

Cem Zeytin A.Ş.

HALKA ARZ FİYAT TESPİT RAPORUNA İLİŞKİN DEĞERLENDİRME RAPORU - I

BULLS YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.

Esentepe Mah. Büyükdere Cad. No: 173,
1. Levent Plaza B Blok Kat: 5 Şişli / İstanbul
Tel: (0212) 410 05 00

13 Mart 2025

İÇİNDEKİLER

1. Raporun Amacı	3
2. Fiyat Tespit Raporu Özeti	3
3. Halka Arz Sonuçları	6
4. Halka Arz Sonrası Finansal Performans	7
5. Halka Arz Sonrasında Yaşanan Fiyat Hareketleri ve Pay Performansı	8

1. Raporun Amacı

Sermaye Piyasası Kurulu'nun VII - 128.1 no'lu Pay Tebliği'nin ("Tebliğ") 29. maddesi 4. fıkrası uyarınca, payların ilk halka arzında fiyat tespit raporunu hazırlayan halka arzda satışa aracılık eden kuruluşun, payların borsada işlem görmeye başlamasından sonraki bir yıl içinde en az iki değerlendirme raporu hazırlaması ve bu raporlarda halka arz fiyatı ile borsa fiyatı arasındaki farklılıkların nedeni hakkında değerlendirmelerde bulunulması zorunludur. Bu fıkra çerçevesinde hazırlanan raporların KAP'ta ortaklığa ilişkin bölümde ve halka arzda satışa aracılık eden yetkili kuruluşun internet sitesinde yayımlanması zorunludur. Cem Zeytin A.Ş. ("Cem Zeytin" veya "Şirket") paylarının ilk halka arzında Tebliğ'in 29. madde 1. fıkrası uyarınca lider yetkili kuruluş olarak Bulls Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("Bulls Yatırım") tarafından hazırlanan Fiyat Tespit Raporu 24.08.2024 tarihinde KAP'ta yayımlanmıştır ve Şirket payları 09.09.2024 tarihinde işlem görmeye başlamıştır. İşbu Değerlendirme Raporu, Fiyat Tespit Raporu'nu müteakip Tebliğ'in 29. maddesi 4. fıkrası kapsamında hazırlanmış olup, Cem Zeytin'in nihai halka arz fiyatı ile rapor tarihi olan 13.03.2025 tarihine kadar (12.03.2025 kapanış) oluşan borsa fiyatı arasındaki farklılıkların olası nedenleri hakkında değerlendirmeleri içermektedir. İşbu rapor, değere ilişkin herhangi bir görüş içermemekte olup, raporda yer alan değerlendirmeler herhangi bir tavsiye niteliği taşımamaktadır.

2. Fiyat Tespit Raporu Özeti

2.1. Değerleme Yöntemleri

Cem Zeytin'in pay başına değerinin belirlenebilmesi amacıyla aşağıda belirtilen iki temel değerlendirme yöntemi kullanılmıştır:

	Pazar Yaklaşımı	Gelir Yaklaşımı
Yöntemin Ağırlığı	%50	%50

2.1.1. Pazar Yaklaşımı

Borsa İstanbul'da ve yurt dışındaki borsalarda işlem gören ve Cem Zeytin ile benzer faaliyet alanı ile karşılaştırılabilir olduğu düşünülen şirketlerin işlem gördükleri fiyat ve kamuya açıkladıkları finansal verilerin kullanılmasına ve kıyaslanmasına dayanan bir değerlendirme yöntemidir.

Firma Değeri/Satışlar (FD/Satışlar) çarpanı öncelikli olarak nihai tüketiciye yönelik ürün geliştiren/satış gerçekleştiren; satış hacminin pazar payı kazanımının önemli bir performans kriteri olduğu sektörler (e-ticaret, perakende gibi) veya henüz faaliyet karı yaratmayan şirketlerin operasyonlarının değerlendirilmesi için uygun bir yöntem olduğu düşünülmektedir. Cem Zeytin'in faaliyet karlılığının öne çıktığı bir sektörde bulunması sebebiyle FD/Satışlar çarpanının, Şirket'in faaliyet karlılığını ve nakit yaratma kabiliyetini doğru olarak yansıtmaması sebebiyle Piyasa Çarpanları Analizi'nde dikkate alınmamıştır.

Fiyat/Kazanç (F/K) çarpanı TMS 29 enflasyon muhasebesi uygulaması nedeniyle finansal tablolarda oluşan Parasal Kayıp (Kazanç), Parasal Olmayan Kalemler ve Sermaye Düzeltme Farklarındaki mevcut dağılımlar dikkate alındığında, her bir şirket için yurt içi benzer şirketler arasında seçilen F/K çarpanlarının oldukça farklılaştığı gözlemlenmektedir. Ayrıca, TMS 29 enflasyon muhasebesi ile birlikte gelir tablosunda oluşan net parasal kaybın net kar üzerindeki etkisi nedeniyle F/K çarpanının Şirket'in adil değerini ve operasyonel faaliyetlerini yansıtmadığı değerlendirilerek çalışmaya dahil edilmemiştir.

Piyasa Değeri/Defter Değeri (PD/DD) çarpanı öncelikli olarak gayrimenkul yatırım ortaklıkları gibi finansal kuruluşlar ve varlık ağırlıklı şirketlerin değerlendirilmesi için daha uygun olduğundan Cem Zeytin gibi gıda sektörüne yönelik ürün işleyen ve satan bir şirket için önemli olan faaliyet karlılığını dikkate almadığı için uygun değerlendirme yöntemi olarak kabul edilmemiştir.

Firma Değeri / FAVÖK hesaplamasında, şirketlerin cari hisse fiyatları ile sermayesindeki toplam hisse adedi çarpılarak piyasa değeri bulunmuş, en güncel tarihli bilançolarında yer alan net borç veya net nakit pozisyonları hesaplanarak firma değerleri bulunmuş ve Şirket'in en güncel tarihli finansal tablolarındaki FAVÖK verileri kullanılarak Firma Değeri/FAVÖK çarpanları elde edilmiştir.

Firma Değeri = Piyasa Değeri + Net Borç Pozisyonu

Piyasa Değeri = Hisse Fiyatı x Şirketin Sermayesini Oluşturan Hisse Adedi

Net Finansal Borç = Kısa ve Uzun Vadeli Finansal Borçlar – Nakit ve Nakit Benzerleri

FAVÖK = Faiz, Vergi, Amortisman Öncesi Kâr ("FAVÖK")

FD / FAVÖK = Firma Değeri / FAVÖK

Cem Zeytin'in Piyasa Çarpanları analizinde dikkate alınan 2024/03 Son On İki Ay (SOA) FAVÖK ve 31.03.2024 itibarıyla Net Finansal Borç tutarları aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

Tablo: Cem Zeytin'in Finansal Verileri

Finansal Veri (TL)	
31.03.2024 SOA FAVÖK	822.507.808
31.03.2024 Net Finansal Pozisyon	(1.043.936.344)

Tablo: Cem Zeytin'in Değerinin Yurt İçi Benzer Şirketler Çarpanı ile Hesaplanması

TL	Firma Değeri / FAVÖK
Şirketlerin Çarpan Medyanı	9,5x
Cem Zeytin'in 2024/3 SOA FAVÖK	822.507.808
Cem Zeytin'in Firma Değeri	7.843.945.234
Net Finansal Pozisyon	(1.043.936.344)
Cem Zeytin'in Özsermaye Değeri	6.800.008.890

Tablo: Cem Zeytin'in Değerinin Yurt Dışı Benzer Şirketler Çarpanı ile Hesaplanması

TL	Firma Değeri / FAVÖK
Şirketlerin Çarpan Medyanı	10,5x
Cem Zeytin'in 2024/3 SOA FAVÖK	822.507.808
Cem Zeytin'in Firma Değeri	8.616.905.583
Net Finansal Pozisyon	(1.043.936.344)
Cem Zeytin'in Özsermaye Değeri	7.572.969.239

Tablo: Piyasa Çarpanları Yöntemi Neticesi

TL	Yurt İçi Benzer Şirketler	Yurt Dışı Benzer Şirketler
Cem Zeytin'in Özsermaye Değeri	6.800.008.890	7.572.969.239
Yöntemin Ağırlığı	%50	%50
Ortalama Özsermaye Değeri	7.186.489.065	

2.1.2. Gelir Yaklaşımı

Şirket faaliyetlerinin gelecekte yaratacağı nakit akımlarının belirlenen indirgeme oranı ile değerlendirilmesine dayanan bir değerlendirme yöntemidir. Şirketin gelecek yıllardaki operasyonel ve finansal verilerine ilişkin tahminlere göre değer hesaplanmaktadır. Söz konusu nakit akımları, projeksiyon dönemi ve uç değer olarak iki ayrı dönemden oluşmaktadır.

Projeksiyon dönemi nakit akımları ve uç değer, Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti ile indirgendikten sonra bulunan değer şirketin Firma Değeri'dir. Firma Değeri, şirketin özkaynak ve borç yollarıyla sağladığı

finansman kaynak ile yaratılan toplam değeri ifade etmektedir. Firma Değeri'nden, net finansal borcun düşülmesiyle Özsermaye Değeri hesaplanmaktadır.

Tablo: FAVÖK Tahminleri

FAVÖK (TL)	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T
Net Satışlar	3.573.485.019	4.802.103.863	5.988.254.237	6.850.562.848	7.694.552.191
Satışların Maliyeti	(2.078.732.231)	(2.841.453.227)	(3.591.216.386)	(4.163.156.048)	(4.737.613.290)
Brüt Kar	1.494.752.788	1.960.650.636	2.397.037.852	2.687.406.800	2.956.938.900
<i>Brüt Kar Marjı (%)</i>	<i>%41,8</i>	<i>%40,8</i>	<i>%40,0</i>	<i>%39,2</i>	<i>%38,4</i>
Faaliyet Giderleri	(185.252.379)	(177.636.993)	(257.607.112)	(305.343.738)	(332.143.159)
FAVÖK	1.309.500.409	1.783.013.643	2.139.430.740	2.382.063.061	2.624.795.741

Tablo: Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti Hesaplaması

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	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
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
AOSM	%37,2	%27,5	%22,7	%20,7	%20,7

Tablo: İndirgenmiş Nakit Akımları

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
<i>Büyüme Oranı</i>		<i>%64,8</i>	<i>%24,7</i>	<i>%14,4</i>	<i>%12,3</i>
FAVÖK	1.143.911.130	1.783.013.643	2.139.430.740	2.382.063.061	2.624.795.741
FAVÖK Marjı	%39,2	%37,1	%35,7	%34,8	%34,1
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

* 2024 yılının son 9 ayını ifade etmektedir.

Tablo: İndirgenmiş Nakit Akımları Çalışması Sonucu

İndirgenmiş Nakit Akımları Değerleme Sonucu	
İNA Toplamı 2024/9T - 2028	1.553.278.250
Nihai Değerin Bugünkü Değeri	4.629.217.463
Firma Değeri	6.182.495.713
Net Borç (31.03.2024)	(1.043.936.344)
Cem Zeytin Özsermaye Değeri - TL	5.138.559.369

2.2. Değerleme Sonucu

TL	Piyasa Çarpanları Analizi	İNA Analizi
Cem Zeytin'in Özsermaye Değeri	7.186.489.065	5.138.559.369
Yöntemin Ağırlığı	%50	%50
Cem Zeytin'in Ortalama Özsermaye Değeri	6.162.524.217	

Değerleme çalışması neticesinde, Cem Zeytin'in özsermaye değeri **6,2 milyar TL** olarak hesaplanmıştır.

TL	Değer
Cem Zeytin Özsermaye Değeri	6.162.524.217
Cem Zeytin'in Çıkarılmış Sermayesi	302.000.000
1 Adet Cem Zeytin Payı Başına Düşen Değer	20,41

Değerleme çalışmasında 1 adet Cem Zeytin payı başına değer **20,41 TL** olarak hesaplanmıştır.

TL	
1 Adet Cem Zeytin Payı Başına Hesaplanan Değer	20,41
Halka Arz İskontosu (%)	%25
1 Adet Cem Zeytin Payının Halka Arz Fiyatı	15,30

%25 halka arz iskontosu sonucu halka arz fiyatı olarak **15,30 TL** olarak belirlenmiştir.

3. Halka Arz Sonuçları

Cem Zeytin A.Ş. ("Cem Zeytin" veya "Şirket") paylarının halka arzında 29 Ağustos, 2-3 Eylül 2024 tarihleri arasında talep toplanmıştır.

Cem Zeytin A.Ş.'nin sermayesinin 302.000.000 TL'den 402.000.000 TL'ye çıkarılması nedeniyle artırılan 100.000.000 TL nominal değerli 100.000.000 adet pay halka arz edilmiştir. Cem Zeytin'in paylarının mevcut halka arzında 1,00 TL nominal değerli payların halka arz fiyatı **15,30 TL** olarak açıklanmış olup belirlenen halka arz fiyatı ile halka arz büyüklüğü 1.530.000.000 TL olarak gerçekleşmiştir.

	Kişi Sayısı	Lot Adedi
Yurt İçi Bireysel Yatırımcılar	437.342	60.000.000
Yurt İçi Kurumsal Yatırımcılar	101	40.000.000
Toplam	437.443	100.000.000

4. Halka Arz Sonrası Finansal Performans

000' TL	31.12.2024	31.12.2023
Nakit ve Nakit Benzerleri	522.490	36.623
Ticari Alacaklar	439.943	692.561
Diğer Alacaklar	9.111	15.932
Stoklar	2.117.490	1.744.488
Peşin Ödenmiş Giderler	29.906	20.448
Diğer Dönen Varlıklar	68.296	66.142
Toplam Dönen Varlıklar	3.187.236	2.576.195
Maddi Duran Varlıklar	1.270.143	1.173.638
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	129	-
Peşin Ödenmiş Giderler	36.596	4.778
Toplam Duran Varlıklar	1.306.867	1.178.415
Toplam Varlıklar	4.494.104	3.754.610
Finansal Borçlar	708.637	1.043.806
Ticari Borçlar	179.355	275.762
Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kapsamında Borçlar	10.809	10.032
Diğer Borçlar	13.378	211.899
Ertelenmiş Gelirler	2.827	60.613
Dönem Karı Vergi Yükümlülüğü	1.481	10.034
Kısa Vadeli Karşılıklar	1.485	1.252
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	2.327	880
Toplam Kısa Vadeli Yükümlülükler	920.300	1.614.278
Finansal Borçlar	110.294	183.078
Uzun vadeli Karşılıklar	11.849	14.353
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	70.469	29.711
Toplam Uzun Vadeli Yükümlülükler	192.613	227.143
Toplam Yükümlülükler	1.112.912	1.841.421
Toplam Özkaynaklar	3.381.191	1.913.189
Toplam Kaynaklar	4.494.104	3.754.610

000' TL	31.12.2024	31.12.2023
Satış Gelirleri	2.273.228	2.197.723
Satışların Maliyeti (-)	(1.795.246)	(1.157.259)
Ticari Faaliyetlerden Brüt Kar (Zarar)	477.982	1.040.464
Brüt Kar (Zarar)	477.982	1.040.464
Genel Yönetim Giderleri (-)	(30.337)	(19.656)
Pazarlama, Satış ve Dağıtım Giderleri (-)	(58.779)	(93.040)
Diğer Faaliyet Gelirleri	6.602	13.104
Diğer Faaliyet Giderleri (-)	(21.970)	(25.433)
Faaliyet Karı (Zararı)	373.498	915.440
Yatırım Faaliyetlerinden Giderler (-)	(93.161)	-
Finansman Geliri (Gideri) Öncesi Faaliyet Karı (Zararı)	280.337	915.440
(Esas Faaliyet Dışı) Finansal Gelirler	109.709	45.249
(Esas Faaliyet Dışı) Finansal Giderler (-)	(408.656)	(215.583)
Net Parasal Pozisyon Kazançları (Kayıpları)	165.903	(141.225)
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Öncesi Karı (Zararı)	147.293	603.880
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Geliri (Gideri)	(56.207)	(11.401)
Dönem Vergi Geliri (Gideri)	(6.400)	(38.078)
Ertelenmiş Vergi Geliri (Gideri)	(49.808)	26.677
Sürdürülen Faaliyetler Dönem Karı/Zararı	91.086	592.479
Dönem Karı (Zararı)	91.086	592.479

Fiyat Tespit Raporu'nda tahmin edilen projeksiyonlar ve gerçekleştirmelerin karşılaştırması aşağıda sunulmaktadır.

31.12.2024 (TL)	Gerçekleşmeler	Projeksiyonlar	Gerçekleşme Oranı
Hasılat	2.273.227.943	3.573.485.019	64%
Satışların Maliyeti	(1.795.245.700)	(2.078.732.231)	86%
Brüt Kar	477.982.243	1.494.752.788	32%
<i>Brüt Kar Marjı</i>	21%	42%	50%
Faaliyet Giderleri	(84.833.618)	(185.252.379)	46%
FAVÖK	393.148.625	1.309.500.409	30%
<i>FAVÖK Marjı</i>	17%	37%	47%

5. Halka Arz Sonrasında Yaşanan Fiyat Hareketleri ve Pay Performansı

Cem Zeytin Payları 09.09.2024 tarihinde 15,30 TL'den işlem görmeye başlamıştır. 12.03.2025 tarihinde kapanış fiyatı 13,29 TL'dir. Cem Zeytin paylarının getirisi bu dönemde -%13,14 olarak gerçekleşmiştir. Aynı dönem içerisinde Borsa İstanbul BİST 100 endeksinin getirisi %8,28 olmuştur. İlgili döneme ilişkin getiri karşılaştırması aşağıda sunulmaktadır (Kaynak: Capital IQ).

