

‘Fiyat Tespit Raporu’ DEĞERLENDİRME RAPORU DURUKAN ŞEKERLEME SANAYİ VE TİCARET A.Ş.

‘Durukan Şekerleme Sanayi ve Ticaret A.Ş. Fiyat Tespit Raporu’ DEĞERLENDİRME RAPORU

İşbu rapor, Ak Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından, Sermaye Piyasası Kurulu’nun 12/02/2013 tarihli ve 5/145 sayılı kararında yer alan; payların ilk kez halka arzı öncesi uygulanacak esasların 7. Maddesine dayanılarak hazırlanmıştır. Rapor, Deniz Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş.’nin Durukan Şekerleme Sanayi ve Ticaret A.Ş. (“Şirket” ve/veya “Durukan Şekerleme”) için hazırladığı Halka Arz Fiyat Tespit Raporu’nu değerlendirmek amacıyla hazırlanmış olup, yatırımcıların pay alım satımına ilişkin herhangi bir öneri ya da teklif içermemektedir. Yatırımcılar, halka arza ilişkin izahnameyi inceleyerek kararlarını vermelidirler.

İşbu raporda kullanılan bilgiler, halka arza aracılık eden yetkili kuruluş Deniz Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş.’nin Durukan Şekerleme Sanayi ve Ticaret A.Ş. için hazırladığı Halka Arz Fiyat Tespit Raporu, İzahname ve İzahname eklerinden temin edilmiştir.

A) ŞİRKET HAKKINDA VERİLEN ÖZET BİLGİLER:

1. Faaliyet Konusu Hakkında:

Şirket, ağırlıklı olarak gıda ve şekerleme sektöründe sert şekerleme lolipop, sert şekerleme bonbon, yumuşak şeker, sıvı şekerleme, çikolata kategorilerini içeren şekerleme üretimi ve satışında faaliyet göstermektedir.

Şirket, Ankara OSB’de 19.802 m² arsa alanının üzerine kurulu yaklaşık 31.000 m² kapalı alana sahip, mülkiyeti kendisine ait üretim tesislerine sahiptir. Şirket’in üretim tesisi, yıllık 6.000 ton/yıl top lolipop imalatı, 2.000 ton/yıl yassı lolipop imalatı, 3.500 ton/yıl bonbon şekerleme, 2.500 ton/yıl çiğnenebilir draje kaplanmış şekerleme, 6.500 ton/yıl yumuşak şeker, 200 ton/yıl butik çikolata ve 2.000 ton/yıl sıvı şekerleme olmak üzere toplamda 22.700 ton/yıl üretim kapasitesi bulunmaktadır.

2. Şirket'in Operasyonları Hakkında:

Operasyonel Faaliyetleri

Şirket'in yıllara göre faaliyetleri kapsamındaki ton bazında satışları aşağıda yer almaktadır:

Ton	31.12.2021	31.12.2022	31.12.2023	30.06.2023	30.06.2024
Sert Şeker	3.769	4.542	4.556	1.778	3.184
Yumuşak Şeker	467	1.146	1.738	785	780
Draje	705	851	1.245	504	676
Sıvı Şeker	0	0	124	51	25
Toplam	4.941	6.539	7.663	3.119	4.665

Şirket'in 2021,2022, 2023 yıllarında sırasıyla yurt dışı satışlarının brüt satışlara oranı %45,4, %55,0, %66,9'dur. 2023/06 ve 2024/06 dönemlerinde ise sırasıyla %59,7 ve %62,4'tür.

Özet Finansallar:

2021, 2022, 2023, 2023/6 ve 2024/6 dönemlerine ilişkin bağımsız denetimden geçmiş özet finansalları aşağıdaki gibidir;

(milyon TL)	31.12.2021	31.12.2022	31.12.2023	30.06.2023	30.06.2024
Hasılat	489	814	979	412	505
Brüt Kar	96	162	334	86	211
<i>Brüt Kar Marjı (%)</i>	<i>19,6%</i>	<i>19,9%</i>	<i>34,1%</i>	<i>20,9%</i>	<i>41,6%</i>
Esas Faaliyet Karı	48	56	198	32	138
<i>Esas Faaliyet Kar Marjı (%)</i>	<i>9,9%</i>	<i>6,9%</i>	<i>20,2%</i>	<i>7,6%</i>	<i>27,3%</i>
Net Kar	13	64	82	8,3	17
<i>Net Kar Marjı (%)</i>	<i>2,7%</i>	<i>7,9%</i>	<i>8,4%</i>	<i>2,0%</i>	<i>3,4%</i>

3. Halka Arz Gelirlerinin Kullanım Yerleri:

Şirket halka arzdan elde edeceği geliri aşağıda şekilde kullanmayı hedeflemektedir:

- Üretim Kapasitesinin Artırılması için Yapılacak Yatırımlar ve/veya GES Yatırımı: %40-45
- İşletme Sermayesi İhtiyaçlarının Karşılanması: %35-40
- Finansal Borçların Ödenmesi: %15-25

4. Değerleme Hakkında Verilen Özet Bilgi

Değerleme çalışmasında, İndirgenmiş Nakit Akımları (“İNA”) ve Çarpan Analizi (“Pazar Yaklaşımı”) yöntemleri kullanılmıştır. Çarpan Analizi kapsamında Durukan Şekerleme paylarının değerinin tespit edilmesinde Firma Değeri/FAVÖK (“FD/FAVÖK”) çarpanı kullanılmıştır. Söz konusu çarpanlar 28.08.2024 kapanış tarihi itibarıyla hesaplanmış, uç değerler dışarda bırakılarak medyan değerler kullanılmıştır. Borsa İstanbul’da (“BIST”) işlem gören firmalara ek olarak yurt dışı piyasalarda işlem gören Şirket ile benzer faaliyet alanına sahip şirketler örnek olarak verilmiş ancak değerlemeye eklenmemiştir. İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi yönteminde; 2024-2030 dönemlerini içeren projeksiyonlar kullanılarak değer tespiti gerçekleştirilmiştir. Sonuç olarak; İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi ve Çarpan Analizi yöntemlerine göre Şirket Değeri hesaplanmıştır. İndirgenmiş Nakit Akımları Analizine %50, Çarpan Analizine %50 ağırlık verilerek Şirket Değeri 2.432 milyon TL ve Birim Pay Değeri 24,32 TL olarak tespit edilmiştir. Söz konusu değerlere %30 halka arz iskontosu uygulanarak Halka Arz Şirket Değeri 1.700 milyon TL ve Halka Arz Birim Pay Değeri 17,00 TL olarak belirlenmiştir.

İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi

İNA yönteminde 2024-2030 arasında projeksiyon yapılmıştır. Şirket’in faaliyet gösterdiği sektör ve alım-satıma konu olan ürünler yüksek ağırlıklı olarak döviz ve döviz bazlı (ABD Doları, “USD”) olarak fiyatlanmaktadır. Şirket, 2021, 2022, 2023 ve 2024/06 dönemlerinde brüt satışlarının sırasıyla %45, %55, %67 ve %62’sini yurtdışına gerçekleştirmiştir. Şirket’in gider kalemlerinin fiyatlamaları da yüksek ağırlıklı olarak ABD Doları cinsinden veya ABD Doları bazlı olarak gerçekleştirilmektedir. Bu sebeple projeksiyonlarda kullanılan para birimi ABD Doları’dır. Şirket’in finansal tabloları ile önceki dönemlere ait karşılaştırmalı tüm tutarlar TMS29 uyarınca Türk lirasının genel satın alma gücünde meydana gelen değişimlere göre düzeltilmiş ve nihayetinde Türk lirasının 30 Haziran 2024 tarihindeki satın alma gücü cinsinden ifade edilmiştir. Bu sebeple mali tablo kalemlerinin ABD Doları’na çevrilmesinde 30.06.2024 Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası Döviz Satış kuru temel alınmıştır.

Risksiz getiri (Rf) olarak US900123CM05 ISIN kodlu 11.05.2047 vadeli Eurobond’un 28.08.2024 tarihli indikatif getirisi dikkate alınmıştır. Şirket mevcut durum itibarıyla bankalardan USD cinsinden %7,0 ile %8,0 arasındaki kredi faiz oranlarıyla finansmana ulaşabilmektedir. Hisse senedi risk primi %5,5 ve hisse betası 1,0 olarak kullanılmıştır. Buna göre Şirket’in sermaye maliyeti %13,2’dir. Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (“AOSM”) hesabında bu orana, risksiz getiri oranının %15’i kadar prim eklenerek kredi faiz oranı belirlenmiştir. Bu şekilde Şirket’in borçlanma faizi %8,8 olarak ve %25’lik kurumlar vergisi oranı Şirket’in “imalatçı” statüsünde olması nedeniyle 1,0 puan indirim ile %24 olarak kabul edilmiştir. Buna göre, Şirket’in vergi sonrası borçlanma maliyeti %6,7’dir. 30.06.2024 tarihli tablolara göre Özkaynak – Finansal Borç ağırlıkları sırasıyla %67 ve %33’tür. Söz konusu oranların gelecek dönemlerde de devam edeceği öngörüsüyle Sermaye Maliyeti ve Borçlanma Maliyeti mevcut oranlara göre ağırlıklandırılarak; AOSM %11,0 olarak hesaplanmaktadır.

Sonuç olarak %1,0 devam eden Serbest Nakit Akımlar (“SNA”) büyüme oranına göre hesaplanan 30.06.2024 tarihli şirket değeri 72,6 milyon USD’dir. Hesaplanan değer %11,0 AOSM ile rapor tarihine (28.08.2024) taşınması sonucu şirket değeri 73,9 milyon USD’dir. İNA analizi sonucunda Durukan Şekerleme’nin şirket değeri 2.514 milyon TL hesaplanmıştır.

AOSM		Açıklama
E/(E+D)	67,0%	Özkaynaklar / (Özkaynaklar + Borçlar)
D/(E+D)	33,0%	Borçlar / (Özkaynaklar + Borçlar)
Vergi Oranı (T)	24,0%	%25,0 Kurumlar Vergisi - 1,00 Puanlık İmalatçı İndirimi
Beta (B)	1,0	Halka arz değerlemesi kapsamında 1,00 olarak dikkate alınmıştır.
Risksiz Getiri (Rf)	7,7%	US900123CM05 11.05.2047 Vadeli Eurobond 28.08.2024 Getirisi
Risk Primi (Rm-Rf)	5,5%	Piyasa Öngörüsü
Kredi Faizi (Rd)	8,8%	Şirket ve Piyasa Öngörüsü
Özsermaye Maliyeti (Ke)	13,2%	$Rf+B*(Rm-Rf)$
Borçlanma Maliyeti (Kd)	6,7%	$Rd*(1-T)$
AOSM	11,0%	$[E/(E+D)*Ke] + [D/(E+D)*Kd]$

Serbest Nakit Akımı (USD, mn)	2022	2023	2023/06	2024/06	2024/2.Y	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T
Net Satışlar	24,7	29,8	12,5	15,4	17,8	33,1	39,0	46,3	52,9	58,3	60,6	61,8
Değişim (%)	66,4%	20,3%		23,2%		11,3%	17,9%	18,6%	14,2%	10,3%	3,9%	2,0%
SMM	-17,8	-18,4	-8,1	-8,0	-11,4	-19,4	-25,6	-30,1	-33,8	-37,3	-38,8	-39,6
Brüt Kar	6,9	11,4	4,4	7,4	6,4	13,8	13,5	16,2	19,0	21,0	21,8	22,3
Brüt Kar Marjı	28,0%	38,3%	35,2%	47,9%	36,0%	41,5%	34,5%	35,0%	36,0%	36,0%	36,0%	36,0%
Faaliyet Gideri	-2,3	-3,7	-1,8	-2,5	-2,1	-4,6	-4,9	-5,4	-5,8	-6,2	-6,4	-6,5
Faaliyet Gideri Marjı	9,4%	12,3%	14,4%	16,3%	11,6%	13,8%	12,6%	11,6%	11,0%	10,6%	10,5%	10,5%
FAVÖK	4,6	7,7	2,6	4,9	4,3	9,2	8,5	10,8	13,2	14,8	15,5	15,8
FAVÖK Marjı	18,6%	26,0%	20,7%	31,6%	24,4%	27,7%	21,9%	23,4%	25,0%	25,4%	25,5%	25,5%
Amortisman (-)	-2,3	-1,9	-1,9	-1,0	-0,9	-2,0	-1,7	-1,8	-1,8	-1,5	-1,4	-1,3
Esas Faaliyet Karı	2,3	5,8	0,7	3,8	3,4	7,2	6,9	9,1	11,5	13,3	14,1	14,5
Vergi (-)					-0,8		-1,6	-2,2	-2,8	-3,2	-3,4	-3,5
Capex (-)					-0,3		-2,4	-4,7	-0,8	-0,9	-0,9	-0,9
İşletme Serm. Değişimi (-)					2,0		0,5	1,4	6,0	0,7	1,0	0,5
SNA					1,3		4,1	2,5	9,1	10,1	10,2	10,9

Şirket Değer Hesaplaması	(milyon USD)
2024/06 - 2030 Dönemi SNA Bugünkü Değeri (1)	30,5
Devam Eden (Sonsuz) Değerin Bugünkü Değeri (2)	55,3
Firma Değeri (1+2)	85,7
Net Finansal Borç	13,1
Şirket Değeri - 30.06.2024	72,6
Şirket Değeri - 28.08.2024	73,9
28.08.2024 USD/TRY	34,02
Şirket Değeri - milyon TL	2.514

Piyasa Çarpanları Analizi

Şirket değeri hesaplamasında, Borsa İstanbul'da ve yurt dışı piyasalarda işlem gören benzer şirketlerin; FD/FAVÖK çarpanı incelenmiştir. Bu çarpan ile yapılan değer tespitlerinin; uluslararası kabul görmüş olması, sıkça tercih edilmesi, iş hacmi, firmaların nakit yaratma ve karlılık kapasitelerini en iyi şekilde yansıttığı düşünüldüğü için emsal şirketlerin sadece FD/FAVÖK çarpanının medyan değerlerinin kullanılması uygun görülmüştür.

Çarpan Analizi'nde değerlemeye; BIST – Gıda ve İçecek Endeksi (XGIDA) kapsamında işlem gören ve rapor tarihi 28.08.2024 itibarıyla yalnızca 3 milyar TL ve üstü piyasa değerine sahip şirketler dikkate alınmıştır. Ayrıca seçilen şirketlere ek olarak Şirket ile benzer faaliyet alanına sahip olması nedeniyle Kent Gıda Maddeleri ve Sanayi Ticaret A.Ş. örnekleme eklenmiştir. Bu şirketler arasında Anadolu Efes, örneklem dahilinde dikkate alınan Coca-Cola'yı da içeren bir holding yapısında olması sebebiyle örnekleme dahil edilmemiştir.

Benzer şirketlerin FD/FAVÖK çarpanları 28.08.2024 kapanış tarihiyle hesaplanmış, hesaplamalarda; FAVÖK tutarları negatif olan şirketler ile FD/FAVÖK çarpanı 25,0'ten büyük olan şirketler değerlendirme dışı bırakılmıştır. BIST GIDA endeksi karşılaştırmasıyla hesaplanan özsermaye değeri 2.350 milyon TL'dir.

Durukan Şekerleme - Özet Finansal Veriler - 30.06.2024			Milyon TL
FAVÖK			328,40
Net Finansal Borç			429,80
Benzer Şirketler Grubu - Milyon TL	Ağırlık	Çarpan	Şirket Değeri
GIDA Şirketleri	100%	8.5x	2.350
FD/FAVÖK	100%		2.350
Çarpan Analizi Yöntemi - Sonuç - Milyon TL			Ağırlık
FD/FAVÖK			2.350
Çarpan Analizi Yöntemi - milyon TL			2.350

5. Sonuç:

Değerleme çalışması kapsamında ilgili bölümlerde detayları açıklanan Çarpan Analizi yöntemine %50, İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi yöntemine %50 ağırlık verilerek Durukan Şekerleme'nin Şirket Değeri 2.432 milyon TL ve Birim Pay Değeri 24,32 TL olarak tespit edilmiştir. Söz konusu değerlere %30 halka arz iskontosu uygulanarak Halka Arz Şirket Değeri 1.700 milyon TL ve Halka Arz Birim Pay Değeri 17,00 TL olarak belirlenmiştir.

Değerleme Yöntemi	Şirket Değeri (milyon TL)	Ağırlık	Birim Pay Değeri - TL
İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi	2.514	50%	25,14
Çarpan Analizi	2.350	50%	23,50
FD/FAVÖK	2.350	100%	23,50
Ağırlıklandırılmış Şirket Değeri	2.432	100%	24,32
Halka Arz İskontosu	30%		30%
Halka Arz Şirket Değeri	1.700		17,00

- Durukan Şekerleme için hazırlanmış olan fiyat tespit raporunda kullanılan finansal bilgilerin ve değerlendirme yöntemlerinin anlaşılır olduğunu, Şirket hakkında verilen bilgilerin kapsamlı ve detaylı olduğunu düşünüyoruz.
- Değerleme yöntemi olarak İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi ve Çarpan Analizi yöntemlerinin kullanılmasını makul buluyoruz.
- Değerleme yöntemlerinde her iki yaklaşıma da %50 ağırlık verilmesinin makul olduğunu düşünüyoruz.
- Şirket'in, 2023 yılında tamamlanan çikolata hattına ek olarak 2025 yılında sıkı şeker hattı yatırımı, 2026 yılında jelly hattı yatırımı yaparak üretilen mamul gruplarının çeşidini artırmayı ve ürün portföyünü

genişletmeyi hedeflediği belirtilmektedir. Bununla birlikte indirgenmiş nakit akımları analizinde şirket'in planlamalarını tamamladığı ve ilgili dönemlerde gerçekleştirilmeyi planladığı Jelly ve sıkı şeker yatırımları dikkate alınmadığı belirtilmektedir.

- Projeksiyon döneminde; şirket'in ürün sepetindeki katma değerli ürünlerin ağırlığının artırması ve ürün portföyünün çeşitlenmesi ile ürün birim fiyatlarının enflasyonun üzerinde artması beklenmesine karşılık muhafazakar tarafta kalınarak tahmin edilen enflasyon oranı kadar artış öngöröldüğü belirtilmektedir.
- şirket, 2025 yılında 10,9 bin ton satış öngörmekte olup, 2028 yılına kadar satış tonajı sırasıyla 12,4, 13,7 ve 14,7 bin ton olarak öngörölmüştür. şirket'in efektif üretim kapasitesinin de 2027 yılında 29 bin tona artması beklenmekte olup, 2024-2030 yılları arasında ortalama %48'lik kapasite kullanım oranı öngörölmektedir.
- şirket, 2025 yılında atı GES yatırımını tamamlamayı hedeflemektedir. Bu yatırım neticesinde enerji maliyetlerinin düşmesi ve brüt kar marjını olumlu etkilemesi beklendiği belirtilmektedir. Bu çerçevede brüt kar marjının 2027 yılında %36,0 seviyesinde dengeleneceği öngörölmüştür.
- şirket mevcut durumda yurt dışı satışlarını 30 gün vadeyle gerçekleştirmekte, yurt içindeki müşterilerle ise 75-90 gün vadeyle çalışmaktadır. Ticari alacakların, projeksiyon dönemi içerisinde yurt dışı satışların payının artması varsayımıyla gerilemesi öngörölmektedir.
- şirket'in 2021, 2022 ve 2023 yıllarında FAVÖK marjları sırasıyla %13,9, %18,6 ve %26,0'dır. FAVÖK marjının 2030 yılına kadar %25,5 seviyesinde dengelenmesi öngörölmüştür.

AKYatırım

Bu rapor, Ak Yatırım Menkul Değerler A.ř. tarafından, güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan elde edilen bilgi ve veriler kullanılarak hazırlanmıştır. Raporda yer alan ifadeler, hiçbir şekilde veya suretle alış veya satış teklifi olarak değerlendirilmemelidir. Ak Yatırım, bu bilgilerin doğru, eksiksiz ve değişmez olduğunu garanti etmemektedir. Bu sebeple, okuyucuların, bu raporlardan elde edilen bilgilere dayanarak hareket etmeden önce, bilgilerin doğruluğunu teyit ettirmeleri önerilir ve bu bilgilere dayanarak aldıkları kararlarda sorumluluk kendilerine aittir. Bilgilerin eksikliği ve yanlışlığından Ak Yatırım hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. Ayrıca, Ak Yatırım'ın ve Akbank'ın tüm çalışanları ve danışmanlarının, herhangi bir şekilde bilgiler dolayısıyla ortaya çıkabilecek, doğrudan veya dolaylı zararlarla ilgili herhangi bir sorumluluğu yoktur. Bunlara ilaveten, Ak Yatırım, raporların Internet üzerinden e-mail yoluyla alınması durumunda virüs, hatalı gönderim veya diğer herhangi bir teknik sebepten dolayı alıcının donanımına veya yazılımına gelebilecek herhangi bir zarardan dolayı sorumlu tutulamaz.

© Ak Yatırım Menkul Değerler A.ř.