



**Seğmen Kardeşler Gıda Üretim ve Ambalaj Sanayi A.Ş.  
Halka Arz Fiyat Tespit Raporuna İlişkin  
Analist Raporu**

**TACİRLER**  
YATIRIM

**25/06/2024**

## İÇİNDEKİLER

1. Raporun Amacı.....	1
2. Planlanan Halka Arz Hakkında Özet Bilgi.....	1
3. Şirket Hakkında .....	1
4. Ortaklık Yapısı .....	4
5. Finansal Tablolar .....	5
6. Halka Arz Gelirlerinin Kullanım Yerleri.....	11
7. Kullanılan Değerleme Yöntemleri.....	12
8. Görüş .....	1

## 1. Raporun Amacı

İşbu rapor Sermaye Piyasası Kurulu'nun VII-128,1 Pay Tebliği 29.maddesine istinaden Tacirler Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("Tacirler Yatırım") tarafından, yetkili kuruluş Gedik Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("Gedik Yatırım")'nin, Seğmen Kardeşler Gıda Üretim ve Ambalaj Sanayi Anonim Şirketi (Kısaca "İhraççı", "Seğmen" ya da "Şirket") paylarının halka arzı kapsamında, hazırlanan fiyat tespit raporunu değerlendirmek amacıyla hazırlanmıştır. **Yatırımcıların pay alım satımına ilişkin herhangi bir tavsiye veya teklif içermemektedir. Yatırımcılar, yatırım kararına halka arz izahnamesini inceleyerek karar vermelidir.** Rapor içerisinde bulunabilecek hata ve noksanlıklardan dolayı Tacirler Yatırım hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz.

## 2. Planlanan Halka Arz Hakkında Özet Bilgi

HALKA ARZ ÖZETİ	
İhraççı	Seğmen Kardeşler Gıda Üretim ve Ambalaj Sanayi A.Ş ("SEGMN")
Halka Arza Aracılık Eden Kuruluş	Gedik Yatırım Menkul Değerler A.Ş
Talep Toplama Tarihleri	26-27-28 Haziran 2024
Halka Arz Şekli	Sermaye Artırımı ve Ortak Satış
Satış Yöntemi	Sabit Fiyatla Talep Toplama
Aracılık Yöntemi	En İyi Gayret Aracılığı
Dağıtım Yöntemi	Bireyselle Eşit Dağıtım
Halka Arz Öncesi Çıkarılmış Sermaye	144.000.000 TL
Toplam Halka Arz Edilen Paylar (Nominal)	35.000.000 TL (Sermaye Artırımı) 24.000.000 TL (Ortak Satışı)
Halka Arz Sonrası Çıkarılmış Sermaye	179.000.000 TL
Toplam Halka Arz Büyüklüğü	1.770.000.000 TL
Halka Açıklık Oranı	%32,96
Tahsisat	Yurt İçi Bireysel Yatırımcılar: 41.300.000 TL (%70)
	Yurt İçi Kurumsal Yatırımcılar: 11.800.000 TL (%20)
	Yurt Dışı Kurumsal Yatırımcılar: 5.900.000 TL (%10)
Halka Arz İskontosu	%28,0
Halka Arz Satış Fiyatı (İskontolu)	30,00 TL
Fiyat İstikrarı	30 gün boyunca Gedik Yatırım Menkul Değerler A.Ş tarafından yapılacaktır
Taahhütler	İhraççı ve Ortaklar için 1 yıl süreyle satmama taahhüdü

Kaynak: Seğmen Kardeşler İzahnamesi

## 3. Şirket Hakkında

1958 yılında Ankara merkezli olarak kurulan Seğmen'in ana iştiğal konusu reçel, bal, fındık kreması, helva, tahin, pekmez üretimi ve paketlemesi, baharat paketlemesi ve satışlarıdır. Şirket Ar-Ge çalışmalarıyla sürekli olarak ürünlerinde gelişim sağlamakta, teknoloji ve modernizasyon yatırımları ile birlikte sürdürülebilir üretime devam etmektedir.

Şirket'in ana üretim tesislerinin önemli bir bölümü Ankara ili Sincan ilçesi 1. Organize Sanayi Bölgesi'nde yer almaktadır. Osmanlı Fabrikası, Hazar Fabrikası 1 ve 2 isimli üç ayrı kurulu tesiste toplam 40.000 m<sup>2</sup> kapalı alanda, reçel, bal, helva, fındık kreması, tahin, pekmez ve meyve sosları üretilmekte ve paketlenmektedir. Baharat grubu ürünleri ise sadece toptan tedarik edilmekte ve

paketlenmektedir. Şirket'in Aralık 2023'ten bu yana yatırım projesini yürüttüğü 5.000 m<sup>2</sup> kapalı alana sahip Afyon Soğuk Hava ve Meyve İşletme Tesisi, 15 Mayıs 2024 itibarıyla mevcut üç tesisin ardından dördüncü tesis olarak faaliyete başlamıştır.

## Ürünler

### Reçel:

- Şirket, ana ürün kategorilerinden, net satışlarında en yüksek payı alan reçel ürünü için üretimde kullandığı meyveleri çiftçilerden hasat mevsiminde sezonluk olarak satın almaktadır. Satın alınan meyvelerin bir bölümü doğrudan Şirket'in üretim tesislerine yönlendirilirken, kalan bölümü için dışarıdan hizmet alınarak meyve işleme soğuk hava depolarında muhafaza edilmesi sağlanmaktadır. Reçel üretiminde önde gelen çilek ve vişne ürünleri başta olmak üzere, meyve üretiminin yüksek olduğu Afyon, Bursa ve Konya illerinde konumlanan soğuk hava depoları, reçel üretiminde ana hammadde olan meyvelerin muhafaza edilmesini ve soğuk zincirin kırılmadan meyvelerin üretim tesisine taşınmasını sağlamaktadır.
- Reçel üretimi, Osmanlı Fabrikası'ndaki modern teknolojik standartlara sahip üretim hatlarında gerçekleştirilmektedir.
- Şirket, reçel ürün grubunda çeşitli türlerde ve ambalaj seçenekleriyle üretim ve satışı yapmaktadır. Klasik reçelin yanı sıra diyabetik, şeker ilavesiz ve probiyotik reçel çeşitleri de bulunmaktadır. Reçel üretimi ve satışı cam kavanoz, piknik, plastik kova ve tüp ambalaj seçenekleri ile sunulmaktadır. Şirket, çilek, vişne, gül, kayısı, ahududu, karadut, portakal, böğürtlen, incir, ayva gibi çok çeşitli meyvelerden reçel üretimi ve satışını yapmaktadır.
- Şirket'in reçel satışlarının net satışlardaki payı, sırasıyla 2021 yılında %38,9, 2022 yılında %43,3, 2023 yılında %39,5 ve 31.03.2024 tarihinde %39,9 olarak gerçekleşmiştir.

### Baharat:

- Şirket, baharat ürün grubunda çeşitli türlerde ve ambalaj seçenekleriyle paketleme ve satış yapmaktadır. Şirket, kırmızı pul biber, karabiber, kırmızı toz biber, kimyon, hindistan cevizi, susam, nane, çörekotu, tarçın, sumak gibi çeşitli baharat satışları yapmaktadır.
- Şirket'in baharat satışlarının net satışlardaki payı sırasıyla 2021 yılında %27,5, 2022 yılında %28, 2023 yılında %32,2 ve 31.03.2023 tarihinde %39,4 olarak gerçekleşmiştir.

### Bal:

- Bal grubunda yer alan ürünler ülkemizde arıcılık yapılan birçok farklı bölgeden temin edilmekte, Şirket'in akredite laboratuvarlarında ileri teknolojik cihazlarla tahlilleri yapılarak üretime alınmakta ve farklı gramajlarda paketlenmektedir. Şirket çeşitli seçenekleriyle çiçek balı ve cam balı gibi ürünleri bal kategorisinde üretip satışa sunmaktadır.
- Şirket'in bal satışlarının net satışlardaki payı, sırasıyla 2021 yılında %20, 2022 yılında %11,5, 2023 yılında %11,2 ve 31.03.2024 tarihinde %6 olarak gerçekleşmiştir.

### Tahin-Pekmez:

- Tahin ve pekmez, başlı başına ayrı ürünler olarak paketlenmektedir; ek olarak, belirlenen bir reçeteye göre uygun oranlarda karıştırılarak tahinli pekmez ürünü de ayrıca üretilmekte ve ambalajlanmaktadır. Tahin pekmez karışımı ağırlıkça %40 tahin içermektedir.
- Şirket'in tahin, pekmez ve tahinli pekmez satışlarındaki payı, sırasıyla 2021 yılında %5,4, 2022 yılında %6,9, 2023 yılında %7,2 ve 31.03.2024 tarihinde %7,4 olarak gerçekleşmiştir.

### Fındık Kreması Çeşitleri:

- Kavrulup zarlarından ayrıldıktan sonra, iç fındığın beyaz şeker, kakao, bitkisel yağ, süt tozu veya peynir altı tozu ile karıştırılarak ve gerektiğinde gıda mevzuatına uygun katkı maddeleri ilave edilerek küçük parçacıklar halinde veya tamamen ezilmiş ve homojen hale getirilmiş mamul fındık kreması ürünüdür.
- Kakaolu ve şekerli fındık kreması yanında yenilikçi ürünler olan meyve parçacıklı fındık kreması, fındık parçacıklı fındık kreması, fıstık ezmesi ve bisküvi ezmesi satışlarına Segella markasıyla 2024 yılının Mayıs ayından itibaren başlanmıştır.
- Şirket'in fındık kreması satışlarının net satışlardaki payı, sırasıyla 2021 yılında %4, 2022 yılında %5,4, 2023 yılında %5 ve 31.03.2024 tarihinde %3,8 olarak gerçekleşmiştir.

### Helva Çeşitleri:

- Şeker, içme suyu ve sitrik asit katıldıktan sonra pişirilerek elde edilen şeker şurubunun ağırlaştırılıp çöven ekstraktı ile beyazlaştırıldıktan sonra tekniğe uygun olarak tahin ile karıştırılıp yoğurulması ile hazırlanan karı, homojen ince lifli yapıdaki üründür.
- Şirket, sade helva, kakaolu helva, fıstıklı helva, diyabetik helva, probiyotik helva, yazlık helva gibi çeşitli helva satışları yapmaktadır.
- Şirket'in helva satışlarındaki payı, sırasıyla 2021 yılında %4,3, 2022 yılında %3,4, 2023 yılında %4,1 ve 31.03.2024 tarihinde %4,4 olarak gerçekleşmiştir.

### **Diğer Faaliyetler**

Diğer faaliyetler Şirket'in kendi ürettiği ürünler, üçüncü taraflara fason ürettiği ürünler ve çatı GES elektrik üretimlerinden kaynaklanan satışlar olmak üzere üç kategoriye ayrılmaktadır. Kendi ürettiği ürünler başlıca lokum, püre ve salçalardan oluşmaktadır. Üçüncü taraflara fason ürettiği ürünler ise 10 gram ve 15 gramlık ambalajlarda tereyağı, krem peynir ve 12,5 gramlık ambalajlarda üçgen peynirlerdir. 2021,2022 ve 2023 yıllarında dış kaynaklı hizmet alınan soğuk hava depolarında yer alan dondurulmuş meyvelerden sınırlı miktarlarda satışlar yapılmıştır. Şirket 2023 yılında, 1,59 MW kurulu güce sahip Çatı GES santralinden 1.041.599 TL tutarındaki tüketim fazlası kaynaklı elektrik satışı yapmıştır. 31.03.2024 tarihinde sonra eren finansal tablo dönemi itibarıyla ise Çatı GES santralinden elde edilen tüketim fazlası kaynaklı elektrik satış geliri 72.163 TL'dir. Şirket'in diğer faaliyetlerinin net satışlarındaki payı, sırasıyla 2021 yılında %4,6, 2022 yılında %4,1, 2023 yılında %3,6 ve 31.03.2024 tarihinde %1,5 olarak gerçekleşmiştir.

Şirket'in 4 adet üretim fabrikası bulunmaktadır;

1. Osmanlı Fabrikası: 1. Organize Sanayi Bölgesi Osmanlı Caddesi no:3 Sincan/Ankara adresinde bulunmaktadır. Bu fabrikada; reçel, helva, tahin, pekmez, lokum, meyve sosu, üretimi ve paketlemesi, baharat paketlemesi yapılmaktadır.
2. Hazar Fabrikası/1: 1. Organize Sanayi Bölgesi Osmanlı Caddesi no:1 Sincan/Ankara adresinde bulunmaktadır. Bu fabrikada; bal ve fındık kreması üretimi ve paketlemesi yapılmaktadır.
3. Hazar Fabrikası/2: 1. Organize Sanayi Bölgesi Osmanlı Caddesi no:1 Sincan/Ankara adresinde bulunmaktadır. Fabrika binası tamamlanmıştır. Bu tesiste henüz gerekli makine ve teçhizat kurulumu yapılmadığı için üretim faaliyetlerine başlanmamıştır. Dolayısıyla, şu an için fabrika binası üretim amacıyla kullanılmamakla birlikte sadece yapısal olarak mevcuttur.
4. Afyonkarahisar-Çay Meyve ve Sebze İşleme Tesisi: Şirket Afyonkarahisar ili Çay ilçesinde 2023 yılının son çeyreğinde Meyve ve Sebze işleme tesisi yatırımı yapmaya başlamıştır. Tesis 15 Mayıs 2024'te faaliyete geçmiştir, çevre düzenlemesi devam etmektedir.

Fabrikalar	Üretim Kapasitesi (ton)	2023 Yılı Kapasite Kullanım (ton)	2023 Yılı Kapasite Kullanım Oranı
Osmanlı Fabrikası	39.361	18.159	46,1%
Hazar 1 Fabrikası	12.138	2.463	20,3%
Hazar 2 Fabrikası	-	-	-
Afyon Soğuk Hava ve Meyve İşleme Tesisi	15.000	-	-

Kaynak: FTR

Şirket, Ankara'daki üretim tesislerinin yanı sıra İstanbul, İzmir ve Antalya illerinde bulunan İstanbul Marmara Bölge Müdürlüğü, İzmir Ege Bölge Müdürlüğü ve Antalya Akdeniz Bölge Müdürlükleri aracılığıyla gıda toptancısı bayilere ürünlerini ulaştırmaktadır. Bu bayiler aracılığıyla marketler, oteller, kantinler, kafeler, gıda üretimi yapan işletmeler ve catering şirketlerine satış yapmaktadır. Bölge müdürlükleri üzerinden yapılan satışlar İstanbul, İzmir ve Antalya illerinde yer alan depolardan yapılmaktadır. Müşteriler, ihtiyaç duydukları ürünleri bölge müdürlüklerine talepte bulunarak sipariş vermekte ve bu siparişlere göre ürünler müşterilerin kendi araçları veya şirket araçlarıyla teslim edilmektedir. Şirket, stratejik olarak bölge müdürlüklerini nüfus yoğunluğu ve tüketim harcamalarının yoğun olduğu bölgelere yerleştirmeyi tercih etmektedir. Bu durum Şirket'in pazarlama faaliyetlerini ve dağıtım ağını güçlendirmektedir.

Şirket'in iş modelleri arasında, B2B2C (Şirketten Şirkete, Şirketten Tüketiciye), B2B (Şirketten Şirkete), ve B2C (Şirketten Tüketiciye) gibi farklı kategorilerde modeller bulunmaktadır. Şirket'in satış kanalları 7 kategoride özetlenebilir: Ev dışı Tüketim (EDT), Zincir Müşteriler, Bayiler, Online (E-Ticaret Firmaları), Cash & Carry Marketler (Organize Toptan Ticaret), İndirim (Discount) Marketler ve Doğrudan Satış.

İş Modeli	Ürün Çeşitleri	Satış Kanalları
B2B2C (Şirketten Şirkete, Şirketten Tüketiciye)	Reçel, Bal, Helva, Tahin-Pekmez, Fındık Kreması, Fındık Ezmesi, Baharatlar	Ev Dışı Tüketim, Zincir Müşteriler, Bayiler, Online, Organize Toptan Ticaret, İndirim Marketler, Doğrudan Satış
B2B (Şirketten Şirkete)	Dondurulmuş Meyve ve Sebzeler, Soslar ve Püreler	Ev Dışı Tüketim, Toptan Gıda Şirketleri, Pasta ve Dondurma Üreticileri ile Bayiler
B2C (Şirketten Tüketiciye)	Reçel, Bal, Helva, Tahin, Pekmez, Fındık Kreması, Fındık Ezmesi, Baharatlar	Fabrika Satış Mağazalar, E-Ticaret Şirketleri (Online Satış)

#### 4. Ortaklık Yapısı

Şirket'in 700.000.000 TL olarak belirlenen kayıtlı sermaye tavanı içerisinde 144.000.000 TL olan çıkarılmış sermayesi tamamı nakden karşılanmak suretiyle 35.000.000 TL arttırılarak 179.000.000 TL'ye çıkarılacaktır. Nakit karşılığı arttırılan 35.000.000 TL tutarındaki sermayeyi temsil eden 35.000.000 adet (B) grubu hamiline payın tamamı halka arz edilecektir. Bununla birlikte Şirket mevcut pay sahiplerinden Reyhan Mollaoğlu 2.000.000, Yusuf Seğmen 2.000.000, Emine Seğmen 2.000.000, Oya Yener 2.000.000, Meral Yıldırım 2.000.000, Neval Elaldırsın 2.000.000, Nihal Özcanlı 2.000.000, Ömer Seğmen 2.000.000, Gülsen Seğmen 2.000.000, Birsen Yaka 2.000.000, Beyhan Değerli 2.000.000 ve Ayhan Seğmen 2.000.000 olmak üzere toplam 24.000.000 (B) grubu hamiline payı temsil eden 24.000.000 TL nominal değerli payların tamamı halka arz edilecektir. Şirket'in toplam halka arz edeceği pay sayısı 59.000.000 TL nominal bedelli (B) grubu paylardan oluşacaktır.

Halka arz sonucunda Şirket sermaye yapısının aşağıdaki tablodaki gibi olması planlanmaktadır:

Ortağın Adı - Soyadı	Mevcut ve Halka Arz Sonrası Oluşacak Ortaklık Yapısı							
	Halka Arz Öncesi				Halka Arz Sonrası			
	Pay Tutarı (TL)		Pay Oranı (%)		Pay Tutarı (TL)		Pay Oranı (%)	
	A Grubu Hisse	B Grubu Hisse	A Grubu Hisse	B Grubu Hisse	A Grubu Hisse	B Grubu Hisse	A Grubu Hisse	B Grubu Hisse
Reyhan Mollaoğlu	3.000.000	9.000.000	2,08%	6,25%	3.000.000	7.000.000	1,68%	3,91%
Yusuf Seğmen	3.000.000	9.000.000	2,08%	6,25%	3.000.000	7.000.000	1,68%	3,91%
Emine Seğmen	3.000.000	9.000.000	2,08%	6,25%	3.000.000	7.000.000	1,68%	3,91%
Oya Yener	3.000.000	9.000.000	2,08%	6,25%	3.000.000	7.000.000	1,68%	3,91%
Meral Yıldırım	3.000.000	9.000.000	2,08%	6,25%	3.000.000	7.000.000	1,68%	3,91%
Neval Elaldırsın	3.000.000	9.000.000	2,08%	6,25%	3.000.000	7.000.000	1,68%	3,91%
Nihal Özcanlı	3.000.000	9.000.000	2,08%	6,25%	3.000.000	7.000.000	1,68%	3,91%
Ömer Seğmen	3.000.000	9.000.000	2,08%	6,25%	3.000.000	7.000.000	1,68%	3,91%
Ayhan Seğmen	1.500.000	4.500.000	1,04%	3,13%	1.500.000	2.500.000	0,84%	1,40%
Gülşen Seğmen	1.500.000	4.500.000	1,04%	3,13%	1.500.000	2.500.000	0,84%	1,40%
Birsen Yaka	1.350.000	4.050.000	0,94%	2,81%	1.350.000	2.050.000	0,75%	1,15%
Beyhan Değerli	1.200.000	3.600.000	0,83%	2,50%	1.200.000	1.600.000	0,67%	0,89%
Pay Satışı Yapılmayacak Diğer Ortaklar	6.450.000	19.300.000	4,48%	13,44%	6.450.000	19.300.000	3,60%	10,81%
Halka Açık Kısım	-	-	-	-	-	59.000.000	-	32,96%
<b>Toplam</b>	<b>144.000.000</b>		<b>100%</b>		<b>179.000.000</b>		<b>100%</b>	

Kaynak: Seğmen Kardeşler İzahnamesi

## 5. Finansal Tablolar

Şirket'in 31.12.2021, 31.12.2022, 31.12.2023 ve 31.03.2024 tarihlerinde sona eren finansal dönemlerine ilişkin özel bağımsız denetimden geçmiş finansal durum tabloları aşağıda sunulmuştur.

Özel Bağımsız Denetimden Geçmiş Finansal Durum Tablosu (TL)				
	31-Ara-21	31-Ara-22	01-Ara-23	31-Mar-24
<b>Dönen Varlıklar</b>	<b>852.758.624</b>	<b>855.933.876</b>	<b>864.428.311</b>	<b>862.991.458</b>
Nakit ve Nakit Benzerleri	102.251.000	40.590.005	123.620.410	70.792.577
Finansal Varlıklar	3.143.353	-	4.031.026	9.968
Ticari Alacaklar				
<i>İlişkili taraflardan alacaklar</i>	<i>200.311.850</i>	<i>238.054.706</i>	<i>256.595.826</i>	<i>269.723.284</i>
<i>İlişkili olmayan taraflardan alacaklar</i>	<i>103.146.135</i>	<i>153.617.166</i>	<i>119.378.222</i>	<i>133.183.395</i>
Diğer Alacaklar				
<i>İlişkili olmayan taraflardan alacaklar</i>	<i>5.940.772</i>	<i>602.726</i>	<i>529.590</i>	<i>460.935</i>
Stoklar	385.744.712	347.252.011	284.279.651	291.296.125
Peşin Ödenmiş Giderler	4.020.871	4.275.723	27.783.890	38.079.883
Diğer Dönen Varlıklar	48.199.931	71.541.539	48.209.696	59.445.291
<b>Duran Varlıklar</b>	<b>437.260.666</b>	<b>415.055.005</b>	<b>1.256.129.871</b>	<b>1.311.679.060</b>
Diğer Alacaklar				
<i>İlişkili olmayan taraflardan alacaklar</i>	<i>30.581</i>	<i>15.115</i>	<i>9.174</i>	<i>10.574</i>
İştirakler, iş ortakları ve bağlı ortaklıklardaki yatırımlar	45.471.014	45.471.014	-	-
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller	21.110.709	20.480.542	25.889.315	25.889.315

Özel Bağımsız Denetimden Geçmiş Finansal Durum Tablosu (TL)				
	31-Ara-21	31-Ara-22	01-Ara-23	31-Mar-24
Maddi Duran Varlıklar	362.202.878	345.185.013	1.215.156.743	1.269.719.849
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	530.285	328.213	441.964	465.424
Kullanım Hakkı Varlıklar	5.003.903	1.947.095	496.119	457.345
Peşin Ödenmiş Giderler	2.911.296	1.628.013	14.136.556	15.136.553
<b>Toplam Varlıklar</b>	<b>1.290.019.290</b>	<b>1.270.988.881</b>	<b>2.120.558.182</b>	<b>2.174.670.518</b>
<b>Kısa Vadeli Yükümlülükler</b>	<b>181.873.306</b>	<b>219.901.459</b>	<b>234.071.331</b>	<b>329.030.257</b>
Kısa Vadeli Borçlanmalar	-	13.284.697	2.227.664	11.569.369
Uzun Vadeli Borçlanmaların Kısa Vadeli Kısımları	-	-	35.457.763	34.623.988
Diğer Finansal Yükümlülükler	1.051.017	4.071.930	11.578.444	9.902.328
Kiralama İşlemlerinden Kaynaklanan Yükümlülükler	2.905.313	1.373.053	588.409	380.827
Ticari Borçlar				
<i>İlişkili taraflara borçlar</i>	-	-	-	96.172
<i>İlişkili olmayan taraflara borçlar</i>	147.970.744	138.480.892	172.285.207	199.057.544
Diğer Borçlar				
<i>İlişkili taraflara borçlar</i>	896.961	3.412.686	1.093.106	25.740.000
<i>İlişkili olmayan taraflara borçlar</i>	3.771.917	7.423.916	3.770.118	1.082.986
Çalışanlara Sağlanan Faydalara İlişkin Borçlar	1.689.354	1.668.612	2.029.699	11.709.011
Ertelemiş Gelirler	1.306.150	837.206	2.644.264	5.431.674
Kısa Vadeli Karşılıklar				
<i>Çalışanlara Sağlanan Faydalara İlişkin kısa vadeli karşılıklar</i>	97.320	97.557	1.649.870	3.777.567
<i>Diğer kısa vadeli karşılıklar</i>	156.485	151.343	299.290	341.876
Dönem Karı Vergi Yükümlülüğü	-	-	-	7.517.527
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	22.028.045	49.099.567	447.497	17.799.388
<b>Uzun Vadeli Yükümlülükler</b>	<b>69.996.529</b>	<b>68.859.348</b>	<b>243.657.445</b>	<b>232.405.891</b>
Uzun Vadeli Borçlanmalar	-	-	73.095.682	67.921.054
Kiralama İşlemlerinden Kaynaklanan Yükümlülükler	2.320.818	792.765	35.832	158.768
Uzun Vadeli Karşılıklar				
<i>Çalışanlara Sağlanan Faydalara İlişkin uzun vadeli karşılıklar</i>	10.154.150	12.982.673	10.035.241	12.715.503
Ertelemiş Vergi Yükümlülüğü	57.521.561	55.083.910	160.490.690	151.610.566
<b>Özkaynaklar</b>	<b>1.038.149.455</b>	<b>982.228.074</b>	<b>1.642.829.406</b>	<b>1.613.234.370</b>
Ödenmiş Sermaye	144.000.000	144.000.000	144.000.000	144.000.000
Sermaye Düzeltme Olumlu Farkları	1.060.840.336	1.060.840.336	1.060.840.336	1.060.840.336
<b>Kar veya Zararda Yeniden Sınıflandırılmayacak birikmiş diğer kapsamlı gelirler ve giderler</b>				
<i>Duran varlıklar yeniden değerlendirme artışları</i>	-	-	667.751.944	667.751.944
<i>Tanımlanmış fayda planlarının yeniden ölçüm kazançları</i>	3.480.016	5.355.963	4.103.842	2.677.788
Kardan Ayrılmış Kısıtlanmış Yedekler	232.239.439	299.661.564	466.141.240	479.564.003
Geçmiş Yıllar Karları	- 412.033.503	- 512.703.603	- 707.313.749	- 748.623.037
Net Dönem Karı	16.583.199	5.785.740	15.513.477	12.378.912
<b>Toplam Kaynaklar</b>	<b>1.290.019.290</b>	<b>1.270.988.881</b>	<b>2.120.558.182</b>	<b>2.174.670.518</b>

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Varlıklar, 31.12.2021, 31.12.2022, 31.12.2023 yıl sonları ve 31.03.2024 tarihinden sona eren dönem finansal tablo dönemleri itibarıyla sırasıyla, 1.290.019.288 TL, 2.120.558.186 TL, 2.174.670.515 TL seviyesinde gerçekleşmiştir. Şirket'in dönen varlıkları nakit ve nakit benzerleri, finansal varlıklar, ticari



alacaklar, diğer alacaklar, stoklar, peşin ödenmiş giderler ve diğer dönen varlıklar kalemlerinden oluşmaktadır.

Nakit ve nakit benzerlerinin 2022’de bir önceki yıla göre azalması işletme sermayesi ihtiyacına binaen olup, 2023 yılında kredi kullanımının etkisiyle yeniden yükselmiştir. 31.03.2024 ara döneminde şirketin Afyon’da yapmakta olduğu yatırımının finansman ihtiyaçları nedeniyle 31.12.2023’ten 31.03.2024 dönemine %42,7’lik bir azalış meydana gelmiştir.

Varlıklardaki 2023 yılı artışın asıl nedeni, maddi duran varlıkların gerçeğe uygun değerinin bilançoya alınmasıdır. Şirket’in stokları 31.12.2021, 31.12.2022, 31.12.2023 yıl sonları ve 31.03.2024 tarihinden sona eren dönem finansal tablo dönemleri itibarıyla, 385.744.712 TL, 347.252.011 TL, 284.279.651 TL ve 291.296.125 TL olarak gerçekleşmiştir.

2021, 2022 ve 2023 yılları itibarıyla stoklardaki azalışın temel sebebi Şirket’in stok yönetim stratejisindeki değişiklikten kaynaklanmaktadır. Şirket olası talep azalması riskine karşı daha fazla stok tutmak yerine müşteri taleplerine göre daha esnek ve yayılmış bir stok alım stratejisine geçmiştir. Bu yaklaşımla, Şirket enflasyonist ortamda stokların üretim ve satılmama riskini azaltmayı ve nakit varlıklarını daha esnek bir şekilde yönetmeyi hedeflemektedir. Aynı zamanda Şirket son yıllarda artan finansman maliyetlerine karşı işletme sermayesi ihtiyacını optimize etmiştir. Nakit dönüşüm süresi özellikle ticari alacaklar ve stoklardaki optimizasyon ile 31.12.2021, 31.12.2022, 31.12.2023 yıl sonları ve 31.03.2024 tarihinden sona eren dönem finansal tablo dönemleri itibarıyla sırasıyla, 185 gün, 170 gün, 121 gün ve 127 gün olarak gerçekleşmiştir.

Ticari alacaklar, 2022 yılında bir önceki yıla göre %29,1 artarken, 2023 yılında 2022 yılına göre %4 azalmış, 31.03.2024 döneminde ise bir önceki döneme göre %7,2 artmıştır. 31.12.2023 yıl sonu finansallarında görülen ticari alacaklarda en önemli payı %68,2 ile ilişkili taraflardan ticari alacaklar kalemi oluşturmaktadır. Gimat Birikim Gayr. İn. Hiz. San. Tic. A.Ş., Ankara Birikim Gayr. İn. Hiz. San. Tic. A.Ş., Angora Birikim Gayr. İn. Hiz. San. Tic. A.Ş. şirketlerindeki 31.12.2021 ve 31.12.2022 tarihinde 45.471.014 TL ile iştirakler olarak görünen finansal varlıklar, 2023 yılında ilişkili taraf olan Seğmen Dış Ticaret A.Ş.’ye satılması ile sıfırlanmıştır. Şirket, üretimi kendisine ait olan ürünlerinin yurt dışı satışını ilişkili tarafı olan Sel Dış Ticaret A.Ş. üzerinden gerçekleştirmektedir. Sel Dış Ticaret A.Ş.’nin 2021, 2022, 2023 yıl sonları ile 2023/3 ve 2024/3 aylık dönemleri itibarıyla Şirket’in net satışları içerisinde %3,11, %2,46, %3,59, %2,67 ve %1,69 payını oluşturmaktadır. Şirket’in ilişkili taraflarından Sel Pazarlama Gıda San. Tic. Ltd. Şti. ise, Şirket’in ağırlık olarak BİM’e yapılan satışlara aracılık etmektedir. Sel Pazarlama Gıda San. Tic. Ltd. Şti. 2021, 2022, 2023 yıl sonları ile 2023/3 ve 2024/3 aylık dönemleri itibarıyla Şirket’in net satışları içerisindeki payı %71,45, %59,67, %61,20, %51,51 ve %71,54’ten oluşmaktadır.

Maddi duran varlıklar arazi ve arsalar, binalar, tesis, makine ve cihazlar, taşıtlar, demirbaşlar, yapılmakta olan yatırımlar ve özel maliyetlerden oluşmaktadır. 2023 yılı itibarıyla duran varlıkların net defter değeri olarak binalar %76’sını, tesis, makine ve cihazlar %15’ini, taşıtlar %4’ünü ve arazi ve arsalar %3,8’ini oluşturmaktadır. 31.03.2024 tarihi itibarıyla ise maddi duran varlıkların net defter değeri olarak binalar %73’ünü, tesis, makine ve cihazlar %14’ünü, taşıtlar %4’ünü ve arazi ve arsalar %3,6’sını oluşturmaktadır. Şirket’in 2023 yılında yatırım yaptığı Afyon Soğuk Hava ve Meyve İşleme Tesisi’nin satın alınan arsası da maddi duran varlıklara kaydedilmiştir.

Şirket’in peşin ödenmiş giderleri verilen sipariş avanslarından oluşmaktadır. Verilen sipariş avanslarında 2023 yılında bir yıla göre %768 oranında artış ile 12,5 milyon TL tutar, Şirket’in Afyon Soğuk Hava ve Meyve İşleme Tesisi yatırımı nedeniyle inşaat ve makine siparişleri için verilen avanslardan kaynaklanmaktadır. 31.03.2024 tarihinde yine inşaat ve makine siparişleri için verilen avanslardan kaynaklı olarak peşin ödenmiş giderler kalemi 2023 yılına göre %7 artışla 15.136.553 TL olarak gerçekleşmiştir.

Kaynaklar, 31.12.2021, 31.12.2022, 31.12.2023 yıl sonları ve 31.03.2024 tarihinden sona eren dönem finansal tablo dönemleri itibarıyla sırasıyla, 1.290.019.290 TL, 1.270.988.881 TL, 2.120.558.182 TL ve 2.174.670.518 TL seviyesinde gerçekleşmiştir.

Şirket'in kısa vadeli finansal borçları 2022 yılında bir önceki yıla göre %373, 2023 yılında ise 2022 yılına göre %1666 artış göstermiştir. 31.03.2024 tarihinde ise bir önceki döneme göre %13 artmıştır. 2023 yıl sonu itibarıyla kısa vadeli finansal borçlarındaki ana artış Afyon Soğuk Hava ve Meyve İşleme Tesisi yatırımı için iki farklı banka kanalıyla kullanılan yatırım kredisi kaynaklıdır. 35.457.763 TL tutarındaki uzun vadeli banka kredilerinin kısa vadeli kısımları ve 2.073.154 TL kredi faiz tahakkukları toplam bakiyesi yatırım kredisine ilişkindir. 31.03.2024 tarihi itibarıyla 2023 yılına göre oluşan %13'lük artışın nedeni, Afyon Soğuk Hava ve Meyve İşleme Tesisi yatırımı için kullanılan yatırım kredisinin faiz gideri ve aynı tesis için 11.03.2024 tarihinde kullanılan ilave 20.000.000 TL krediden kaynaklanmaktadır.

Banka kredileri kalemi ise Şirket'in kullandığı rotatif (BCH) kredileri olup, bu sayede şirket limitleri çerçevesinde kısa vadeli finansman sağlamaktadır. 31.03.2024 ara döneminde 9.905.793 TL bakiye izlenmektedir.

Diğer mali borçlar bakiyesi 31.03.2024 tarihinde 9.902.328 TL olup, Şirket'in kullandığı kredi kartlarının toplam risk bakiyesinden oluşmaktadır. İlgili artışın temel nedeni, yaşanan enflasyonist ortamda finansman maliyetlerinin artmasına paralel Şirket'in günlük faaliyetleri ve kısa vadeli yükümlülüklerini yerine getirmek için nakit yerine kredi kartı kullanımını artırmış olmasıdır.

Şirket'in diğer borçları 31.03.2024 tarihinde bir önceki döneme göre %452 artmıştır. İlişkili taraflara diğer borçlar kalemi, Şirket'in dağıtacağı kar payını aylık taksitler halinde ödemesi dolayısıyla şirket ortaklarına olan borçtan kaynaklanmaktadır.

Şirket'in çalışanlara sağlanan faydalara ilişkin borçları 31.03.2024 tarihinde bir önceki döneme göre %477 artmıştır. Çalışanlara sağlanan faydalara ilişkin borçlar kalemi, ağırlıklı olarak bir sonraki aya ilişkin ödenecek personele borçlar ve sosyal güvenlik kesintilerinden oluşmaktadır.

Şirket'in kısa vadeli karşılıkları 31.12.2023 ve 31.03.2024 tarihlerinde bir önceki döneme göre sırasıyla %683 ve %111 oranında artmıştır. Çalışanlara sağlanan faydalara ilişkin kısa vadeli karşılıklar personellerin kullanmadığı izin karşılıklarından oluşmaktadır. Artışın nedeni, enflasyonist ortama paralel personel maaşlarına yapılan zamlar ve personel izin gün sayılarındaki artıştır.

Şirket'in diğer kısa vadeli yükümlülükleri 31.03.2024 tarihinde bir önceki döneme göre %3878 artmıştır. Kurumlar vergisinin yıllara sari vade tarihinde ödenmemesi, tamamının 2022 yılında nakit olarak ödenmesi dolayısıyla 31.12.2023 döneminde kısa vadeli ödenecek vergi ve fon hesabında bakiye 442.812 TL'ye gerilemiş, 31.03.2024 ara dönemi itibarıyla ise 15.460.046 TL'ye yükselmiştir.

Şirket'in özkaynakları, ödenmiş sermaye, sermaye düzeltmesi olumlu farkları, kar ve zararda yeniden sınıflandırılmayacak birikmiş diğer kapsamlı gelirler ve giderler, kardan ayrılmış kısıtlanmış yedekler, geçmiş yıllar kar veya zararları ve dönem net karı veya zararı kalemlerinden oluşmaktadır.

Kar veya zararda yeniden sınıflandırılmayacak birikmiş diğer kapsamlı gelirler/giderler, emeklilik planlarından aktüeryal kazanç/kayıp fonundan ve duran varlıklar yeniden değerlendirme artışlarından oluşmaktadır. Maddi duran varlıklardaki 2023 yıl sonu finansalları itibarıyla 667.751.944 TL yeniden değerlendirme artışının asıl kaynağı bu varlıkların gerçeğe uygun değerinin bilançoya alınmasıdır.

Bilançonun enflasyon düzeltmesine tabi tutulmasından kaynaklanan kar/zarar farkı, diğer bir ifade ile düzeltme sonrası hesaplanan geçmiş yıl kar veya zararı, düzeltilmiş bilançoda özkaynaklar içinde geçmiş yıllar karları/zararları kaleminde izlenmektedir. Şirket'in geçmiş yıl zararları 31.12.2021, 31.12.2022, 31.12.2023 yıl sonları ve 31.03.2024 tarihinden sona eren dönem finansal tablo dönemleri

itibarıyla sırasıyla (412.033.503) TL, (512.703.603) TL, (707.313.749) TL ve (748.623.037) TL olarak gerçekleşmiştir.

Şirket'in dönem net karı ise, 31.12.2021, 31.12.2022, 31.12.2023 yıl sonları ve 31.03.2024 tarihinden sona eren dönem finansal tablo dönemleri itibarıyla sırasıyla 16.583.199 TL, 5.785.740 TL, 15.513.477 TL ve 12.378.912 TL olarak gerçekleşmiştir.

Şirket'in 31.12.2021, 31.12.2022, 31.12.2023 yıl sonları ve 31.03.2024 tarihinden sona eren dönem finansal tablo dönemleri itibarıyla likidite oranları, mali yapı oranları ve net finansal borcu aşağıdaki tablolarda gösterilmektedir.

Likidite Oranları	31.12.2021	31.12.2022	31.12.2023	31.03.2024
Cari Oran	4,69	3,89	3,69	2,62
Asit-Test Oranı	2,57	2,31	2,48	1,74
Nakit Oran	0,56	0,18	0,53	0,22

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Cari Oran ve Asit-Test Oranı >1'den oldukça yüksek durumda olması, Şirket'in kısa vadeli borçlarının ödeme kapasitesinin yüksek olduğunu göstermektedir.

Nakit Oranı >0,2 seviyesinden yüksek olması atıl fon anlamına gelmemektedir, dış kaynak finansmanı elde edilen nakit, Şirket'in tesis yatırımlarında özkaynak katkısı olarak kullanılacaktır.

Mali Yapı Oranları	31.12.2021	31.12.2022	31.12.2023	31.03.2024
Kaldıraç Oranı (Toplam Yükümlülükler/Kaynaklar)	0,20	0,23	0,23	0,26
Kısa Vadeli Yükümlülükler/Toplam Kaynaklar	0,14	0,17	0,11	0,15
Uzun Vadeli Yükümlülükler/Toplam Kaynaklar	0,05	0,05	0,11	0,11
Özkaynaklar/Toplam Kaynaklar	0,80	0,77	0,77	0,74

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Mali yapı oranları özet olarak, şirket aktiflerinin oldukça yüksek oranda özkaynaklara finanse edildiğini ve düşük seviyede finansal riske sahip olduğunu göstermektedir.

Borçluluk Durumu (TL)	31.12.2021	31.12.2022	31.12.2023	31.03.2024
Nakit ve Nakit Benzerleri + Finansal Yatırımlar	105.394.353	40.590.005	127.651.436	70.802.545
Toplam Finansal Borçlar	6.277.148	19.522.445	122.983.794	124.556.334
Ortaklara Kar Payı Ödemeleri	896.961	3.412.686	1.093.106	25.740.000
<b>Net Finansal Borç veya (Net Nakit)</b>	<b>- 98.220.244</b>	<b>- 17.654.874</b>	<b>- 3.574.536</b>	<b>79.493.789</b>

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Şirket'in 31.03.2024 tarihi itibarıyla kısa vadeli finansal borcu 56.476.512 TL ve uzun vadeli finansal borcu 68.079.822 TL olmak üzere toplam finansal borcu 124.556.334 TL'dir. Şirket'in nakit ve nakit benzerleri 70.792.577 TL olup kısa vadeli finansal varlıkları 9.968 TL'dir. Ayrıca 31.03.2024 tarihi itibarıyla 25.740.000 TL ortaklara temettü ödemeleri de borçluluk durumu hesaplamasında dikkate alınmıştır. Bu durumda Şirket'in 31.03.2024 tarihindeki net finansal borcu 79.493.789 TL olarak hesaplanmaktadır.

Şirket'in 01.01.2021-31.12.2021, 01.01.2022-31.12.2022 ve 01.01.2023-31.12.2023 tarihlerinde sona eren yıllar ile 01.01.2023-31.03.2023 ve 01.01.2024-31.03.2024 tarihlerinde sona eren dönemlere ait kar veya zarar tablosu aşağıda yer almaktadır.

Özel Bağımsız Denetimden Geçmiş Kar veya Zarar Tablosu (TL)					
	01 Ocak - 31 Aralık 2021	01 Ocak - 31 Aralık 2022	01 Ocak - 31 Aralık 2023	01 Ocak - 31 Mart 2023	01 Ocak - 31 Mart 2024
Hasılat	1.180.141.814	1.480.644.113	1.660.448.050	500.678.033	428.022.315
Satışların Maliyeti (-)	-953.099.673	-1.038.320.899	-1.062.030.793	-402.086.189	-311.554.385
<b>Brüt Kar</b>	<b>227.042.141</b>	<b>442.323.214</b>	<b>598.417.257</b>	<b>98.591.844</b>	<b>116.467.930</b>
Genel Yönetim Giderleri (-)	-21.456.257	-14.961.240	-25.587.981	-5.850.650	-8.273.692
Pazarlama ve Satış Giderleri (-)	-33.186.006	-45.133.599	-52.781.038	-14.017.292	-17.990.787
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	71.351.538	22.737.435	9.988.290	1.126.173	1.457.868
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler (-)	-10.177.549	-17.820.842	-22.462.183	-1.348.662	-2.507.843
<b>Esas Faaliyet Karı</b>	<b>233.573.867</b>	<b>387.144.968</b>	<b>507.574.345</b>	<b>78.501.413</b>	<b>89.153.476</b>
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler / (Giderler), net	9.936.640	2.237.194	7.690.925	-101.574	16.998
<b>Finansman Gideri Öncesi Faaliyet Karı</b>	<b>243.510.507</b>	<b>389.382.162</b>	<b>515.265.270</b>	<b>78.399.839</b>	<b>89.170.474</b>
Finansman Gelirleri	0	7.215.703	16.234.855	2.850.670	9.389.501
Finansman Giderleri (-)	-2.188.572	-2.869.271	-10.267.319	-3.202.351	-15.679.986
Net Parasal Kayıp/Kazanç	-157.357.764	-296.848.601	-486.624.319	-91.085.618	-66.082.429
<b>Vergi Öncesi Kar</b>	<b>83.964.171</b>	<b>96.879.993</b>	<b>34.608.487</b>	<b>-13.037.460</b>	<b>16.797.560</b>
Dönem Vergi Gideri (-)	-46.384.977	-68.057.916	-47.633.065	-225.941	-8.015.675
Ertelenmiş Vergi Geliri	-20.995.995	-23.036.337	28.538.057	15.213.264	3.597.027
<b>Net Dönem Karı</b>	<b>16.583.199</b>	<b>5.785.740</b>	<b>15.513.479</b>	<b>1.949.863</b>	<b>12.378.912</b>

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Şirket'in hasılatı 31.12.2021, 31.12.2022, 31.12.2023 yıl sonları ile 31.03.2023 ve 31.03.2024 tarihlerinden sona eren dönem finansal tablo dönemleri itibarıyla, 1.180.141.814 TL, 1.480.644.113 TL, 1.660.448.050 TL, 500.678.033 TL ve 428.022.315 TL olarak gerçekleşmiştir. 2022 yılında bir önceki döneme göre %25, 2023 yılında 2022 yılına göre %12 artarken, 31.03.2024 tarihinde bir önceki yılın aynı dönemine göre %14,5 oranında azalış gerçekleşmiştir. Şirket, üretimi kendisine ait olan ürünlerinin yurt dışı satışlarını 2021, 2022 ve 2023 dönemlerinde ilişkili tarafı Seğmen Dış Ticaret A.Ş. üzerinden gerçekleştirmiştir. Satışların Seğmen Dış Ticaret A.Ş. üzerinden yapılmasının ana nedenleri, dış ticaret firması olarak kullanılması ve mal ihracatı işlemlerinden kaynaklı KDV iade işlemlerinin kolaylaştırılması amacıdır. Şirket, yurt dışı satışlarını 2024 Ocak ayı başından itibaren doğrudan yapmaya başlamıştır.

Satış iskontoları zincir marketler, indirim marketlerine yapılan satışlara bağlı olarak meydana gelmekte ve ciro primlerinden oluşmaktadır. Ciro primleri tutarlarının tamamı BİM tarafından satışlara bağlı olarak alınan ciro primi faturalarından oluşmaktadır.

Şirket'in brüt karı 2022 yılında bir önceki yılın aynı dönemine göre %95, 2023 yılında %35 artarken, 31.03.2024 tarihinde bir önceki yılın aynı dönemine göre %18 oranında artmıştır. Brüt kar marjının artmasındaki en önemli etken, Şirket'in stok yönetimi ve fiyatlandırma politikalarının enflasyon koşullarına uyumlu hale getirmesidir.

Şirket'in genel yönetim gideri 2022 yılında bir önceki yılın aynı dönemine göre %30,3 azalırken, 2023 yılında 2022 yılına göre %71 artmış, 31.03.2024 tarihinde bir önceki yılın aynı dönemine göre ise %41,4 oranında artmıştır. Genel yönetim giderleri içerisindeki en büyük pay 31.12.2023 finansal tablo dönemi itibarıyla 8.712.275 TL ile vergi, resim harç giderleri ve 6.974.249 TL ile personel giderleri olup payları sırasıyla %34 ve %27,3 olarak gerçekleşmiştir.

Şirket'in pazarlama, satış ve dağıtım giderleri 2022 yılında bir önceki yılın aynı dönemine göre %36, 2023 yılında 2022 yılına göre %16,9, 31.03.2024 tarihinde bir önceki yılın aynı dönemine göre ise %28,4 oranında artmıştır. Pazarlama, satış ve dağıtım giderlerinin büyük bir bölümü müşterilere sevk edilmesi ve pazarlanmasına dair oluşan nakliye ve personel giderlerinden oluşmaktadır. Akaryakıt fiyatlarının yükselmesi ile nakliye maliyetlerinde artış meydana gelmiştir. Ayrıca Şirket'in finansal dönemler itibarıyla fuar giderlerinde artış görülmektedir.

Şirket'in 31.12.2021, 31.12.2022, 31.12.2023 yıl sonları sırasıyla net dönem karı 16.583.199 TL, 5.785.740 ve 15.513.477 TL olurken, net kar marjı %1,41, %0,39, %0,93, 31.03.2024 tarihinde ise yıllıklandırılmış olarak net dönem karı 25.942.526 TL ve net kar marjı %1,63 olmuştur.

Şirket'in 31.12.2021, 31.12.2022, 31.12.2023 yıl sonları ve 31.03.2024 tarihinden sona eren dönem finansal tablo dönemleri itibarıyla, brüt kar marjı, faaliyet kar marjı, FAVÖK marjı ve net kar marjı aşağıdaki tabloda gösterilmiştir.

TL	31.12.2021	31.12.2022	31.12.2023	31.03.2024
Brüt Kar Marjı	19,24%	29,87%	36,04%	38,81%
Faaliyet Kar Marjı	19,79%	26,15%	30,57%	32,64%
FAVÖK Marjı	17,00%	27,56%	32,68%	34,78%
Net Kar Marjı	1,41%	0,39%	0,93%	1,63%

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

## 6. Halka Arz Gelirlerinin Kullanım Yerleri

Fonun Yatırım Konusu	Halka Arz Gelirine Oranı
İşletme Sermayesinin Güçlendirilmesi	50%
Entegrasyon ve Modernizasyon Yatırımları	20%
Yeni Yatırımlar	30%

Kaynak: İzahname ve Fon Kullanım Raporu

Şirket'in sermaye artırımını ile ihraç edilecek yeni payların halka arzı sonucunda elde edeceği halka arz gelirinden ilgili masraf ve maliyet düşüldükten sonra kalan net halka arz geliri aşağıda belirtilen şekilde kullanılması hedeflenmektedir.

Şirket elde edeceği net halka arz gelirinin yaklaşık %50'si ile üretim ve satış hacminin artmasıyla doğru orantılı olarak, başta stok finansmanı, satış finansmanı ve hammadde tedariki olmak üzere ihtiyaç duyacağı alanlarda kullanmayı planlamaktadır. Şirket Afyonkarahisar ili Çay ilçesinde 15 Mayıs 2024'te faaliyete geçen dondurulmuş meyve ve sebze işleme tesisi yatırımı neticesinde ihtiyaç duyacağı ek hammadde alımları için ilave işletme sermayesine ihtiyaç duymaktadır. Bu nedenlerle Şirket iş planları ve hedeflerine dayanarak başta hammadde alımları, enerji giderleri, satış ve pazarlama faaliyetlerinin geliştirilmesi olmak suretiyle işletme sermayesini güçlendirmeyi amaçlamaktadır. Bu sayede ileriye dönük fırsatları değerlendirmeyi, rekabet gücünü artırmayı ve yükümlülükleri daha etkin bir şekilde yerine getirmeyi hedeflemektedir.

Şirket elde edeceği net halka arz gelirlerinin yaklaşık %20'si ile entegrasyon ve modernizasyon yatırımları, mevcut üretim hatlarında makine ve teçhizata uygun parçaların eklenmesi veya yenilenmesini içermektedir. Robotik Otomasyon Sistemleri: Şirket mevcut üretim hatlarına entegre edilmek üzere otomatik cam kavanoz palet bozma (DePalletizer) sistemi, robotik kolileme sistemi ve ürün paletleme robotu yatırımları yer almaktadır. Modernizasyon ve Yenileme Yatırımları: Şirket yeni yatırımların dışında mevcut üretim hatlarında yenileme yatırımları öngörmektedir. Bu yatırım grubunda, mevcut makine ve teçhizatlarında yıpranmış parçaların yenilenmesiyle kalite ve verimliliği artırmaya yönelik yatırımlar yer almaktadır. Aynı zamanda bu yatırım grubunda Şirket 15.000 m<sup>2</sup> kapalı alana

sahip Ankara Sincan Organize Sanayi bölgesinde bulunan Hazar Caddesi 2. fabrika binası ve 13.635 m<sup>2</sup> kapalı alana sahip Ankara Sincan Organize Sanayi Bölgesinde bulunan Osmanlı Caddesi fabrikalarının zemin ve duvarlarının yenilenmesi yatırımlarıdır. Laboratuvarların Modernize Edilmesi: Şirket Ankara Sincan Organize Sanayi Bölgesinde bulunan Osmanlı Caddesi fabrikası ve Hazar Caddesi 1.fabrikasında yer alan laboratuvarlarını modernize etmeyi planlamaktadır. Şirket aynı zamanda TÜRKAK tarafından akredite edilmiş bir laboratuvara sahip olup, bünyesinde duyuşsal, kimyasal, fiziksel ve enstrümantal yöntemler kullanarak geniş bir yelpazede analizler yapmaktadır. Şirket bu yatırımla gıda sektöründe rekabetçiliğini artırmayı aynı zamanda ürün güvenliği ve kalitesini de maksimum düzeye çıkarmayı hedeflemektedir. Yine bu yatırım grubunda modern laboratuvar ekipmanları ve teknolojileriyle Şirket'in bünyesinde yapamadığı analizleri yapmayı, araştırmayı ve geliştirmeyi kapasitesini genişletmeyi amaçlamaktadır.

Yeni yatırımlar kapsamında ise Şirket, halka arzdan elde edilen gelirlerinin yaklaşık %30'u ile yeni iş fırsatları araştırmak, yeni pazarlara girmek veya mevcut portföyünü genişletmek için kullanmayı planlamaktadır. Afyonkarahisar Meyve ve Sebze İşleme Tesisi Kapasite Artırımı: Şirket Afyonkarahisar ili Çay ilçesinde Mayıs 2024'te faaliyete geçirmeyi planladığı dondurulmuş meyve ve sebze işleme tesisi arazisine bitişik 8000 m<sup>2</sup> yeni dondurulmuş meyve ve sebze üretim, depolama ve makine teçhizat yatırımı yapmayı amaçlamaktadır. Bu yatırım şirket üretim ve depolama kapasite artışı yaparak pazar fırsatlarını genişletmeye yardımcı olacaktır. Ankara Sincan Organize Sanayi Bölgesi Hazar Caddesi Fabrikası Kapasite Artırımı: Şirket mevcut Hazar Caddesi 1 ve 2. fabrikalarının arazisi içinde 3000 m<sup>2</sup> kapalı alana sahip yeni fabrika binası ve depolar yapmayı amaçlamaktadır. Şirket'in bu yatırımla büyüme hedeflerine paralel mevcut üretim alanlarını genişletmek ve depolama kapasitesini artırmayı hedeflemektedir. Pişirme, Dolum ve Kapama Hatları Yatırımı: Şirket mevcut üretim hatlarında reçel, sos ve baharat kapasite artışına yönelik dolum ve kapak kapama yatırımı yapmayı planlamaktadır. Bu yatırımla şirket büyüme hedeflerine paralel mevcut portföyünü genişletmeyi ve Pazar payını artırmayı amaçlamaktadır. Güneş Enerji Sistemi Kapasite Artışı: Şirket Ankara Sincan Organize Sanayi Bölgesinde mevcut 1,59 MW Çatı GES'e ilave 0,80 MW GES yatırımı yapmayı planlamaktadır.

Şirket halka arz gelirlerini belirtilen oranlarda kullanmayı planlamakla birlikte, gerektiğinde en fazla %10 oranında değişiklik yapma esnekliğine sahiptir.

Halka arz neticesinde elde edilecek fonun yukarıda belirtilen alanlarda kullanılması planlamakta olup, döviz kuru, faiz oranlarındaki yüksek oynaklık seviyesi ve diğer ekonomik göstergeler dikkate alınarak Şirket belirtilen tahsis oranını artırmak veya azaltmak durumunda kalabilecektir. Şirket, halka arzdan elde edeceği fonu, belirtilen konularda ve süreler, piyasa şartlarında Şirket'in menfaatleri gözetilerek nemalandırmayı planlamaktadır.

## 7. Kullanılan Değerleme Yöntemleri

Gedik Yatırım tarafından hazırlanan fiyat tespit raporunda Şirket için yapılan değerlendirme çalışmasında, "Piyasa Çarpanları" ve "İndirgenmiş Nakit Akımı" yöntemleri kullanılmıştır.

### 7.1. "Piyasa Çarpanları" Yöntemi ile Piyasa Değeri Tespiti

Yurt içi ve yurt dışı benzer şirketler ile yapılan çarpan analizinde FD/FAVÖK ve PD/DD çarpanlarının kullanılması uygun bulunmuştur. TMS 29 enflasyon muhasebeci uygulamaları sonrası şirketlerin finansal tablolarındaki parasal / parasal olmayan kalemlerindeki mevcut kompozisyonlarına göre, her şirket için yurt içi benzer şirketler arasında seçilen F/K çarpan verilerinin normalize olacağı değerlendirilmektedir. Bununla birlikte, TMS 29 enflasyon muhasebesi uygulaması nedeniyle Şirket'in gelir tablosunda oluşan net parasal kaybın dönem net karında oluşturduğu etki nedeniyle F/K çarpanının Şirket'in adil değerini gösteremeyeceği değerlendirilmiş, F/K çarpanının kullanılması uygun

bulunmamıştır. Şirket'in faaliyet gösterdiği gıda imalat sanayi şirketlerinde uluslararası kabul görmüş FD/FAVÖK çarpanının, FD/Satışlar çarpanıyla karşılaştırıldığında, maliyet hesabını dikkate alması, Şirket'in nakit yaratma ve karlılık kapasitesini yansıttığı düşünülmektedir. Bu nedenle çarpan analizinde FD/FAVÖK çarpanının kullanılması uygun görülmüştür. Şirket'in gıda imalat sanayi şirketi olmasından hareketle nakit yaratma ve karlılık kapasitesini daha iyi yansıtmaya doğrultusunda FD/FAVÖK çarpan ağırlığının PD/DD çarpanına oranla daha yüksek olması uygun bulunmuştur.

Yurt içi benzer şirketler olarak BIST Gıda, İçecek Endeksinde faaliyet gösteren firmalardan içecek üretimi grubunda yer alan su, süt üretimi yapan ve et üretimi yapan firmalar elemine edilerek kalan firmaların tamamının verilerinden yararlanılmıştır. Dikkate alınan çarpanlardan sıfır ve negatif olanlar ( $\leq 0x$ ) ile en yüksek dördte bir (quartile) ve en düşük dördte bir dilimlerinde olan veriler çalışmanın geneline hakim olan muhafazakar yaklaşımla aykırı değer olarak değerlendirilmiştir ve medyan hesaplamasında dikkate alınmamıştır. 24.05.2024 tarihi itibarıyla verileri üzerinden hesaplanan FD/FAVÖK ve PD/DD çarpanları sırasıyla %60 ve %40 ağırlık verilerek Şirket için adil özkaynak değeri hesaplanmıştır.

Yurt İçi Benzer Şirketler	Piyasa Değeri (milyon TL)	FD/FAVÖK	PD/DD
Coca Cola İçecek	200.826	11,82	0,89
Anadolu Efes Biracılık	119.842	7,69	13,17
Ülker	52.696	5,02	2,26
Tetamat Gıda	10.835	m.d.	0,88
Yayla Agro Gıda	14.761	14,74	3,58
Oba Makarnacılık	18.582	m.d.	4,47
Kayseri Şeker Fabrikası	21.759	m.d.	2,64
Tukaş	11.440	8,39	3,05
Bor Şeker	7.253	m.d.	3,16
Kereviş Gıda	9.407	7,93	2,06
Ulusoy Un	5.355	5,35	m.d.
Kervan Gıda Sanayi	7.147	11,71	m.d.
Elite Naturel Organik Gıda Sanayi Ve Ticaret	4.355	11,82	2,80
Göknur Gıda Maddeleri Enerji İmal. İth. İhr.	7.385	m.d.	3,70
Tat Gıda	3.732	m.d.	2,72
Pınar Süt	3.917	15,04	3,73
Banvit	29.907	9,42	3,11
Söke Değirmencilik Sanayi	6.138	17,77	1,82
Atakey Patates Gıda	7.389	m.d.	10,02
Eksun Gıda Tarım	4.456	m.d.	3,61
Pınar Entegre Et Ve Un	4.069	28,97	1,88
Dardanel	3.950	10,69	2,45
Kristal Kola	1.605	16,47	m.d.
Ofis Yem Gıda	6.716	m.d.	4,09
Dmr Unlu Mamuller Üretim Gıda	2.798	361,11	6,52
Merko Gıda	1.591	m.d.	0,00
Selçuk Gıda	1.011	m.d.	0,00
Kütahya Şeker Fabrikası	3.487	11,95	0,00
Penguen Gıda	1.369	17,14	0,00
Avod Gıda	967	13,24	0,00
Frijo Pak Gıda	1.258	10,14	0,00
Oylum Sınai Yatırımlar	1.169	12,97	0,00
Pınar Su Ve İçecek	2.416	14,27	0,00
Ersu Gıda	845	55,69	0,00
Fade Gıda Yatırım	1.426	38,41	0,00
Konfurt Gıda	3.358	9,20	0,00
Orçay Ortaköy Çay Sanayi Ve Ticaret	1.250	11,70	3,08
Selva Gıda Sanayi	1.205	16,52	0,00
Vanet Gıda	554	m.d.	0,00
<b>Medyan</b>		<b>11,86</b>	<b>2,41</b>

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Yurt dışı benzer şirket olarak, Şirket'in faaliyet gösterdiği benzer sektörde faaliyetleri olan ve anlamlı sonuç verdiği değerlendirilen şirketler seçilmiştir. Dikkate alınan çarpanlardan sıfır ve negatif olanlar ( $\leq 0x$ ) ile en yüksek dördte bir (quartile) ve en düşük dördte bir dilimlerinde olan veriler çalışmanın geneline hakim olan muhafazakar yaklaşımla aykırı değer olarak değerlendirilmiştir ve medyan hesaplamasında dikkate alınmamıştır. Yurt dışı benzer şirketlerin 24.05.2024 tarihi itibarıyla açıklanmış son verileri üzerinden hesaplanan FD/FAVÖK ve PD/DD çarpanlarının medyanı alınmış olup, sırasıyla %60 ve %40 ağırlık verilerek Şirket için adil özkaynak değeri hesaplanmıştır.

Yurt Dışı Benzer Şirketler	Ülke	Piyasa Değeri (milyon USD)	FD/FAVÖK	PD/DD
Whole Earth Brands Inc	ABD	208	15,62	0,89
Mama's Creations Inc	ABD	258	22,44	13,17
Simply Good Foods Co/The	ABD	3.721	16,10	2,26
Kraft Heinz Co/The	ABD	43.533	11,18	0,88
SunOpta Inc	ABD	827	17,15	3,58
Jinzai Food Group Co Ltd	Çin	6.094	m.d.	4,47
Guan Chong Bhd	Malezya	4.628	21,10	2,64
Barry Callebaut AG	İsviçre	8.848	14,04	3,05
Qingdao Richen Food Co Ltd	Çin	2.259	m.d.	3,16
Tiger Brands Ltd	Güney Afrika	37.328	9,59	2,06
Almunajem Foods Co	Suudi Arabistan	m.d.	17,13	m.d
Almarai Co JSC	Suudi Arabistan	m.d.	12,24	m.d
Prataap Snacks Ltd	Hindistan	20.397	m.d.	2,80
McCormick & Co Inc/MD	ABD	19.405	19,84	3,70
Grupo Bimbo SAB de CV	Meksika	290.520	8,16	2,72
Ajinomoto Co Inc	Japonya	3.092.085	15,43	3,73
Inner Mongolia Yili Industrial	Çin	183.853	m.d.	3,11
Yihai Kerry Arawana Holdings C	Çin	168.069	m.d.	1,82
Dabur India Ltd	Hindistan	988.975	40,98	10,02
John B San filippo & Son Inc	ABD	1.162	10,24	3,61
Podravka Prerambena Ind DD	Hırvatistan	1.118	11,17	1,88
Hormel Foods Corp	ABD	19.229	16,42	2,45
Strauss Group Ltd	İsrail	m.d.	10,06	m.d
Unicharm Corp	Japonya	3.105.413	16,48	4,09
Tata Consumer Products Ltd	Hindistan	1.046.451	46,77	6,52
<b>Medyan</b>			<b>15,62</b>	<b>3,08</b>

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Yurt dışı benzer ve yurt içi BIST Gıda, İçecek endeksinde seçilmiş şirketlerinin FD/FAVÖK ve PD/DD çarpanlarının medyanına göre Şirket için adil özsermaye değerleri %50-%50 ağırlıklandırılmaya göre hesaplanmıştır. Şirket'in iş modeliyle uyumlu benzer şirketler ve yurt içi BIST yatırımcılarının bakış açısını yansıtacak şekilde Şirket'in faaliyet alanına benzer şirketlerinin etkisi gözlemlenmiştir. Sonuç olarak, ağırlıklandırılmış özsermaye değeri çarpan analizine göre 6.280.785.762 TL olarak hesaplanmıştır. Bu analize göre pay başına değer 43,62 TL'ye tekabül etmektedir.

Çarpan Analizi (TL)	Ağırlık	Sonuç
<b>Yurt İçi Benzer Şirket Medyanı</b>		
Özsermaye Değeri	50%	5.444.670.707
Pay Başına Değer		37,81
<b>Yurt Dışı Benzer Şirket Medyanı</b>		
Özsermaye Değeri	50%	7.116.900.817



Çarpan Analizi (TL)	Ağırlık	Sonuç
Pay Başına Değer		49,42
<b>Ağırlıklandırılmış Özsermaye Değeri</b>		<b>6.280.785.762</b>
<b>Ağırlıklandırılmış Pay Başına Değer</b>		<b>43,62</b>

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

## 7.2. İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi

Şirket'in nakit akımlarının bugüne indirgenmesinde yaygın olarak kullanılan Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM) yöntemi kullanılmıştır.

AOSM	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	2032T	2033T
Risksiz Getiri Oranı	26,24%	24,99%	23,74%	22,49%	21,24%	19,78%	18,33%	16,88%	15,43%	13,98%
Beta	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
Piyasa Risk Primi	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%
Özkaynak Maliyeti	31,74%	30,49%	29,24%	27,99%	26,74%	25,28%	23,83%	22,38%	20,93%	19,48%
Borçlanma Maliyeti	29,24%	27,99%	26,74%	25,49%	24,24%	22,78%	21,33%	19,88%	18,43%	16,98%
Borçlanma Maliyeti (1-Vergi)	21,93%	20,99%	20,05%	19,11%	18,18%	17,08%	15,99%	14,91%	13,82%	12,73%
Borç/Özkaynak	0,08	0,08	0,08	0,08	0,08	0,08	0,08	0,08	0,08	0,08
Hedef Borç Ağırlığı	7%	7%	7%	7%	7%	7%	7%	7%	7%	7%
Özkaynak Ağırlığı	93%	93%	93%	93%	93%	93%	93%	93%	93%	93%
<b>AOSM</b>	<b>31,03%</b>	<b>29,81%</b>	<b>28,58%</b>	<b>27,35%</b>	<b>26,12%</b>	<b>24,69%</b>	<b>23,27%</b>	<b>21,84%</b>	<b>20,42%</b>	<b>18,99%</b>

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti hesaplamasında;

- 31.03.2024 tarihli bilançoda yer alan Finansal Borç / (Finansal Borç + Özsermaye) oranı %7 kullanılmıştır.
- Risksiz getiri oranı olarak, 2024 yılı için Türkiye'nin TL TRT051033T12 kodlu en uzun vadeli tahvilinin 24.05.2024 tarihi itibarıyla geriye doğru son 1 aylık ortalaması olan %26,24 kullanılmıştır. Daha sonraki yıllar için Türkiye'de mevcut durumdaki makroekonomik beklentiler göz önünde bulundurularak kademeli şekilde azaltılmıştır. Buna göre risksiz getiri oranının 2025-2033 yılları arasında %24,99 ile %13,98 arasında olacağı varsayılmıştır.
- Şirket'in payları henüz işlem görmeye başlamamış olduğundan ve bu sebeple istatistiki olarak Şirket'e özgü standart Beta hesabı yapılamayacağından, değerlendirme çalışmasında Beta 1 olarak kabul edilmiştir.
- Pay piyasası risk primi olarak %5,5 kullanılmıştır.
- Vergi kalkanı öncesindeki uzun vadeli borçlanma maliyeti, projeksiyon dönemi boyunca risksiz faiz oranı üzerinden 3 puan borç primi eklenerek hesaplanmıştır. %25 kurumlar vergisi çerçevesinde, vergi kalkanı sonrasındaki uzun vadeli borçlanma maliyeti 2024 yılı için %21,93 olarak hesaplanmıştır. 2025-2033 yılları arasında ise %20,99 ile %12,73 arasında olacağı varsayılmıştır.

Şirket'in 2024 yılı için ağırlıklandırılmış ortalama sermaye maliyeti (AOSM) %31,03 olarak hesaplanmakta olup, 2025-20233 yılları arasında %29,81-%18,99 aralığında olacağı hesaplanmıştır.

## Seğmenler Kardeşler Gıda İNA Analizi Sonucu

Şirket'e ait toplam serbest nakit akımlarının net bugünkü değer hesaplanması, Şirket'in projeksiyon dönemi boyunca her bir yıl için elde edeceği Serbest Nakit Akışlarının ilgili projeksiyon yılına ait iskonto faktörü ile çarpılması sonucunda indirgenmiş serbest nakit akışlarının toplamından

oluşmaktadır. Uç değer büyüme oranı ise enflasyon oranlarındaki düşüş beklentisi de dikkate alınarak 2033 sonrasındaki dönem için %5 kullanılarak hesaplanmıştır. Bu yöntemle hesaplanan Serbest Nakit Akımlarının AOSM oranı ile bugüne indirgenen değerlerinin projeksiyon dönemindeki toplamına uç büyüme değeri ile hesaplanan terminal nakit akımlarının bugüne indirgenen değeri eklenerek Firma Değeri ne ulaşılmıştır. Firma değerinden Şirket'in mevcut net finansal borcu ve ortaklara ödenen kâr payı tutarı çıkarıldığında ise 5.71.339.382 TL adil Özkaynak değerine ulaşılmaktadır. Pay başına değer ise 39,72 TL'ye tekabül etmektedir.

(Milyon TL)	2021T	2022T	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	2032T	2033T
<b>Satış Gelirleri</b>	<b>1.180</b>	<b>1.481</b>	<b>1.660</b>	<b>2.184</b>	<b>3.512</b>	<b>4.424</b>	<b>5.148</b>	<b>5.922</b>	<b>6.750</b>	<b>7.695</b>	<b>8.664</b>	<b>9.391</b>	<b>10.142</b>
<i>Büyüme Oranı</i>		25%	12%	32%	61%	26%	16%	15%	14%	14%	13%	8%	8%
Brüt Kar	227	442	598	698	1.123	1.414	1.645	1.893	2.157	2.460	2.769	3.002	3.230
<i>Brüt Kar Marjı</i>	19%	30%	36%	32%	32%	32%	32%	32%	32%	32%	32%	32%	32%
Faaliyet Karı	172	382	520	603	970	1.222	1.421	1.635	1.864	2.125	2.392	2.593	2.790
<i>Faaliyet Karı Marjı</i>	15%	26%	31%	28%	28%	28%	28%	28%	28%	28%	28%	28%	28%
Amortisman	29	26	23	41	66	83	97	112	127	145	163	177	190
<b>FAVÖK</b>	<b>201</b>	<b>408</b>	<b>543</b>	<b>644</b>	<b>1.036</b>	<b>1.305</b>	<b>1.518</b>	<b>1.747</b>	<b>1.991</b>	<b>2.269</b>	<b>2.555</b>	<b>2.770</b>	<b>2.980</b>
<i>FAVÖK Marjı</i>	17%	28%	33%	29%	29%	29%	29%	29%	29%	29%	29%	29%	29%
(-) Vergi				139	223	281	327	376	466	531	598	648	700
(-/+) <i> İşletme Sermayesi Değişimi</i>				239	439	295	233	248	259	295	299	218	210
(-) Sermaye Harcamaları (CAPEX)				22	35	44	51	59	67	77	87	94	100
<b>Firma Serbest Nakit Akışları</b>				<b>245</b>	<b>338</b>	<b>684</b>	<b>906</b>	<b>1.064</b>	<b>1.198</b>	<b>1.367</b>	<b>1.572</b>	<b>1.810</b>	<b>1.970</b>
AOSM				31,0%	29,8%	28,6%	27,4%	26,1%	24,7%	23,3%	21,8%	20,4%	19,0%
Baz Yıl				0,85	1,85	2,85	3,85	4,85	5,85	6,85	7,85	8,85	9,85
İskonto Faktörü				0,79	0,62	0,49	0,39	0,32	0,27	0,24	0,21	0,19	0,18
<b>İndirgenmiş Firma Serbest Nakit Akışları</b>				<b>195</b>	<b>209</b>	<b>334</b>	<b>357</b>	<b>345</b>	<b>329</b>	<b>326</b>	<b>333</b>	<b>349</b>	<b>356</b>
Toplam İndirgenmiş Firma Serbest Nakit Akışları				3.133									
Uç Değer				14.783									
Uç Değerin Bugünkü Değeri				2.667									
Uç Değer Büyüme				5%									
Firma Değeri				5.799									
<b>(+) Nakit</b>				<b>71</b>									
(-) Borç				125									
(-) Ortaklara Kar Payı Ödemeleri				26									
İştirakler				0									
<b>Adil Özkaynak Değeri</b>				<b>5.719</b>									
<b>Sermaye</b>				<b>144</b>									
Pay Değeri				39,72									

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

### 7.3. Değerleme Sonucu

Şirket'in değerlemesinde İNA ve Çarpan Analizleri eşit ağırlıklandırılmış olup, 6.000.062.572 TL adil özsermaye değerine ulaşılmıştır. Buna göre, çıkarılmış sermayesi 144.000.000 TL olan Şirket'in halka arz pay başına değeri 41,67 TL olarak hesaplanmıştır. %28 halka arz iskontosu sonrasında ise özsermaye değeri 4.320.000.000 TL, pay başına değer ise virgülden sonra ikinci basamağı yuvarlanarak 30,00 TL olarak hesaplanmıştır. Sermaye artırımını yoluyla halka arz edilecek nominal paylar 35.000.000 TL, ortak satışı yoluyla halka arz edilecek nominal paylar 24.000.000 TL'dir. Buna göre, halkın arzın büyüklüğü 2.144.650.000 TL olup, halka açıklık oranı %32,96 olarak hesaplanmıştır. Şirket'in halka arz sonrası çıkarılması sermayesi 179.000.000 TL, piyasa değeri ise 5.370.000.000 TL'ye tekabül etmektedir.

Değerleme Sonucu (Nominal TL)	Piyasa Değeri (TL)	Ağırlık	Özkaynak Değeri
İndirgenmiş Nakit Akışları	5.719.339.382	50%	2.859.669.691
Piyasa Yaklaşımı - Yurt İçi Benzer Şirket Çarpanları	5.444.670.707	25%	1.361.167.677
Piyasa Yaklaşımı - Yurt Dışı Benzer Şirket Çarpanları	7.116.900.817	25%	1.779.225.204
<b>Ağırlıklandırılmış Özkaynak Değeri</b>			6.000.062.572
<b>%28 İskonto Sonrası Ağırlıklandırılmış Özkaynak Değeri</b>			4.320.000.000
<b>Pay Adedi</b>			144.000.000
<b>Ağırlıklandırılmış Pay Değeri</b>			<b>30,00</b>

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Halka arz fiyatı olarak belirlenen 30,00 TL için halka arz iskontosu %28 olarak hesaplanmaktadır.

### 8. Görüş

- Seğmen Kardeşler Gıda için Gedik Yatırım tarafından hazırlanan Fiyat Tespit Raporu'nda verilen gerek Şirket projeksiyonlarının dayandığı varsayımlar, gerekse de sektörel bilgilerin kapsamlı, açık, net ve anlaşılır olduğu görüşüdeyiz.
- Şirket'in değerlemesi için Gelir Yaklaşımı çerçevesinde İndirgenmiş Nakit Akım Analizi Yönteminin ve Pazar Yaklaşımı çerçevesinde de Çarpan Değerlemesinin kullanılmasını ve Çarpan Değerlemesinde FD/FAVOK ve PD/DD göstergelerinin kullanılmasını makul bulmaktayız.
- Çarpan çalışmasında yurt içi ve yurtdışında yer alan benzer şirketlerin değerlemeye eşit ağırlıklı olarak katkıda bulunmasını makul bulmaktayız.
- INA Analizi için kullanılan projeksiyonların ve varsayımların detaylı bir şekilde verildiği açıklandığını görüşünde olmakla birlikte INA Analizinde kullanılan varsayımların değişmesi ile farklı sonuçlara ulaşabileceğini belirtmek isteriz.

Sonuç olarak, Şirket için hesaplanan özsermaye değerine %28 oranında halka arz iskontosu uygulanarak belirlenen 30,00 TL pay başına değer yukarıda belirtilen görüşlerimiz çerçevesinde makul olduğunu düşünmekteyiz.