-31,40	9,45

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu, KAP

Şirket'in 31.12.2020, 31.12.2021, 31.12.2022 ve 30.06.2023 dönemlerine ait özel bağımsız denetimden geçmiş bilançosunun ana kalemleri aşağıdaki gibidir:

Özet Bilanço (TL)	31.12.2020	31.12.2021	31.12.2022	30.06.2023
Dönen Varlıklar	4.263.442	80.940.294	204.711.532	343.405.650
Duran Varlıklar	1.014.302	98.239.362	262.662.841	279.592.642
TOPLAM VARLIKLAR	5.277.744	179.179.656	467.374.373	622.988.292
Kısa Vadeli Yükümlülükler	1.991.779	54.219.309	224.711.728	133.367.261
Uzun Vadeli Yükümlülükler	3.255	14.171.762	40.336.073	58.083.708
Özkaynaklar	3.282.710	110.788.585	202.326.572	431.547.323
Ödenmiş Sermaye	100.000	90.141.600	90.141.600	110.300.000
TOPLAM KAYNAKLAR	5.277.744	179.179.656	467.374.373	622.998.292

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu, KAP

3. Değerleme Hakkında Özet Bilgi

A1 Capital Yatırım Menkul Değerler A.Ş tarafından hazırlanan Fiyat Tespit Raporu'na konu değerlendirme çalışmasında İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi (İNA) ve Piyasa Çarpanları Analizi kullanılmıştır. İNA çalışmasında şirketin 2023 – 2027 yılları arasındaki serbest nakit akışı projeksiyonuna yer verilmiştir. Yapılmış olan çarpan analizlerinde yurt içi ve yurt dışında faaliyet gösteren benzer şirketlere yer verilmiş ve Firma Değeri / FAVÖK (FD/FAVÖK) çarpanı kullanılmıştır. Değerleme çalışmasında İndirgenmiş nakit akışı analizi %50 ve Çarpan Analizi %50 olacak şekilde eşit ağırlıklandırılmıştır.

İndirgenmiş Nakit Akımı Analizine ilişkin;

İNA çalışması şirketin 2023- 2027 yıllarına ilişkin tahminleri içermektedir.

mn, TL	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T
Net Satışlar	449,3	776,4	1079,3	1412,2	1751,4
Satışların Değişimi	74,1%	72,8%	39,0%	30,8%	24,0%
FVÖK	91	180	276	406	540
Amortisman	6	6	6	6	7
FAVÖK	96	186	282	413	547
Dönem Vergi Gideri (-)	23	45	69	102	135
Yatırım Harcamaları (-)	28	6	7	8	9
Net İş. Ser. Değ	63	19	0	21	25
Serbest Nakit Akımları	-	116	206	282	378
AOSM	25,18%	24,20%	23,22%	22,72%	22,72%
İndirgenmiş Nakit Akımları	-14,00	86,73	126,67	142,47	155,63
Sonsuz Büyüme Bugünkü Değeri	921,9				
İndirgenmiş Nakit Akımları Toplamı	486,5				
Firma değeri	1408,5				
Net Borç	30,1				
Toplam Özsermaye değeri	1378,4				
Hisse Sayısı	110,3				
Hisse başı değer	12,50				

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu, KAP

- Değerleme çalışmasında risksiz faiz oranı 2023 yılı için %18,5 alınmış olup ilerleyen dönemlerde kademeli azaltılarak %16,0 olarak alınmıştır.
- Piyasa risk primi %6,55 olarak sabit tutulmuş ve 1,0x beta katsayısı kullanılarak 2023 yılı %25,18, 2024 yılı %24,20, 2025 yılı %23,22, 2026-2027 yılları için %22,72 AOSM oranına ulaşılmıştır.
- Vergi oranı ise 2023-2027 yılları arası %25,0 olarak sabit tutulmuştur.
- Sonsuz büyüme oranı ise %5,0 alınmıştır.

İskonto Oranları	2023-2027
Risksiz Faiz Oranı	16-18,5%
Türkiye Risk Primi	6,55%
Hisse Risk Primi	1,00%
Beta	1,00
Sermaye Maliyeti	23,55-26,05%
Borç Maliyeti	17,0-19,5%
Vergi Oranı	25,0%
Borç Oranı	7,64%
AOSM	22,72-25,18%

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu, KAP

Çarpan Analizine ilişkin;

- Çarpan analizi iki grupta ele alınmış olup Grup-1'de yurt içi benzer şirketlerde gıda sektörü ve imalat sektörü şirketlerine yer verilmiştir. Grup-2'de ise yurt içinden ana faaliyet alanı benzer olan bir şirket ve yurt dışı benzer şirketler (karşılaştırılabilir firmalar) seçilmiş ve FD/FAVÖK çarpanları hesaplanmıştır.
- Çarpan analizinde yurt içi benzer şirketlere %50 ve yurt dışı benzer şirketlere %50 ağırlık verilmiştir.

Yurt Dışı Benzer Şirketler (Karşılaştırılabilir)	FD/FAVÖK
Ligao Foods Co	34,98
Aryzta AG	9,97
Mrs Bectors Food Specialities Ltd	35,17
Seoul Food Industrial Co. Ltd	18,88
Kawan Food Bhd	10,60
Excelsior Alimentos SA Ordinary	33,31
Kohinoor Foods Ltd	73,38
Showa Sangyo Co Ltd	10,29
Nippon Corp	8,00
Kerevitaş Gıda Sanayi ve Ticaret A.Ş.*	8,86
Almarai Company JSC	14,42
Lotus Bakeries	34,38
Hostess Brans INC	15,43
Hunya Foods Co Ltd	13,40
Nitto Fuji Flour Milling Co Ltd	6,84
Medyan	17,14

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu, KAP

- Yurt dışı benzer şirketlerle yapılan değerlemede 17,14x FD/FAVÖK değeri elde edilmiştir.

BIST Gıda Benzer Şirketler	FD/FAVÖK
A.V.O.D Gıda ve Tarım	12,67
Atakey Patates	17,42
Banvit	15,74
Dardanel	17,92
Ekiz Kimya	0,00
Eksun Gıda	16,06
Fade Gıda	62,08
Frijo Pak Gıda	9,01
Göknur Gıda	24,65
Kayseri Şeker Fabrikası	16,22
Kereviş Gıda	7,55
Kervan Gıda	9,94
Konfrut Gıda	10,39
Kütahya Şeker Fabrikası	16,25
Merko Gıda	10,28
Ofis Yem Gıda	24,17
Oylum Sınai Yatırımlar	11,76
Penguen Gıda	20,27
Pınar Et ve Un	12,91
Selçuk Gıda	0,00
Selva Gıda Sanayi	17,33
Söke Değirmencilik	30,08
Tat Gıda	15,65
Tetamat Gıda Yatırımları	0,00
Tukaş	11,81
Ulusoy Un Sanayi	12,61
Ülker Bisküvi	6,06
Vanet Gıda	0,00
Yayla Agro Gıda	25,77
Medyan	15,45

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu, KAP

- Yurt içi sektör şirketleriyle yapılan değerlemede 17,13x FD/FAVÖK değeri elde edilmiştir.

Sektör Çarpanları	FD/FAVÖK
Gıda Sanayi	15,45
İmalat Sanayi	18,80
Yurt içi Benzer Şirketler	17,13

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu, KAP

- Çarpan analizi çerçevesinde FD/FAVÖK çarpanlarına göre hesaplanan değerlere eşit ağırlık uygulanarak 1.457mn TL özsermaye değerine ulaşılmıştır.

Piyasa Çarpanları Analiz Özeti-1	Ağırlık	FD/FAVÖK	Özsermaye Değeri	Ağırlıklandırılmış Özsermaye Değeri (mn TRY)
Karşılaştırılabilir Şirketler	50%	17,14	1.458.248.132	729.124.066
Yurtiçi Benzer Şirketler	50%	17,13	1.456.591.077	728.295.538
Özsermaye değeri				1.457.419.605

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu, KAP

Değerleme Sonuçları

Özsermaye Değeri (mn, TRY)	Özkaynak Değeri	Ağırlık	Ağırlıklı Piyasa Değeri
İNA	1.378,4	50%	689,2
Çarpan Analizi	1.457,4	50%	728,7
Ağırlıklandırılmış İskontosuz Özsermaye Değeri			1.417,9

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu, KAP

- Değerleme çalışmasında İNA Analizine %50 ve Çarpan Analizine %50 oranda ağırlık verilmiştir, Buna göre TL1.417,9mn halka arz öncesi piyasa değerine ulaşılmıştır.
- Bulunan değere %20,34 oranında halka arz iskontosu uygulanmıştır. Böylelikle hisse başına fiyat TL10,24 olarak hesaplanmıştır.

Özsermaye Değeri (TL)	Değerler
Ağırlıklandırılmış İskontosuz Özsermaye Değeri	1.417.899.737
Çıkarılmış Sermaye	110.300.000
Pay Başına Fiyat	12,85
Halka Arz İskontosu	20,34%
Şirket Piyasa Değeri	1.129.472.000
Halka Arz Pay Fiyatı	10,24

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu, KAP

4. Değerleme Hakkında Nihai Görüşümüz

Fiyat Tespit Raporu'nda verilen şirket ve finansal bilgilerinin yeterli olduğu düşünülmektedir, Halka arz fiyatı %20,34 oranında iskontoludur, bu rakam halka arz iskontosu olarak makul kabul edilebilir. Belirlenen değerlendirme yöntemleri ve ilgili varsayımlar dikkate alındığında TL10,24 olarak belirlenen halka arz fiyatının da makul olduğu düşünülmektedir. Değerlemeyle ilgili ek görüşlerimiz aşağıdaki gibi özetlenmiştir:

- Genel itibarıyla İNA analizinde yer alan bilgilerin yeterince detaylı ve anlaşılabilir olduğunu düşünüyoruz.
- İNA analizinde %5 oranında yer alan uç büyüme oranını şirketin faaliyet gösterdiği sektörü de dikkate alarak makul buluyoruz.
- İNA analizinde risksiz getiri oranının 2023 yılı için %18,5 ve izleyen yıllarda %16 seviyesinde alınması konusuna ihtiyatlı yaklaşıyor, güncel faiz oranları baz alındığında daha yüksek bir risksiz getiri oranının hesaplamalar açısından daha uygun olabileceğini değerlendiriyoruz.