
DMR Unlu Mamuller Üretim Gıda Toptan
Perakende İhracat A.Ş.
ve
Tunam Unlu Mamuller Sanayi ve Ticaret A.Ş.
Birleşme ve Hisse Değişim Oranları Tespitine
İlişkin Uzman Kuruluş Raporu



Bizim Menkul Değerler A.Ş.

Merdivenköy Mah. Bora Sok. Göztepe Nida
Kule İş Merkezi No:1 Kat:17 34732 Kadıköy
İstanbul
Tel : 0216 444 1 263

11/05/2026

Rapor Bilgileri:

- a) Raporun Tarihi: 11 Mayıs 2025
- b) Raporun Numarası: UKRDMRGD20261105
- c) Raporun Türü: Şirket Değerleme & Uzman Kuruluş Raporu
- d) Değerleme Para Birimi: Türk Lirası
- e) Değerlemeyi Yapan Şirket Unvanı ve Adresi: Bizim Menkul Değerler A.Ş. (BMD) Merdivenköy Mah. Bora Sok. Göztepe Nida Kule İş Merkezi No:1 Kat:17 34732 Kadıköy İstanbul.
- f) Değerlemeyi Gerçekleştiren Kişi: Rapora konu varlığın değerlemesi Bizim Menkul Değerler A.Ş. Kurumsal Finansman Direktörü İlker Şahin tarafından yapılmıştır. SPL Sicil numarası 31839 olan İlker Şahin 211071 numaralı Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3 Lisansına sahip olmakla beraber türev ürünler lisansı almaya da hak kazanmıştır.
- g) Müşteri: DMR Unlu Mamuller Üretim Gıda Toptan Perakende İhracat A.Ş
- h) Değerlemeyi Yapanın Değerlemeye Konu Varlık ve Müşteri ile Olan İlişkisi: Bizim Menkul Değerler A.Ş. ile Müşteri arasında sermaye ilişkisi bulunmamaktadır. Son 3 yılda Şirket'e BMD tarafından herhangi bir hizmet verilmemiştir. Bizim Menkul Değerler A.Ş. ile Tunam Unlu Mamuller Sanayi ve Ticaret A.Ş. ("Tunam Unlu Mamuller") arasında sermaye ilişkisi bulunmamaktadır. Son 3 yılda Tunam Unlu Mamuller'e BMD tarafından herhangi bir hizmet verilmemiştir.
- i) Değerleme Tarihi: 31 Aralık 2025
- j) Dayanak Sözleşme Tarihi: 01 Nisan 2026

BİZİM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Merdivenköy Mah. Bora Sok. Nida Kule Göztepe İş Merkezi
1 Kat:17 Kadıköy/İstanbul
Tel: 0216 447 1000 - 0216 447 0100
Abdülhamit Paşa Yolu, Kat: 17
E-Posta: Bilgi@bmd.com.tr
www.bmd.com.tr

DMR Unlu Mamuller Üretim Gıda Toptan Perakende İhracat A.Ş.'ye, İstanbul, Türkiye

DMR Unlu Mamuller Üretim Gıda Toptan Perakende İhracat A.Ş. ("DMR Gıda" veya "Devralan Şirket") ile Tunam Unlu Mamuller Sanayi ve Ticaret A.Ş. ("Tunam Unlu Mamuller" veya "Devrolunan Şirket") değerini içeren "Değerleme Raporu" ile SPK'nın II-23.2 sayılı Birleşme ve Bölünme Tebliği uyarınca uygun birleşme ve hisse değişim oranlarının hesaplanmasına yönelik Uzman Kuruluş Raporu'nu tamamlamış bulunmaktayız. Bu değerlendirme çalışmasının Sermaye Piyasası Kurulu'nun III-62.1 sayılı "Sermaye Piyasasında Değerleme Standartları Hakkında Tebliği" gereği Uluslararası Değerleme Standartları (UDS) kapsamında yürütüldüğünü ve tüm yönleriyle ilgili standartlara uygun olduğunu Bizim Menkul Değerler A.Ş. olarak beyan ederiz.

Bu değerlendirme çalışması DMR Gıda ve Tunam Unlu Mamuller'in değerine gösterge olabilmesi amacıyla DMR Gıda'nın talebi doğrultusunda gerçekleştirilmiştir. Rapor içinde, DMR Gıda ve Tunam Unlu Mamuller'e şirket/şirketler ifadeleri ile atıf yapılmıştır.

Değerleme işini alabilmek için bilerek yanlış, yanıltıcı ve abartılı beyanlarda bulunulmamış ve bu şekilde reklam yapılmamıştır. Bilerek aldatıcı, hatalı, ön yargılı görüş ve analiz içeren bir rapor hazırlanmamıştır. Önceden belirlenmiş fikirleri ve sonuçları içeren bir görev kabul edilmemiştir. Değerleme işi gizlilik içinde ve basiretli bir şekilde yürütülmüştür. Değerleme çalışması bağımsızlık ve objektiflik ilkelerine bağlı kalarak kişisel çıkarları gözetmeksizin yerine getirilmiştir. Değerleme ücreti, değerlendirme çalışmasının tamamlanmasından önce tespit edilmiş olup değerlendirme çalışmasının sonucuna veya raporun herhangi bir kısmına hiçbir şekilde bağlı değildir.

Bu değerlendirme çalışması kesinlikle tekrar çıkarılmak, çoğaltılmak, kopyalanmak ve/veya SPK'nın ilgili tebliği gereğince raporun sonuçlarına ihtiyaç duyan kurumlar haricinde başkasına dağıtılmak üzere hazırlanmamıştır.

Finansal Değerleme yapılan şirketler ile ilgili herhangi bir hukuki veya vergi ile ilgili bir durum tespiti yapılmamıştır. Burada ifade edilen değerler, hukuki ve vergi durum tespitleri haricinde belirlendiği göz ardı edilmemelidir. Değerleme yapılan şirketin aktiflerinin fiziki mevcudiyeti ve kanuni mülkiyetine ilişkin herhangi bir araştırma yapılmamış olup bu konuda herhangi bir sorumluluğumuz bulunmamaktadır. Bu çalışmada şirket için bulunan değer alım veya satım fiyatı olarak da esas teşkil etmemektedir ve etmemelidir. Buna ilave olarak; bulunan değer üzerinden alım-satım işlemi yapılması ve/veya işlemin teminatlandırılması, bu çalışmaya dâhil edilmemiş olan birçok faktörün de göz önünde bulundurulmasını gerektirmektedir. Bizim Menkul Değerler A.Ş., alım-satım ve/veya teminatlandırma işlemlerinde herhangi bir yükümlülük veya sorumluluk kabul etmemektedir ve etmeyecektir.

Bu değerlendirme çalışmasında Şirketlerin yetkililerinin tarafımıza iletmış olduğu verilerden, projeksiyonlardan ve raporlardan yararlanılmıştır. Şirketimiz, bu bilgilerin makul ölçüde değerlendirildiğinde bariz şekilde gerçeğe aykırı olduğuna ilişkin bir şüpheye ulaşamamıştır. Bununla birlikte elde edilmiş olan bilgi ve belgelerin doğruluğuna güvenmiş olup; bu bilgilerin doğruluğu konusunda şirketimiz veya çalışanları tarafından herhangi bir beyan verilmemiştir ve bu konuda herhangi bir sorumluluk da kabul edilmemiştir ve edilmeyecektir.

Raporun bütünlüğünü ve değerlemenin daha anlaşılır olmasını sağlamak adına Şirket yetkililerinin tarafımıza iletmış olduğu veriler dışında BMD'nin güvenilir olduğunu düşündüğü yayımlanmış bilgilerden ve veri kaynaklarından derlenmiş veriler de raporda kullanılmıştır. Kullanılan bilgilerin hatasızlığı ve/veya eksiksizliği konusunda BMD hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. Ayrıca, burada yer alan tahmin, yorum ve tavsiyeler rapor tarihi itibarıyla geçerlidir. BMD Kurumsal Finansman Bölümü daha önce hazırladığı ya da daha sonra hazırlayacağı raporlarda bu raporda sunulan görüş ve tavsiyelerden farklı ya da bu raporda sunulan görüş ve tavsiyelerle çelişen başka tahmin, yorum ve tavsiyelerde bulunabilir. Çelişen fikir ve tavsiyeler bu raporun hazırlanma tarihinden farklı zaman dilimlerine işaret ediyor, farklı analiz yöntemlerini içeriyor ya da farklı varsayımlarda bulunuyor olabilir. Böyle durumlarda, BMD'nin bu raporlardaki tavsiye ve görüşlerle çelişen diğer BMD Kurumsal Finansman Bölümü raporlarını okuyucunun dikkatine sunma zorunluluğu yoktur.

Bu değerlendirme çalışması, Şirket yetkililerinin sağladığı verileri baz alarak DMR Gıda ve Tunam Unlu Mamuller'in sahip olabileceği piyasa değeri dikkate alınarak Tunam Unlu Mamuller'in, DMR Gıda çatısı altında birleşmesine ilişkin hisse değişim oranları hakkındaki görüşümüzü yansıtmakta olup, burada yer alan tahminler, beklentiler veya diğer bilgilerin başarısı konusunda hiçbir beyan verilmemiştir ve verilmeyecektir ve bu konuda herhangi bir sorumluluk kabul edilmemiştir ve edilmeyecektir. Şirketler'in projeksiyon döneminde ulaşılması öngörülen nakit akışlarının ve diğer finansal verilerin makul bir geçmiş dönemde gerçekleşen ilgili nakit akışları ve diğer finansal verileri ile uyumlu, tutarlı ve bu veriler çerçevesinde öngörülebilir olduğunu BMD olarak beyan etmekteyiz.

Bu değerlendirme çalışmasının kullanılması sonucunda doğabilecek olan doğrudan veya dolaylı zararlardan şirketimiz ve çalışanları hiçbir şekilde sorumlu olmayacaktır. Bu rapor, değerlendirme yapılan şirketler ile ilgili ihtiyaç duyulabilecek bütün verileri içeriyor kabul edilmemelidir.

İçindekiler

1. DEVRALAN VE DEVROLUNAN ŞİRKETLER HAKKINDA BİLGİ	- 7 -
1.1. Devralan Şirket: DMR Unlu Mamuller Üretim Gıda Toptan Perakende İhracat A.Ş.	- 7 -
1.2. Devrolunan Şirket: Tunam Unlu Mamulleri Sanayi ve Ticaret A.Ş.	- 20 -
1.3. Sektör	- 27 -
1.3.1 Yiyecek – İçecek Sektörü	- 27 -
1.3.2. Dondurulmuş Unlu Mamuller Pazar Bilgileri	- 31 -
1.3.3. Unlu Mamuller Pazarı	- 33 -
2. MALİ VERİLER	- 35 -
2.1. DMR Gıda Gelir Tablosu - TFRS	- 36 -
2.2. DMR Gıda Bilanço - TFRS	- 37 -
2.3. Tunam Gelir Tablosu – TFRS	- 38 -
2.4. Tunam Unlu Mamuller Bilanço- TFRS	- 39 -
3. DEĞERLEME	- 40 -
3.1. Varsayımlar, Kısıtlamalar ve Şartlar;	- 40 -
3.2. Değerleme Yöntemleri	- 42 -
3.2.1. Maliyet Yaklaşımı	- 42 -
3.2.2. Gelir Yaklaşımı	- 42 -
3.2.3. Pazar Yaklaşımı	- 44 -
3.3. İşbu Değerleme Raporunda Kullanılan Yöntemler	- 45 -
4. DMR GIDA DEĞERLEMESİ	- 46 -
4.1. DMR Gıda İndirgenmiş Nakit Akımları Değerlemesi	- 46 -
4.1.1. Genel Varsayımlar	- 46 -
4.1.2. İndirgeme Oranı Tespiti	- 47 -
4.1.3. Net Borç	- 48 -
4.1.4. Ciro	- 48 -
4.1.5. Maliyet & Brüt Kar	- 50 -
4.1.6. Faaliyet Giderleri	- 51 -
4.1.7. Faaliyet Karı & FAVÖK & Kurumlar Vergisi	- 52 -
4.1.8. İşletme Sermayesi & Yatırımlar	- 52 -
4.1.9. İndirgenmiş Nakit Akımları Değeri	- 52 -
4.2. DMR Gıda Çarpan Değerlemesi – Gıda Endeksi	- 53 -
4.3. DMR Gıda Çarpan Değerlemesi – Perakende Endeksi	- 55 -
4.4. DMR Gıda Borsa Değeri	- 55 -
4.5. DMR Gıda Nihai Değer Takdiri	- 56 -
5. TUNAM UNLU MAMULLER DEĞERLEMESİ	- 58 -
5.1. Tunam Unlu Mamuller İNA Değerlemesi	- 58 -
5.1.1. İNA Genel Varsayımlar	- 58 -
5.1.2. İndirgeme Oranı Tespiti	- 59 -
5.1.3. Net Borç	- 60 -
5.1.4. Ciro	- 60 -
5.1.5. Maliyet & Brüt Kar	- 63 -
5.1.6. Faaliyet Giderleri	- 64 -
5.1.7. Faaliyet Karı & FAVÖK & Kurumlar Vergisi	- 65 -
5.1.8. İşletme Sermayesi & Yatırımlar	- 65 -
5.1.9. İndirgenmiş Nakit Akımları Değeri	- 65 -

5.2. Tunam Çarpan Değerlemesi – Gıda Endeksi.....	- 67 -
5.3. Tunam Çarpan Değerlemesi – Perakende Endeksi.....	- 67 -
5.4. Tunam Nihai Değer Takdiri	- 68 -
ÇEKİNCE	- 68 -
EKLER	- 69 -
Ek1: Değerlemeyi Yapan Kişinin Beyanı.....	- 69 -
Ek2: Değerlemeyi Yapan Kişinin Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3 Lisansı	- 69 -
Ek3: Değerlemeye Konu Şirketin Değerlemeye Konu Mali Verileri	- 69 -
Ek4: Bizim Menkul Değerler Bağımsızlık ve Tebliğ'e Uyum Beyanı	- 70 -
Ek5: Bizim Menkul Değerler Sorumluluk Uyum Beyanı	- 71 -
Ek6: Bizim Menkul Değerler Etik İlkeler'e Uyum Beyanı.....	- 71 -

1. DEVRALAN VE DEVROLUNAN ŞİRKETLER HAKKINDA BİLGİ

1.1. Devralan Şirket: DMR Unlu Mamuller Üretim Gıda Toptan Perakende İhracat A.Ş.

DMR Unlu Mamuller Üretim Gıda Toptan Perakende İhracat A.Ş. (“DMR Gıda” veya “Şirket”) 30 Ekim 2009 yılında DMR Turizm Sportif Faaliyetler Gıda Tarım İnşaat Otomotiv Pazarlama ve Ticaret Ltd. Şti. ünvanıyla Antalya’da kurulmuştur. 18 Mart 2021 tarihinde Şirket’in merkezi Antalya’dan İstanbul’a nakledilmiştir. 26 Nisan 2021 tarihinde ise Şirket Türk Ticaret Kanunu’nun 180 ile 193. maddeleri kapsamında nevi değiştirilerek DMR Unlu Mamuller Üretim Gıda Toptan Perakende İhracat A.Ş. ünvanını almıştır.

Şirket’in merkezi Eyüp Sultan Mah. İbni Sina Cad. Simit Sarayı Blok No:21 Sancaktepe/ İstanbul’dur.

DMR Gıda, İstanbul Ticaret Sicil Müdürlüğü’ne 300663-5 sicil numarası ile kayıtlıdır.

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 5510 sayılı Kurumlar Vergisi Kanunu’nun 19/3-b ve 20. maddeleri uyarınca kısmi bölünme yolu ile aynı sermaye olarak Şirket’in bünyesine geçmiş ve unlu mamul üretim faaliyetine başlamıştır.

Şirket’in faaliyet konusu, “Simit Sarayı” markası altında mağazacılık faaliyetlerinin yürütülmesi (“Perakende Mağaza Satışları”) ile “Simit Sarayı” markasıyla unlu mamul ürünlerinin üretilmesi ve toptan satışı (“Toptan Satış”), Mağaza Satış ve Mağaza Dekorasyonu Satışları (“Mağaza Satışları”) konularında faaliyet göstermek ve Simit Sarayı Yatırım A.Ş. ve bağlı ortaklıklarının mağazalarına personel destek hizmeti (“Diğer Hizmetler”) vermektedir.

Sermaye ve Ortaklık Yapısı

Şirketin kayıtlı sermaye tavanı 5.000.000.000 TL (Beşmilyar) olup her biri 1 TL (bir Türk Lirası) itibari değerinde 5.000.000.000 adet paya ayrılmıştır.

Şirketin çıkarılmış sermayesi 1.482.400.000 Türk Lirası olup, her biri 1 Türk Lirası nominal değerinde toplam 1.482.400.000 adet paya bölünmüştür. Çıkarılmış sermaye muvazaadan arı şekilde tamamen ödenmiştir.

Bu sermaye her biri 1 TL kıymetinde 1.482.400.000 paya bölünmüş olup, 160.000.000 adet pay A Grubu ve nama yazılı ve 1.322.400.000 adet pay B Grubu ve hamiline yazılıdır.

DMR Gıda’nın işbu rapor tarihi itibariyle ortaklık yapısı aşağıdaki tabloda gösterilmektedir.

DMR Unlu Mamuller Üretim Gıda Toptan Perakende İhracat A.Ş. Ortaklık Yapısı, TL			
Ortak	Sermaye (TL)	Pay Adedi	Oran
Simit Sarayı Yatırım ve Tic. A.Ş.	205.104.960	205.104.960	13,84%
Re-Pie Portföy Yönetimi A.Ş. Perakende GSYF	256.581.808	256.581.808	17,31%
Pardus Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş.	41.392.000	41.392.000	2,79%
A1 Portföy Yönetimi A.Ş. Expansion Funding GSYF	33.633.232	33.633.232	2,27%
Halka Açık Kısım	945.688.000	945.688.000	63,79%
Toplam	1.482.400.000	1.482.400.000	100%

Şirket, 28 Aralık 2023 tarihinde Bimaş Gıda’nın hisselerinin %100’ünü Simit Sarayı Yatırım ve Ticaret A.Ş.’den almıştır. İlgili bildirim 30 Nisan 2024 tarihinde Kamuyu Aydınlatma Platformunda yayınlanmıştır. Söz konusu satın alım, ortak kontrole tabi işletmelerin birleşmesi olarak konsolide finansal tablolarda dikkate alınmıştır. Bimaş Gıda’nın sahip olduğu Sirkeci ve İstanbul Forum Simit Sarayı mağazaları mevcuttur. Bimaş Gıda’nın satın alınması sonucu ödenen tutarla, devir alınan özkaynaklar arasındaki fark özkaynaklar altında Ortak Kontrole Tabi İşletme Birleşmesi olarak finansal tablolarda sunulmuştur.

Şirket, 28 Aralık 2023 tarihinde İstiklal Gıda’nın hisselerinin %100’ünü Simit Sarayı Yatırım ve Ticaret A.Ş.’den almıştır. İlgili bildirim 30 Nisan 2024 tarihinde Kamuyu Aydınlatma Platformunda yayınlanmıştır.

Söz konusu satın alım, ortak kontrole tabi işletmelerin birleşmesi olarak konsolide finansal tablolarda dikkate alınmıştır. İstiklal Gıda’nın sahip olduğu İstiklal Caddesi Simit Sarayı mağazası mevcuttur. İstiklal Gıda’nın satın alınması sonucu ödenen tutarla, devir alınan özkaynaklar arasındaki fark özkaynaklar altında Ortak Kontrole Tabi İşletme Birleşmesi olarak finansal tablolarda sunulmuştur.

Şirket, 28 Aralık 2023 tarihinde SS Airport Gıda'nın hisselerinin %100'ünü Simit Sarayı Yatırım ve Ticaret A.Ş.'den almıştır.

İlgili bildirim 30 Nisan 2024 tarihinde Kamuyu Aydınlatma Platformunda yayınlanmıştır. Söz konusu satın alım, ortak kontrole tabi işletmelerin birleşmesi olarak konsolide finansal tablolarda dikkate alınmıştır. SS Airport Gıda'nın sahip olduğu İstanbul Sabiha Gökçen Dış Hatlar SS Airport Simit Sarayı mağazası mevcuttur. SS Airport Gıda'nın satın alınması sonucu ödenen tutarla, devir alınan özkaynaklar arasındaki fark özkaynaklar altında Ortak Kontrole Tabi İşletme Birleşmesi olarak finansal tablolarda sunulmuştur.

Şirket, 29 Haziran 2024 tarihinde Cevahir Unlu'nun hisselerinin %100'ünü Simit Sarayı Yatırım ve Ticaret A.Ş.'den almıştır.

Söz konusu satın alım, ortak kontrole tabi işletmelerin birleşmesi olarak konsolide finansal tablolarda dikkate alınmıştır. Cevahir Unlu'nun sahip olduğu Cevahir AVM mağazası mevcuttur. Cevahir Unlu'nun satın alınması sonucu ödenen tutarla, devir alınan özkaynaklar arasındaki fark özkaynaklar altında Ortak Kontrole Tabi İşletme Birleşmesi olarak finansal tablolarda sunulmuştur.

Şirket, 25 Kasım 2024 tarihinde İva Gıda'nın hisselerinin %100'ünü Simit Sarayı Yatırım ve Ticaret A.Ş.'den almıştır. İlgili bildirim 23 Kasım 2024 tarihinde Kamuyu Aydınlatma Platformunda yayınlanmıştır.

Söz konusu satın alım, ortak kontrole tabi işletmelerin birleşmesi olarak konsolide finansal tablolarda dikkate alınmıştır. İva Gıda'nın sahip olduğu Ankara Kızılay, Viaport 3, Viaport Altkat, Viaport Marina, Viaport Meydan mağazaları mevcuttur. İva Gıda'nın satın alınması sonucu ödenen tutarla, devir alınan özkaynaklar arasındaki fark özkaynaklar altında Ortak Kontrole Tabi İşletme Birleşmesi olarak finansal tablolarda sunulmuştur.

Şirket, 25 Kasım 2024 tarihinde Airport Unlu'nun hisselerinin %100'ünü Simit Sarayı Yatırım ve Ticaret A.Ş.'den almıştır. İlgili bildirim 23 Kasım 2024 tarihinde Kamuyu Aydınlatma Platformunda yayınlanmıştır.

Söz konusu satın alım, ortak kontrole tabi işletmelerin birleşmesi olarak konsolide finansal tablolarda dikkate alınmıştır. Airport Unlu'nun sahip olduğu Saw Dış Hat ve Saw İç Hat mağazaları mevcuttur. Airport Unlu'nun satın alınması sonucu ödenen tutarla, devir alınan özkaynaklar arasındaki fark özkaynaklar altında Ortak Kontrole Tabi İşletme Birleşmesi olarak finansal tablolarda sunulmuştur.

Şirket'in Bağlı Ortaklıkları aşağıdaki tabloda gösterilmektedir.

DMR Gıda Bağlı Ortaklıklar	Faaliyet Konusu
Bimaş Gıda Yatırımları Sanayi Ve Ticaret A.Ş.	Mağazacılık faaliyetleri
İstiklal Gıda San. ve Tic. A.Ş.	Mağazacılık faaliyetleri
SS Airport Gıda San. ve Tic. A.Ş.	Mağazacılık faaliyetleri
Cevahir Unlu Mam.Gıda San. Ve Tic. A.Ş.	Mağazacılık faaliyetleri
İva Gıda San. Ve Tic. A.Ş.	Mağazacılık faaliyetleri
Airport Unlu Mam. Ve San.Tic. A.Ş.	Mağazacılık faaliyetleri

Üretim Süreçleri

DMR Unlu Mamuller, müşteri beklentilerinin üstünde ürün ve hizmet sunmayı hedefleyerek üretim süreçlerini gerçekleştirmektedir. Şirket, bu amaca uygun olarak; dondurulmuş unlu Mamuller (çiğ, yarı pişmiş, pişmiş), dondurulmuş ekmek ve ekmek çeşitleri (çiğ, yarı pişmiş, pişmiş), dondurulmuş pasta, dondurulmuş meyveli şurup, dondurma, hafif fırıncılık ürünlerini (tatlı-tuzlu kurabiye çeşitleri, galeta, gevrek, kraker çeşitleri) üretmektedir. Şirket tarafından müşteri taleplerine uygun, farklı gramaj, şekil, ebat ve içeriklerde ürünler oluşturulmaktadır.

Üretim süreci, geçmiş satış verilerinin ve müşteri siparişlerin değerlendirilmesi ile gerçekleşen üretim planlama faaliyeti ile başlamaktadır. Üretim sürecinde üretilecek ürünlerin belirlenmesinin ardından hammadde stok durumu kontrol edilmekte, ihtiyaç durumunda hammadde talepleri geçilerek hammadde satın alması yapılmaktadır. Daha sonra girdi kontrol onayından geçen hammaddeler ve üretimi gerçekleştirmek üzere gereken diğer donanımların uygunlukları çerçevesinde, istenilen kalitede, hedeflenen sürede, planlanan miktarlarda üretim gerçekleştirilmektedir. Bu kapsamda, Şirket'in üretim süreci aşağıda alt başlıklar altında detaylandırılmaktadır:

a. Üretim Planlama

Üretim Planlama, mevcut kaynakların rasyonel olarak kullanılarak istenilen kalitede ürünlerin üretilmesi konusunda karar alma fonksiyonunu yerine getirir. Başka bir ifadeyle üretim planlama, işletmenin üretim faaliyetlerinin istenilen miktar, kalite, yer ve zamanda, kimler tarafından, nasıl, ne şekilde ve ne zaman yapılacağına ilişkin faaliyetleri kapsamaktadır.

Stoktaki ürün miktarı, hammadde miktarı, personel sayısı, satış tahmini ve müşteri siparişleri baz alınarak mamul üretim miktarları belirlenir.

Üretilen ürünlere ait ihtiyaç duyulan hammaddeler için SAP sistemi üzerinden satın alma talebinde bulunulur. Hammadde tedariki ve girdi onay süreci tamamlanır.

Üretilen ürünlere ait hammaddelerin üretime hazırlanması talebi de üretim planlama sürecinin bir parçasıdır.

b. Satın Alma (hammadde tedariki)

Hammadde talebinin varlığında, tanımlanmış hammadde spesifikasyonu ve özel uygunluk şartları doğrultusunda teklif talepleri onaylı tedarikçilere iletilir, teklifler toplanır. Fiyat, vade, teslimat süresi ve tanımlanmış hammadde şartlarına uygunluk değerlendirilir. Onaylanan teklifler doğrultusunda sipariş oluşturulur ve sipariş onayı ilgili onaylı tedarikçiye iletilir.

c. Girdi Kontrol (hammadde tedariki)

Siparişi verilen hammaddeler Sancaktepe üretim tesise teslim edilir. Girdi kontrolü kalite güvence departmanı tarafından örnekleme yöntemleri kullanılarak yapılır. Onaylı tedarikçi bilgisi ve hammadde spektlerini kapsayan girdi kontrol planı oluşturulmuştur. Plana göre ilgili hammaddelerde duyuşal, fiziksel kontroller ve kimyasal analizler yapılmaktadır. Susamda nem tayini, bindane ağırlığı kontrolü, unda nem tayini, yaş gluten, gluten indeksi, normal sedim, düşme sayısı analizleri, pekmezde brix kontrolü, yumurtada pH kontrolü yapılan kontrol ve analizlere örnektir.

Girdi kontrol sürecinde uygunluk onayı verilenler ilgili hammadde depolama alanlarına alınarak muhafaza edilir. Uygunluk onayı verilmeyen hammaddeler reddedilir.

d. Hammadde depolama

Hammaddelerin, niteliklerine göre normal oda koşullarında depo, soğuk depo (+4°C depolama), donuk depo (-18°C depolama) alanlarında geçici muhafazaları gerçekleştirilir. Hammadde depo ilk giren ilk çıkar prensibi ile yönetilir. Stoklar SAP sistemi üzerinden takip edilir.

e. Hamur hazırlama

Hamuru hazırlığından sorumlu personel (mikser operatörü), ilgili ürüne ait üretim kartını kılavuz olarak kullanır. Hammaddeleri, hamur mikserinde ilgili hammaddeleri karıştırmak suretiyle hamur hazırlığına başlar.

Mikser kazanına, her ürün için üretim kartında belirtilen miktar kadar malzeme alır. Buğday unu silodan otomatik olarak veya manuel eleklerden geçirilerek ambalajlı unlardan kullanılır. Proseste kullanılan su, su atırma sistemi ile içme suyu niteliği kazandırılmış kullanım suyudur. Su, hamura olması istenen sıcaklık ve miktarda dahil edilir. Hamur sıcaklığına göre, gerektiğinde buz ilave edilir. Su sıcaklığı, yaş maya sıcaklığı bu aşamada yapılan kontrollerdir. Hammadde etiket bilgileri, miktar bilgileri ve proses kontrol bilgileri kayıt altına alınır.

f. Hamur yoğurma

Hazırlanan hamur karışımı, yoğurma öncesi bekletilmeyerek, üretim kartında belirtilmiş olan yoğurma süresi, hıza uygun olarak, mikserde karıştırılarak yoğurulur.

g. Hamur kesme, açma, yuvarlama

Yoğurma işleminin tamamlandığı hamurlarda dinlendirme süreleri dikkate alınarak üretim hattına beslenir. Üretim hattının makine ayarları ilgili ürüne ait üretim kartına göre, hat operatörü tarafından yapılır. Hamurun nitel ve nicel özelliklerinden en, boy, kalınlık, yükseklik, çap vb parametrelerinin kontrolleri proses aşamasında gerçekleşir. Kontrol sonuçları kayıt altına alınır.

h. Hamur şekil verme, dolgu verme, süsleme

Hamurlar, ürün çeşidine bağlı olarak, içleri dolgu malzemesi ile doldurularak, burğu, bağlama, kesme, sarma, yuvarlama, bastırma, süsleme gibi uygulamalar ile son ürün haline getirilir.

Son ürünün proses sırasında en, boy, kalınlık, ağırlık controller yapılır ve kayıt altına alınır.

i. Fermentasyon

Fermentasyon (mayalama) pişmiş ve yarı pişmiş, yaş maya kullanılmış ürünlerde uygulanan bir proses aşamasıdır. Ürünün pişirme öncesinde istenilen hacme ulaşması için mayanın aktif edildiği, nem, sıcaklık ve zaman parametreleri ile yönetilir.

Bu uygulamada spiral konveyör bantlar ile dizayn edilmiş fermentasyon kuleleri ve tepsilerde fermentasyon gerekliliğinde fermentasyon kabinleri kullanılmaktadır.

i. Pişirme

Fermentasyonu tamamlanan ürünler endüstriyel tip konveksiyonel fırınlarda pişirilir. Pişirme parametreleri ürün çeşitlerine göre değişkenlik gösterir. Parametre değerleri üretim kartlarında tanımlanmaktadır.

j. Soğutma

Soğutma aşaması, pişmiş ürünlerin iç sıcaklığının şoklama öncesinde düşürülmesi için kullanılan proseslerdir. Soğutma işlemi, spiral soğutma kullerinde modüler bantlar vasıtasıyla gerçekleştirilir.

k. Şoklama

Ürünler (-30°C)-(-40°C)'de spiral freezerda ve ihtiyaç durumunda şoklama odalarında (-30°C)-(-40°C) aralığında şoklanır. Ürünün merkez sıcaklığı -18°C'ye ulaşması sağlanır. Şoklama süresi ürünün fiziksel ve yapısal özelliklerine göre değişkendir.

l. Son ürün kontrol & analiz

Son üründe her yoğurulan hamuru temsilen numuneler alınmakta, Kalite Güvence birimi tarafından incelenmektedir. Ürün gramajı, ebat, hamur yapısı, gözenek yapısı, maya varlığı, görünüm, renk, tat, lezzet, koku gibi kalite parametreleri ile değerlendirilir.

Uygunluk onayı verilmiş ürünler, sevki uygun olarak stoklara kabul edilmektedir. Her yoğurulmuş hamuru temsilen yasal şahit numuneler de alınmakta, -18°C'deki tanımlı alanlarda ürün raf ömrü süresince muhafaza edilmektedir. Ürünlerin analiz planına uygun olarak fabrika laboratuvarında mikrobiyolojik analizleri yapılır.

Ekmek çeşitlerinde tuz tayini, fabrikada yapılan kimyasal analizlere örnektir.

Hafif fırıncılık ürünlerinde proses onayı nem tayini yapılarak tamamlanır.

m. Metal dedektör ile kontrol

Ürünler, gıda güvenliği kapsamında kritik kontrol noktası olarak tayin edilmiş metal dedektörlerden geçirilir. Metal dedektörler, demir (Fe) 3 mm, demir olmayan (NonFe) 4mm ve paslanmaz (SS) 4mm hassasiyetinde geçerli kılınmış ve doğrulanmaktadır.

n. Ambalajlama

Ürün çeşidine ve müşteri talebine uygun olarak birincil ve ikincil ambalaj kullanılarak paketlenmektedir. Birincil ambalaj olarak gıdaya temasının Türk Gıda Mevzuatına uygunluğu akredite analiz raporları ile doğrulanmış plastik esaslı ambalaj çeşitleri kullanılmaktadır. İkincil ambalajda kraft esaslı karton ambalaj tipleri kullanılmaktadır. Ambalajlar üzerine Türk Gıda Mevzuatına uygun hazırlanmış ürün etiketleri yapıştırılır. Ambalajlanan ürünler palet istifi yapılarak son ürün -18°C depolama alanına alınır.

o. -18°C depolama

Üretilen ürünler, uygun taşıma koşullarındaki frigofirik araçlar ile Sancaktepe ve Hendek'te bulunan -18°C'deki depolama alanlarına taşınmakta, FIFO kuralına göre stoklanmaktadır. Depolar, uygun saklama koşulları ve raf sistemi ile donatılmıştır. Depo sıcaklık kontrolleri düzenli olarak yapılmakta, anlık raporlanmaktadır. Depolama alanları kurulu kamera sistemi ile 7/24 uzaktan izlenmektedir.

ö. Sevkiyat

DMR Unlu Mamuller, geniş bayi ağı ve müşteri portföyü sayesinde hem yurtiçi hem de yurtdışına hizmet vermektedir. Yurt içinde bulunan noktalara satış hızına göre günlük, haftalık ve aylık sevkiyat yapılmaktadır. Özel müşteri ve yurt dışı siparişleri, müşterilerin sevki veya teslim tarihi talebine göre planlı olarak gerçekleştirilmektedir. Ürün sevkiyatları taşıma kurallarına uygun frigofirik araçlar ile yapılmakta, araç sıcaklıkları kayıtlar üzerinden izlenmektedir.

DMR fabrikasında simit üretim süreci yenilenmiş; otomasyonun ve verimliliğin ön plana çıktığı üretim sistemine geçilmiştir.



Üretim Tesisi

Şirket üretimini, Sancaktepe / İstanbul'da kurulu üretim tesisinde gerçekleştirmektedir. 2005 yılında Simit Sarayı markası çatısı altında Simit Sarayı Yatırım ve Ticaret A.Ş.'nin bünyesinde faaliyetine başlayan tesiste, 2015 yılında teknolojik yatırımlar ile kapasite artırımına gidilmiştir.

2021 yılında, Simit Sarayı Yatırım ve Ticaret A.Ş.'nin aktifinde yer alan söz konusu üretim tesisi, fabrika arsası, binası ve müştemilatının 5510 sayılı Kurumlar Vergisi Kanunu'nun 19/3-b ve 20. maddeleri uyarınca kısmi bölünme yolu ile aynı sermaye olarak DMR Unlu Mamuller'in bünyesine geçmiş ve Şirket unlu Mamul üretim faaliyetine başlamıştır.

Sancaktepe üretim tesisindeki kurulu makine parkuru, dünyanın önde gelen yabancı makine üreticilerinin ve dünya pazarında söz sahibi olan ulusal makine üreticilerinin makinelerinden oluşmaktadır.

Üretim süreçlerinde kullanılan makine ve sistemlerin verimli ve güvenli bir şekilde çalıştırılmasında tecrübeli ve yetkin personeller görev almaktadır.

Üretim süreci gıda güvenliği gerekliliklerine göre düzenlenmiş olup, risk tabanlı oluşturulmuş prosedürler çerçevesinde yürütülmektedir. Kameralar ile üretim tesisinin her alanı geriye dönük kayıt sisteminin varlığında izlenebilmektedir.

Üretim tesisinde, hammadde ve son ürün kontrollerinin yapıldığı kimyasal ve mikrobiyolojik laboratuvarlar mevcuttur.

Şirketin lojistik depoları Sancaktepe ve Hendek'te konumlandırılmıştır.

Hammadde Tedariki

Şirket'in üretim faaliyetinde en önemli hammadde buğday unudur. Buğday ununun yanı sıra susam, pekmez, yaş maya, hamur geliştirici, şeker, tuz, margarin, ayçiçek yağı, zeytinyağı, kızartmalık yağ, et ve piliç ürünleri (kıyma, sosis, sucuk, tavuk julyen), süt ve ürünleri, baharatlar, sert kabuklu meyveler (ceviz, fındık, yer fıstığı, antep fıstığı, hindistan cevizi), kurabiye ve pastacılık dolgu malzemeleri, jöleler, kremalar, toz kek ve kurabiye karışımları, dondurulmuş sebze ve meyveler, taze sebzeler (limon, maydanoz, dereotu, biber), gıda renklendiricileri, glutensiz un, karabuğdaylı glutensiz un, nişasta, tapyoka nişasta, glikoz, toz sığır jelatini, deaktif maya, ekşi mayalı ekmek geliştirici, dondurma karışımları diğer girdi malzemeleridir. Hammadde maliyeti, ürün maliyetinin %47'sini oluşturmaktadır.

Şirket, buğday ununun tedarikçisini haftalık siparişler ile yerli un üreticilerinden karşılamaktadır. Diğer yardımcı hammaddeler de yerli üretici ya da aracı firmalar vasıtasıyla haftalık siparişler ile alınmaktadır.

Satılma prosesi aşamaları sırasıyla; tedarikçi seçimi ve teklif alma, teklif onay, sipariş onay, teslimat doğrulama (girdi kontrol-onay süreci), hizmetin tamamlanması, fatura kontrolü, fatura onayı, tedarikçi performans değerlendirmedir.

Global gıda arzına yönelik hammadde, imalat, lojistik sorunları, gıda arz güvenliğine ilişkin kaygıların artması, iklim krizinin derinleşmesi, sürdürülebilir gıda üretimi ve tedariki yapabilen firmaların önemini artırmış, bu bağlamda Şirket de stratejisini etkin sürdürülebilir üretim ve tedarikçi ön plana çıkaracak şekilde belirlemiştir.

Tedarikçi seçim sürecinde en az üç tedarikçiden teklif alınarak teklif süreci yürütülmektedir. Ürün kalitesi, fiyat, ödeme şekli, teslimat zamanı, miktarsal talebi karşılama uygunluğu, know-how'ı seçim kararını etkileyen faktörlerdir.

Tedarikçilerinin risk değerlendirmesi, denetimi, performansının belirlenmesi, taklit - tağşiş -zaafiyet değerlendirmeleri belirli periyotlarda gerçekleştirilmektedir.

Tedarikçi denetimi periyodu, tedarikçinin risk skoruna göre belirlenmekte ve işletme çevresi, işletme içi, temizlik ve dezenfeksiyon, zararlı mücadelesi, hammadde, yardımcı madde ve katkı maddeleri, işyerinde kullanılacak su, buz ve buhar, teknik donanım, alet ve ekipman, atıkların depolanması ve uzaklaştırılması, personel hijyeni, ambalajlama, paketlenme ve etiketleme, aydınlatma ve havalandırma, nakliye ve depolama, eğitim, HACCP konularında denetimi gerçekleştirilmektedir.

Tedarikçilerin performansının belirlenmesi, girdi kontrol planına uygunluk, zamanında teslimat, kolay erişim-iletişim, miktarsal karşılama durumu, fiyat uygunluğu kriterlerine göre belirlenmektedir.

Taklit-tağşiş-zaafiyet değerlendirilmesi risk bazlı, yer değiştirme / ikame, yanlış etiketleme, yasal olmayan madde kullanımı, karaborsa / çalıntı ürün, kopyalama, seyreltme, gizleme konularında periyodik olarak yapılmaktadır.

Satın alınan hammadde gruplarına göre tedarikçi bilgileri aşağıda belirtilmiştir.

Unlar	Tekirdağ ve Ankarada bulunan Türkiyenin en büyük yerel üreticileri
Susam	Yerli üreticiler tarafından işlenen tedarikçiler
Süt ve Süt ürünleri	Türkiyenin en büyük üretici markaları
Et ürünleri	Yerli besi üreticileri
Yağlar	Türkiyenin en büyük üretici markaları
Koli-kutu ambalaj	Sektörün öncü tedarikçileri



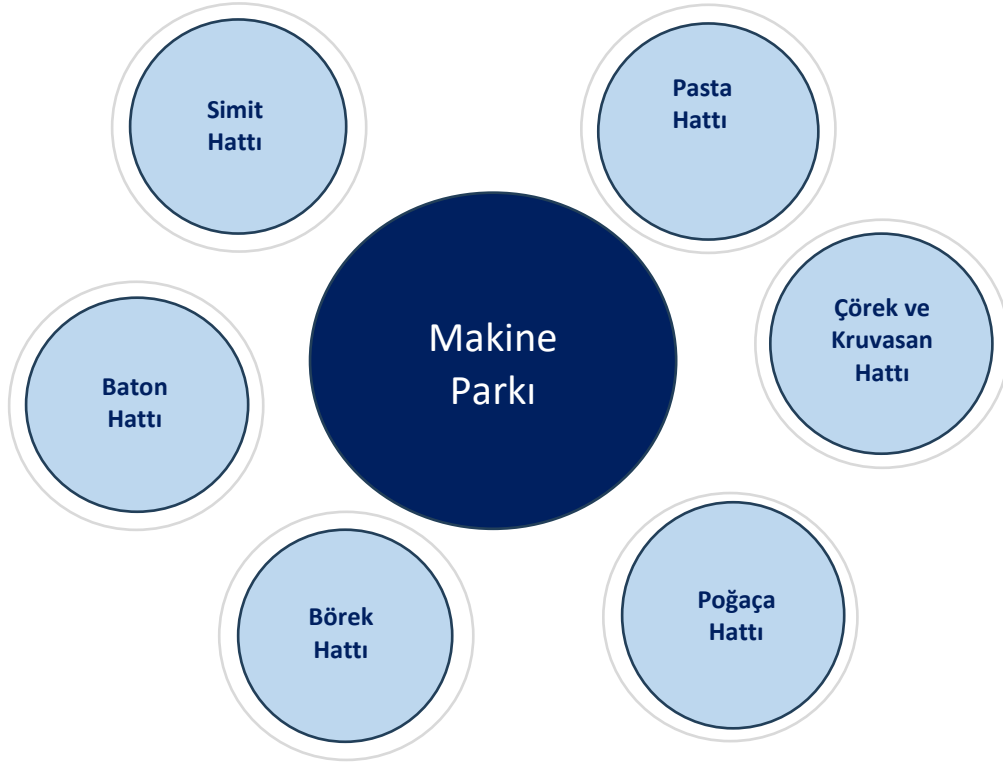
Üretim Hattı



Simit Hattı



Fabrika Makine Parkı



Satış Kanalları

1. Simit Sarayı Mağazaları
2. Zincir Mağazalar
3. Toptan Satış / Horeca (Hotel Restaurant Catering)
4. İhracat

Ürünler

DMR Unlu Mamuller'in üretimini ve satışını yaptığı ürün grupları sekiz ana kategoride değerlendirilmektedir.

Bu kapsamda, Şirket'in üretimini gerçekleştirdiği ürünlere ilişkin ürün grupları aşağıdaki tabloda yer almaktadır:

Ürün grupları	Ürün çeşitleri
Simit çeşitleri	Simit sade, ayçekirdekli, tahıllı, chia simit Kaşarlı, zeytin kaşarlı, kaşarlı sucuklu, karışık, zeytinli dopdolu simit Tereyağlı simit Çokosimit Simit gevrek, portakallı çikolatalı gevrek
Ekmek çeşitleri	Simit sandviç, Ekşili rustik baget ekmek, ekşili rustik ekmek, ekşili esmer baget ekmek, Kepekli baget ekmek Ciabatta ekmeği Tahıllı ekmek, kepekli ekmek Sandviç ekmek yuvarlak sade Simit burger ekmek Kepekli, fesleğenli sandviç ekmek
Börek çeşitleri	Patatesli, peynirli, ispanaklı gül börekler, mini rulo börekler, çıtır kalem börekler, tepsi börekler, kıymalı çıtır kalem börek, tahinli çıtır sarma Kıymalı, patatesli, özel, soslu yeni saray dürüm
Kurabiye çeşitleri	Kakaolu, sade cookie

	Portakallı, kahveli kakaolu, vişneli, çikolatalı, fıındıklı, kepekli yulafı, limonlu, frambuazlı kurabiye Ayçöređi Kandil simidi Peynirli, zeytinli dereotlu ev tipi kurabiye Fındık çikolatalı, incirli, elmalı ev tipi kurabiye Zencefilli çay kurabiyesi Antep fıstıklı, limon aromalı, portakallı çikolatalı cookie
Çörek ve kruvasan çeşitleri	Sade, kaşarlı, çikolatalı, tahinli, zeytinli açma İspanaklı, peynirli, patatesli çıtır çörek Elmalı, vişneli, limon aromalı, çikolatalı, portakal aromalı, karamelli, incirli, kayısı, vanilyalı çörek İncirli, elmalı, vanilyalı, kayısı, çikolatalı, vişneli, portakallı, peynirli, ispanaklı balkan çöreği Peynirli, ispanaklı, kıymalı, patatesli saray börek Tavuklu, dönerli saray dürüm Çokoçörek Tahinli çubuk çörek Çıtır hot dog Elmalı tarçınlı puf puf Karışık gurme pide, ispanaklı gurme pide Tereyağlı, stick çikolatalı kruvasan Susamlı çörek otlu, chialı, zeytinli kekikli yaprak galeta
Poğaç çeşitleri	Kaşarlı, patatesli, peynirli, zeytinli, sade poğaç, Sade, peynirli dereotlu poğaç Peynirli, kaşarlı, sade, patatesli, zeytinli ev tipi poğaç Dereotlu ev çöreği
Pizza çeşitleri	Karışık pizza, margarita pizza, sebzeli ciabatta pizza, sucuklu ciabatta pizza
İçecek, dondurma ve pasta çeşitleri	Limonlu şurup, vişne aromalı şurup, Limonlu, sade, hindistan cevizli, orman meyveli, çikolatalı, bubbly gum dondurma Tiramisu, latte pasta, ıslak kek, mozaik pasta, profiterollü pasta, antep fıstıklı pasta, kartopu pasta, kek pops, portakal bahçesi, yaban mersinli pasta, san sebastian cheesecake, ananaslı bademli pasta, Belçika çikolatalı pasta, trio pasta

Şirket'in üretimini gerçekleştirdiği ürünlere ilişkin ürün gruplarına ilişkin detay açıklamalara aşağıda yer verilmektedir:

Simit çeşitleri

Geleneksel üretim metodunun, endüstriyel üretime uyarlanarak, gelişmiş makine parkuru ile yüksek kapasite ile üretimi yapılır. 60 gr – 130 g aralığında farklı şekillerde, farklı iç mazleme ve süsleme malzemeleri ile üretilen geniş bir yelpazeye sahiptir.

Simit çeşitleri müşteri talebine göre, dondurulmuş çiğ hamur, yarı pişmiş ve tam pişmiş olmak üzere 3 farklı hamur formunda kolide dökme ya da paketli olarak satışa sunulmaktadır. Sade simit, dolgulu simitler (kaşarlı, zeytin kaşarlı, kaşarlı sucuklu, karışık, zeytinli, kakaolu fıındık kremalı), tereyağlı ve glutensiz simit olmak üzere birçok çeşidi üretilmektedir. Çokosimit dışındaki dolgulu simitler dikdörtgen, diğer çeşitler de halka şeklindedir. Simit ürün grubunda hafif fırıncılık ürünleri kapsamında da paketli olarak simit gevrek ve portakallı çikolatalı gevrek çeşitleri bulunmaktadır.



Ekmek çeşitleri

Ekmek çeşitleri, hamur inceltme ve lamine olarak işleme kabiliyetine sahip, ürüne özgü tasarlanmış makinelerde, diktörge, kare şekillerde üretilmektedir. Hamur yapısı ve lezzeti, zeytin ve peynir gibi dolgu kullanımı ile sandviç yapımına uygun, aynı zamanda öğünlerde kullanımı tercih edilen ürünlerdir.

Müşteri talebine göre, dondurulmuş çiğ, dondurulmuş yarı pişmiş ve dondurulmuş tam pişmiş olmak üzere 3 farklı hamur formunda, kolide dökme ya da paketli olarak satışa sunulmaktadır. Ekşi mayalı karışım içeren yarı pişmiş çeşitler (ekşili rustik baget ekmek, ekşili rustik ekmek, ekşili esmer baget ekmek), kepekli baget ekmek, müşterilerimize kendi mutfağında kısa süreli pişirme fırsatı tanımakta, zaman, enerji ve işçilik avantajı sağlamaktadır. Yarı pişmiş olarak üretilen ciabatta ekmeği, ciabatta pizzaların tabanını oluşturmaktadır. Çiğ donuk ürünler arasında sade, çeşnili (tahıl, kepek, fesleğenli, susamlı) çeşitler yer almaktadır.



Börek çeşitleri

Börek çeşitleri, farklı ebatta rulo, gül şekli, tepside olmak üzere, zengin, kaliteli iç malzemesi ile müşterinin damak tadına uygun lezzetli ürünlerdir. Börek üretimi için tasarlanmış makinelerde ince bir tabaka halinde açılan hamur, otomatik dozajlama makinesi ile iç malzeme verilerek ve istenilen şekillere getirilir. Patates, beyaz peynir, kaşar peyniri, lor peyniri, ispanak, sosis, kıyma, sucuk, tahin vb iç malzemeler kullanılarak, rulo, kalem, tepsi, gül böreği tiplerinde üretilir.

Dondurulmuş çiğ hamur, dondurulmuş yarı pişmiş olmak üzere 2 farklı hamur formunda üretilmekte, kolide dökme ya da paketli olarak satışa sunulmaktadır.



ÇİTİR KALEM BÖREK
PATATESLİ



ÇİTİR KALEM KIYMA



ISPAKLI GÜL BÖREK



PATATESLİ GÜL BÖREK



PEYNİRLİ ÇİTİR KALEM



PEYNİRLİ GÜL BÖREK



PEYNİRLİ SARAY BÖREK



SARAY BÖREK İSPANAKLI -
PEYNİRLİ



SARAY BÖREK PATATESLİ
KIYMALI



SARAY DÜRÜM PATATESLİ



SARAY DÜRÜM TAVUKLU



SPECIAL SARAY DÜRÜM

Kurabiye çeşitleri

Kurabiye çeşitleri dondurulmuş çiğ hamur formunda kolide dökme ya da paketli olarak satışa sunulmaktadır. Kurabiyeler iç dolgusuna, içeriğindeki kek karışımına göre çeşitlenmiştir. Ev tipi tadında olan bu lezzetler çayın yanında keyifli bir atıştırmalıklardır.



Çörek ve kruvasan çeşitleri

Çoğunlukla Simit Sarayı Mağazaları için özel tasarlanmış ürünlerdir. Hamurun diğer bileşenler ile lamine edilmesi sonrası, otomatik dozajlama ekipmanı ile dolgu malzemeleri eklenerek hazırlanır. Özel formülasyonu ve tasarımları ile farklı tatlar ve farklı görsellikler barındırır. Çıtır lezzetlerdir.

Hafif fırıncılık ürünleri kapsamında paketli olarak susamlı çörek otlu, chialı ve zeytinli kekikli yaprak galeta da aynı hamur tipi ile üretilen diğer çıtır lezzetlerdendir. Keyifli atıştırmalık olarak Simit Sarayı mağazalarında satışa sunulmaktadır.



AY ÇÖREGİ



ÇÖREK ÇİKOLATA



DERİNOTLU EV ÇÖREGİ



İSPANAKLI ÇÖREK



PATATESLİ ÇÖREK



PEYNİRLİ ÇÖREK



TAHINLI CEVİZLİ

Poğaç çeşitleri

Poğaç çeşitleri dondurulmuş çiğ hamur ve dondurulmuş yarı pişmiş olmak üzere 2 farklı hamur formunda, kolide dökme ya da paketli olarak satışa sunulmaktadır. Poğaç hattında üretilmekte olup, çeşitleri ise iç malzemesine isimlendirilmektedir. Kaşarlı, zeytinli, peynirli, patatesli poğaçalar, çeşitlere örnektir.

Pizza çeşitleri



EV TİPİ KAŞARLI POĞAÇ



EV TİPİ PATATESLİ POĞAÇ



EV TİPİ PEYNİRLİ POĞAÇ



EV TİPİ SADE POĞAÇ



EV TİPİ ZEYTİNLİ POĞAÇ

Tamamen kendine özgü formüle sahip, bol malzemeli, lezzetli, albenili ürünlerdir. Dondurulmuş çiğ hamur, dondurulmuş yarı pişmiş olmak üzere 2 farklı hamur formunda hazırlanmaktadır. Simit Sarayı Mağazaları ve birçok özel müşterinin tercihi olan, sunuma hazırlaması pratik ürünlerdir.



İçecek, dondurma ve pasta çeşitleri

Şirket'in pasta ürün grubunda tiramisü, latte pasta, ıslak kek, mozaik pasta, profiterollü pasta, antep fıstıklı pasta, kartopu pasta, kek pops, portakal bahçesi, yaban mersinli pasta, san sebastian cheesecake, ananaslı bademli pasta, Belçika çikolatalı pasta, trio pasta gibi ürünler bulunmaktadır.



1.2. Devrolunan Şirket: Tunam Unlu Mamulleri Sanayi ve Ticaret A.Ş.

Tunam Unlu Mamuller Sanayi ve Ticaret A.Ş. (Tunam Unlu Mamuller) 13 Şubat 2015 tarih ve 8761 sayılı T. Ticaret Sicil Gazetesi'nde yayınlanarak Ankara'da kurulmuştur. Tunam Unlu Mamuller San. ve Tic. A.Ş. (Payna Grup), (bundan sonra "Grup" olarak anılacaktır), yurt içinde ve yurt dışında her nevi un ve unlu mamuller, her türlü ekmek çeşitleri, yaş ve kuru pasta, simit, börek, açma ve her türlü unlu mamul ürünlerinin üretimini, imalatını, alım satımını, dağıtımını, pazarlamasını, ithalat ve ihracatını yapmak veya yaptırmak amacıyla faaliyet göstermektedir. Grup, Türkiye'de kayıtlı olup 2003 yılında kurulmuştur.

Sermaye ve Ortaklık Yapısı

31.12.2025 itibariyle Şirket'in sermayesi beheri 1 TL değerinde 9.125.600 adet A Grubu ve beheri 1 TL değerinde 4.474.400 adet B grubu paya ayrılmış toplam 13.600.000 TL değerindedir. 2 Mayıs 2026 tarihinde yapılan genel kurulda Tunam'ın sermayesi 574.916 TL nominal artırılarak 14.174.916 TL'ye yükseltilmiştir. Sermaye artırımına sadece Serdar Eker iştirak etmiş olup emisyon primi dahil 110.000.000 TL pay bedelinin Serdar Eker tarafından Tunam'a ödenmesi kararlaştırılmıştır. Böylelikle Serdar Eker'in %32,9 olan sermaye payı %35,6'ya yükselmiştir.

Tunam Unlu Mamüller Sanayi ve Ticaret A.Ş. Ortaklık Yapısı, TL	31.12.2025		2.05.2026	
	Sermaye (TL)	Oran	Sermaye (TL)	Oran
Serdar Eker	4.474.400	32,9%	5.049.316	35,6%
Re-Pie Portföy Yönetimi A.Ş. Ondokuzuncu GSYF	3.400.000	25,0%	3.400.000	24,0%
Re-Pie Portföy Yönetimi A.Ş. Teknus GSYF	2.312.000	17,0%	2.312.000	16,3%
Re-Pie Portföy Yönetimi A.Ş. Larinda Smart Energy Technology GSYF	1.346.400	9,9%	1.346.400	9,5%
Re-Pie Portföy Yönetimi A.Ş. Secondary GSYF	2.067.200	15,2%	2.067.200	14,6%
Toplam	13.600.000	100,00%	14.174.916	100,00%

Faaliyetler

Grubun altında tescillenmiş markaları;

- Erciyes Börek
- Pastannecim
- Dilim Börek
- Musluoğlu Baklava

Şirket'in kayıtlı adresi Şerifali Mahallesi Atabek Sk. Dilim Börek Apt. No:11 Ümraniye/İstanbul

Şirket, Tunam Unlu Mamuller Sanayi ve Ticaret Anonim Şirketi, 08 Aralık 2025 tarihi itibarıyla, nihai olarak aynı gerçek kişi/ortaklar tarafından kontrol edilen Erciyes Börek Sanayi Anonim Şirketi ve Payna Grup Turizm Gıda Sanayi ve Ticaret Anonim Şirketi ile hakların devri yoluyla birleşmiştir.

Payna Grup

Payna Grup; Erciyes Börek, Pastannecim, Dilim Börek, Musluoğlu Baklava ve Payna Tatlı Atıştırmalık markalarıyla faaliyet göstermektedir. Grup, perakende sektöründe Ankara ve İstanbul'da unlu mamuller alanında toplam 82 mağaza ve 2 üretim tesisinde 240 kişilik ekibiyle hizmet vermektedir.

Payna Tatlı Atıştırmalık markası ise Türkiye genelindeki satış noktalarının yanı sıra yurt dışı pazarlarda da yer almakta ve geleneksel lezzetleri dünya çapında tüketicilerle buluşturmaktadır.



Erciyes Börek, 2003 yılında “Ev hanımlarından sofranıza” sloganıyla yola çıkmıştır. Kısa zamanda tüm özel günlerde börek ve baklavalarıyla tercih edilen güçlü bir marka hâline gelmiştir.



Pastannecim, “Bu işte bir anne eli var” sloganıyla 2013 yılında başladığı tatlı macerasını, her güne bir yenilik ekleyerek devam ettirmektedir.



Erciyes Börek ve Pastannecim markalarının güçlü yapıları, pandemi döneminde bir araya gelerek 44 mağazada ortak konseptle hizmet vermeye başlamıştır. Buna ek olarak Erciyes Börek tek tabela olarak 1 mağazada, Pastannecim ise tek tabela ile 2 mağazada faaliyet göstermektedir. Toplamda 47 mağaza ile hizmet verilmekte olup, mağazaların tamamı franchise sistemi ile yönetilmektedir.

Dilim Börek, 2003 yılında başladığı lezzet yolculuğuna 2015 yılından itibaren Payna Grup bünyesinde devam etmektedir. Dilim Börek markası, Avrupa ve Anadolu yakasındaki lezzet duraklarında hizmet vermektedir. İstanbul’un en hareketli lokasyonlarında bulunan Dilim Börek markasının, 6’sı franchise sistemiyle 4’ü şirket bünyesinde işletilen toplam 10 mağazası bulunmaktadır. 2009 yılının haziran ayında 444 4 356 (ALODLM) lezzet hattıyla alanında bir ilk olmayı başaran Dilim Börek, ağırlıklı paket servis hizmeti ile çalışmaktadır. Lokasyonlar; fiziksel özellikleri ve ulaşılabilirliği ile hızlı ve sıcak paket ağını sağlayabilecek niteliktedir.



“İşimiz, gücümüz baklava” sloganı ile yola çıkan Musluoğlu Baklava markası, enerjisini baklavadan, lezzetini ise tazelikten almaktadır. Baklavaları en uygun fiyat ve en kaliteli hizmet ilkesiyle müşterilerine sunan Musluoğlu Baklava, gel-al sistemiyle hizmet vermektedir. 2021 ocak ayında yolculuğuna başlayan Musluoğlu Baklava

mağazaları; Ankara'da 12, İstanbul'da 12 ve Kocaeli'de 1 mağaza ile toplamda 25 mağaza sayısına ulaşmıştır. Mağazaların tamamı şirket bünyesinde yönetilmektedir.



Payna Tatlı Atıştırmalık, dünyanın ilk uzun ömürlü ve tekli paketlenmiş baklavası ile tüketicilerin zaman ve mekân sınırı olmaksızın geleneksel lezzete ulaşmasını sağlamaktadır. Özel ambalajları ve özenle geliştirilmiş reçetesi sayesinde oda sıcaklığında bile tazeliğini uzun süre koruyabilen ürünleriyle geleneksel tatları modern yaşam tarzına adapte etmektedir.

2023 yılı sonunda tüketicilerle buluşan Payna Tatlı Atıştırmalık, geniş kitlelere kolayca ulaşabilen ambalaj tasarımı ile dikkat çekerken, değişen yaşam tarzlarına uyum sağlayan yenilikçi yaklaşımıyla öne çıkmaktadır.

Payna Grup'ta günümüze gelindiğinde; Erciyes Börek ve Pastanecim mağazalarının tek tabela altında verimli bir gider mekanizmasıyla çalışması, Musluoğlu Baklava markasının doğru perakende lokasyonlarında "gel-al" modelinde uygun fiyat politikası ile yüksek ciro üretebilme kabiliyeti, Dilim Börek'in ise güçlü paket organizasyonu yılların getirdiği tecrübe ve markaların öğretisi haline gelmiştir.

Dilim Börek'in paket servis uzmanlığının, Musluoğlu Baklava markasının ise uygun fiyatlı "gel-al" satış stratejilerinin diğer markalara uyarlanabilme gücü ile grup daha agresif bir büyüme sergileyebilecektir. Payna Tatlı Atıştırmalık ise kolay ulaşılabilir ve uzun raf ömürlü ambalajlı ürünleriyle yurt içi ve yurt dışı pazarlarda raflara taşınarak grubun kanal çeşitliliğini artırmaktadır.

Marka Bazlı Büyüme Potansiyeli

- **Erciyes Börek & Pastanecim**

Tek tabela altında faaliyet gösteren franchise yapısı, operasyonel verimlilik ve maliyet kontrolü sağlayarak sürdürülebilir büyümeye olanak tanır.

- **Dilim Börek**

Paket servis odaklı organizasyon yapısı sayesinde müşteri tarafında ulaşılabilir bir organizasyon sunarken, sade iş modeli kolay uyarlanabilir bir büyüme projeksiyonu yaratır.

- **Musluoğlu Baklava**

Doğru lokasyon seçimi ve ulaşılabilir fiyat politikası ile yüksek ciro potansiyeli yaratır ve geniş müşteri kitlesine erişim sağlar.

- **Payna Tatlı Atıştırmalık**

Kolay ulaşılabilir, taşınabilir ve uzun raf ömrüne sahip ambalajlı ürünleri ile satış kanallarını çeşitlendirir; yurt içi ve yurt dışı pazarlarda global erişim potansiyelini artırır.

Marka Ekosistemi

Kategori	Marka	Şehir	Özellik
Börek & Baklava	Erciyes Börek	Ankara	Merkezi mutfak üretimiyle klasik lezzetleri sunan, franchise ağıyla yönetilen bir markadır.
Pasta & Kafe	Pastanecim	Ankara	Butik kafe konseptiyle kişisel deneyim sunar. Her gün taze üretilen ve özel tasarımlı pastalar ile el emeği lezzetlerle fark yaratır.

Börek & Baklava	Dilim Börek	İstanbul	Güçlü lojistik altyapısı ve İstanbul merkezli mağaza ağı sayesinde müşterilerine hızlı ve kesintisiz hizmet sunar.
Baklava & Tatlı	Musluoğlu Baklava	Ankara&İstanbul	Uygun fiyat, ulaşılabilir kalite ve fabrika satış mağazası konseptiyle öne çıkar.
Ambalajlı Tatlı	Payna Tatlı Atıştırıcılık	Türkiye & Global	Türkiye'nin tatlı kültürünü modern ambalajla dünyaya taşır.

Üretim ve Tesisler

Ankara Üretim Tesisi

Ankara İvedik OSB'de yer alan fabrika tesisi, 4.600 m² alana sahip 5 katlı bir binadan oluşmaktadır. Bu tesiste börek, baklava ve pasta üretimi yapılmaktadır.

Erciyes Börek A.Ş.'nin üretim yaptığı tesiste, yaklaşık 1,5 milyon dolar değerinde makine ve ekipman gibi sabit kıymetleri bulunmaktadır. Ayrıca tesise 1,5 milyon dolar tutarında fiziksel altyapı yatırımı yapılmıştır.

Tuzla Üretim Tesisi

Payna Grup 2024 yılında Tuzla Aydın OSB'deki 3 Milyon Dolar yatırım bedeli ile bünyesine katmış ve 2025 Ocak ayı itibarıyla aktif çalışmalarına başlamıştır. Hem paketli baklava hem de geleneksel kanattaki markalara üretim yapabilecek kapasitede olan fabrika 6000 m² kapalı alana sahiptir. Bu tesis kiralık olarak kullanılmaktadır. Üretim tesisinde halihazırda sadece baklava üretimi yapılmaktadır.

Tunam Sektörel Gelişme ve Beklentiler

Tunam Unlu Mamuller Sanayi ve Ticaret A.Ş., gıda sektöründe ağırlıklı olarak börek, baklava ve pasta üretimi alanlarında; ev dışı tüketim (HORECA), perakende satış, toptan satış, donuk ürün ve paketli gıda pazarlarında faaliyet göstermektedir. Bu kapsamda Erciyes Börek, Dilim Börek ve Musluoğlu Baklava markalarıyla taze üretim ve perakende satış kanallarında; Pastannecim markasıyla butik ve özel tasarım pasta pazarında; Payna Baklava markasıyla ise uzun raf ömrüne sahip paketli baklava segmentinde konumlanmaktadır. Ayrıca donuk ürün kanallarında da faaliyet göstermek hedeflenmektedir.

Tunam Unlu Mamuller Sanayi ve Ticaret A.Ş., geleneksel ürün grubunda (börek ve baklava) yüksek üretim kapasitesi, yaygın satış ağı ve marka bilinirliği sayesinde buldukları pazarlarda güçlü bir konuma sahiptir. Pastannecim markası, özel tasarım pasta segmentinde özellikle Ankara merkezli olarak bilinirliği yüksek ve istikrarlı bir pazar yerine sahiptir. Payna Baklava markası ise, oda sıcaklığında uzun raf ömrüne sahip tek dilim paketli baklava ürünü ile klasik baklava üreticilerinden ayrılmakta ve paketli baklava pazarında yenilikçi ve farklılaşmış bir konumda yer almaktadır. Bu ürün yapısı sayesinde Payna Baklava; zincir marketler, e-ticaret ve ulusal dağıtım kanallarına uygun bir ürün sunmakta olup, sektörde sınırlı sayıda rakibin bulunduğu katma değerli bir pazarda faaliyet göstermektedir. Bu durum markaya coğrafi yaygınlık, ölçeklenebilirlik ve ihracata uygunluk açısından önemli avantaj sağlamaktadır.

Payna Perakende

Tunam Unlu Mamuller Sanayi ve Ticaret A.Ş. Türkiye'nin değişen ekonomik koşulları ve şehir yaşantısı içinde, müşterilerin alışık oldukları ve özlem duydukları geleneksel lezzetleri güçlü markalarıyla buluşturur. Merkezi mutfak altyapısı, verimli tedarik ve dağıtım ağı, etkin fiyatlandırma sistemi ve stratejik pazarlama yöntemleri sayesinde sürdürülebilir bir büyümenin kapılarını aralar. Baklava, börek ve pasta gibi Türkiye'de ve yakın coğrafyada yüksek tanınırlığa sahip ürün kategorilerinde faaliyet gösteren şirket; Ankara ve İstanbul'da hızla genişleyen mağazacılık ağıyla dikkat çeker.

Ortak Güç:

- Tüm markalar merkezi mutfak anlayışıyla Türkiye'nin ve dünyanın her yerinde şubeleşebilir.
- Operasyonel verimlilik, modüler mağazalar ve verimli tedarik zinciri hızlı büyümeye olanak tanır.

Marka ve Operasyonel Güçler

Marka	Kuruluş Yılı	İş Modeli	Öne Çıkan Güç	Mağaza Sayısı	Faaliyet Bölgesi	Büyüme Potansiyeli
Erciyes Börek	2003	Franchise	Tek tabela, yüksek kârlılık	25	Ankara	Orta-hızlı büyüme
Pastanecim	2013	Merkezi Üretim / Franchise	Minimum yatırım, yüksek verimlilik	27	Ankara	Orta-hızlı büyüme
Dilim Börek	2003 (Tunam 2015)	Paket servis lideri/ Bünye mağazalar (4) / Franchise (6)	Hızlı erişilebilir servis	12	İstanbul	Hızlı büyüme
Musluoğlu Baklava	2021	Gel-al konsepti – Bünye mağazalar	Yüksek ciro, operasyonel altyapı	20	Ankara (12) İstanbul (12) Kocaeli (6)	Hızlı büyüme

Payna Ticari Satış

Yurt İçi Toptan Satış Çalışmaları

- **Market Zincirleri:** BİM ile yürütülen pilot bölge çalışmaları aktif olarak devam etmekte olup, 2026 yılı içerisinde 13.920 şubede ürünlerimizin satışa sunulması hedeflenmektedir. File Market ve Tarım Kredi Kooperatifleri Marketleri ile gerçekleştirilen görüşmelerde sona yaklaşmış olup, bu yıl itibarıyla baklava çeşitlerimizle raflarda yer alınması planlanmaktadır.
- **Bölgesel ve Ulusal Toptan Satış Kanalları:** Yurt içinde faaliyet gösteren Bolu ERGIDA firması ile düzenli satışlarımız devam etmekte olup, bu kanal üzerinden toptan satış hacmimizin artırılması ve ürün gamının genişletilmesi hedeflenmektedir. Ayrıca Aslı Mağazacılık A.Ş. ile yapılan toptan anlaşması doğrultusunda günlük 2.000 tepsi kuru baklava sevkiyatı gerçekleştirilmektedir.

Yurt Dışı Toptan Satış Çalışmaları

İhracat pazarında müşteri siparişleri kademeli olarak artış göstermekte olup, sipariş ve sevkiyat süreçleri ülkelere göre değişkenlik göstermektedir. Ürünler, ilgili ülkelerin Gıda Kodeksi mevzuatına uygun etiketleme ve belgelendirme süreçlerinin tamamlanmasının ardından pazara sunulmaktadır. Uluslararası pazarlarda ürünler öncelikle deneme amaçlı düşük miktarlarda sipariş edilmekte, ardından palet ve konteyner bazlı sevkiyatlara geçilmektedir. Gümrük ve lojistik süreçleri nedeniyle sipariş döngüsü ortalama 3 ila 6 ay arasında değişmektedir. Hedeflenen pazarlar ve ciro projeksiyonları bu süreler dikkate alınarak oluşturulmuştur. Eylül 2025 itibarıyla fiili ihracat 25 ülkeye ulaşmış olup, birçok pazarda tekrar sipariş (repeat order) oranı %80 seviyelerine yükselmiştir.

Tunam Unlu Mamuller Sanayi ve Ticaret A.Ş.'nin avantajları; güçlü marka bilinirliği, farklı tüketici segmentlerine hitap eden beş ayrı marka yapısı, yaygın satış ağı, yüksek üretim kapasitesi, BRC standartlarında üretim altyapısı ve paketli baklava gibi inovatif ürünlere sahip olmasıdır. Ürün portföyünün hem taze hem paketli hem de donuk ürünleri kapsamı, coğrafi erişimi artırmakta ve satış kanallarının çeşitlenmesine imkân sağlamaktadır.

Gıda sektörünün yüksek rekabetin yaşandığı bir alan olması, geleneksel ve paketli gıda segmentinde rakiplerin varlığı, Şirketin risklerini yönetmesi açısından teşvik edici unsurlar olmaktadır. Gıda güvenliği, kalite standartları ve mevzuata uyum gereklilikleri operasyonel maliyetleri artırabilmekle beraber Şirket ürünlerinin piyasada oluşan güvenilir ve kaliteli ürün imajını da pekiştirmektedir.

Planlanan birleşme ile; üretim, tedarik, lojistik, Ar-Ge ve pazarlama süreçlerinde ölçek ekonomisi sağlanması, operasyonel verimliliğin artırılması ve maliyet yönetiminin daha etkin hale getirilmesi hedeflenmektedir. Çok markalı yapının tek çatı altında toplanması sayesinde, kaynakların daha etkin kullanılması, ürün geliştirme faaliyetlerinin hızlandırılması ve paketli ile donuk ürün segmentlerinde büyüme potansiyelinin desteklenmesi öngörülmektedir.

TUNAM SWOT ANALİZİ

Güçlü Yönler (Strengths)

- **Geleneksel + modern bileşimi yaklaşımı:** Uzun yıllara dayanan geleneksel lezzet deneyimi ve birikimi, modern üretim teknolojileri ve kalite standartları ile desteklenmektedir.
- **Çok markalı yapı ve segment çeşitliliği:**
 - Erciyes: Geleneksel tat algısı ve yerel pazarlarda bilinirlik
 - Dilim Börek: İstanbul'da marka bilinirliği, güvenilirlik, marka imajı
 - Pastanecim: Genç ve şehirli tüketiciye yönelik modern konsept
 - Musluoğlu Baklava: Uygun fiyatlı ürün yapısı ile geniş müşteri kitlesi
 - Payna Tatlı Atıştırmalık: Paketli ürün, raf ömrü ve ihracat potansiyeli
- **Esnek üretim altyapısı:** Talep değişimlerine uyum sağlayabilen üretim kapasitesi ve hijyen standartlarına uygun tesis yapısı.
- **Dağıtım ve bayii ağı:** Bayilik modeli sayesinde operasyonel esneklik ve yaygın erişim imkânı.
- **Yatırım modeli:** Görece düşük başlangıç yatırımı gerektiren mağaza/bayi modeli ve makul geri dönüş süreleri. (18-24 Ay)
- **İnovasyon ve Ar-Ge odağı:** Paketli ve donuk ürünlere yönelik Ar-Ge ve proses geliştirme çalışmaları.
- **Kurumsal ve stratejik esneklik:** Ortaklık yapısı ve hızlı karar alma kabiliyeti ile yeni iş birliklerine hızlı uyum sağlanabilir.

Zayıf Yönler (Weaknesses)

- **Kurumsallaşma ihtiyacı:** Yönetim süreçleri, organizasyonel yapı ve yedekleme planları açısından gelişim ihtiyacı.
- **Marka bilinirliği farkları:** Paketli ürünler için bilinirlik düzeyi sınırlı.
- **Coğrafi yayılım sınırlılığı:** Bazı markalar için şehir dışı ve yurt dışı erişimi henüz sınırlı.
- **Maliyet hassasiyeti:** Ham madde, enerji ve işçilik maliyetlerindeki artışların fiyatlama üzerinde baskı yaratması. Dönemsel talep dalgalanmalarının etkisi
- **Dijital satış altyapısı:** E-ticaret ve kurumsal satış kanallarının henüz tam ölçekli olmaması. Dijital görünürlük artışının tam sağlanmaması

Fırsatlar (Opportunities)

- **Donuk ve paketli ürün büyümesi:** Raf ömrü uzun ürünlerle daha geniş coğrafyalara erişim imkânı.
- **Ürün inovasyonu:** Yöresel, tematik, premium ve alternatif beslenme odaklı ürünler.
- **E-ticaret ve online platformlar:** Ulusal ve uluslararası pazarlara dijital kanallar aracılığıyla erişim.
- **İhracat potansiyeli:** Paketli ve ambalajlı ürünlerle daha fazla alana ve yurt dışı pazarlara açılma imkânı.
- **B2B ve kurumsal satışlar:** Otel, restoran, kurumsal hediye ve toplu sipariş kanalları.
- **Stratejik iş birlikleri:** Ortaklıklar, franchise ve yatırımcı iş birlikleri ile büyüme.
- **Mağaza yayılımı:** Kademeli mağaza açılışları ile marka görünürlüğünün artırılması.
- **Pazarlama ve sosyal medya geliştirme:** Dijital içerik inovasyonu ile genç kitleye daha etkin erişim

Tehditler (Threats)

- **Yoğun rekabet:** Geleneksel üreticiler, yerel markalar ve büyük ölçekli paketli gıda firmaları.
- **Ham madde ve maliyet artışları:** Tarımsal girdiler, lojistik maliyetleri, döviz riski ve ambalaj maliyetlerindeki dalgalanmalar.
- **Ekonomik koşullar:** Tüketici harcamalarında daralma ve talep düşüşü riski.
- **Tüketici alışkanlıkları:** Sağlıklı ve düşük şekerli ürünlere yönelim.
- **Mevzuat ve regülasyonlar:** Gıda güvenliği, etiketleme ve ambalaj düzenlemelerinde olası değişiklikler.
- **Sezonsallık:** Bayram ve özel günlere bağlı talep artışları ile takip eden dönemlerde ve yaz aylarında görülebilecek talep dalgalanmaları.

Genel Değerlendirme

Şirket, çok markalı yapısı sayesinde farklı tüketici segmentlerine hitap etmekte olup, inovasyon, paketli ve donuk ürün yatırımları ile sürdürülebilir bir büyüme yakalamıştır. Maliyet yönetimi, kurumsallaşma ve marka bilinirliği alanlarında atılacak adımların, grubun uzun vadeli rekabet gücünü daha da geliştirmesi beklenmektedir.

- Grup her alt marka ile farklı müşteri segmentini kapsıyor:
 - Geleneksel + güvenilir: Erciyes & Dilim Börek
 - Modern ve genç: Pastannecim
 - Herkese ulaşılabilir: Musluoğlu Baklava
 - Yenilikçi ve global: Payna Tatlı Atıştırmalık
- Büyüme ve inovasyon fırsatları yüksek: E-ticaret, kurumsal satış, toptan satış, ihracat, yeni ürün geliştirme ve dijital pazarlama ile pazar payı artırılabilir.

1.3. Sektör

1.3.1 Yiyecek – İçecek Sektörü

Küresel yiyecek-içecek sektörü, koronavirüs salgını nedeniyle büyük çaplı bir daralma ve değişim yaşamıştır. Pandemi koşulları nedeniyle uygulanan sokağa çıkma yasakları ve hijyen tedbirleri tüketicilerin dışarıda tüketim yapmalarının önüne geçmiştir. Yaşanan bu koşullar, sektörün dijitalleşmesinin önünü açarak süreci hızlandırmıştır. Pandemi sürecinde gerçekleştirilen sağlık ve güvenlik tedbirleri, hayalet mutfaklar olarak adlandırılan yeni bir restoran türünün ortaya çıkışına da büyük etken olmuştur (Statista, 2023). Sektöre geniş açıdan bakıldığında dünyada yiyecek-içecek sektörünün 2021 yılı verilerine göre 2,52 trilyon ABD doları pazar büyüklüğe ulaştığı görülmektedir. Mevcut pazarın 2028 yılına kadar %9,9'luk bir büyüme gerçekleştirerek 2028 yılında 4,43 trilyon ABD dolarına ulaşması öngörülmektedir (Statista, 2024). Bunun yanında 2022 yılında başlayan Ukrayna Rusya savaşı küresel ekonomi ve dolaylı olarak yiyecek-içecek sektörü üzerinde etkili olmuştur (Statista, 2024). Savaş nedeniyle dünya ekonomisinde yaşanan daralma aşağıdaki şekilde gösterilmiştir.

Ukrayna Rusya Savaşının Küresel Ekonomik Etkileri



Kaynak: Statista, (2024)

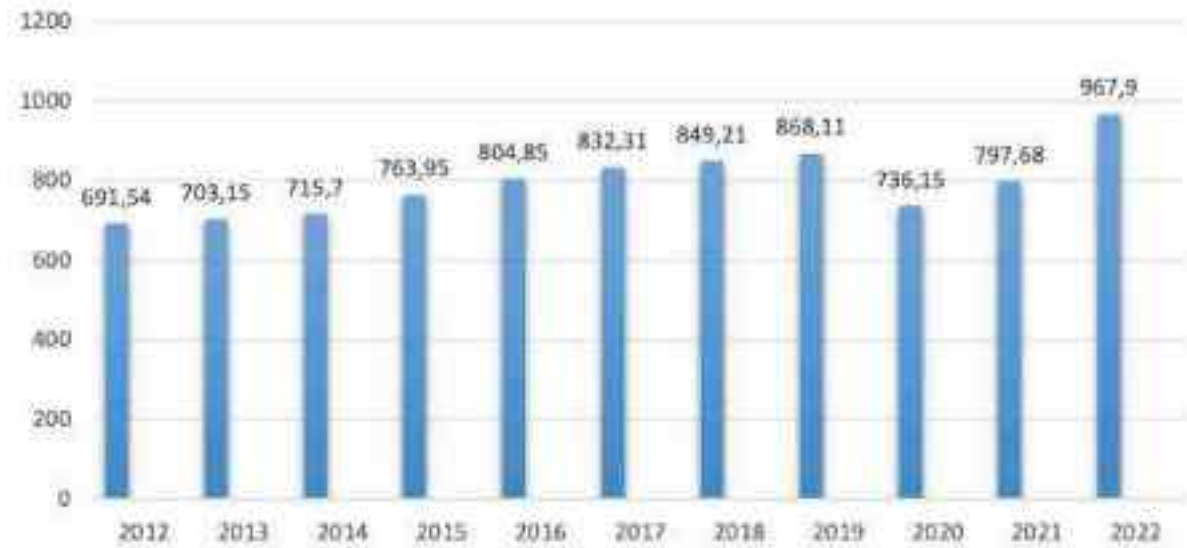
Yukarıdaki tabloda 2022 yılında başlayan Ukrayna ve Rusya arasındaki savaşın ekonomik olarak etkileri görülmektedir. Savaş öncesi gelişim gösteren dünya ekonomisi savaş başlangıcıyla birlikte gözle görülür daralma yaşamıştır. Dünyada yaşanan siyasi ve politik gelişmeler, istikrarsızlık ortamına neden olarak doğrudan ülke ekonomilerini olumsuz yönde etkilemektedir. Dünyada yaşanan bu gelişmeler, tüketicilerin ev dışı tüketim harcamalarını da doğrudan olumsuz olarak etkilemektedir.

Küresel çapta 2021 yılında full servis olarak adlandırılan işletmeler pazarda en büyük paya sahip durumdadır. Bugün mevcut pazarın 1/3'ünü full servis restoranlar oluşturmaktadır. Bu durumun en büyük nedenini; tüketicilere geniş bir menü sunması, günün her saati uygun hizmet vermeleri, aile ve iş yemekleri, toplantılar ve etkinlikler gibi her tüketiciye hitap edebilen bir konumda olmaları oluşturmaktadır. Ayrıca pandemi dönemiyle birlikte gelişimi hızlanan çevrimiçi yemek siparişi hizmetlerinin sektörde önemli bir konuma geldikleri görülmektedir. 20 yıl öncesine bakıldığında belirli ürünlerle sınırlı olan paket servis hizmeti, bugün büyük bir pazar ve sektör olarak karşımıza çıkmaktadır. Küresel pazarda söz sahibi Domino's, Pizza Hut, KFC, Starbucks, Burger King, Taco Bell, Subway, McDonald's, Wendy's, Papa John's Pizza ve Chipotle Mexican Grill gibi birçok işletme hizmetlerini hızlandırmak, daha fazla tüketiciye ulaşabilmek adına çevrimiçi sipariş hizmeti sunan firmalarla ticari iş birlikleri yapmaktadır. Tüketicilerin ekonomik olarak gelirleri arttıkça ev dışı tüketim miktarlarında da paralel olarak artışlar yaşanmaktadır. Yaşanan bu gelişme yiyecek-içecek sektörüne de zincirleme bir etki yaratarak sektördeki istihdamı artırmaktadır (Skyquestt.com, 2024). Tüketiciler açısından uygun fiyat, hızlı hizmet ve kolay ulaşım nedeniyle fast food ürünlerine yönelik tüketim davranışı devam etmektedir. Gençlerin %40'ı ilk olarak fast food ürünlerine yönelmektedir.

Her ne kadar fast food ürünlerine yoğun talep olsa da pandemi sonrası küresel çapta tüketiciler için sağlıklı yaşam ve çevre dostu tüketime yönelik talepler de artmaktadır. Bunun bir diğer nedeni ise gelişen teknoloji ve bilgilere kolay ulaşımdır. Tüketiciler günümüzde sunulan yiyeceklerin içeriklerini sorgulamakta, sağlık ve çevre koşullarını karşılayan ürünlere yönelmektedir.

Tüketicilerin gıda intoleransından kaçınmak amacıyla "içermeyen" ürünlere yönelik talepleri artmaktadır. Bu kapsamda dünyada özel beslenme türlerine yönelik işletme sayılarında artışlar yaşanmaktadır. Dünyada vegan restoran sayıları incelendiğinde en fazla vegan/vejetaryen işletmenin bulunduğu şehir Londra olarak belirlenmiştir. Londra-Birleşik Krallık'ı sırasıyla Roma-İtalya, Ubud-Endonezya, Amsterdam-Hollanda ve Berlin-Almanya izlemektedir. Listede İstanbul 61. Sırada bulunmaktadır (Nestpick, 2024). Full servis sunan restoranlar arasında yer alan hızlı servis yemek hizmeti sunan işletmeler en büyük yiyecek-içecek işletmelerini oluşturmaktadır. Pandemi öncesi dönemde de çevrimiçi sipariş hizmeti veren bu işletmeler diğer yiyecek-içecek işletmelerine göre pandemiye daha hazırlıklı yakalanarak bu döneminden belki de en az zararla çıkan işletmelerden olmuşlardır. Bu dönemde fast food işletmelerinin yanında kahve işletmeleri de sektörde dirençli olduklarını göstermişlerdir. Pandeminin ardından 2022 yılına gelindiğine ise hızlı yemek hizmeti sunan işletmelerin pazar büyüklüğü artış göstermiştir (Statista, 2024). Bu kapsamda aşağıdaki şekilde yıllara göre hızlı yemek hizmeti sunan işletmelerin küresel pazar büyüklüğü yer almaktadır.

Hızlı Servis Yemek Hizmeti Sunan İşletmelerin Küresel Pazar Büyüklüğü(milyar dolar)



Kaynak: Statista, (2024)

Yukarıdaki tabloda full servis sunan işletmeler arasında bulunan hızlı servis işletmelerinin pazar büyüklüğü 2012 yılından itibaren düzenli şekilde artış göstermiştir. Pandemi dönemine denk gelen 2020 yılında, pazar gelirlerinde ciddi bir düşüş yaşanmıştır. 2021 yılından itibaren mevcut pazarda toparlanma yaşanmış, 2022 yılına gelindiğinde ise işletmelerin pazar paylarında ciddi bir artış görülmüştür. Dünyada olduğu gibi hızlı yemek hizmeti sunan işletmeler Amerika Birleşik Devleti'nde de en büyük pazar konumuna sahip durumdadır. Mc Donald's ve Starbucks işletmeleri ilk sırada yer almaktadır. Listede Kuzey Amerika ve Avrupa çıkarıldığında ise Asya'da Yum China Holdings en yüksek satış ve pazar payına sahip işletme olarak karşımıza çıkmaktadır (Statista, 2024). Hızlı servis sunan işletmelerin ABD'deki pazar büyüklüğü ise aşağıdaki şekilde gösterilmiştir.

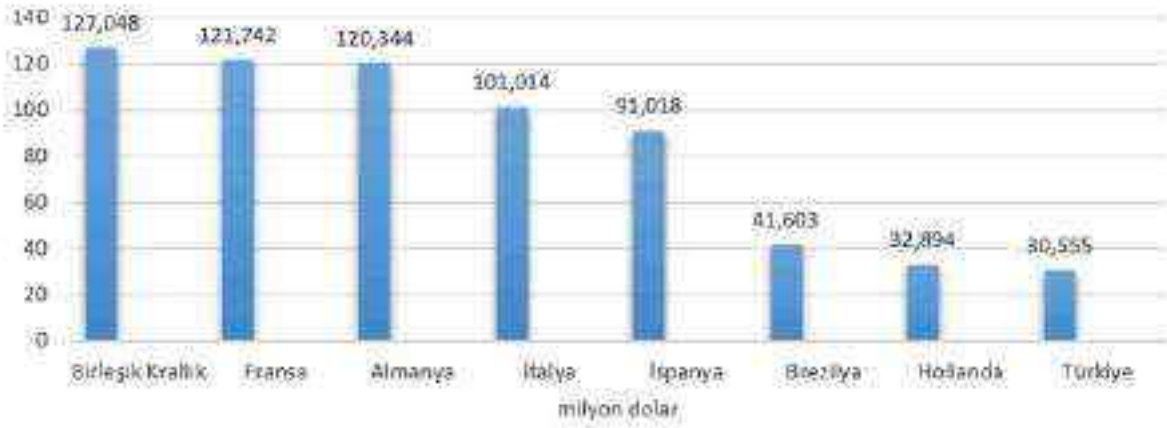
Aşağıda yer alan tabloda hızlı yemek hizmeti sunan işletmelerin ABD'deki pazarının istikrarlı şekilde büyüme gösterdiği görülmektedir. Tüm dünyayı etkileyen koronavirüs salgın dönemini kapsayan 2020 yılı incelendiğinde ise küresel çaplı olarak ABD'deki işletmelerin pandemi dönemini daha az kayıpla atlattıkları söylenebilmektedir. Bu durumun nedeni olarak işletmelerin gelişmiş çevrimiçi sipariş sistemlerinin varlığı örnek olarak sunulabilmektedir. Ayrıca hızlı yemek servisi sunan işletmelerin pazarı ABD'de 2004 yılından itibaren %87,11 oranında büyüme yaşamıştır (Statista, 2024). ABD'de yiyecek-içecek pazarında kilit rol oynayan gündelik restoranların satış gelirleri 2021 yılı verilerine göre aşağıdaki tabloda gösterilmiştir.

ABD’de Hızlı Servis Hizmeti Sunan İşletmelerin Pazar Büyüklüğü(milyar dolar)



Kaynak: Statista, (2024)

Aşağıda yer alan tabloda AB ülkeleri arasında en yüksek üretim değerine sahip ülke 127 milyon dolar ile Birleşik Krallık olmuştur. Fransa üretim değerinde 121 milyon dolar ile ikinci, Almanya 120 milyon dolar ile üçüncü sırada yer almaktadır.



Kaynak: Statista, (2024)

Aşağıdaki tabloda Avrupa Birliği’nde yiyecek-içecek sektöründe faaliyet gösteren işletme sayıları gösterilmiştir.



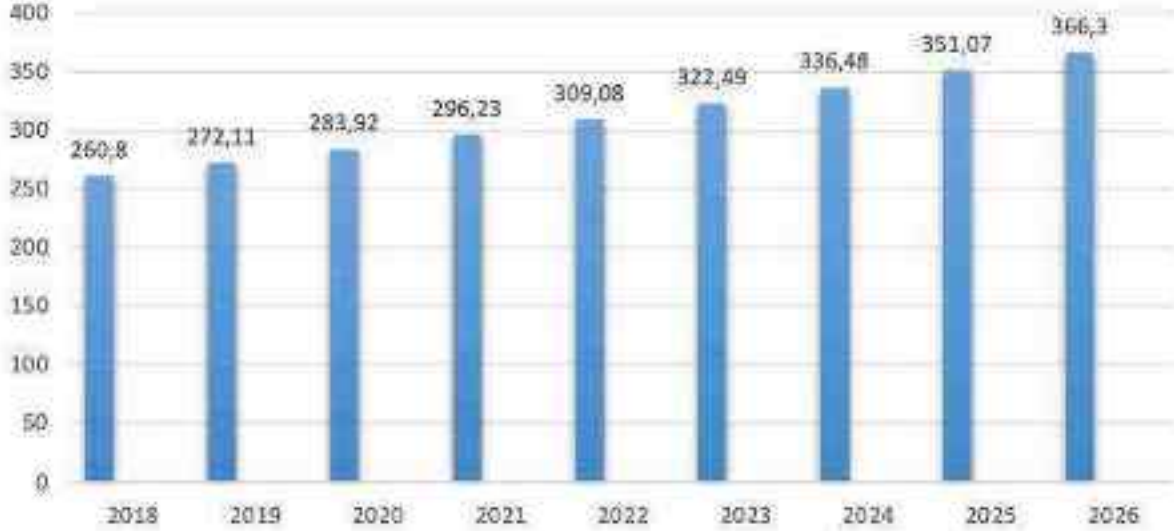
Statista, (2024)

Yiyecek-içecek sektörü açısından önemli bir değeri bulunan dondurulmuş gıda pazarı incelendiğinde ise dondurulmuş gıda pazarının, bugün sanayi ve yiyecek-içecek sektörü içerisinde hızlı şekilde gelişim gösterdiği

görülmektedir. Dünyada artan nüfusla birlikte sanayi, turizm ve tarıma yönelik yatırımlar dondurulmuş gıda sektörünün gelişimini sağlamıştır. Dondurulmuş gıda sektöründe ürünler temel olarak üç kısma ayrılmaktadır. Bu ürünler; dondurulmuş sebze, meyve ve su ürünleridir.

Dondurulmuş sebze ve meyve tüketimi pazarın %70'lik kısmını oluşturmaktadır. Dondurulmuş gıda ürünlerinin alt başlıkları ise; et ve et ürünleri, süt ve süt ürünleri, un ve unlu mamüller, katı ve sıvı yağlar, şeker ve şekerli ürünler, alkolsüz içecekler, fermente ürünler, hazır tüketilen gıdalar ve bebek mamaları oluşturmaktadır (Tarım ve Orman Bakanlığı, 2019). Önemli bir tüketici talebinin bulunduğu dondurulmuş ürünler pazarı ise Şekil 10'da gösterilmiştir.

Küresel Dondurulmuş Gıda Pazarı, Milyar USD



Statista, (2024)

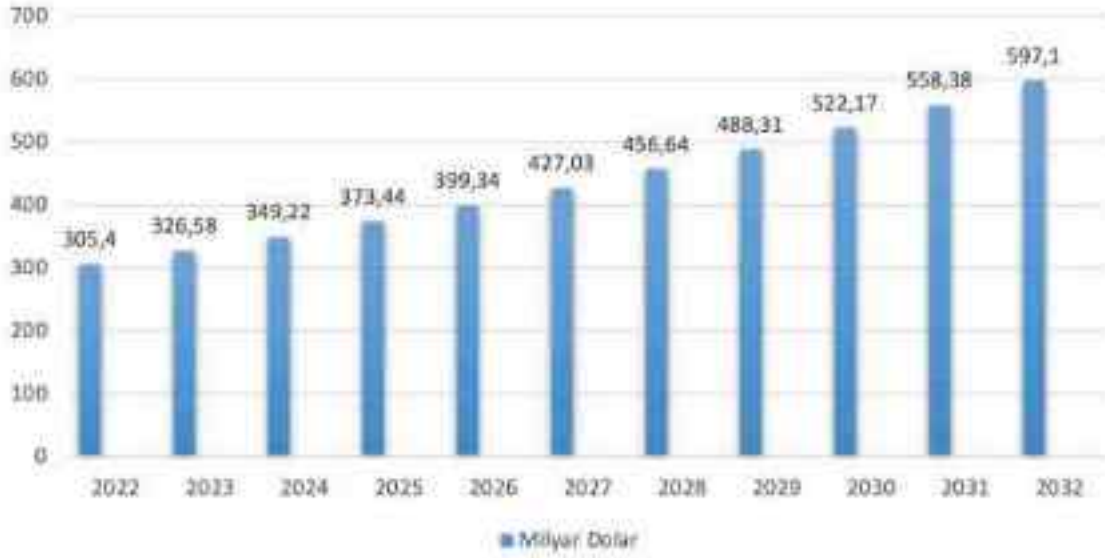
Yukarıda yer alan tabloda dondurulmuş gıda pazarının 2018 yılından 2026 yılına kadar %40 büyüyerek küresel pazarda 366,3 milyar ABD dolarına ulaşması öngörülmektedir. Dondurulmuş gıda pazarı her ne kadar belirli ürünlere yoğunlaşsa da dünyanın farklı bölgelerinde dondurulmuş gıdalara yönelik tercihler değişmektedir. Et ve kümes hayvanları Kuzey Amerika ve Avrupa'da en yaygın ürünlerdendir. Bunun yanı sıra Avrupa'da dondurulmuş fırın ve pastacılık ürünlerine yoğun talep gösterilmektedir. Diğer yandan, dondurulmuş patates ve dondurulmuş su ürünleri segmenti dondurulmuş gıda pazarında en hızlı gelişim gösteren alt başlıkları durumundadır. Ayrıca küresel fast food firmaları için ürünlerin dağıtımı ve kullanımı, dondurulmuş gıda ürün pazarını destekleyen en büyük etmenlerden birisini oluşturmaktadır. (Food Turkey, 2022).

İnsanların yaşam sürelerinin uzamasıyla birlikte artan sağlık harcamaları insanları sağlıklı ve koruyucu gıdalara yönlendirmektedir. Ayrıca 2019 yılında ortaya çıkan koronavirüs salgını fonksiyonel gıdalar trendini oldukça güçlendirmiştir. Hastalıklardan korunma ve bağışıklık sistemi üzerindeki etkileri bilinen gıdaların dünya ve Türkiye'de kullanımları her yıl artarak devam etmektedir.

Pazar içerisinde, süt ürünleri, unlu mamüller, tahıllar, et, balık, yumurta, katı, sıvı yağlar, soya ürünleri, diyet lifleri, karotenoidler, prebiyotik, probiyotik, bitkisel lifler, vitamin, mineral ve aminoasit gibi fonksiyonel özellikleri ürünleri kapsamaktadır. Küresel fonksiyonel gıda pazarı 2022 yılında 305,4 milyar ABD dolar civarına ulaşmıştır. 2023-2032 döneminde yıllık %6,93 oranında büyüyerek 2032 yılına kadar yaklaşık 597,1 milyar ABD dolarına ulaşacağı tahmin edilmektedir. Ürün bazlı, süt ürünleri alanı 2022 yılında pazarın %39'luk kısmına sahip olmuş durumdadır. Fırıncılık ve tahıllar alanı ise 2022 yılında pazarın %27'lik kısmını oluşturmuştur. (Precedence Research, 2023). Pandemiden sonra bağışıklığı güçlendirmenin yanı sıra bilişsel, zihinsel, stres azaltma, kalp, tansiyon ve diyabet gibi çeşitli hastalıklara karşı koruyucu etkileri bulunan bu ürünlerin gelecekte girişimcilik ve AR-GE faaliyetleriyle çeşitlendirileceği öngörülmektedir. İnsanların sağlık arayışı fonksiyonel gıdalara yönelik girişim faaliyetlerini desteklemektedir.

Tüketicilerin son yıllarda yoğun talebinin olduğu bir diğer alan ise sürdürülebilir gıdalardır. Tüketiciler açısından çevreye duyarlı, etik unsurların ön planda olduğu, bölgesel ekonomileri destekleyen, minimum düzeyde işlem görmüş, sentetik ilaç ve gübre kullanılmadan üretilen gıdalar bu kapsama girmektedir.

Küresel Fonksiyonel Gıda Pazarı



Statista, (2024)

1.3.2. Dondurulmuş Unlu Mamuller Pazar Bilgileri

Gıdaları uzun süreli muhafaza etmek ihtiyacı insanlık tarihi ile başlamış ve çağlar içerisinde ortam şartlarına ve teknolojiye bağlı olarak gelişme göstermiştir. Kurutmak, tuzla salamura yapmak, konserve etmek veya dondurmak, birer muhafaza şekilleridir. Bütün muhafaza yöntemleri, sonuçta, gıdanın kalite kriterlerini ve besin değerlerini en üst düzeyde korumaya dayanmaktadır. Ancak gıdaların gerek kurutma ve gerekse salamura veya konserve etme sırasında meydana gelen besinsel değer kayıpları fazladır.

Dondurarak muhafaza yönteminde ise gıdanın uğradığı kalite kayıpları en az düzeyde meydana gelmektedir. Dondurarak muhafaza etmenin temel ilkesi; -18°C ve daha düşük sıcaklık derecelerinde gıdayı hızlı bir şekilde dondurarak, gıda bozulmasına sebep olan mikroorganizmaların çoğalma faaliyetlerini tam olarak durdurmaktadır.¹

Dondurulmuş gıdalar kalite, tat, koku ve besin değeri açısından sağlıklı tercihler arasında yerini almaktadır. Türk Gıda Kodeksine göre; hızlı dondurulmuş gıda maddeleri ürün tipine bağlı olarak mümkün olduğunca çabuk maksimum kristalizasyonun sağlanması ile hızlı dondurma işlemi uygulanan, ürünün tüm noktalarında termal stabilizasyonun -18°C veya daha düşük seviyede sağlandığı, bu durumun sürekli korunduğu ve bu şekilde pazarlandığı gıda maddelerini ifade etmektedir. Dondurma, gıdaların kalite, tat, koku ve besin değerinin en iyi korunduğu gıda saklama yöntemidir. -40°C 'de gıdanın hızla dondurulması sayesinde gıdaların içerdikleri su, buz kristallerine dönüşerek bozulmaya yol açan mikroorganizmaların yaşamasını engellemekte, kimyasal ve biyokimyasal değişimleri en aza indirerek gıdaların en doğal haliyle korunması sağlanmaktadır.

Dondurulmuş unlu mamuller pazarı, hazır gıdaların büyük ölçüde artan tüketiminden kaynaklanmaktadır. Kolaylık ya da kolay tüketim, yiyecek ve içecek endüstrisindeki en hızlı gelişen eğilimlerden biridir. Dondurulmuş unlu mamullerin tüketilmesinin en büyük yararı, tüketicinin çabalarından ve zamanından tasarruf etmesidir. Farklı çalışma saatleri ve değişen kurumsal yaşam şekli nedeniyle sürekli değişen yaşam tarzları, hazır gıdalara olan talebi artırmaktadır. Bunun yanı sıra, kahve dükkânları, kafe zincirleri, mağaza içi fırınlar ve restoranlar günümüzde hamurları sıfırdan hazırlama işlerini en aza indirdiğinden dolayı, büyük miktarlarda dondurulmuş unlu mamuller satın almayı tercih etmektedirler.²

¹ Sekizinci Beş Yıllık Kalkınma Planı Gıda Sanayii Özel İhtisas Komisyon Raporu, Dondurulmuş Gıda Sanayii Alt Komisyon Raporu; <https://www.sbb.gov.tr/wp-content/uploads/2022/08/Gıda-Sanayi-OIK-Raporu-Dondurulmus-Gıda-Sanayii.pdf>

² T.C. Sanayi ve Teknoloji Bakanlığı / Orta Karadeniz Kalkınma Ajansı Tokat İli Dondurulmuş Unlu Mamullerin Üretimi Ön Fizibilite Raporu <https://www.yatirimadestek.gov.tr/pdf/assets/upload/fizibilite/1/tokat-ili-dondurulmus-unlu-mamullerin-uretimi-on-fizibilite-raporu2021.pdf>

Fırıncılık sektöründe teknolojik ilerlemeye bağlı olarak gelişen donuk unlu Mamuller, işletmelere ve tüketicilere lezzetli ve kolay hazırlanabilen ürünler sunulmasına imkan sağlamaktadır. Özellikle işletmeler için depolama ve iş gücü tasarrufu sağlayan donuk unlu Mamuller, kısa sürede çözülme ve pişirme süresiyle büyük kolaylıklar sağlamaktadır. Birçok butik işletme ve otel artık donuk unlu Mamuller sayesinde personel, yer ve zaman kaybına uğramadan lezzetli ürünleri kısa sürede hazırlayabilmektedir.

Kentli nüfusun büyümesi, kadınların işgücüne katılımının artması, yaşam tarzlarının hızlanması ve değişmesi sonucunda donuk unlu Mamuller sektörü yüksek büyüme potansiyeline sahip olmuştur. Gelişmekte olan ev dışı tüketim, depolama ve sevkiyat koşulları dikkate alındığında soğuk zinciri kırmadığı sürece daha taze tüketilme imkanı sunan donuk ürünler tüketiciler tarafından her geçen gün daha fazla rağbet görmeye başlamıştır.



Araştırma kuruluşlarının verilerine göre dondurulmuş unlu Mamuller pazarı büyüklüğünün 2026 yılında 23,5 milyar dolara ulaşacağı tahmin edilmektedir. Yine aynı verilere göre dondurulmuş unlu Mamuller sektörünün 2030 yılına kadar %7,4'lük yıllık bileşik büyüme oranında artışla 31,2 milyar dolara ulaşması beklenmektedir.

Dondurulmuş Unlu Mamuller Pazarı, Pazar Büyüklüğü, 2025



Araştırma kuruluşu verilerine göre Avrupa, dünya genelinde dondurulmuş unlu mamuller pazarına liderlik etmektedir. Avrupa dondurulmuş unlu mamuller pazarı, tedarik zinciri, ürün yelpazesi, dağıtım kanalları ve tüketici tercihleri açısından köklü bir pazar konumundadır. Avrupa dondurulmuş unlu mamuller pazarında kek, poğaçaya ve kurabiyelerin yer aldığı kategoride inovasyon ve yeni ürün geliştirmeleri ön plana çıkmaktadır. Kooperatifler ve endüstriyel fırıncılık şirketleri, yüksek kaliteli ve tutarlı ürünler üretme yetenekleri nedeniyle Avrupa dondurulmuş unlu mamuller pazarına hakim durumdadır.

1.3.3. Unlu Mamuller Pazarı

Baklava ve börek, Osmanlı-Türk mutfak geleneğinin en karakteristik ürünleri arasında yer alır. Özellikle baklava, tarihsel olarak saray mutfağı ile ilişkilendirilmiş ve zamanla Anadolu'nun farklı bölgelerinde çeşitlenmiştir. Börek ise yufka kültürü üzerinden gelişmiş, hem ev tipi hem ticari üretimde yaygınlaşmıştır.

Geçmişte çoğunlukla geleneksel yöntemlerle üretilen bu ürünler modern yaşamda yarı-endüstriyel ve tam endüstriyel sistemlerle de üretilmektedir.

Sektör genel olarak üç ana yapıdan oluşur:

1. Geleneksel Fırın İşletmeleri

Mahalle ölçeğinde faaliyet gösteren ve günlük üretim yapan işletmelerdir. Türkiye'de sayıca en fazla olan yapı budur.

2. Zincir ve Kurumsal Fırın Markaları

Birden fazla şubesi bulunan, marka kimliği ve standart üretim anlayışı ile faaliyet gösteren işletmelerdir. Bu yapı, ölçek ekonomisi avantajı sağlar.

3. Endüstriyel Üretim Tesisleri

Bisküvi, paketlenmiş kek ve dondurulmuş hamur gibi ürünleri büyük ölçekli üretim market zincirlerine ve ihracat pazarlarına sunan firmalardır.

Sektörel, Ekonomik Boyut ve Geleceğe Bakış

Yapılan veri analizlerine göre ülkemizde günlük baklava üretimi ortalama 1.450 ton civarındadır. Şu anda yıllık baklava ihracatı 30 milyon ABD Doları'nın üzerinde olduğu ve bir bu kadar da yolcu beraberinde ve e-ticaret kapsamında 'ihracat sayılmayan' yurt dışına satış olduğunu tahmin edilmektedir. Baklava ihracatı, pişmiş ve şerbetli, pişmemiş ve dondurulmuş, pişmiş ve şerbetlenmiş ama şoklanmış olarak üç şekilde yapılmaktadır. İhracatta ilk sırayı ABD alırken, Suudi Arabistan, BAE, Almanya, Yunanistan ve Türk Cumhuriyetleri'ne ihracat yapılıyor.

TÜİK ve Nielsen'in 2024-2025 yıllarını kapsayan verilerine göre Türk unlu Mamuller ve tatlı pazarının ciro büyüklüğü 2024 yılında 7,3 milyar USD düzeyinde iken, 2025 yılında bu rakamın 12 milyar USD olacağı beklenmektedir. Bu veriler ciro artışında yıllık %60-65 oranında bir büyümeyi işaret etmektedir. Gösterge verilere göre börek ve unlu Mamuller segmentinde %35, tatlı ve baklava segmentinde ise %25 yıllık büyüme oranları öngörülmektedir.

Baklava ve börek sektörü, Türkiye'de binlerce işletme ve binlerce çalışanın istihdam edildiği ekonominin kilit sektörlerinden bir olma niteliği taşımaktadır. Gıda sanayisinin en geniş alt alanlarından bu sektör günlük tüketim alışkanlıkları nedeniyle sürekli talep yapısına sahiptir. Unlu mamuller sektörü aynı zamanda tarım, un sanayi, lojistik ve perakende gibi birçok alt sektörü besleyen bir yapıya da sahiptir.

Baklava ve börek sektörü oldukça rekabetçidir. Orta segmentte fiyat hassasiyeti, ürünlerin tüketiciye taze olarak sunulması gerekliliği, lokasyon, marka güvenilirliği ve ürün çeşitliliği rekabeti etkileyen ana unsurlardır. Özellikle büyük şehirlerde zincirleşme eğilimi artarken, tüketicilerin premium ve sağlıklı ürünlere yönelmesi yeni rekabet alanları da oluşturmaktadır.

Baklava ve börek segmenti, klasik ekmek üretimine kıyasla daha yüksek kâr marjı sunar. Bunun nedenleri:

- Daha yüksek birim satış fiyatlarının kullanılması ve ürüne ve hitap edilen tüketici segmentlerine göre fiyatların özelleştirilebilmesi,
- Özel gün ve organizasyonlar ile dini bayramlar ve günlerden kaynak kaynaklanan talep artışı,
- Geleneksel olarak hediyelik ve premium ürün konumlandırması
- Ortadoğu ve Avrupa pazarlarına dönük ihracat potansiyeli

baklava ve börek imalatına olan ilgiyi arttırmaktadır.

Sektörün geleceğine baktığımızda sağlık beslenme ve yaşam trendlerinin belirleyici olacağını söylemek mümkündür. Daha az şekerli şerbet ve alternatif un kullanımı, tam buğday, siyez, glutensiz un gibi ürünlere artan talep ve el yapımı doğal ürünlere olan yönelim ön plana çıkmaktadır.

Aynı zamanda kahve & pastane konseptlerinin birleşmesi, paketli ve hijyenik ürünlere yönelim ve online sipariş ve hızlı teslimat modellerinin ortaya çıkması gibi trendler sektörde farklılaşma ve katma değer üretme açısından işletmelere önemli fırsatlar sunmaktadır.

Kurumsallaşmasını tamamlamış ve zincir iş modelini kullanan işletmeler, merkezi üretim + şube dağıtım modelinin yaygınlaşmasıyla sektörde ön plana çıkacaktır. Dijital sipariş sistemlerinin entegrasyonu ve marka odaklı büyüme stratejileri de sürdürülebilir büyümeye katkıda bulunan esas faktörler olacaktır.

2. MALİ VERİLER

TFRS'leri uygulayan işletmeler, Kamu Gözetimi Muhasebe ve Denetim Standartları Kurumu (KGK) tarafından 23 Kasım 2023 tarihinde yapılan açıklamayla birlikte, 31 Aralık 2023 tarihinde veya sonrasında sona eren yıllık raporlama dönemine ait finansal tablolarından itibaren TMS 29 Yüksek Enflasyonlu Ekonomilerde Finansal Raporlama Standardına göre enflasyon muhasebesi uygulamaya başlamıştır. TMS 29, geçerli para birimi yüksek enflasyonlu bir ekonominin para birimi olan işletmelerin, konsolide finansal tabloları da dahil olmak üzere, finansal tablolarında uygulanmaktadır.

Söz konusu standart uyarınca, yüksek enflasyonlu bir ekonomiye ait para birimi esas alınarak hazırlanan finansal tablolar, bu para biriminin bilanço tarihindeki satın alma gücünde hazırlanmıştır. Önceki dönem finansal tablolar da karşılaştırma amacıyla karşılaştırmalı bilgiler raporlama dönemi sonundaki cari ölçüm birimi cinsinden ifade edilmiştir. Şirket bu nedenle, 31 Aralık 2024 tarihli konsolide finansal tablolarını da, 31 Aralık 2025 tarihi itibarıyla satın alma gücü esasına göre sunmuştur.

SPK'nın 28 Aralık 2023 tarih ve 81/1820 sayılı kararı uyarınca, Türkiye Muhasebe/Finansal Raporlama Standartlarını uygulayan finansal raporlama düzenlemelerine tabi ihraççılar ile sermaye piyasası kurumlarının, 31 Aralık 2023 tarihi itibarıyla sona eren hesap dönemlerine ait yıllık finansal raporlarından başlamak üzere TMS 29 hükümlerini uygulamak suretiyle enflasyon muhasebesi uygulamasına karar verilmiştir.

TMS 29 uyarınca yapılan yeniden düzenlemeler, Türkiye İstatistik Kurumu ("TÜİK") tarafından yayımlanan Türkiye'deki Tüketici Fiyat Endeksi'nden ("TÜFE") elde edilen düzeltme katsayısı kullanılarak yapılmıştır. 31 Aralık 2025 tarihi itibarıyla; konsolide finansal tabloların düzeltilmesinde kullanılan endeksler ve düzeltme katsayıları aşağıdaki gibidir:

Tarih	Endeks	Düzeltilme Katsayısı
31.12.2025	3.513,87	1,0000
31.12.2024	2.684,55	1,3089
31.12.2023	1.984,02	1,8898

Grup'un yüksek enflasyonlu ekonomilerde finansal raporlama amacıyla yaptığı düzeltme işleminin ana unsurları aşağıdaki gibidir:

- TL cinsinden hazırlanmış cari dönem konsolide finansal tablolar, bilanço tarihindeki satın alma gücü ile ifade edilmekte olup önceki raporlama dönemlerine ait tutarlar da yine raporlama dönemi sonundaki satın alma gücüne göre düzeltilerek ifade edilmektedir.
- Parasal varlık ve yükümlülükler, hali hazırda, bilanço tarihindeki cari satın alma gücü ile ifade edildiğinden düzeltilmemektedir. Parasal olmayan kalemlerin enflasyona göre düzeltilmiş değerlerinin, geri kazanılabilir tutarı ya da net gerçekleşebilir değeri aştığı durumda, sırasıyla TMS 36 Varlıklarda Değer Düşüklüğü ve TMS 2 Stoklar hükümleri uygulanmıştır.
- Bilanço tarihindeki cari satın alma gücüyle ifade edilmemiş olan parasal olmayan varlık ve yükümlülükler ile özkaynak kalemleri, ilgili düzeltme katsayıları kullanılarak düzeltilmiştir.
- Bilançodaki parasal olmayan kalemlerin kapsamlı gelir tablosuna etkisi olanlar dışındaki kapsamlı gelir tablosunda yer alan tüm kalemler, gelir ve gider hesaplarının mali tablolara ilk olarak yansıtıldıkları dönemler üzerinden hesaplanan katsayılar ile endekslenmişlerdir.
- Enflasyonun Grup'un cari dönemdeki net parasal varlık pozisyonu üzerindeki etkisi, konsolide gelir tablosunda net parasal pozisyon kazançları/(kayıpları) hesabına kaydedilmiştir.

2.1. DMR Gıda Gelir Tablosu - TFRS

DMR Gıda'nın TFRS'ye göre hazırlanmış ve TMS 29 etkilerini içeren gelir tabloları aşağıdadır. 31.12.2023, 31.12.2024 ve 31.12.2025 tarihinde sona eren yıllık gelir tabloları TL'nin 31.12.2025 tarihindeki satın alma gücüne göre gösterilmiştir.

DMR Unlu Mamuller Gelir Tablosu, TMS/TFRS, Milyon TL	2023/12	2024/12	2025/12
Brüt Satışlar	1.353,10	1.081,29	1.218,89
Yurtiçi Satışlar	1.169,43	1.050,59	1.156,00
Yurtdışı Satışlar	180,53	30,70	62,88
Diğer Satışlar	3,14	0,00	0,00
Satışlardan İndirimler (-)	-8,83	-15,83	-8,02
Hasılat	1.344,27	1.065,45	1.210,86
Yıllık Değişim	21,9%	-20,7%	13,6%
Satışların Maliyeti	-728,44	-605,62	-656,54
Brüt Kar (Zarar)	615,83	459,84	554,33
Yıllık Değişim	96,5%	-25,3%	20,5%
Brüt Kar Marjı	45,8%	43,2%	45,8%
Faaliyet Giderleri (-)	-559,82	-558,18	-516,66
Yıllık Değişim	89,5%	-0,3%	-7,4%
Gelire Oranı	41,6%	52,4%	42,7%
Genel Yönetim Giderleri	-40,72	-60,18	-48,79
Yıllık Değişim	-36,8%	47,8%	-18,9%
Gelire Oranı	3,0%	5,6%	4,0%
Pazarlama Giderleri	-519,10	-497,99	-467,87
Yıllık Değişim	124,8%	-4,1%	-6,0%
Gelire Oranı	38,6%	46,7%	38,6%
Net Esas Faaliyet Karı/Zararı	56,01	-98,34	37,66
Yıllık Değişim	212,1%		
Gelire Oranı	4,2%	-9,2%	3,1%
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	239,86	387,37	325,89
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler	-244,94	-175,17	-194,64
Esas Faaliyet Karı (Zararı)	50,92	113,85	168,91
Yıllık Değişim		123,6%	48,4%
Gelire Oranı	3,8%	10,7%	13,9%
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	53,99	129,94	22,13
Yatırım Faaliyetlerinden Giderler	-0,06	0,00	-0,20
Finansman Geliri (Gideri) Öncesi Faaliyet Karı (Zararı)	104,85	243,79	190,83
Finansman Gelirleri	11,50	3,91	2,41
Finansman Giderleri	-43,38	-30,63	-28,08
Net Parasal Pozisyon Kazançları (Kayıpları)	217,98	51,82	-19,22
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Öncesi Karı (Zararı)	290,96	268,89	145,94
Yıllık Değişim		-7,6%	-45,7%
Gelire Oranı	21,6%	25,2%	12,1%
Sürdürülen Faaliyetler Vergi (Gideri) Geliri	-33,94	-86,03	-39,37
Dönem Vergi (Gideri) Geliri	-58,47	-12,57	-43,64
Ertelenmiş Vergi (Gideri) Geliri	24,54	-73,46	4,27
Sürdürülen Faaliyetler Dönem Karı (Zararı)	257,02	182,86	106,58
Yıllık Değişim		-28,9%	-41,7%
Gelire Oranı	19,1%	17,2%	8,8%
Dönem Karı (Zararı)	257,02	182,86	106,58
Ana Ortaklık Payları	257,02	182,86	106,58
Amortisman Giderleri , İtfa Ve Tükenme Payları	94,02	103,16	126,20
FAVÖK	150,02	4,82	163,87
Yıllık Değişim	75,0%	-96,8%	3299,3%
Gelire Oranı	11,2%	0,5%	13,5%

2.2. DMR Gıda Bilanço - TFRS

DMR Gıda'nın TFRS'ye göre hazırlanmış ve TMS 29 etkilerini içeren bilançoları aşağıdadır.

DMR Unlu Mamuller Bilanço, TMS/TFRS, Milyon TL	2023/12	2024/12	2025/12
DÖNEN VARLIKLAR	2.093,15	939,81	1.241,74
Nakit ve Nakit Benzerleri	1.068,10	264,32	18,19
Ticari Alacaklar	549,87	227,16	556,48
İlişkili Taraflardan Ticari Alacaklar	322,58	78,86	378,11
İlişkili Olmayan Taraflardan Ticari Alacaklar	227,28	148,31	178,37
Diğer Alacaklar	43,41	146,25	92,32
İlişkili Taraflardan Diğer Alacaklar	26,12	119,48	65,52
İlişkili Olmayan Taraflardan Diğer Alacaklar	17,29	26,77	26,80
Stoklar	159,08	215,67	212,39
Peşin Ödenmiş Giderler	185,28	38,28	334,50
İlişkili Taraflara Peşin Ödenmiş Giderler	0,00	0,00	300,00
İlişkili Olmayan Taraflara Peşin Ödenmiş Giderler	0,00	38,28	34,50
Diğer Dönen Varlıklar	87,42	48,13	27,87
DURAN VARLIKLAR	1.010,92	1.277,87	1.186,18
Diğer Alacaklar	0,31	0,61	1,43
İlişkili Olmayan Taraflardan Diğer Alacaklar	0,31	0,61	1,43
Maddi Duran Varlıklar	963,15	1.046,24	827,56
Kullanım Hakkı Varlıkları	0,00	90,00	217,90
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	2,09	1,84	1,75
Diğer Maddi Olmayan Duran Varlıklar	2,09	1,84	1,75
Peşin Ödenmiş Giderler	43,17	135,73	135,86
İlişkili Taraflara Peşin Ödenmiş Giderler	0,00	0,00	0,00
İlişkili Olmayan Taraflara Peşin Ödenmiş Giderler	0,00	135,73	135,86
Diğer Duran Varlıklar	2,19	3,44	1,67
TOPLAM VARLIKLAR	3.104,07	2.217,68	2.427,92
KISA VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER	536,65	479,08	556,27
Kısa Vadeli Borçlanmalar	8,01	5,55	32,31
İlişkili Taraflardan Kısa Vadeli Borçlanmalar	0,00	5,55	32,31
İlişkili Olmayan Taraflardan Kısa Vadeli Borçlanmalar	8,01	0,00	0,00
Ticari Borçlar	156,87	182,79	190,83
İlişkili Taraflara Ticari Borçlar	4,87	52,32	90,22
İlişkili Olmayan Taraflara Ticari Borçlar	152,00	130,47	100,61
Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kapsamında Borçlar	26,75	31,98	44,77
Diğer Borçlar	291,88	221,59	231,73
İlişkili Taraflara Diğer Borçlar	225,40	172,57	191,58
İlişkili Olmayan Taraflara Diğer Borçlar	66,47	49,02	40,14
Ertelenmiş Gelirler	7,77	27,43	7,92
İlişkili Olmayan Taraflardan Ertelenmiş Gelirler	0,00	27,43	7,92
Dönem Karı Vergi Yükümlülüğü	38,24	1,84	24,40
Kısa Vadeli Karşılıklar	5,53	4,68	24,33
Çalışanlara Sağlanan Faydalara İlişkin Kısa Vadeli Karşılıklar	5,53	4,68	5,31
Diğer Kısa Vadeli Karşılıklar	0,00	0,00	19,02
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	1,60	3,22	0,00
İlişkili Olmayan Taraflara Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	0,00	3,22	0,00
TOPLAM UZUN VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER	90,07	193,38	148,81
Uzun Vadeli Borçlanmalar	30,73	21,28	46,97
İlişkili Olmayan Taraflardan Uzun Vadeli Borçlanmalar	30,73	0,00	0,00
Diğer Borçlar	0,00	0,00	3,33
İlişkili Olmayan Taraflara Diğer Borçlar	0,00	0,00	3,33
Uzun Vadeli Karşılıklar	8,27	19,94	18,69
Çalışanlara Sağlanan Faydalara İlişkin Uzun Vadeli Karşılıklar	8,27	19,94	18,69
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	51,07	152,16	79,83
TOPLAM YÜKÜMLÜLÜKLER	626,72	672,46	705,09
TOPLAM ÖZKAYNAKLAR	2.477,35	1.545,22	1.722,83
ANA ORTAKLIĞA AİT ÖZKAYNAKLAR	2.477,35	1.545,22	1.722,83
Ödenmiş Sermaye	242,54	185,30	1.482,40
Sermaye Düzeltme Farkları	495,15	552,39	236,60
Geri Alınmış Paylar (-)	27,10	155,65	0,00
Paylara İlişkin Primler (İskontolar)	1.615,63	1.615,63	698,84
Ortak Kontrole Tabi Teşebbüs veya İşletmeleri İçeren Birleşmelerin Etkisi	-225,04	-1.204,21	-1.204,21
Kar veya Zararda Yeniden Sınıflandırılmayacak Birikmiş Diğer Kapsamlı Gelirler (Giderler)	193,82	186,54	37,41

DMR Gıda & Tunam Unlu Mamuller Birleşmesine İlişkin Uzman Kuruluş Raporu

DMR Unlu Mamuller Bilanço, TMS/TFRS, Milyon TL	2023/12	2024/12	2025/12
Yeniden Değerleme ve Ölçüm Kazançları (Kayıpları)	0,00	186,54	37,41
Diğer Kazançlar (Kayıplar)	193,82	0,00	0,00
Kardan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	0,00	6,36	6,36
Yasal Yedekler	0,00	6,36	6,36
Geçmiş Yıllar Karları veya Zararları	-74,67	176,00	358,86
Net Dönem Karı veya Zararı	257,02	182,86	106,58
TOPLAM KAYNAKLAR	3.104,07	2.217,68	2.427,92

2.3. Tunam Gelir Tablosu – TFRS

Tunam Unlu Mamuller'in TFRS'ye göre hazırlanmış gelir tabloları aşağıdadır. 31.12.2023, 31.12.2024 ve 31.12.2025 tarihinde sona eren yıllık gelir tabloları TL'nin 31.12.2025 tarihindeki satın alma gücüne göre gösterilmektedir.

Tunam Gelir Tablosu, TFRS, TL	2023/12	2024/12	2025/12
Hasılat	673.563.909	741.702.380	643.537.619
Yıllık Değişim		10,1%	-13,2%
Satışların Maliyeti (-)	-460.624.462	-466.818.150	-252.345.471
Yıllık Değişim		1,3%	-45,9%
Brüt Kar (Zarar)	212.939.447	274.884.230	391.192.148
Yıllık Değişim		29,1%	42,3%
Brüt Kar Marjı	31,6%	37,1%	60,8%
Pazarlama, satış ve dağıtım giderleri (-)	-140.570.266	-185.843.619	-215.041.453
Yıllık Değişim		32,2%	15,7%
Gelire Oranı	-20,9%	-25,1%	-33,4%
Genel Yönetim Giderleri (-)	-26.697.915	-34.851.577	-39.702.272
Yıllık Değişim		30,5%	13,9%
Gelire Oranı	-4,0%	-4,7%	-6,2%
Faaliyet Karı	45.671.266	54.189.034	136.448.423
Yıllık Değişim		18,7%	151,8%
Gelire Oranı	6,8%	7,3%	21,2%
Esas faaliyetlerden diğer gelirler	18.620.651	36.119.190	21.837.113
Esas faaliyetlerden diğer giderler (-)	-5.420.941	-15.236.664	-20.520.230
Esas Faaliyet Karı (Zararı)	58.870.976	75.071.560	137.765.306
Yıllık Değişim		27,5%	83,5%
Gelire Oranı	8,7%	10,1%	21,4%
Yatırım faaliyetlerinden gelirler	1.041.197	97.918	1.489.118
Yatırım faaliyetlerinden giderler (-)	0	-545.015	-1.764.255
TFRS 9 uyarınca belirlenen değer düşüklüğü kazançları/ (zararları) ve değer düşüklüğü zararlarının iptalleri	-77.531	-109.921	-306.135
Finansman Geliri (Gideri) Öncesi Faaliyet Karı (Zararı)	59.834.642	74.514.542	137.184.034
Finansman Giderleri	-41.091.911	-97.768.286	-111.753.404
Finansman Gelirleri	0	0	8.117.220
Net Parasal Pozisyon Kazanç veya Kayıpları	47.362.813	45.039.903	58.888.874
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Öncesi Karı (Zararı)	66.105.544	21.786.159	92.436.724
Sürdürülen faaliyetler vergi gelir/gideri	-1.278.173	-14.314.300	-35.706.416
Dönem Vergi Gideri/Geliri	-5.308.482	-6.943.911	-7.208.644
- Ertelenmiş vergi geliri	4.030.309	-7.370.389	-28.497.772
Sürdürülen Faaliyetler Dönem Karı (Zararı)	64.827.371	7.471.859	56.730.308
Dönem Karı (Zararı)	64.827.371	7.471.859	56.730.308
Amortisman	12.054.636	14.318.903	21.628.819
FAVÖK	57.725.902	68.507.937	158.077.242
Yıllık Değişim		18,7%	130,7%
Gelire Oranı	8,6%	9,2%	24,6%

2.4. Tunam Unlu Mamuller Bilanço- TFRS

Tunam Unlu Mamuller'in TFRS'ye göre hazırlanmış ve TMS 29 etkilerini içeren bilançosu aşağıdadır. 31.12.2023, 31.12.2024 ve 31.12.2025 tarihli bilançoları TL'nin 31.12.2025 tarihindeki satın alma gücüne göre gösterilmektedir. 2 Mayıs 2026 tarihinde yapılan genel kurulda Tunam'ın sermayesi 574.916 TL nominal artırılarak 14.174.916 TL'ye yükseltilmiştir. Sermaye artırımına sadece Serdar Eker iştirak etmiş olup emisyon primi dahil 110.000.000 TL pay bedelinin Serdar Eker tarafından Tunam'a ödenmesi kararlaştırılmıştır. Böylelikle Serdar Eker'in %32,9 olan sermaye payı %35,6'ya yükselmiştir. İlgili sermaye artırımının bilançoya olan etkisi bağımsız güvence raporu ile gösterilmiş olup aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

Tunam Bilanço, TMS/TFRS, TL	2023/12	2024/12	2025/12	2025/12 Proforma
Dönen varlıklar	131.923.919	157.720.927	251.829.668	361.829.668
Nakit ve Nakit Benzerleri	39.567.086	1.169.795	7.034.428	70.609.344
Ticari Alacaklar	16.519.573	36.423.802	28.093.105	28.093.105
Diğer Alacaklar	1.857.909	45.739	9.959.850	56.384.934
- İlişkili taraflardan diğer alacaklar	0	0	0	46.425.084
- İlişkili Olmayan Taraflardan Diğer Alacaklar	1.857.909	45.739	9.959.850	9.959.850
Stoklar	58.239.560	61.453.750	164.703.989	164.703.989
Peşin Ödenmiş Giderler	1.466.181	34.875.833	22.433.400	22.433.400
Diğer Dönen Varlıklar	14.273.610	23.752.008	19.604.896	19.604.896
Duran Varlıklar	211.183.341	402.354.774	390.310.829	390.310.829
Finansal Yatırımlar	438.256	0	0	0
Diğer Alacaklar	3.521.342	4.471.701	2.964.651	2.964.651
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller	0	129.228.231	108.667.751	108.667.751
Maddi Duran Varlıklar	157.620.381	207.500.455	192.914.091	192.914.091
Kullanım Hakkı Varlıkları	41.856.535	51.861.786	83.987.899	83.987.899
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	1.982.618	2.106.612	1.776.437	1.776.437
Peşin Ödenmiş Giderler	0	7.185.989	0	0
Ertelenmiş Vergi Varlığı	5.764.209	0	0	0
TOPLAM VARLIKLAR	343.107.260	560.075.701	642.140.497	752.140.497
Kısa vadeli yükümlülükler	236.557.550	353.611.641	455.050.370	455.050.370
Kısa Vadeli Borçlanmalar	73.772.880	66.174.585	115.564.575	115.564.575
Uzun Vadeli Borçlanmaların Kısa Vadeli Kısımları	28.307.351	56.606.058	87.831.092	87.831.092
Diğer Finansal Yükümlülükler	9.352.609	6.079.803	7.088.215	7.088.215
Ticari borçlar	90.501.300	168.178.862	121.823.675	121.823.675
Çalışanlara sağlanan faydalar kapsamında borçlar	11.540.702	16.237.031	21.581.266	21.581.266
Diğer borçlar	5.055.157	11.654.455	38.330.448	38.330.448
- İlişkili taraflara diğer borçlar	3.854.778	11.063.444	36.699.981	36.699.981
- İlişkili olmayan taraflara diğer borçlar	1.200.379	591.011	1.630.467	1.630.467
Ertelenmiş gelirler	139.566	1.464.306	3.031.430	3.031.430
Dönem Karı Vergi Yükümlülüğü	48.069	756.540	1.304.690	1.304.690
Kısa Vadeli Karşılıklar	11.142.921	14.935.444	4.808.129	4.808.129
Çalışanlara Sağlanan Faydalara İlişkin Karşılıklar	9.115.815	11.468.469	647.666	647.666
Diğer Karşılıklar	2.027.106	3.466.975	4.160.463	4.160.463
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	6.696.995	11.524.557	53.686.850	53.686.850
Uzun vadeli yükümlülükler	17.892.197	108.421.861	145.378.613	145.378.613
Uzun Vadeli Borçlanmalar	14.388.273	99.285.978	108.050.145	108.050.145
Uzun Vadeli Karşılıklar	3.503.924	5.401.107	5.638.726	5.638.726
Çalışanlara Sağlanan Faydalara İlişkin Karşılıklar	3.503.924	5.401.107	5.638.726	5.638.726
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	-	3.734.776	31.689.742	31.689.742
Toplam Yükümlülükler	254.449.747	462.033.502	600.428.983	600.428.983
Özkaynaklar	88.657.513	98.042.199	41.711.514	151.711.514
Ödenmiş Sermaye	9.500.000	9.500.000	13.600.000	14.174.916
Sermaye Düzeltme Farkları	90.665.237	90.665.237	144.748.252	144.748.252
Hisse Senedi İhraç Primleri	0	0	0	109.425.084
Ortak Kontrole Tabi Teşebbüs veya İşletmeleri İçeren Birleşmelerin Etkisi	54.083.015	54.083.015	-119.003.185	-119.003.185
Kar veya Zararda Yeniden Sınıflandırılmayacak Birikmiş Diğer				
Kapsamlı Gelirler (Giderler)	-2.740.622	-827.795	1.014.397	1.014.397
Kardan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	129.037	129.037	129.037	129.037
Diğer Yedekler	578.246	578.246	578.246	578.246
Geçmiş Yıllar Karları veya Zararları	-128.384.771	-63.557.400	-56.085.541	-56.085.541
Net Dönem Karı/Zararı	64.827.371	7.471.859	56.730.308	56.730.308
TOPLAM ÖZSERMAYE VE YÜKÜMLÜLÜKLER	343.107.260	560.075.701	642.140.497	752.140.497

3. DEĞERLEME

3.1. Varsayımlar, Kısıtlamalar ve Şartlar;

Değerlemeyi gerçekleştirenin niteliği ve kapsamı ile konuya ilişkin kısıtlamalar:

Yapılan değerlendirme çalışması kapsamında BMD tarafından genel kabul görmüş denetim standardına göre tam kapsamlı veya sınırlı bir denetim çalışması yapılmamıştır.

Değerleme kapsamında kullanılan geçmiş yıllara ait finansal bilgiler şirketlerin yönetiminin görüşünden geçmiş olup güvenilir bir kaynak olduğu varsayılmıştır.

BMD tarafından değerlemeye konu Şirket ve/veya iştirak/bağlı ortaklık/finansal yatırımlar ile ilgili herhangi bir hukuki veya vergisel durum tespiti de yapılmamıştır. Dolayısıyla BMD, değerlendirme çalışması kapsamında, şirketlerin aktiflerinin fiziki mevcudiyeti ve kanuni mülkiyetine ilişkin herhangi bir araştırma yapmadığı gibi bu konularda herhangi bir sorumluluğu bulunmamaktadır. Muhataplarca değerlendirme yapılırken, raporda ifade edilen değerler, hukuki ve vergi durum tespitleri haricinde belirlendiği göz ardı edilmemelidir.

BMD değerlendirme çalışmasındaki analizlerine esas verilerinin doğru ve güvenilir olduğunu, özen ve dikkatle sorgulamakta ve araştırmaktadır. Bilgi ve belgeler makul ölçüde değerlendirildiğinde bariz şekilde gerçeğe aykırı olduğuna ilişkin bir şüpheye ulaşmamıştır; bununla birlikte BMD elde edilmiş bilgi ve belgelerin doğru olduğunu taahhüt edememektedir.

Elde edilen bilgilerin objektif ve bağımsız bir şekilde sorgulanması sonucunda oluşturulan ve makul oldukları düşünülen verilere göre hazırlanan bu raporda, verilerin benimsenmesinde gösterilen özene rağmen, şartlar ve olayların beklenildiği gibi gelişmemesi ve gelecekte yaşanabilecek olumsuz gelişmeler dolayısıyla her bir şirket değerinin öngörülen şekilde oluşmaması halinde BMD ve çalışanları hiçbir şekilde sorumlu olmayacaktır.

Değerlemeyi gerçekleştirenin dayanak olarak kullandığı bilgilerin nitelikleri ve kaynakları:

Raporda kullanılan veriler değerlendirme uzmanlarınca güvenilir olduğu kabul edilen Şirket yönetiminin sağladığı bilgilere, finansal verilere, kamuya açık olan kaynaklardan edilen bilgilere ve bulgulara dayanmaktadır.

BMD olarak, iş bu değerlendirme raporunda yer alan bilgilerin anlamını değiştirecek nitelikte bir eksiklik bulunmaması için her türlü özenin gösterilmiş olduğunu beyan etmekle birlikte, tarafımızla paylaşılan bilgilerin doğru olmadıklarının ortaya çıkması halinde BMD ve çalışanlarınca herhangi bir sorumluluk kabul edilmeyecektir.

Genel Varsayımlar

Raporda şirketlerin ve varlıkların hiçbir hukuki sorumluluk taşımadığı varsayılmıştır. Bu kapsamda değerlendirme çalışması her türlü ipotek, rehin sözleşmesi, icra davası gibi yükümlülüklerden bağımsız ve tümüyle pazarlanabilir sahiplik payları temel alınarak gerçekleştirilmiştir.

Bu çalışma şirketler tarafından sağlanan bilgiler kullanılarak hazırlanmış, her bir şirketin mevcut yapısı ile geleceğe ilişkin kurumsal ve sektörel beklentiler değerlendirilmiş ve bu süreçte Türkiye ekonomisinin gösterdiği ve ileride göstereceği tahmin edilen performans da dikkate alınmıştır.

Raporun bütünlüğünü ve değerlemenin daha anlaşılır olmasını sağlamak adına şirketlerin yetkililerinin tarafımıza iletmiş olduğu veriler dışında BMD'nin güvenilir olduğunu düşündüğü yayımlanmış bilgilerden ve veri kaynaklarından derlenmiş veriler de raporda kullanılmıştır. Kullanılan bilgilerin hatasızlığı ve/veya eksiksizliği konusunda BMD hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. Ayrıca, burada yer alan tahmin, yorum ve tavsiyeler rapor tarihi itibarıyla geçerlidir. BMD Kurumsal Finansman Bölümü daha önce hazırladığı ya da daha sonra hazırlayacağı raporlarda bu raporda sunulan görüş ve tavsiyelerden farklı ya da bu raporda sunulan görüş ve tavsiyelerle çelişen başka tahmin, yorum ve tavsiyelerde bulunabilir. Çelişen fikir ve tavsiyeler bu raporun hazırlanma tarihinden farklı zaman dilimlerine işaret ediyor, farklı analiz yöntemlerini içeriyor ya da farklı varsayımlarda bulunuyor olabilir. Böyle durumlarda, BMD'nin bu raporlardaki tavsiye ve görüşlerle çelişen diğer BMD Kurumsal Finansman Bölümü raporlarını okuyucunun dikkatine sunma zorunluluğu yoktur.

Değerleme raporunun oluşturulmasında aşağıda sayılan varsayımlar kullanılmıştır:

- Şirketlerin ve/veya bağlı ortaklık/iştirak/finansal yatırımlarının, faaliyetlerini ciddi anlamda etkileyen olağandışı mali kriz, doğal afetler, olağandışı siyasi ve yasal değişiklikler, öngörülemez hukuki gelişmeler vb. gibi alışlagelenin dışında bir engel olmadan işletmenin sürdürülebilirliği esasına göre öngörülebilir gelecekte faaliyet göstermeye devam edeceği,

- Şirketlerin ve/veya bağlı ortaklık/iştirak/finansal yatırımlarının yönetim ve personel kadrosunda işletmenin sürekliliğini, bilgi ve tecrübe birikimini etkileyecek, alışlagelen personel dönüşümü dışında olumsuz önemli bir değişimin olmayacağı,
- Türkiye ve dünya ekonomisinde yakın gelecekteki gelişmelerin bu rapordaki varsayımlar bölümündeki ekonomik verilerden ciddi sapma göstermeyeceği.

Bu varsayımların şirketlerin değerlemesini doğrudan etkileyen sonuçları vardır. Değerlemede ayrıca olağanüstü herhangi özel bir varsayımda bulunulmamıştır.

Şirket değerlemesi, değeri etkileyebilecek tüm faktörlerin dikkate alınması ile icra edilmektedir.

Bu faktörler şu şekilde sıralanabilir:

- İşletmenin geçmişi,
- Ekonomik yapı ve işletmenin içinde bulunduğu sektörün genel görünümü,
- İşletmenin mali yapısı,
- İşletmenin kar yaratma kapasitesi,
- İşletmenin sabit ve dönen varlıklarının yapısı ve değerleri,
- Aynı ya da benzer sektörlerdeki halka açık şirketlerin piyasa değerleri.

Sınırlayıcı Şartlar

Bu rapor, Şirket değerini belirlemede etkisi olan faktörler dikkate alınarak hazırlanmıştır. Ancak, değerlendirme ile ilgili olarak aşağıda belirtilen sınırlayıcı koşulları da bünyesinde taşımaktadır:

- Değerlendirmemizde kullanılan veriler kamuya açık olan kaynaklardan edinilen bilgiler, talebimiz üzerine şirketler tarafından sağlanmış bilgilere ve BMD'nin analizlerine dayanmaktadır. Şirketlerin değerlemeye konu finansal verileri işbu raporun 2 numaralı başlığı altında yer almaktadır.
- BMD, Değerleme Çalışmasındaki analizlerine esas verilerinin doğru ve güvenilir olduğunu özen ve dikkatle sorgulamakta ve araştırmaktadır. Bilgi ve belgeler makul ölçüde değerlendirildiğinde bariz şekilde gerçeğe aykırı olduğuna ilişkin bir şüpheye ulaşılmamıştır; bununla birlikte, BMD elde edilmiş olan bilgi ve belgelerin doğru olduğunu ve ticari ve hukuki olarak gizli ve beklenmedik herhangi bir durum veya engeli olmadığını taahhüt edememektedir.
- Kullanılan geçmiş yıllara ait finansal bilgiler şirket yönetiminin görüşünden geçmiş olup güvenilir bir kaynak olduğu varsayılmıştır.
- Değerleme çalışmalarına esas teşkil etmek üzere BMD'ye sunulan bilgi ve belgelerin doğru olduğu, ticari ve hukuki olarak gizli ve beklenmedik herhangi bir durum veya engelin olmadığı varsayılmış ve bu bilgi ve belgelerin güvenilirliği ve doğruluğu denetlenmemiştir. BMD bu konuda herhangi bir taahhütte bulunamamaktadır.
- Değerlemesi yapılan Şirket aktifleri için herhangi bir hukuki çalışma icra edilmemiştir. Değerleme çalışması esnasında Şirketin faaliyetlerini yürütmesinde belirleyici olan tüm yasal koşullara uygun hareket ettiği varsayılmış ve bu durum ayrıca incelemeye tabi tutulmamıştır. Bu hususta herhangi bir denetleme yapılmamıştır.
- Değerlemeye konu aktiflerin değer düşüklüğüne uğramamış veya değer kaybı olmaksızın satılabilir durumda olduğu ve aktifler üzerinde herhangi bir kısıtlayıcı durum olmadığı varsayılmıştır.
- Değerleme çalışması, bilinen ve genel kabul görmüş uluslararası esas ve standartlara uygun değerlendirme yöntemleri kullanılarak uzmanlık bilgisi ile hazırlanmıştır. Öte yandan, piyasa ve makroekonomik konularda meydana gelebilecek önemli değişikliklerin Şirket değerini etkileyebileceği ve dolayısıyla aşağı veya yukarı yönde değişime yol açabileceği ihtimali göz önünde bulundurulmalıdır.
- Şirketlerin hakim ortaklarının ve yöneticilerinin basiretli hareket ettiği, her bir şirket yönetiminin konusunda uzman kişilerden oluştuğu varsayılmıştır.
- Bu raporda ulaşılan sonuçlar; ekonomik koşullar, piyasa şartları ve hazırlanmış olduğu tarih itibarı ile geçerli olan fiyat ve bilanço dönemi gibi koşullar esas alınarak belirlenmiştir. Şirket tarafından BMD'ye sunulan herhangi bir bilginin eksik veya yanlış olması halinde bu durum rapordaki değerlemeleri ve tavsiyeleri maddi olarak etkileyebilecek nitelikte olabilir.
- İşbu Rapor, iktisadi, piyasa ve diğer koşullar esas alınarak ve rapor tarihi itibarı ile sunulan bilgiler esas alınarak hazırlanmıştır; takip eden dönemde meydana gelebilecek gelişmeler bu raporda tahmin edilen her bir şirketin değeri üzerinde etkili olabilecektir.

- Farklı tarihlerdeki finansal veriler ile değerlendirme yöntemleri ve ağırlıklandırmaların kullanılması durumunda farklı değerlere ulaşılabilir.
- **Yapılan analizler ve bulunan sonuçlar değerlendirme raporunda belirtilen varsayımlar ve koşullarla sınırlı olmak üzere doğrudur.**

3.2. Değerleme Yöntemleri

İşbu değerlendirme raporunun hazırlanması kapsamında UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemlerimde belirtilen 3 değerlendirme yaklaşımı incelenmiştir.

3.2.1. Maliyet Yaklaşımı

UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri madde 60.1. uyarınca maliyet yaklaşımı, bir alıcının, gereksiz külfet doğuran zaman, elverişsizlik, risk gibi etkenler söz konusu olmadıkça, belli bir varlık için, ister satın alma, isterse yapım yoluyla edinilmiş olsun, kendisine eşit faydaya sahip başka bir varlığı elde etme maliyetinden daha fazla ödeme yapmayacağı ekonomik ilkesinin uygulanmasıyla gösterge niteliğindeki değerin belirlendiği yaklaşımdır. Bu yaklaşımda, bir varlığın cari ikame maliyetinin veya yeniden üretim maliyetinin hesaplanması ve fiziksel bozulma ve diğer biçimlerde gerçekleşen tüm yıpranma paylarının düşülmesi suretiyle gösterge niteliğindeki değer belirlenmektedir.

UDS 200 İşletmeler ve İşletmedeki Paylar madde 70.1'de de belirtildiği üzere işletmelerin ve işletmedeki payların değerlemesinde nadiren uygulanmaktadır.

3.2.2. Gelir Yaklaşımı

UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri madde 50.1 uyarınca gelir yaklaşımının çok sayıda uygulama yolunun bulunmasına karşın, gelir yaklaşımı kapsamındaki yöntemler fiilen gelecekteki nakit tutarların bugünkü değere indirgenmesine dayanmaktadır. İndirgenmiş Nakit Akışları (İNA) yönteminin varyasyonları olan bu yöntemler UDS 200 İşletmeler ve İşletmedeki Paylar madde 60.1'de de belirtildiği üzere işletmelerin ve işletmedeki payların değerlemesinde yaygın şekilde kullanılmaktadır.

UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri madde 40.2 uyarınca değerlendirme konusu varlığın gelir yaratma kabiliyetinin katılımcının gözüyle değeri etkileyen çok önemli bir unsur olması ve varlıkla ilgili gelecekteki gelirin miktarı ve zamanlamasına ilişkin makul tahminler mevcut olması durumlarında gelir yaklaşımının uygulanması ve bu yaklaşıma önemli ve/veya anlamlı ağırlık verilmesi gerekli görülmektedir.

Bu yaklaşım bir varlığın varlık sahipleri için yarattığı gelir üzerine odaklanmaktadır. Bu gelir, varlığın kullanılabilir ömrü boyunca yaratması beklenen nakit akışı ile değerlendirilir. Varlığın değeri gelecekte öngörülen nakit akışının bugünkü değere çekilmesi ("İndirgenmiş Nakit Akımları" veya "İNA") ile bulunur.

Bugünkü değere çekerken kullanılan iskonto oranı varlığın beklenen nakit akışlarını yaratma riski ile birlikte paranın zaman değerini içermektedir.

İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi

Bu yöntemde Şirket'in mevcut yapısı, müşteri portföyü, pazar payı, hizmet potansiyeli, yaratıcılık gücü, organizasyonu ve yönetim kadrosu ile gelecekte şirketin ortaya çıkarması beklenen nakit akışlarının analizi yapılır.

Bu analiz sonucunda Şirket'in gelecekte yaratacağı nakit akımlarının değerlendirme tarihine indirgenmesi gerçekleştirilir. İndirgeme işlemi, piyasa koşullarına paralel ve şirketin risk profiline uygun bir iskonto oranının nakit akımlarına uygulanması sonucu gerçekleştirilmektedir. Bu iskonto oranı hesaplanırken Finansal Varlıkların Fiyatlandırılması Modeli (Capital Asset Pricing Model) kullanılmaktadır.

Bu yöntemde Firma değeri (FD), indirgenmiş nakit akımlarının toplamından oluşmaktadır. Özsermaye değeri hesaplanırken aynı zamanda değerlendirme tarihi itibarıyla mevcut olan finansal borçlarının, hazır değerlerinin ve nakit akımlarında dikkate alınmayan faaliyet dışı varlıklarının piyasa değeri de göz önüne alınmaktadır.

Bu yöntem ile Şirket'in hisse değerleri hesaplanırken, iştirakleri için ayrı değerlemeler de yapılabilir veya bilançodaki kayıtlı değeri dikkate alınabilir.

İNA yönteminin uygulanması sırasında Şirket'e ait gelecek dönemde elde edilecek nakit akımlarını belirleyen finansal model geliştirilir. Bu finansal modele baz olan varsayımlar ve projeksiyonlar Şirket'in yönetimi tarafından temin edilen bilgiler esas alınarak hazırlanır.

İndirgenmiş Nakit Akışları Analizi Yöntemi bir şirketin gelecekte yaratacağı nakit akışını dikkate alır. Bu yöntem, şirketin büyüme ve karlılık varsayımlarına çok bağımlıdır. Firma değerlemelerinde en çok kullanılan ve en bilimsel

metot olduğu kabul edilen İndirgenmiş Nakit Akışları Analizi Yöntemi'nin temeli, Şirket'e olan tüm operasyonel serbest nakit akışlarının "net bugünkü değer" yöntemiyle bugüne indirgenmesidir. Net bugünkü değer yöntemi, gelecekte gerçekleşmesi beklenen bir nakit akımının bugünkü değerini hesaplama metodudur.

Net Bugünkü Değer:

(Gelecekteki Nakit Akışı)/(1 + İndirgenme Oranı)^(Nakit Akışının Yılı-Mevcut Yıl)

"Gelecekteki Nakit Akışı" olarak "şirkete" olan toplam operasyonel serbest nakit akışı kullanılır. Şirkete olan toplam operasyonel serbest nakit akışı ise aşağıdaki gibi hesaplanır:

Şirkete Olan Toplam Operasyonel Serbest Nakit Akışı:

Faaliyet Karı*(1- Vergi Oranı) + Amortisman Gideri - İşletme Sermayesindeki Değişim - Yatırım Harcamaları

Nakit akışının bir kısmı sermayedarların getiri beklentilerini bir kısmı da borç verenlerin getiri beklentilerini karşılamak üzere kullanılacaktır. Bu nedenle şirket değerlemesinde, net bugünkü değer formülündeki "indirgenme oranı" olarak şirketi fonlayan hissedar ve borç verenlerin beklentilerinin ağırlıklı ortalamasını ifade eden "Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM)" kullanılır.

AOSM hesaplamasının ayrıntıları aşağıdaki gibidir.

AOSM borç verenlerin ve sermayedarların sermayenin finansmanına yaptıkları katkılara göre ağırlıklandırılan getiri taleplerini yansıtır. AOSM'nin hesaplanması ve değişkenlerin tanımları aşağıdaki gibidir:

$$r = E / (D+E) \times re + D / (D+E) \times rd \times (1 - t)$$

r = AOSM

re = Özsermaye Maliyeti

rd = Borçlanma Maliyeti

E = Özsermaye Değeri

D = Finansal Borç Değeri

t = Kurumlar Vergisi Oranı

E/(D+E) = Sermaye yapısındaki özkaynak oranı

D/(D+E) = Sermaye yapısındaki finansal borç oranı

Sermaye maliyeti ise aşağıdaki formülle hesaplanır:

$$re = rf + b \times (rm - rf)$$

rf= Risksiz Getiri Oranı (devletin en uzun vadeli ve likit tahvil getirisi)

rm = Piyasanın Ortalama Getiri Beklentisi

rm - rf=Piyasa Risk Primi

b = Beta = İlgili hissenin (veya sektörün) piyasa hareketleri ile olan ilişkisi - hisse senedi piyasa endeksi ile ilgili endeks / enstrüman getirisinin regresyon analizi ile bulunur.

Beta Katsayısı B: Beta katsayısı, pazardaki değişkenliğin hisse fiyatındaki oynaklığa olan orandır. Bir hisse senedinin beklenen getirisi (aynı zamanda riski), bu hisse senedinin Beta katsayısı ile doğrudan ilişkilidir.

Beta = 0 ise; beklenen getiri risksiz faiz oranına eşittir.

Beta > 1 ise; beklenen getiri piyasa getirisinden daha yüksek ve daha risklidir.

Beta < 1 ise; beklenen getiri piyasa getirisinden daha düşük ve daha az risklidir.

İndirgenmiş Nakit Akışları Analizi yönteminde şirketin ömrü sonsuz olarak kabul edilmekte (şirketin ömrünün sonlu olduğu bilinmediği sürece) ve serbest nakit akışlarının bugünkü değeri iki farklı bileşenin toplamı olarak hesaplanmaktadır.

Projeksiyon Döneminden Gelen Değer: "Projeksiyon Dönemi" olarak adlandırılan dönemde şirketin bütün operasyonları ve gelir kalemleri detaylı varsayımlarla projekte edilerek, şirkete olan toplam serbest nakit akışları hesaplanmaktadır. Bu nakit akışları net bugünkü değer formülü ile bugüne indirgenmektedir.

Projeksiyon Dönemi Sonrasından Gelen Değer ("Artık veya Uç Değer"): Projeksiyon döneminin bitişinden itibaren sonsuza kadar olan dönemde serbest nakit akışlarının sabit bir oranla (sonsuz büyüme oranı) büyüyeceği varsayılır ve projeksiyon dönemi sonundan sonsuza kadar gerçekleşecek olan serbest nakit akışlarının toplam değeri hesaplanır. Bu değer; net bugünkü değer formülü kullanılarak tekrar bugüne indirgenir ve "Artık Değer veya Uç Değer" olarak isimlendirilir.

Toplam Firma Değeri: Projeksiyon Dönemi Net Bugünkü Değeri + Artık Değer

Toplam Firma Değeri hem hissedarlara hem de borç verenlere aittir. Hisse değerinin hesaplanabilmesi için şirketin net borcu toplam firma değerinden çıkarılır varsa iştirak hisselerin değeri eklenir.

Toplam Hisse Değeri: Toplam Firma Değeri - Net Borç + İştirak Hisse Değerleri + Faaliyetle ilgili olmayan yatırım amaçlı varlıkların rayiç değerleri

3.2.3. Pazar Yaklaşımı

UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri madde 20.1 uyarınca Pazar yaklaşımı varlığın, fiyat bilgisi elde edilebilir olan aynı veya karşılaştırılabilir (benzer) varlıklarla karşılaştırılması suretiyle gösterge niteliğindeki değer belirlendiği yaklaşımı ifade eder. UDS 105'in 20.2 maddesinin b bendi uyarınca değerlendirme konusu varlığın veya buna önemli ölçüde benzerlik taşıyan varlıkların aktif olarak işlem görmesinden dolayı uygulanması zorunludur. Bu yaklaşım da UDS 200 İşletmeler ve İşletmedeki Paylar madde 50.1'de de belirtildiği üzere işletmelerin ve işletmedeki payların değerlendirilmesinde sıklıkla kullanılmaktadır.

UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri Madde 10.3 uyarınca bir varlığa ilişkin değerlendirme yaklaşımlarının ve yöntemlerinin seçiminde ana amaç belirli durumlara istinaden en uygun değerlendirme metodunun bulunması ve uygulanmasıdır. Bu çerçevede Şirket değerlendirme çalışmasında aşağıdaki hususlar göz önünde bulundurularak Pazar Yaklaşımı kullanılmaktadır;

- *Pazar Yaklaşımı kapsamında değerlemenin yapılabilmesi için gereken bilginin mevcudiyeti,*
- *Şirketin Pazar Yaklaşımı kapsamında diğer işletmelerle yapılacak karşılaştırmaların pratik ve güvenilir olduğunun düşünülmesi,*
- *Pazar Yaklaşımı'nın halka açık şirketlere yatırım yapan yatırımcılar tarafından sıkça kullanılan bir değerlendirme yaklaşımı olması,*
- *Şirket paylarının halka arzdan sonra teşkilatlanmış bir piyasada işlem göreceği olması,*

Şirket (varlık) değerlemesinde benzer büyüklüğe ve operasyonlara sahip şirketlerin çeşitli finansal rasyolarının ortalama veya medyanları ve / veya sektöre özgü geçmişte gerçekleşmiş işlemlerde oluşan çarpanlar / rasyolar dikkate alınarak değer tespiti edildiği bu yöntem, genel olarak iki ayrı şekilde gerçekleştirilmektedir.

Benzer İşlem Gören Şirket Analizi

Benzer İşlem Gören Şirket Metodu'nda, Şirket ile aynı veya benzer sektörlerde faaliyet gösteren karşılaştırılabilir halka açık şirketler incelenmektedir. Burada emsal olarak alınacak şirketlerin benzer ürün veya hizmetleri üretmesi beklenmektedir. Bu yöntemde şirket değeri, karşılaştırılabilir halka açık şirketlere ait finansal verilerin analizi sonucu bulunmakta ve finansal büyüklüklerin (net kar, satışlar, defter değeri, FAVÖK vb.) katları cinsinden ifade edilmektedir. Bu yöntemin kullanımındaki en büyük zorluk, bire-bir karşılaştırılabilir şirket bulunmasıdır.

Bir şirketin hisselerinin piyasa değeri ("PD"), birim hisse fiyatı ile hisse adedinin çarpımı olarak tanımlanabilir. Firma Değeri ("FD") ise şirketin toplam operasyonlarının piyasa değerini vermektedir. Bir şirketin Firma Değeri şirketin hisselerinin piyasa değeri ile net finansal borçlarının piyasa değerinin toplamına eşittir.

Benzer İşlem Çarpanları Analizi

İkinci temel yöntem olan Benzer İşlem Çarpanları Analizi çalışmasında ise benzer şirketlerin dünyada gerçekleşmiş satın alma ve birleşme işlemleri araştırılmaktadır.

Bu işlemlerde oluşan finansal rasyolar analiz edilmekte ve analiz sonuçları hedef şirketin büyüklükleri ile karşılaştırılmaktadır. Benzer işlemler seçilirken işleme tabi olan şirketin coğrafyası ve büyüklüğü dikkate alınmaktadır. Bu hesaplamalarda açıklanmamış işlemlerin sonuca etkisine dikkat edilmesi gerekmektedir.

Piyasa yaklaşımı uygulaması üç ana süreçten meydana gelmektedir:

- Piyasa yaklaşımı uygulanacak uygun benzer şirket ya da işlemlerin tespiti
- Uygun çarpanların/değerlerin tespiti
- Çarpanların tespit edilmiş uygun değerlere uygulanarak şirket değeri tespiti.

Uygun değerler normal bazda değerlendirilmesi yapılan şirketin gelecekte büyümesi beklenen gelirleri olarak tanımlanır. Uygun değerlerin tespitinde değerlendirilmesi yapılan şirketin geçmiş mali verilerinden, tahminlerden ve piyasa şartlarından faydalanılır.

Avantajları: Şirket değeri piyasada işlem gören güncel şirket değerlerine göre hesaplanmaktadır. Dolayısıyla yatırımcıların şirketler için öngördüğü değerler ön plandadır. Şirket satın alınırken kullanılan en uygun metodlardan biridir.

Dezavantajları: Şirketlerin geleceğine ilişkin beklentiler bu değerlendirme içerisinde tam olarak yer almadığı için ilgili risk ve beklentiler varsayılmamaktadır.

Piyasa çarpanları metodu, değerlendirilmesi yapılacak şirketlere benzer şirketlerin uygun rayiç piyasa çarpanlarının analizine dayanmaktadır. Bu metod etkin işleyen ve spekülasyonun yapılmadığı durumlarda hisselerin rayiç değerlerinin ilerleyen dönemde beklenen kazanç artışı ve buna bağlı olan risk düzeyini yansıttığı varsayımını esas almaktadır. Şirket değerlemelerinde en yaygın çarpan analizi yöntemleri aşağıda yer almaktadır.

Piyasa Değeri/Defter Değeri (PD/DD): İşlem gören bir şirketin belirli bir tarihteki Piyasa Değeri'nin, aynı tarih itibarıyla açıklanmış olan en son finansal tablolarında yer alan toplam ana ortaklık özkaynaklarına bölünmesi suretiyle hesaplanmaktadır.

Fiyat/Kazanç (F/K): İşlem gören bir şirketin belirli bir tarihteki Piyasa Değeri'nin, aynı tarih itibarıyla açıklanmış olan en son finansal tablolarında yer alan son 12 aylık ana ortaklık net karına bölünmesi suretiyle hesaplanmaktadır.

Firma Değeri/FAVÖK (FD/FAVÖK): İşlem gören bir şirketin belirli bir tarihteki Piyasa Değeri ve aynı tarih itibarıyla açıklanmış olan en son finansal tablolarında yer alan net borcunun (Net Borç = Kısa Vadeli Finansal Yükümlülükler + Uzun Vadeli Finansal Yükümlülükler – Hazır Değerler [Nakit ve Nakit Benzerleri + Finansal Yatırımlar]) toplanmasıyla hesaplanan Firma Değeri'nin, ilgili tarih itibarıyla son 12 aylık Faiz, Amortisman, Vergi Öncesi Karına (FAVÖK) bölünmesi suretiyle hesaplanmaktadır.

Firma Değeri/Net Satışlar (FD/Satışlar): İşlem gören bir şirketin belirli bir tarihteki Piyasa Değeri ve aynı tarih itibarıyla açıklanmış olan en son finansal tablolarında yer alan net borcun toplanmasıyla hesaplanan Firma Değeri'nin, ilgili tarih itibarıyla son 12 aylık net satışlarına bölünmesi suretiyle hesaplanmaktadır.

Değerlemede Kullanılana Genel Kabul Görmüş Çarpanlar

Çarpan Yönetimi	Sembol	Hesaplanması	Şirket Değeri
Fiyat / Kazanç Oranı	F/K	(Pay Fiyatı * ödenmiş Sermaye) / Net Kar	F/K Çarpanı * Net Kar
Piyasa Değeri / Defter Değeri	PD/DD	(Pay Fiyatı * Ödenmiş Sermaye) / Özsermaye	PD/DD Çarpanı * özkaynaklar
Firma Değeri / Esas Faaliyet Karı	FD/FVÖK	[(Pay Fiyatı * Hisse Adedi)+Net Borç]/FVÖK	FD/FVÖK Çarpanı * FVÖK - Net Borç
Firma Değeri / FAVÖK	FD/FAVÖK	[(Pay Fiyatı * Hisse Adedi)+Net Borç]/FAVÖK	FD/FAVÖK Çarpanı * FAVÖK - Net Borç
Firma Değeri /Net Satışlar	FD/Ciro	[(Pay Fiyatı * Hisse Adedi)+Net Borç] / Satışlar	FD/Ciro Çarpanı * Net Satışlar - Net Borç

3.3. İşbu Değerleme Raporunda Kullanılan Yöntemler

UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri madde 10.3 uyarınca bir varlığa ilişkin değerlendirme yaklaşımlarının ve yöntemlerinin seçiminde amaç belirli durumlara en uygun yöntemin bulunmasıdır.

Bu değerlendirme çalışmasında;

- DMR Unlu Mamuller Üretim Gıda Toptan Perakende İhracat A.Ş.'nin değer tespitinde; Gelir Yaklaşımı: İndirgenmiş Nakit Akımları, Pazar Yaklaşımı: Borsa Değeri ve Pazar Yaklaşımı: Çarpan Analizi kullanılmıştır.
- Tunam Unlu Mamulleri Sanayi ve Ticaret A.Ş.'nin değer tespitinde; Gelir Yaklaşımı: İndirgenmiş Nakit Akımları ve Pazar Yaklaşımı: Çarpan Analizi kullanılmıştır.

Her iki şirketin de hizmetlerinin özel bilgi gerektiren süreçler sonucu ortaya çıkan nitelikte olması ve faaliyetlerindeki verimlilik ile marka bilinirliğine dayanan geniş müşteri tabanına sahip olması neticesinde satış ve pazarlama faaliyetlerindeki konumu ve bu sebeple eşit faydaya sahip başka bir varlığın elde edilme maliyetinin hesaplanamayacak olması ve faaliyetlerinin sürekli olduğunun düşünülmesi gibi gerekçelerden ötürü maliyet yaklaşımı değerlendirme kapsamında kullanılmamıştır.

4. DMR GIDA DEĞERLEMESİ

Değerlemede Kullanılan Yöntemler

İşbu değerlendirme raporunun hazırlanması kapsamında UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri'nde belirtilen 3 değerlendirme yaklaşımı (Maliyet Yaklaşımı, Gelir Yaklaşımı, Pazar Yaklaşımı) dikkate alınmıştır. UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri madde 10.3 uyarınca bir varlığa ilişkin değerlendirme yaklaşımlarının ve yöntemlerinin seçiminde amaç belirli durumlara en uygun yöntemin bulunmasıdır.

İşbu uzman kuruluş raporunda DMR Gıda'nın piyasa değeri **Gelir Yaklaşımı: İndirgenmiş Nakit Akımı (İNA), Çarpan Analizi ve Borsa Değeri** yöntemleriyle tespit edilmiştir. DMR Gıda'nın hizmetlerinin özel bilgi gerektiren süreçler sonucu ortaya çıkan nitelikte olması ve faaliyetlerindeki verimlilik ile marka bilinirliğine dayanan geniş müşteri tabanına sahip olması neticesinde satış ve pazarlama faaliyetlerindeki konumu ve bu sebeple eşit faydaya sahip başka bir varlığın elde edilme maliyetinin hesaplanamayacak olması ve faaliyetlerinin sürekli olduğunun düşünülmesi gibi gerekçelerden ötürü maliyet yaklaşımı değerlendirme kapsamında kullanılmamıştır.

Şirket'in değerinin tespitinde aşağıdaki yöntemler dikkate alınmıştır.

1. Gelir Yaklaşımı: İndirgenmiş Nakit Akımları

DMR Gıda'nın faaliyet konusunun doğrudan sınai veya ticari faaliyetlerde bulunarak gelir elde etmek olması göz önünde bulundurularak Şirket'in değer hesabında Gelir Yaklaşımı kullanılabileceği düşünülmüş ve indirgenmiş nakit akımları (İNA) metodu üzerinden değerlendirme yapılmıştır.

2. Pazar Yaklaşımı: Çarpan Analizi

DMR Gıda'nın 31.12.2025 tarihli TFRS'ye göre hazırlanmış mali verileri üzerinden 31 Aralık 2025 tarihli BİST Gıda, İçecek Endeksinde yer alan ve DMR Gıda ile benzer faaliyette bulunan şirketlerin değerlendirme çarpanlarıyla ve BİST Ticaret Sektöründe yer alan Perakende şirketlerin değerlendirme çarpanlarıyla değerlendirme yapılmıştır.

3. Pazar Yaklaşımı: Borsa Değeri

DMR Gıda'nın halka açık olması ve paylarının Borsa İstanbul'da işlem görmesi göz önünde bulundurularak değerlendirme tarihi olan 31.12.2025 itibarıyla kapanış, 1 aylık ortalama, 3 aylık ortalama, 6 aylık ortalama ve 12 aylık ortalama günlük ağırlıklı ortalama fiyatları incelenerek DMR Gıda'nın değeri tespit edilmeye çalışılmıştır.

4.1. DMR Gıda İndirgenmiş Nakit Akımları Değerlemesi

4.1.1. Genel Varsayımlar

İNA değerlemesi yapılırken mevcut mali tablodaki kalemlerin gerçeğe uygun değerler olduğu kabul edilmiş, sonraki yıllardaki projeksiyon verilerinde de Şirket yönetimiyle yapılan görüşmeler ve geçmiş dönemdeki gerçekleştirmeler dikkate alınarak gelir, maliyet, brüt kar, faaliyet giderleri ve faaliyet karı tahmin edilmiştir. İşletme sermayesi kalemleri de benzer şekilde mali tablolarındaki kalemlerin gerçeğe uygun olduğu ve şirket faaliyetlerinin süreklilik arz ettiği varsayımıyla şirket yönetimi ile yapılan görüşmeler ve geçmiş gerçekleştirilmiş veriler dikkate alınarak ticari alacak-stok-peşin ödenmiş gider-ticari borç, alınan avans ve diğer KV yükümlülükleri gün süreleri üzerinden tahminler ve hesaplamalar yapılmıştır.

- DMR Gıda'nın piyasa değeri, önümüzdeki dönemde faaliyetlerden üretilen nakitlerin "İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi" (İNA) ile değerlendirme tarihine indirgenmesiyle hesaplanmıştır.
- Şirket'in gelir/maliyet modeli TL bazında olduğu için değerlendirme TL üzerinden yapılmıştır.
- Değerleme çalışmalarında kullanılan projeksiyon dönemi 01.01.2026 ve 2031 yıl sonu ile sınırlı tutulmuş, 2031 yılındaki gelir, gider varsayımları %5 artırılarak 2032 yılı projekte edilmiş ve uç değer büyümesi öncesi normalizasyon sağlanmıştır. 2032 yılındaki nakit akımları %5 uç değer büyüme varsayımıyla uç değer hesabı yapılmıştır.
- Değerlemeye ilişkin hesaplamalar, BMD tarafından Şirketin projeksiyon döneminde gerçekleştireceğine inandığı finansal ve operasyonel veriler, geleceğe dönük tahminler ve projeksiyonlara dayalı olarak yapılmıştır.
- Aksi belirtilmedikçe, mevcut aktiflerin iyi ve satılabilir durumda olduğu ve aktifler üzerinde herhangi bir haciz, ipotek ve irtifak hakkı bulunmadığı varsayılmaktadır. Sabit kıymet ve çeşitli aktiflerin hukuki durumu ve üzerlerindeki ipotek, irtifak vb. şerhler hakkında tarafımızdan herhangi bir inceleme yapılmamış olup, bu konularda sorumluluk kabul edilmemektedir.
- Aksi belirtilmedikçe, Şirket'i ilgilendiren tüm kanun ve mevzuata tam olarak uyulduğu varsayılmaktadır.
- Değerleme çalışmasında şirketimize sunulan projeksiyonlar, tarafımızdan yorumlanarak kullanılmıştır.

- h) Gerçekleşen sonuçlar ve finansal projeksiyonlar çoğu zaman birebir uyuşmaz, tahmin edilenle gerçekleşen veriler farklılık arz eder. Buna, kimi zaman irade dışı gelişen olaylar ve piyasa şartları ile diğer şartlarda vukuu bulan ve öngörülemeyen değişiklikler sebep olur. Bu nedenle değerlendirme çalışmamız 2026 ve sonraki yıllara ilişkin finansal ve diğer projeksiyonların gerçekleşeceğine dair bir teminat olarak kabul edilmemelidir. Piyasa şartlarında ve/veya diğer şartlarda, öngörülenlerin dışında vukuu bulan gelişmelerden dolayı sorumluluk almamız mümkün değildir. Öte yandan, rapor tarihinden sonra oluşan piyasa şartları ve/veya diğer şartlar dolayısıyla, bu raporu yeniden tanzim etme ya da revize etme yükümlülüğümüz bulunmamaktadır.
- i) Ekonomik şartlarda kriz olmayacağı, ekonomik gidişatın benzer şartlarda devam edeceği varsayılmıştır.
- j) Bu değerlendirme çalışması, bir özel durum tespit (due-dilligence) çalışması değildir.
- k) Üçüncü şahıslar tarafından sağlanan bilgilerin güvenilir olduğu kabul edilmiş ve raporda belirtilenlerin dışında bu bilgilerin doğruluğu denetlenmemiştir.
- l) Nakit akımları analizi şirket tarafından sağlanan ve www.kap.org.tr adresinde yayınlanan TFRS bazlı mali veriler ve projeksiyonlar üzerinden yapılmış olup VUK rakamlarıyla farklılık arz edebilir.

İndirgenmiş Nakit Akımı Analizi'nde ('İNA') kullanılan varsayımlar, Şirket yönetiminin gelecek yıllara ilişkin gerçekleşmesini beyan ettiği beklentilerini yansıtabilecek şekilde oluşturulmuştur. Söz konusu varsayımların birçok tahmini parametreye bağlı olması sebebiyle geleceğe yönelik herhangi bir taahhüt anlamına gelmemektedir. Bu analiz kapsamında yer alan projeksiyonların değişmesi halinde farklı bir Şirket özsermaye değeri ve pay başına değere ulaşılabilir. Şirket'in hakim ortaklarının ve yöneticilerinin basiretli hareket ettiği, Şirket yönetiminin konusunda uzman kişilerden oluştuğu varsayılmış olup geleceğe dönük projeksiyonların ve bu projeksiyona baz oluşturan varsayımların Şirket yönetiminin öngördüğü şekilde gerçekleşmemesi halinde Bizim Menkul Değerler A.Ş. olarak herhangi bir sorumluluk almamız mümkün değildir.

4.1.2. İndirgeme Oranı Tespiti

DMR Gıda'nın faaliyetlerinden üretmeleri beklenen nakit akımları projeksiyon dönemi boyunca tespit edilerek Finansal Varlıkları Fiyatlandırma Modeli'ne (Capital Asset Pricing Model – CAPM) göre hesaplanan Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM) ile indirgenmiştir. Özsermaye maliyeti hesaplanırken risksiz getiri oranının %15'ten az olmamak kaydıyla değerlendirme para cinsi olan TL bazında 2026-2028 döneminde her yıl BMD tarafından tahmin edilen ortalama enflasyon rakamlarının %20 fazlası olacağı varsayımıyla her yıl için değişen risksiz getiri oranı hesaplanmıştır.

Uzun vadeli risksiz getiri ve hisse senedi getirilerinin farkı olan Sermaye Piyasası Risk Primi Türkiye gibi finansal derinliği gelişmiş ülkelere göre nispeten daha az olan ülkelerde çok kolay hesaplanamamaktadır. ABD gibi finansal tarihi oldukça eskiye giden ve halka açık şirket sayısı oldukça fazla olan bir ülkede bile bu risk priminin hesaplanmasına dair konsensüs bulunmamaktadır. Piyasada genel temayül %5-%6 bandında sermaye piyasası risk priminin makul olduğu şeklinde olmakla birlikte değerlemede, %5,5 olarak kabul edilmiştir.

Özsermaye maliyeti için kaldıraçlı beta 1x kabul edilmiştir.

Özsermaye maliyeti = Risksiz Getiri Oranı + (Beta X Sermaye Piyasası Risk Primi) + İlave Risk Primi

formülüne göre özsermaye maliyeti 2026 yılı için %39,52 hesaplanırken sonraki yıllarda enflasyon oranında beklenen düşüş neticesinde azalmakta olup uç değer indirgemesinde %20,50 hesaplanmıştır.

DMR Gıda'nın borçlanma maliyetinin, risksiz getiri oranının %15 fazlası olacağı öngörüsüyle hesaplama yapılmıştır.

Şirket için hesaplanan yıllara sari Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti aşağıdaki tabloda gösterilmektedir.

DMR Gıda & Tunam Unlu Mamuller Birleşmesine İlişkin Uzman Kuruluş Raporu

DMR Gıda AOSM, TL	2026 T	2027 T	2028 T	2029 T	2030 T	2031 T	2032 T	Uç Değer
Ortalama Enflasyon	28,35%	19,94%	14,02%	10,94%	9,76%	9,76%	9,76%	
Reel Faiz	5,67%	3,99%	2,80%	4,06%	5,24%	5,24%	5,24%	
Risksiz Faiz Oranı	34,02%	23,93%	16,82%	15,00%	15,00%	15,00%	15,00%	
Kaldıraçsız Beta	0,60	0,60	0,60	0,60	0,60	0,60	0,60	
Kaldıraçlı Beta	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	
Piyasa Risk Primi	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	
Şirket Risk Primi	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	
Özkaynak Maliyeti	39,52%	29,43%	22,32%	20,50%	20,50%	20,50%	20,50%	
Kaldıraç Oranı (Borç/(borç+Özkaynak))	40,00%	40,00%	40,00%	40,00%	40,00%	40,00%	40,00%	
Borçlanma Maliyeti	39,12%	27,52%	19,34%	17,25%	17,25%	17,25%	17,25%	
Kurumlar Vergisi Oranı	25,00%	25,00%	25,00%	25,00%	25,00%	25,00%	25,00%	
Vergi Sonrası Borçlanma Maliyeti	29,34%	20,64%	14,51%	12,94%	12,94%	12,94%	12,94%	
Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti	35,45%	25,91%	19,20%	17,48%	17,48%	17,48%	17,48%	
Dönem Ortası İndirgeme Faktörü	1,16	1,12	1,09	1,08	1,08	1,08	1,08	
Dönem Sonu İndirgeme Faktörü	1,35	1,26	1,19	1,17	1,17	1,17	1,17	
Kümülatif İndirgeme Faktörü	1,16	1,52	1,86	2,20	2,59	3,04	3,57	3,87

4.1.3. Net Borç

31.12.2025 itibarıyla DMR Gıda'nın TFRS bazlı bilançosundan 195,60 milyon TL net borç hesaplanmış olup detayları aşağıdaki tablodadır.

DMR Unlu Mamuller Net Borç (Nakit), TL	2025/12
Nakit ve Nakit Benzerleri	18,19
Finansal Yatırımlar	0,00
Diğer Alacaklar	92,32
Diğer Dönen Varlıklar	27,87
Diğer Alacaklar	1,43
Kısa Vadeli Borçlanmalar	32,31
Diğer Borçlar	231,73
Dönem Karı Vergi Yükümlülüğü	24,40
Uzun Vadeli Borçlanmalar	46,97
Net borç (Nakit), TL	195,60

4.1.4. Ciro

DMR Gıda'nın aşağıda mağazacılık & marka kırılımının 2024 ve 2025'te açılan ve kapatılan, 2026-2030 arasında yönetimin öngördüğü açılması planlanan şube sayılarının tahminleri yer almaktadır.

DMR Gıda Mağazacılık & Marka Kırılımı	Gerçekleşen		Projeksiyon Dönemi				
	31.12.2024	31.12.2025	31.12.2026	31.12.2027	31.12.2028	31.12.2029	31.12.2030
Simit Sarayı İştirak Şube - Yurt İçi							
Dönem Başlangıç Şube Sayısı	58	38	34	46	61	74	88
Açılan Şube Sayısı	2		12	15	13	14	10
Transfer Şube sayısı	20						
Kapanan Şube sayısı	2	4					
Dönem Bitiş Şube Sayısı	38	34	46	61	74	88	98
<i>Dönemdeki Ortalama Şube</i>	48	36	40	54	68	81	93
Simit Sarayı İştirak Şube - Yurt Dışı							
Dönem Başlangıç Şube Sayısı	3	3	3	4	8	13	18
Açılan Şube Sayısı	-	-	1	4	5	5	5
Kapanan Şube sayısı							
Dönem Bitiş Şube Sayısı	3	3	4	8	13	18	23
<i>Dönemdeki Ortalama Şube</i>	3	3	4	6	11	16	21

DMR Gıda & Tunam Unlu Mamuller Birleşmesine İlişkin Uzman Kuruluş Raporu

Simit Sarayı Franchise Şube - Yurt İçi	31.12.2024	31.12.2025	31.12.2026	31.12.2027	31.12.2028	31.12.2029	31.12.2030
Dönem Başlangıç Şube Sayısı	79	67	61	81	101	121	141
Açılan Şube Sayısı	8	-	20	20	20	20	20
Kapanan Şube sayısı	20	6					
Dönem Bitiş Şube Sayısı	67	61	81	101	121	141	161
Dönemdeki Ortalama Şube	73	64	71	91	111	131	151

Simit Sarayı Franchise Şube - Yurt Dışı	31.12.2024	31.12.2025	31.12.2026	31.12.2027	31.12.2028	31.12.2029	31.12.2030
Dönem Başlangıç Şube Sayısı	34	28	28	43	58	73	88
Açılan Şube Sayısı		-	15	15	15	15	15
Kapanan Şube sayısı	6						
Dönem Bitiş Şube Sayısı	28	28	43	58	73	88	103
Dönemdeki Ortalama Şube	31	28	36	51	66	81	96
			"	0,42	0,30	0,23	0,19

DMR Satış Mağazası - Yurt İçi	31.12.2024	31.12.2025	31.12.2026	31.12.2027	31.12.2028	31.12.2029	31.12.2030
Dönem Başlangıç Şube Sayısı	6	22	22	23	28	31	35
Açılan Şube Sayısı	20		2	5	3	4	5
Kapanan Şube sayısı	4		1				
Dönem Bitiş Şube Sayısı	22	22	23	28	31	35	40
Dönemdeki Ortalama Şube	14	22	23	26	30	33	38

Şirket projeksiyonları oluşturulurken geçmiş yıl gerçekleştirmeleri dikkate alınmış ve yönetimle istişare edilmiştir. Şirket DMR fabrika satışı ve DMR mağaza gelirlerinden olmak üzere 2 farklı segmentten gelir elde edeceğini beyan etmiştir. Gelirlerin 2026-2030 yıllarında şirket yönetiminin beklentileri dikkate alınarak hesaplanmış olup 2031 yılında BMD'nin tahmini yıllık ortalama enflasyon oranı kadar artacağı varsayılmıştır.

Toplam gelir artışının 2026-2032 arasında sırasıyla %47-%56-%39-%34,1-%32,4-%10-%5 olacağı varsayılmıştır.

Böylelikle 2026 yılında 1.781 milyon TL olan gelirlerin 2027 yılında %55,6 artışla 2.770 milyon TL'ye ulaşacağı öngörüldükçe 2032 yılında 7.898 milyon TL olacağı varsayılmaktadır.

DMR Gıda Hasılat Kırılımı	Gerçekleşen		Projeksiyon Dönemi				
	31.12.2024	31.12.2025	31.12.2026	31.12.2027	31.12.2028	31.12.2029	31.12.2030
Hasılat Kırılımı							
Toplam Üretim Kapasitesi (KG)	12.792.280	12.792.280	12.792.280	12.792.280	12.792.280	12.792.280	12.792.280
DMR Toplam Satış (KG)	3.665.000	4.525.440	5.268.466	6.670.017	8.254.227	9.851.319	11.603.852
Kapasite Kullanım Oranı (%)	28,7%	35,4%	41,2%	52,1%	64,5%	77,0%	90,7%
DMR fabrika satış (TL)	497.307.086	582.577.247	889.951.224	1.381.853.129	1.979.545.313	2.654.983.404	3.470.557.846
Simit Sarayı Yurt İçi Mağaza	348.114.960	295.892.697	439.980.221	700.951.134	1.019.382.123	1.392.815.144	1.832.829.324
Simit Sarayı Yurt Dışı Mağaza	13.659.729	18.009.039	29.751.992	51.929.586	81.116.244	116.662.752	159.820.664
DMR (Simit Sarayı) Mağaza	26.124.838	33.985.408	47.227.646	66.993.886	92.273.218	120.009.880	156.276.080
Yurtiçi Toptan & Zincir	59.676.850	180.669.462	284.409.030	416.159.029	576.393.789	742.648.513	945.764.294
İhracat	49.730.709	54.020.640	88.582.335	145.819.494	210.379.939	282.847.115	375.867.484
DMR fabrika satış (KG)	3.665.000	4.525.440	5.268.466	6.670.017	8.254.227	9.851.319	11.603.852
Satılan Ürün (KG) Büyümesi		23,5%	16,4%	26,6%	23,8%	19,3%	17,8%
Simit Sarayı Yurt İçi Mağaza	2.628.132	2.194.705	2.487.698	3.250.255	4.095.322	4.994.342	5.934.786
Simit Sarayı Yurt Dışı Mağaza	79.352	105.538	132.910	190.249	257.475	330.517	408.877
DMR (Simit Sarayı) Mağaza	197.532	278.279	294.786	342.934	409.235	475.059	558.626
Yurtiçi Toptan & Zincir	463.484	1.611.500	1.933.800	2.320.560	2.784.672	3.202.373	3.682.729

DMR Gıda & Tunam Unlu Mamuller Birleşmesine İlişkin Uzman Kuruluş Raporu

DMR Gıda Hasılat Kırılımı	Gerçekleşen		Projeksiyon Dönemi				
	31.12.2024	31.12.2025	31.12.2026	31.12.2027	31.12.2028	31.12.2029	31.12.2030
İhracat	296.500	335.419	419.273	566.019	707.524	849.028	1.018.834
Ortalama Satış Fiyatı (KG/TL)	135,69	128,73	168,92	207,17	239,82	269,51	299,09
<i>Fiyat Artış Oranı</i>		-5,1%	31,2%	22,6%	15,8%	12,4%	11,0%
<i>Simit Sarayı Yurt İçi Mağaza</i>	132,46	134,82	176,86	215,66	248,91	278,88	308,83
<i>Simit Sarayı Yurt Dışı Mağaza</i>	172,14	170,64	223,85	272,96	315,04	352,97	390,88
<i>DMR (Simit Sarayı) Mağaza</i>	132,26	122,13	160,21	195,36	225,48	252,62	279,75
<i>Yurtiçi Toptan & Zincir</i>	128,76	112,11	147,07	179,34	206,99	231,91	256,81
<i>İhracat</i>	167,73	161,05	211,28	257,62	297,35	333,14	368,92
DMR mağaza satış (TL)	568.145.936	624.355.221	890.528.095	1.388.039.463	1.880.139.470	2.520.974.574	3.381.956.642
Ortalama Fiş Büyüklüğü (TL)	232,07	241,70	317,07	386,62	446,24	499,96	553,65
Fiş Sayısı	2.448.144,09	2.583.182,54	2.808.623,93	3.590.154,07	4.213.302,24	5.042.371,39	6.108.472,77
<i>Fiyat Artış Oranı</i>		4,1%	31,2%	21,9%	15,4%	12,0%	10,7%
<i>Enflasyon</i>		30,8%	28,3%	19,9%	14,0%	10,9%	9,8%
<i>Reel Fiyat Büyümesi</i>		-20,4%	2,2%	1,7%	1,2%	1,0%	0,9%
Ortalama Mağaza Başı Fiş Sayısı	111.279	117.417	122.114	128.220	135.913	144.068	152.712
<i>Reel Fiş Büyümesi</i>		5,5%	4,0%	5,0%	6,0%	6,0%	6,0%
Toplam Hasılat	1.065.453.022	1.210.863.640	1.780.479.319	2.769.892.592	3.859.684.782	5.175.957.978	6.852.514.488

4.1.5. Maliyet & Brüt Kar

Satışların maliyetinin gelire oranı 2023-2025 yıllarında sırasıyla %52,5-%54,7-%52,1 kaydedilmiştir. 2026 yılında 2025 yılına göre 0,3 puan azalarak %51,8 olacağı öngörülmüşken 2027-2032 yıllarda %50-%47 aralığında olacağı varsayılmıştır. Eş anlı olarak da brüt kar marjının 2025 yılındaki %47,9 seviyesinden 2026 yılında %48,2 seviyesine yükseleceği ve sonraki yıllarda %50-%53 bandında seyredeceği varsayılmıştır.

DMR Gıda SMM	Geçmiş Dönem		Projeksiyon Dönemi				
	31.12.2024	31.12.2025	31.12.2026	31.12.2027	31.12.2028	31.12.2029	31.12.2030
İlk Madde Giderleri (Un, Yağ, Şeker, Ambalaj vb.)	163.775.232	195.237.131	298.156.653	458.229.748	650.483.842	861.934.102	1.114.391.550
Un İlk Madde Maliyeti	154.420.659	181.942.272	277.298.012	425.288.866	603.075.273	798.532.626	1.032.420.007
Satılan Ürün (KG)	3.665.000	4.525.440	5.268.466	6.670.017	8.254.227	9.851.319	11.603.852
Un İlk Madde Maliyeti (KG/TL)	42,13	40,20	52,63	63,76	73,06	81,06	88,97
<i>Fiyat Artış Oranı</i>		-4,6%	30,9%	21,1%	14,6%	10,9%	9,8%
<i>Enflasyon</i>			28,3%	19,9%	14,0%	10,9%	9,8%
<i>Reel Fiyat Büyümesi</i>			2,0%	1,0%	0,5%	0,0%	0,0%
Ambalaj İlk Madde Maliyeti	9.354.573	13.294.859	20.858.641	32.940.882	47.408.569	63.401.475	81.971.543
Satılan Ürün (KG)	3.665.000	4.525.440	5.268.466	6.670.017	8.254.227	9.851.319	11.603.852
Ambalaj İlk Madde Maliyeti (KG/TL)	2,55	2,94	3,96	4,94	5,74	6,44	7,06
<i>Fiyat Artış Oranı</i>		15,1%	34,8%	24,7%	16,3%	12,1%	9,8%
<i>Enflasyon</i>			28,3%	19,9%	14,0%	10,9%	9,8%
<i>Reel Fiyat Büyümesi</i>			5,0%	4,0%	2,0%	1,0%	0,0%

DMR Gıda & Tunam Unlu Mamuller Birleşmesine İlişkin Uzman Kuruluş Raporu

DMR Gıda SMM	Geçmiş Dönem		Projeksiyon Dönemi				
	31.12.2024	31.12.2025	31.12.2026	31.12.2027	31.12.2028	31.12.2029	31.12.2030
Direkt İşçilik	78.294.744	89.865.373	136.362.705	202.332.505	280.019.523	365.927.246	467.991.683
Çalışan İşçi Sayısı (#)	124	145	164	199	237	273	312
İşçi Sayısı Artış Oranı		16,9%	13,1%	21,3%	19,0%	15,5%	14,2%
Ortalama İşçi Maliyeti (TL)	631.409	619.761	831.247	1.016.959	1.182.703	1.338.379	1.498.425
Maliyet Artış Oranı		-1,8%	34,1%	22,3%	16,3%	13,2%	12,0%
Enflasyon			28,3%	19,9%	14,0%	10,9%	9,8%
Reel Fiyat Büyümesi			4,5%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
Genel Üretim Gider	61.497.705	64.941.000	87.101.337	106.560.969	123.320.750	138.184.934	151.675.923
Bakım	5.944.443	6.130.350	8.222.258	10.059.224	11.641.326	13.044.487	14.318.019
Yakıt	1.780.866	3.204.946	4.298.595	5.258.960	6.086.083	6.819.656	7.485.458
Elektrik	11.335.580	14.017.927	18.801.376	23.001.861	26.619.567	29.828.095	32.740.211
Diğer GÜG	42.436.816	41.587.777	55.779.107	68.240.924	78.973.774	88.492.697	97.132.235
Maliyet Artış Oranı		5,6%	34,1%	22,3%	15,7%	12,1%	9,8%
Enflasyon		30,9%	28,3%	19,9%	14,0%	10,9%	9,8%
Reel Fiyat Büyümesi		-19,3%	4,5%	2,0%	1,5%	1,0%	0,0%
Ticari Mallar	10.742.835	21.263.446	26.707.190	41.548.389	57.895.272	77.639.370	102.787.717
Ciroya Oranı	1,0%	1,8%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%
Magaza SMM	273.189.512	259.699.717	374.021.800	576.036.377	770.857.183	1.033.599.576	1.386.602.223
Mağaza Ciroya Oranı	48,1%	41,6%	42,0%	41,5%	41,0%	41,0%	41,0%
Satışların Maliyeti	587.500.029	631.006.667	922.349.685	1.384.707.988	1.882.576.568	2.477.285.227	3.223.449.097
Ciroya Oranı	55,1%	52,1%	51,8%	50,0%	48,8%	47,9%	47,0%

4.1.6. Faaliyet Giderleri

DMR Gıda'nın faaliyet giderleri Personel, Enerji, Lojistik, Pazarlama, ihracat satış, genel yönetim, kira ve diğer giderlerden oluşmaktadır. 2026-2030 yıllında faaliyet giderlerinin Şirket yönetiminin beklentileri dikkate alınmış olup 2031 yılında %9,8 artacağı 2032 yılında %5 artırılarak uç değer öncesi normalizasyon sağlanmaya çalışılmıştır.

Böylelikle 2026 yılında 593,9 milyon TL ve gelire oranının %33,4 seviyesinde olacağı öngörülürken sonraki yıllarda gelirlerdeki büyümenin etkisiyle faaliyet giderlerinin gelire oranının kademeli şekilde %25,6'ya kadar düşeceği varsayılmaktadır.

DMR Gıda Faaliyet Giderleri	Geçmiş Dönem		Projeksiyon Dönemi				
	31.12.2024	31.12.2025	31.12.2026	31.12.2027	31.12.2028	31.12.2029	31.12.2030
Personel Giderleri	134.767.288	139.332.001	182.779.825	222.875.819	257.241.881	288.209.213	319.160.853
Enerji Giderleri	42.553.381	21.600.449	28.336.106	34.552.132	39.879.856	44.680.679	49.479.069
Lojistik Giderleri	64.322.802	49.010.920	97.926.362,57	152.344.093	212.282.663	258.797.899	342.625.724
Ciroya Oranı	6,0%	4,0%	5,5%	5,5%	5,5%	5,0%	5,0%
Pazarlama Giderleri	30.379.036	16.979.867	23.146.231,15	34.623.657,40	50.175.902,17	51.759.579,78	68.525.144,88
Ciroya Oranı	2,9%	1,4%	1,3%	1,3%	1,3%	1,0%	1,0%
İhracat Satış Giderleri	7.248.922	7.565.370	12.401.527	20.414.729	29.453.191	39.598.596	52.621.448
İhracat Ciroşuna Oranı	14,6%	14,0%	14,0%	14,0%	14,0%	14,0%	14,0%

DMR Gıda & Tunam Unlu Mamuller Birleşmesine İlişkin Uzman Kuruluş Raporu

DMR Gıda Faaliyet Giderleri	Geçmiş Dönem		Projeksiyon Dönemi				
	31.12.2024	31.12.2025	31.12.2026	31.12.2027	31.12.2028	31.12.2029	31.12.2030
Genel Yönetim Giderleri <i>Ciroya Oranı</i>	59.360.168 5,6%	48.791.996 4,0%	62.316.776 3,5%	96.946.241 3,5%	135.088.967 3,5%	155.278.739 3,0%	205.575.435 3,0%
Kira & Diğer Giderler	134.500.773 12,6%	132.708.848 11,0%	186.950.329 10,5%	290.838.722 10,5%	405.266.902 10,5%	543.475.588 10,5%	719.514.021 10,5%
Toplam Faaliyet Giderleri <i>Ciroya Oranı</i>	473.132.371 44,4%	415.989.451 34,4%	593.857.156 33,4%	852.595.393 30,8%	1.129.389.363 29,3%	1.381.800.294 26,7%	1.757.501.695 25,6%

4.1.7. Faaliyet Karı & FAVÖK & Kurumlar Vergisi

DMR Gıda'nın gelir, maliyet ve faaliyet giderleri sonrasında 2023-2025 arasında sırasıyla %11,2-%0,5- %13,5 olan FAVÖK marjının 2026 yılında %14,8 olacağı ve sonraki yıllarda %19-%27 bandına yükseleceği öngörülmektedir.

2025 yılındaki 37,7 milyon TL olan faaliyet karının 2026 yılında 129,2 milyon TL olması beklenirken sonraki yıllarda FAVÖK'teki artışa paralel 1,8 milyar TL'nin üzerine çıkması beklenmektedir.

DMR Gıda için 2026-2032 yıllarında %25 vergi oranı varsayımıyla faaliyet karından kurumlar vergisi hesaplanarak nakit akımlarından düşülmüştür.

4.1.8. İşletme Sermayesi & Yatırımlar

İşletme sermayesi gün süreleri son 3 yıldaki ortalama gün süreleri incelenerek Şirket Yönetimi'nin fiili durum ve gelecek beklentileri dikkate alınarak projekte edilmiştir. 2026 yılı için tüm işletme sermayesi gün sürelerinin son 3 yılın ortalaması olacağı öngörülmürken 2027 yılından itibaren alacak gün süresinin 120, stok gün süresinin 90, peşin ödenmiş giderler (PÖG) gün süresinin 60, ticari borç gün süresinin 60, alınan avans gün süresinin 4,6 ve diğer kısa vadeli yükümlülükler gün süresinin 14,6 gün olacağı kabul edilmiştir. Öngörülen gün süreleri baz alınarak ticari alacak, stok, peşin ödenmiş giderler, ticari borçlar, alınan avanslar ve diğer kısa vadeli yükümlülükler hesaplanarak projeksiyon döneminde kullanılmış ve her yıl için gereken ilave işletme sermayesi nakit akımlarından düşülmüştür.

Yatırım harcamaları için 2026-2030 yıllarında Şirket yönetiminin mağaza başı yatırım tutar beklentileri dikkate alınarak hesaplanmış olup 2031 yılında BMD'nin yıllık ortalama enflasyon oranı kadar artacağı varsayılmıştır. 2032 yılında %5 artırılarak uç değer öncesi normalizasyon sağlanmaya çalışılmıştır. Yatırımların 10 yılda amortisman şeklinde giderleceği varsayılmıştır.

4.1.9. İndirgenmiş Nakit Akımları Değeri

1 Ocak 2026 tarihinden itibaren üretilmesi planlanan FAVÖK rakamından, Kurumlar Vergisi, Sabit Kıymet Yatırımı ve her yıl için gereken ilave işletme sermayesi düşülerek serbest nakit akımları hesaplanmıştır. 2031 yılına kadar projeksiyon kurgulanırken 2031 yılındaki gelir ve gider parametreleri %5 artırılarak 2032 yılı için uç değerde kullanılacak olan nakit akımları normalize edilerek tahmin edilmiş ve %5 uç değer büyüme oranı varsayımıyla uç değer hesabında dikkate alınmıştır.

Serbest nakit akımları değişken AOSM ile 31.12.2025 tarihine indirgenmiş ve net borç nakit öncesi firma değeri 3.879.791.899 TL olarak tespit edilmiştir. Firma Değeri'nden 195.596.197 TL net borç düşülerek Şirketin 31 Aralık 2025 tarihindeki piyasa değeri 3.684.195.702 TL hesaplanmıştır.

DMR Gıda İNA Değeri, TL	31.12.2025
İndirgenmiş Firma Serbest Nakit Akışları	1.271.597.990
Devam Eden Değer Büyüme Oranı	5,00%
İndirgenmiş Devam Eden Değer	2.608.193.909
Firma Değeri	3.879.791.899
Net Borç (Nakit)	195.596.197
Piyasa Değeri	3.684.195.702

İndirgenmiş nakit akımı tablosu aşağıdadır.

DMR Gıda & Tunam Unlu Mamuller Birleşmesine İlişkin Uzman Kuruluş Raporu

DMR Gıda İndirgenmiş Nakit Akımları											
Mn TL	2023	2024	2025	2026 T	2027 T	2028 T	2029 T	2030 T	2031 T	2032 T	Uç Değer
Yılsonu Enflasyon	64,8%	44,4%	30,9%	25,8%	18,8%	12,3%	9,8%	9,8%	9,8%	5,0%	
Yıllık Ortalama Enflasyon	53,9%	58,5%	34,9%	28,3%	19,9%	14,0%	10,9%	9,8%	9,8%	5,0%	
Net Satışlar	1.344,3	1.065,5	1.210,9	1.780,5	2.769,9	3.859,7	5.176,0	6.852,5	7.521,5	7.897,6	
Yıllık Değişim	21,9%	-20,7%	13,6%	47,0%	55,6%	39,3%	34,1%	32,4%	9,8%	5,0%	
Satışların Maliyeti, Amor. Hariç	705,8	582,9	631,0	922,3	1.384,7	1.882,6	2.477,3	3.223,4	3.538,2	3.715,1	
Yıllık Değişim	-7,9%	-17,4%	8,2%	46,2%	50,1%	36,0%	31,6%	30,1%	9,8%	5,0%	
Ciroya Oranı	52,5%	54,7%	52,1%	51,8%	50,0%	48,8%	47,9%	47,0%	47,0%	47,0%	
Brüt Kar Amortisman Hariç	638,5	482,5	579,9	858,1	1.385,2	1.977,1	2.698,7	3.629,1	3.983,4	4.182,5	
Yıllık Değişim	90,0%	-24,4%	20,2%	48,0%	61,4%	42,7%	36,5%	34,5%	9,8%	5,0%	
Brüt Kar Marjı	47,5%	45,3%	47,9%	48,2%	50,0%	51,2%	52,1%	53,0%	53,0%	53,0%	
SMM'deki Amortisman	22,7	22,7	25,5	31,0	47,3	62,6	84,4	114,0	146,6	180,7	
Satışların Maliyeti, Amor. Dahil	728,4	605,6	656,5	953,3	1.432,1	1.945,2	2.561,6	3.337,5	3.684,7	3.895,8	
Yıllık Değişim	-7,7%	-16,9%	8,4%	45,2%	50,2%	35,8%	31,7%	30,3%	10,4%	5,7%	
Ciroya Oranı	54,2%	56,8%	54,2%	53,5%	51,7%	50,4%	49,5%	48,7%	49,0%	49,3%	
Brüt Kar Amortisman Sonrası	615,8	459,8	554,3	827,1	1.337,8	1.914,5	2.614,3	3.515,0	3.836,8	4.001,8	
Yıllık Değişim	96,5%	-25,3%	20,5%	49,2%	61,7%	43,1%	36,6%	34,5%	9,2%	4,3%	
Brüt Kar Marjı	45,8%	43,2%	45,8%	46,5%	48,3%	49,6%	50,5%	51,3%	51,0%	50,7%	
Faaliyet Giderleri Amortisman Hariç	488,5	477,7	416,0	593,9	852,6	1.129,4	1.381,8	1.757,5	1.929,1	2.025,5	
Yıllık Değişim	95,2%	-2,2%	-12,9%	42,8%	43,6%	32,5%	22,3%	27,2%	9,8%	5,0%	
Ciroya Oranı	36,3%	44,8%	34,4%	33,4%	30,8%	29,3%	26,7%	25,6%	25,6%	25,6%	
Faaliyet Giderlerindeki Amortisman	71,3	80,5	100,7	100,7	100,7	100,7	100,7	100,7	100,7	100,7	
FAVÖK	150,0	4,8	163,9	264,3	532,6	847,7	1.316,9	1.871,6	2.054,3	2.157,0	
Yıllık Değişim	A.D.	-96,8%	3299,3%	61,3%	101,5%	59,2%	55,3%	42,1%	9,8%	5,0%	
FAVÖK Marjı	11,2%	0,5%	13,5%	14,8%	19,2%	22,0%	25,4%	27,3%	27,3%	27,3%	
Toplam Amortisman	94,0	103,2	126,2	135,1	151,4	166,7	188,5	218,1	250,7	284,8	
FVÖK	56,0	-98,3	37,7	129,2	381,1	681,0	1.128,4	1.653,4	1.803,6	1.872,2	
Yıllık Değişim	A.D.	-275,6%	-138,3%	243,0%	195,0%	78,7%	65,7%	46,5%	9,1%	3,8%	
FVÖK Marjı	4,2%	-9,2%	3,1%	7,3%	13,8%	17,6%	21,8%	24,1%	24,0%	23,7%	
Vergi (-)	58,5	12,6	43,6	32,3	95,3	170,3	282,1	413,4	450,9	468,0	
Ticari Alacak	549,9	227,2	556,5	642,1	910,6	1.268,9	1.701,7	2.252,9	2.472,8	2.596,5	
Stok	159,1	215,7	212,4	286,5	341,4	464,2	610,8	794,8	872,4	916,0	
Peşin Ödenmiş Gid.	228,5	174,0	470,4	406,7	367,8	495,1	634,4	818,8	898,7	943,7	
Ticari Borç	156,9	182,8	190,8	245,6	367,8	495,1	634,4	818,8	898,7	943,7	
Alınan Avanslar	7,8	27,4	7,9	22,6	35,1	49,0	65,7	86,9	95,4	100,2	
Diğer KV Yükümlülükler	33,9	39,9	69,1	71,0	110,5	154,0	206,5	273,4	300,1	315,1	
İşletme Sermayesi	738,9	366,8	971,4	996,0	1.106,4	1.530,2	2.040,3	2.687,4	2.949,7	3.097,2	
İşletme Sermayesi/Gelir	55,0%	34,4%	80,2%	55,9%	39,9%	39,6%	39,4%	39,2%	39,2%	39,2%	
NİS Değişimi	709,0	-372,1	604,6	24,6	110,4	423,7	510,2	647,0	262,4	147,5	
Ticari Alacak Gün Süresi	149,3	77,8	167,7	131,6	120,0	120,0	120,0	120,0	120,0	120,0	
Stok + Gün Süresi	82,3	135,0	122,9	113,4	90,0	90,0	90,0	90,0	90,0	90,0	
PÖG Gün Süresi	69,8	59,9	164,0	97,9	60,0	60,0	60,0	60,0	60,0	60,0	
Ticari Borç Gün Süresi	47,9	62,9	66,5	59,1	60,0	60,0	60,0	60,0	60,0	60,0	
Alınan Avanslar Gün Süresi	2,1	9,4	2,4	4,6	4,6	4,6	4,6	4,6	4,6	4,6	
Diğer KV Yükümlülükler	9,2	13,7	20,8	14,6	14,6	14,6	14,6	14,6	14,6	14,6	
Yatırımlar	90,1	279,8	221,0	88,8	163,6	152,7	217,5	296,5	325,5	341,8	
Yıllık Değişim		210,7%	-21,0%	-59,8%	84,3%	-6,7%	42,4%	36,4%	9,8%	5,0%	
Yatırımlar/Ciro	6,7%	26,3%	18,3%	5,0%	5,9%	4,0%	4,2%	4,3%	4,3%	4,3%	
Serbest Nakit Akımı	-707,5	84,6	-705,4	118,6	163,2	101,0	307,1	514,7	1.015,5	1.199,7	10.097,8
AOSM				35,45%	25,91%	19,20%	17,48%	17,48%	17,48%	17,48%	17,48%
İndirgenmiş Nakit Akımları				101,9	107,4	54,2	139,4	198,8	334,0	335,9	2.608,2

4.2. DMR Gıda Çarpan Değerlemesi – Gıda Endeksi

DMR Gıda'nın hem gıda üretim hem de mağazaları üzerinden gıda perakendeciliği faaliyeti yapıyor olması nedeniyle Borsa İstanbul Gıda Endeksi'nde yer alan gıda şirketlerinin 31 Aralık 2025 itibarıyla hesaplanan 30x'dan küçük ve 5x'ten büyük FD/FAVÖK çarpanlarının meydana gelmesiyle DMR Gıda için piyasa değeri hesaplanmıştır.

DMR Gıda & Tunam Unlu Mamuller Birleşmesine İlişkin Uzman Kuruluş Raporu

Medyan kullanılmasının sebebi uç değerler olarak kabul edilen aşırı yüksek ve aşırı düşük değerleri elimine etmesidir.

DMR Gıda Yıllıklandırılmış Mali Veriler, TFRS, TL	31.12.2025
FAVÖK	163.866.825
Net Borç (Nakit)	195.596.197

31.12.2025 itibariyle 30x'dan küçük ve 5x'ten büyük FD/FAVÖK çarpanlarının medyanı olan 10,48x ile Şirket'in 163.866.825 TL FAVÖK'ü ile çarpılarak firma değeri hesaplanmış ve net borç tutarı düşülerek Şirket için 1.521.919.770 TL değer hesaplanmıştır.

DMR Gıda Benzer Şirketler Çarpanları, TL		
Borsa Kodu	Şirket Ünvanı	FD/ FAVÖK
AKHAN	Akhan Un Fabrikası	A.D.
ALKLC	Altinkılıç Gıda Ve Süt	28,23
ARMGD	Armada Gıda	17,02
ATAKP	Atakey Patates	14,58
AVOD	A.V.O.D Gıda Ve Tarım	10,26
BALSU	Balsu Gıda	22,24
BANVT	Banvit	A.D.
BESLR	Besler Gıda	3,48
BORSK	Bor Şeker	9,10
CEMZY	Cem Zeytin	27,47
DARDL	Dardanel	11,52
DMRGD	DMR Unlu Mamuller	30,32
DURKN	Durukan Şekerleme	7,65
EKSUN	Eksun Gıda	23,54
ELITE	Elite Naturel Organik Gıda	6,85
ERSU	Ersu Gıda	A.D.
FADE	Fade Gıda	8,67
FRIGO	Frigo Pak Gıda	A.D.
GOKNR	Göknur Gıda	5,39
GUNDG	Gündoğdu Gıda	525,87
KAYSE	Kayseri Şeker Fabrikası	9,01
KRVGD	Kervan Gıda	6,59
KTSKR	Kütahya Şeker Fabrikası	A.D.
MERKO	Merko Gıda	24,38
MEYSU	Meysu Gıda	A.D.
OBAMS	Oba Makarnacılık	99,12
OFSYM	Ofis Yem Gıda	9,45
ORCAY	Orçay Ortaköy Çay Sanayi	11,64
OYLUM	Oylum Sınai Yatırımlar	15,39
PENGD	Penguen Gıda	A.D.
PETUN	Pınar Et Ve Un	5,68
PINSU	Pınar Su	9,80
PNSUT	Pınar Süt	19,91
SEGMN	Seğmen Kardeşler Gıda	7,89
SELVA	Selva Gıda	29,38
SOKE	Söke Değirmencilik	24,44
TATGD	Tat Gıda	9,50
TUKAS	Tukaş	7,10
ULKER	Ülker Bisküvi	4,01
ULUUN	Ulusoy Un Sanayi	2,09
VANGD	Vanet Gıda	A.D.
YYLGD	Yayla Gıda	10,70
Medyan		10,48
Ortalama		31,13
Seçilmiş Medyan		10,48
<i>Büyük Eşit</i>		5
<i>Küçük Eşit</i>		30
Çarpan Değeri		1.521.919.770
Ağırlık		100,0%
Ortalama Çarpan Değeri		1.521.919.770

4.3. DMR Gıda Çarpan Değerlemesi – Perakende Endeksi

DMR Gıda'nın hem gıda üretim hem de mağazaları üzerinden gıda perakendeciliği faaliyeti yapıyor olması nedeniyle Borsa İstanbul Gıda Endeksi'nde yer alan gıda perakendeciliği şirketlerinin 31 Aralık 2025 itibarıyla hesaplanan 30x'dan küçük ve 5x'ten büyük FD/FAVÖK çarpanlarının meydana getirdiği DMR Gıda için piyasa değeri hesaplanmıştır. Medyan kullanılmasının sebebi uç değerler olarak kabul edilen aşırı yüksek ve aşırı düşük değerleri elimine etmesidir.

31.12.2025 itibarıyla 30x'dan küçük ve 5x'ten büyük FD/FAVÖK çarpanlarının medyanı olan 10,55x ile Şirket'in 163.866.825 TL FAVÖK'ü ile çarpılarak firma değeri hesaplanmış ve net borç tutarı düşülerek Şirket için 1.533.661.132 TL değer hesaplanmıştır.

Perakende Şirketleri Çarpanları, TL		
Borsa Kodu	Şirket Ünvanı	FD/ FAVÖK
BIMAS	Bim Mağazalar	8,29
CRFSA	Carrefoursa	10,55
GMTAS	Gimat Mağazacılık	14,33
KIMMR	Kim Market Ersan Alışveriş	3,25
KUVVA	Kuvva Gıda	11,97
MGROS	Migros Ticaret	3,60
MOPAS	Mopaş Marketçilik	6,28
SOKM	Şok Marketler Ticaret	4,56
Medyan		7,29
Ortalama		7,85
Seçilmiş Medyan		10,55
<i>Büyük Eşit</i>		5
<i>Küçük Eşit</i>		30
Çarpan Değeri		1.533.661.132
Ağırlık		100,0%
Ortalama Çarpan Değeri		1.533.661.132

4.4. DMR Gıda Borsa Değeri

DMR Gıda'nın halka açık olması ve paylarının Borsa İstanbul'da işlem görmesi göz önünde bulundurularak 31.12.2025 tarihi itibarıyla 1 aylık ortalama, 3 aylık ortalama, 6 aylık ortalama ve 12 aylık ortalama günlük ağırlıklı ortalama fiyatlarıyla (AOF) DMR Gıda'nın değeri tespit edilmeye çalışılmıştır.

31 Aralık 2025 itibarıyla DMR Gıda AOF'si 3,20 TL olup son 1 aylık ortalaması 3,30 TL, 3 aylık ortalaması 3,25 TL, 6 aylık ortalaması 3,56 TL ve 12 aylık ortalaması 2,86 TL'dir. 31.12.2025 itibarıyla 1 aylık getirisi %9, 3 aylık getirisi %0, 6 aylık getirisi-%2 ve 12 aylık getirisi ise %12 seviyesindedir. Yatırımcıların DMR Gıda özelinde sahip olduğu beklentileri fiyata yansıttığı varsayımıyla DMR Gıda'nın borsa değeri 31.12.2025 AOF'siyle hesaplanan piyasa değerinin %20, 1 aylık ortalama fiyatla hesaplanan değerinin %20, 3 aylık ortalama fiyatla hesaplanan değerinin %20, 6 aylık ortalama fiyatla hesaplanan değerinin %20 ve 12 aylık ortalama fiyatla hesaplanan değerinin %20 ağırlıklandırılmasıyla 4.795.421.747 TL hesaplanmıştır.

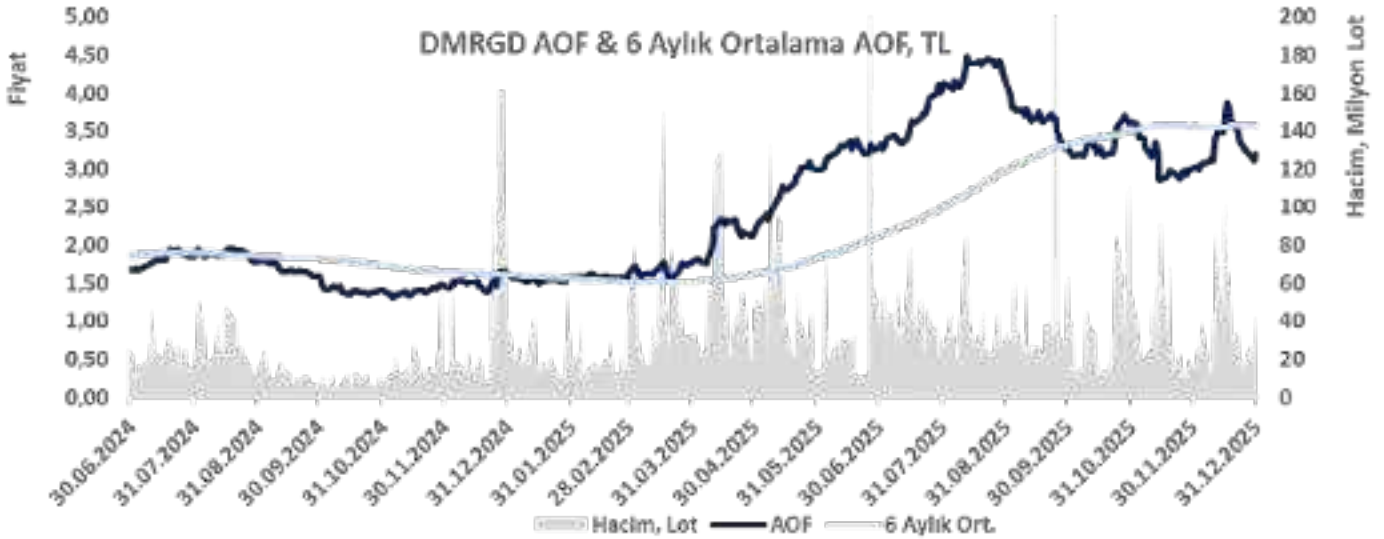
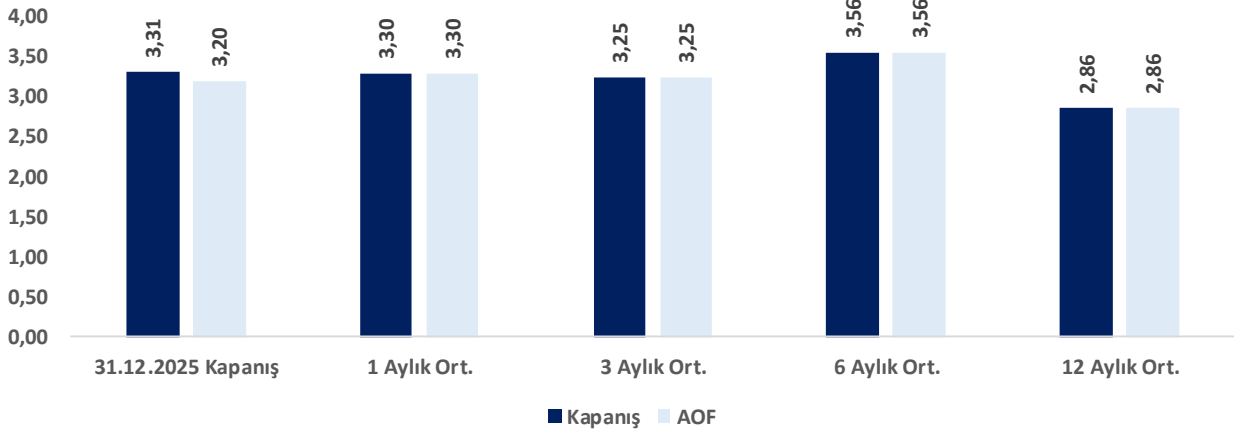
DMR Gıda'nın borsa değeri güncel finansal gelişmeler, tüketici güven endeksi, kredi faizleri, alternatif getirili enstrümanlar olan mevduat faizi ve tahvil faizlerinden bütün borsa şirketleri gibi etkilenmektedir. Bu sebeple kısa vadeli fiyatlamalarda oynaklık yüksek seyredebilmektedir. Yatırımcıların Şirket özelinde orta-uzun vadede biçmiş olduğu fiyatlamada da borsa değerinin bir parçası yapılmıştır.

DMRGD Kapanış ve Ortalama Fiyatlara Göre Hesaplanan Piyasa Değeri				
Tarih	Kapanış	AOF	Piyasa Değeri	Ağırlık
31.12.2025 Kapanış	3,31	3,20	4.739.232.800	20%
1 Aylık Ort.	3,30	3,30	4.896.302.748	20%
3 Aylık Ort.	3,25	3,25	4.825.037.930	20%
6 Aylık Ort.	3,56	3,56	5.272.376.263	20%
12 Aylık Ort.	2,86	2,86	4.244.158.996	20%
Ağırlıklandırılmış Piyasa Değeri		3,23	4.795.421.747	100%

DMRGD 31.12.2025 İtibariyle TL Getiriler

1 Aylık Getiri	9%
3 Aylık Getiri	0%
6 Aylık Getiri	-2%
12 Aylık Getiri	112%

DMRGD 31.12.2025 İtibariyle 1-3-6-12 Aylık Kapanış ve AOF Ortalamaları, TL



4.5. DMR Gıda Nihai Değer Takdiri

DMR Gıda'nın nihai değer takdiri yapılırken İNA'dan hesaplanan 3.684.195.702 TL değere %50, Benzer Gıda Çarpan analizinden hesaplanan 1.521.919.770 TL değere %20, Perakende Çarpan analizinden hesaplanan 1.533.661.132 TL değere %20 ağırlık verilirken Borsa Değeri'nden hesaplanan 4.795.421.747 TL değere %10 ağırlık verilerek 2.932.756.206 TL nihai değere ulaşılmıştır.

İNA ve çarpan metoduyla hesaplanan değerlere sırasıyla %50 ve %40 ağırlık verilmesinin sebebi şirket faaliyetlerinin sürekliliği varsayımında sahip olabileceği değere bu iki metodun daha uygun bir gösterge olabileceğidir. Piyasada şirket değerlendirme raporlarında ve fiyat tespit raporlarında sıklıkla bu iki metod üzerinden nihai şirket değerine ulaşılmaktadır.

Borsa değeri 4.795.421.747 TL ile çarpan değerlerinden yukarı yönlü ayrılarak en yüksek değere işaret etmekte olup yatırımcı fiyatlamasının nihai değerde gösterilebilmesi adına ağırlığı %10 alınmıştır.

DMR Gıda & Tunam Unlu Mamuller Birleşmesine İlişkin Uzman Kuruluş Raporu

DMR Gıda için ***önceki maddelerde yer alan varsayımlar dahilinde adil ve makul olduğunu düşündüğümüz nihai değer görüşümüz 31 Aralık 2025 itibarıyla 2.932.756.206 TL'dir.*** Kullanılan ağırlıklandırmalar değiştiğinde DMR Gıda'nın piyasa değerinin değişebileceği göz önünde bulundurulmalıdır.

DMR Gıda Nihai Piyasa Değeri, TL				31.12.2025
Metod	İNA	Gıda Çarpan	Perakende Çarpan	Borsa Değeri
Hesaplanan Değer	3.684.195.702	1.521.919.770	1.533.661.132	4.795.421.747
Ağırlık	50,00%	20,00%	20,00%	10,00%
Nihai Değer	2.932.756.206			

5. TUNAM UNLU MAMULLER DEĞERLEMESİ

Değerlemede Kullanılan Yöntemler

İşbu uzman kuruluş raporunda Tunam Unlu Mamuller'in piyasa değeri, **İndirgenmiş Nakit Akımı (İNA) ve Çarpan Analizi** yöntemleriyle tespit edilmiştir. İNA değerlemesi yapılırken mevcut mali tablodaki kalemlerin gerçeğe uygun değerler olduğu kabul edilmiş, sonraki yıllardaki projeksiyon verilerinde de Şirket yönetimiyle yapılan görüşmeler ve geçmiş dönemdeki gerçekleştirmeler dikkate alınarak gelir, maliyet, brüt kar, faaliyet giderleri ve faaliyet karı tahmin edilmiştir. İşletme sermayesi kalemleri de benzer şekilde mali tablolarındaki kalemlerin gerçeğe uygun olduğu ve şirket faaliyetlerinin süreklilik arz ettiği varsayımıyla şirket yönetimi ile yapılan görüşmeler ve geçmiş gerçekleştirilmiş veriler dikkate alınarak ticari alacak-stok-ticari borç ve alınan avans gün süreleri üzerinden tahminler ve hesaplamalar yapılmıştır.

Şirket'in değerinin tespitinde aşağıdaki yöntemler dikkate alınmıştır.

1. Gelir Yaklaşımı: İndirgenmiş Nakit Akımları

Tunam Unlu'nun faaliyet konusunun doğrudan sınai veya ticari faaliyetlerde bulunarak gelir etmek olması göz önünde bulundurularak Şirket'in değer hesabında Gelir Yaklaşımı kullanılabileceği düşünülmüş ve indirgenmiş nakit akımları (İNA) metodu üzerinden değerlendirilmiştir.

2. Pazar Yaklaşımı: Çarpan Analizi

Tunam Unlu Mamuller'in 31.12.2025 tarihli TFRS'ye göre hazırlanmış mali verileri üzerinden 31 Aralık 2025 tarihli BİST Gıda, İçecek Endeksinde yer alan ve Tunam ile benzer faaliyette bulunan şirketlerin değerlendirme çarpanlarıyla ve BİST Ticaret Sektöründe yer alan Perakende şirketlerin değerlendirme çarpanlarıyla değerlendirilmiştir.

5.1. Tunam Unlu Mamuller İNA Değerlemesi

İNA değerlendirme yapılırken mevcut mali tablodaki kalemlerin gerçeğe uygun değerler olduğu kabul edilmiş, sonraki yıllardaki projeksiyon verilerinde de Şirket yönetimiyle yapılan görüşmeler ve geçmiş dönemdeki gerçekleştirmeler dikkate alınarak gelir, maliyet, brüt kar, faaliyet giderleri ve faaliyet karı tahmin edilmiştir. İşletme sermayesi kalemleri de benzer şekilde mali tablolarındaki kalemlerin gerçeğe uygun olduğu ve şirket faaliyetlerinin süreklilik arz ettiği varsayımıyla şirket yönetimi ile yapılan görüşmeler ve geçmiş gerçekleştirilmiş veriler dikkate alınarak ticari alacak-stok-peşin ödenmiş gider-ticari borç, alınan avans ve diğer KV yükümlülükleri gün süreleri üzerinden tahminler ve hesaplamalar yapılmıştır.

5.1.1. İNA Genel Varsayımlar

- Tunam Unlu Mamuller'in piyasa değeri, önümüzdeki dönemde faaliyetlerden üretilecek nakitlerin "İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi" (İNA) ile değerlendirme tarihine indirgenmesiyle hesaplanmıştır.
- Şirket'in gelir/maliyet modeli TL bazında olduğu için değerlendirme TL üzerinden yapılmıştır.
- Değerleme çalışmalarında kullanılan projeksiyon dönemi 01.01.2026 ve 2031 yıl sonu ile sınırlı tutulmuş, 2031 yılındaki gelir, gider varsayımları %5 artırılarak 2032 yılı projekte edilmiş ve uç değer büyümesi öncesi normalizasyon sağlanmıştır. 2032 yılındaki nakit akımları %5 uç değer büyüme varsayımıyla uç değer hesabı yapılmıştır.
- Değerlemeye ilişkin hesaplamalar, BMD tarafından Şirketin projeksiyon döneminde gerçekleştireceğine inandığı finansal ve operasyonel veriler, geleceğe dönük tahminler ve projeksiyonlara dayalı olarak yapılmıştır.
- Aksi belirtilmedikçe, mevcut aktiflerin iyi ve satılabilir durumda olduğu ve aktifler üzerinde herhangi bir haciz, ipotek ve irtifak hakkı bulunmadığı varsayılmaktadır. Sabit kıymet ve çeşitli aktiflerin hukuki durumu ve üzerlerindeki ipotek, irtifak vb. şerhler hakkında tarafımızdan herhangi bir inceleme yapılmamış olup, bu konularda sorumluluk kabul edilmemektedir.
- Aksi belirtilmedikçe, Şirket'i ilgilendiren tüm kanun ve mevzuata tam olarak uyulduğu varsayılmaktadır.
- Değerleme çalışmasında şirketimize sunulan projeksiyonlar, tarafımızdan yorumlanarak kullanılmıştır.
- Gerçekleşen sonuçlar ve finansal projeksiyonlar çoğu zaman birebir uyuşmaz, tahmin edilenle gerçekleşen veriler farklılık arz eder. Buna, kimi zaman irade dışı gelişen olaylar ve piyasa şartları ile diğer şartlarda vukuu bulan ve öngörülemeyen değişiklikler sebep olur. Bu nedenle değerlendirme çalışmamız 2026 ve sonraki yıllara ilişkin finansal ve diğer projeksiyonların gerçekleşeceğine dair bir teminat olarak kabul edilmemelidir. Piyasa şartlarında ve/veya diğer şartlarda, öngörülenlerin dışında vukuu bulan gelişmelerden dolayı sorumluluk almamız mümkün değildir. Öte yandan, rapor tarihinden sonra oluşan piyasa şartları ve/veya diğer şartlar dolayısıyla, bu raporu yeniden tanzim etme ya da revize etme yükümlülüğümüz bulunmamaktadır.
- Ekonomik şartlarda kriz olmayacağı, ekonomik gidişatın benzer şartlarda devam edeceği varsayılmıştır.

- j) Bu değerlendirme çalışması, bir özel durum tespit (due-dilligence) çalışması değildir.
- k) Üçüncü şahıslar tarafından sağlanan bilgilerin güvenilir olduğu kabul edilmiş ve raporda belirtilenlerin dışında bu bilgilerin doğruluğu denetlenmemiştir.
- l) Nakit akımları analizi şirket tarafından sağlanan TFRS bazlı mali veriler ve projeksiyonlar üzerinden yapılmış olup VUK rakamlarıyla farklılık arz edebilir.

İndirgenmiş Nakit Akımı Analizi'nde ('İNA') kullanılan varsayımlar, Şirket yönetiminin gelecek yıllara ilişkin gerçekleşmesini beyan ettiği beklentilerini yansıtabilecek şekilde oluşturulmuştur. Söz konusu varsayımların birçok tahmini parametreye bağlı olması sebebiyle geleceğe yönelik herhangi bir taahhüt anlamına gelmemektedir. Bu analiz kapsamında yer alan projeksiyonların değişmesi halinde farklı bir Şirket özsermaye değeri ve pay başına değere ulaşılabilir. Şirket'in hakim ortaklarının ve yöneticilerinin basiretli hareket ettiği, Şirket yönetiminin konusunda uzman kişilerden oluştuğu varsayılmış olup geleceğe dönük projeksiyonların ve bu projeksiyona baz oluşturan varsayımların Şirket yönetiminin öngördüğü şekilde gerçekleşmemesi halinde Bizim Menkul Değerler A.Ş. olarak herhangi bir sorumluluk almamız mümkün değildir.

5.1.2. İndirgeme Oranı Tespiti

Tunam Unlu Mamuller'in faaliyetlerinden üretmeleri beklenen nakit akımları projeksiyon dönemi boyunca tespit edilerek Finansal Varlıkları Fiyatlandırma Modeli'ne (Capital Asset Pricing Model – CAPM) göre hesaplanan Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM) ile indirgenmiştir. Özsermaye maliyeti hesaplanırken risksiz getiri oranının değerlendirilme para cinsi olan TL bazında 2026-2028 döneminde her yıl BMD tarafından tahmin edilen ortalama enflasyon rakamlarının %20 fazlası olacağı, 2029-2032 yıllarında ise %15 olacağı varsayımıyla her yıl için değişen risksiz getiri oranı hesaplanmıştır.

Uzun vadeli risksiz getiri ve hisse senedi getirilerinin farkı olan Sermaye Piyasası Risk Primi Türkiye gibi finansal derinliği gelişmiş ülkelere göre nispeten daha az olan ülkelerde çok kolay hesaplanamamaktadır. ABD gibi finansal tarihi oldukça eskiye giden ve halka açık şirket sayısı oldukça fazla olan bir ülkede bile bu risk priminin hesaplanmasına dair konsensüs bulunmamaktadır. Piyasada genel temayül %5-%6 bandında sermaye piyasası risk priminin makul olduğu şeklinde olmakla birlikte değerlemede, %5,5 olarak kabul edilmiştir. Şirket özelinde risksiz getiri oranının %8'i kadar ilave risk primi özsermaye maliyeti hesabında dikkate alınmıştır.

Özsermaye maliyeti için kaldıraçlı beta 1x kabul edilmiştir.

Özsermaye maliyeti = Risksiz Getiri Oranı + (Beta X Sermaye Piyasası Risk Primi)

formülüne göre özsermaye maliyeti 2026 yılı için %42,07 hesaplanırken sonraki yıllarda enflasyon oranında beklenen düşüş neticesinde azalmakta olup uç değer indirgemesinde %21,63 hesaplanmıştır.

Tunam Unlu Mamuller'in borçlanma maliyetinin, risksiz getiri oranının %15 fazlası olacağı öngörüsüyle hesaplama yapılmıştır. Hesaplanan yıllara sari Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti aşağıdaki tabloda gösterilmektedir.

Tunam AOSM, TL	2026 T	2027 T	2028 T	2029 T	2030 T	2031 T	2032 T	Uç Değer
Ortalama Enflasyon	28,35%	19,94%	14,02%	10,94%	9,76%	9,76%	9,76%	
Reel Faiz	5,67%	3,99%	2,80%	4,06%	5,24%	5,24%	5,24%	
Risksiz Faiz Oranı	34,02%	23,93%	16,82%	15,00%	15,00%	15,00%	15,00%	
Kaldıraçsız Beta	0,60	0,60	0,60	0,60	0,60	0,60	0,60	
Kaldıraçlı Beta	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	
Piyasa Risk Primi	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	
Özkaynak Maliyeti	42,07%	31,23%	23,58%	21,63%	21,63%	21,63%	21,63%	
Kaldıraç Oranı (Borç/(borç+Özkaynak))	40,00%	40,00%	40,00%	40,00%	40,00%	40,00%	40,00%	
Borçlanma Maliyeti	39,12%	27,52%	19,34%	17,25%	17,25%	17,25%	17,25%	
Kurumlar Vergisi Oranı	25,00%	25,00%	25,00%	25,00%	25,00%	25,00%	25,00%	
Vergi Sonrası Borçlanma Maliyeti	29,34%	20,64%	14,51%	12,94%	12,94%	12,94%	12,94%	
Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti	36,98%	26,99%	19,95%	18,15%	18,15%	18,15%	18,15%	
Dönem Ortası İndirgeme Faktörü	1,17	1,13	1,10	1,09	1,09	1,09	1,09	
Dönem Sonu İndirgeme Faktörü	1,37	1,27	1,20	1,18	1,18	1,18	1,18	
Kümülatif İndirgeme Faktörü	1,17	1,54	1,91	2,27	2,68	3,17	3,74	4,07

5.1.3. Net Borç

31.12.2025 itibariyle Tunam Unlu Mamuller'in TFRS bazlı bilançosundan 315.640.689 TL net borç hesaplanmış olup 2 Mayıs 2026 tarihinde gerçekleşen sermaye artışının etkilerini yansıtan proforma bilançoya göre net borç . 205.640.689 TL hesaplanmış olup değerlemede proforma bilançodan hesaplanan net borç dikkate alınmıştır.

Tunam Net Borç (Nakit), TMS/TFRS, TL	2025/12	2025/12 Proforma
Nakit ve Nakit Benzerleri	7.034.428	70.609.344
Diğer Alacaklar	12.924.501	59.349.585
Diğer Dönen Varlıklar	19.604.896	19.604.896
Diğer Alacaklar	2.964.651	2.964.651
Kısa Vadeli Borçlanmalar	115.564.575	115.564.575
Uzun Vadeli Borçlanmaların Kısa Vadeli Kısımları	87.831.092	87.831.092
Diğer Finansal Yükümlülükler	7.088.215	7.088.215
Diğer borçlar	38.330.448	38.330.448
Dönem Karı Vergi Yükümlülüğü	1.304.690	1.304.690
Uzun Vadeli Borçlanmalar	108.050.145	108.050.145
Net Borç (Net Nakit), TL	315.640.689	205.640.689

5.1.4. Ciro

Tunam Unlu Mamuller'in mağazacılık & marka bazında Şirket yönetiminin öngörülleri doğrultusunda açılması beklenen şube sayılarının 2026-2030 yılları arasındaki gelişimi aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

Tunam Mağazacılık & Marka Kırılımı	Projeksiyon Dönemi				
	31.12.2026	31.12.2027	31.12.2028	31.12.2029	31.12.2030
Dilim Börek - Bünye					
Dönem Başlangıç Şube Sayısı	4	6	8	10	12
Açılan Şube Sayısı	2	2	2	2	2
Kapanan Şube sayısı	-	-	-	-	-
Dönem Bitiş Şube Sayısı	6	8	10	12	14
<i>Dönemdeki Ortalama Şube</i>	5	7	9	11	13
Dilim Börek - Franchise					
Dönem Başlangıç Şube Sayısı	6	8	10	12	14
Açılan Şube Sayısı	2	2	2	2	2
Kapanan Şube sayısı	-	-	-	-	-
Dönem Bitiş Şube Sayısı	8	10	12	14	16
<i>Dönemdeki Ortalama Şube</i>	7	9	11	13	15
Erciyes Börek					
Dönem Başlangıç Şube Sayısı	23	25	27	29	31
Açılan Şube Sayısı	2	2	2	2	2
Kapanan Şube sayısı	-	-	-	-	-
Dönem Bitiş Şube Sayısı	25	27	29	31	33
<i>Dönemdeki Ortalama Şube</i>	24	26	28	30	32
Pastanecim					
Dönem Başlangıç Şube Sayısı	24	26	28	30	32
Açılan Şube Sayısı	2	2	2	2	2
Kapanan Şube sayısı	-	-	-	-	-
Dönem Bitiş Şube Sayısı	26	28	30	32	34
<i>Dönemdeki Ortalama Şube</i>	25	27	29	31	33
Musluoğlu Baklava					
Dönem Başlangıç Şube Sayısı	23	35	47	59	71
Açılan Şube Sayısı	12	12	12	12	12
Kapanan Şube sayısı	-	-	-	-	-
Dönem Bitiş Şube Sayısı	35	47	59	71	83
<i>Dönemdeki Ortalama Şube</i>	29	41	53	65	77
Toplam Mağaza					
Bünye Mağaza Sayısı	41	55	69	83	97
Franchise Mağaza Sayısı	59	65	71	77	83

DMR Gıda & Tunam Unlu Mamuller Birleşmesine İlişkin Uzman Kuruluş Raporu

Şirket'in gelirleri Dilim Börek, Erciyes Börek, Pastanecim, Musluoğlu Baklava, Payna Tekli Atıştırmalık, Toptan Ve Diğer Satışlar olarak 6 başlık altında incelenmiştir. Şirket yönetiminin 2026-2030 döneminde beklentileri dikkate alınmış olup 2031 yılında %9,8 artacağı varsayılmış ve 2032 yılında %5 artırılarak uç değer öncesi normalizasyon sağlanmaya çalışılmıştır.

Böylelikle 2025 yılında 643,5 milyon TL olan gelirlerin 2026 yılında %43,8 artışla 925,5 milyon TL'ye, 2027 yılında %66,3 artışla 1.539 milyon TL'ye ulaşacağı öngörülmüşken 2032 yılında 4.969 milyar TL sınırını aşacağı öngörülmektedir.

Tunam Gelir	Projeksiyon Dönemi				
	31.12.2026	31.12.2027	31.12.2028	31.12.2029	31.12.2030
Dilim Börek - Franchise	47.345.592	79.923.503	120.211.826	168.829.410	228.105.269
Börek Satışları (TL)	33.462.780	55.084.636	81.592.208	113.437.027	152.192.692
Satılan Börek (KG)	129.390	174.676	224.167	278.171	337.015
Ortalama Satış Fiyatı (KG/TL)	259	315	364	408	452
<i>Fiyat Artış Oranı</i>	31,2%	21,9%	15,4%	12,0%	10,7%
Ortalama Şube Başı Satılan Börek (KG)	18.484	19.408	20.379	21.398	22.468
<i>Reel Adet Büyümesi</i>	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Baklava Satışları (TL)	12.812.836	22.966.631	35.785.723	51.453.563	70.706.148
Satılan Baklava (KG)	49.215	72.347	97.668	125.340	155.536
Ortalama Satış Fiyatı (KG/TL)	260	317	366	411	455
<i>Fiyat Artış Oranı</i>	31,2%	21,9%	15,4%	12,0%	10,7%
Ortalama Şube Başı Satılan Baklava (KG)	9.843	10.335	10.852	11.395	11.964
<i>Reel Adet Büyümesi</i>	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Dış Temin / Diğer Satışlar (TL)	1.069.975	1.872.235	2.833.895	3.938.820	5.206.429
Satılan Dış Temin / Diğer Ürünler (KG)	2.726	3.912	5.130	6.364	7.597
Ortalama Satış Fiyatı (KG/TL)	392	479	552	619	685
<i>Fiyat Artış Oranı</i>	31,2%	21,9%	15,4%	12,0%	10,7%
Ortalama Şube Başı Satılan Baklava (KG)	545	559	570	579	584
<i>Reel Adet Büyümesi</i>	3,0%	2,5%	2,0%	1,5%	1,0%
Erciyes Börek	102.401.122	142.033.509	185.371.739	233.648.087	289.789.076
Börek Satışları (TL)	61.829.011	85.758.741	111.926.031	141.074.919	174.972.416
Satılan Börek (KG)	304.378	346.230	391.507	440.445	493.298
Ortalama Satış Fiyatı (KG/TL)	203	248	286	320	355
<i>Fiyat Artış Oranı</i>	31,2%	21,9%	15,4%	12,0%	10,7%
Ortalama Şube Başı Satılan Börek (KG)	12.682	13.317	13.982	14.681	15.416
<i>Reel Adet Büyümesi</i>	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Baklava Satışları (TL)	38.242.962	53.044.165	69.229.361	87.258.759	108.225.303
Satılan Baklava (KG)	163.761	186.278	210.637	236.967	265.403
Ortalama Satış Fiyatı (KG/TL)	234	285	329	368	408
<i>Fiyat Artış Oranı</i>	31,2%	21,9%	15,4%	12,0%	10,7%
Ortalama Şube Başı Satılan Baklava (KG)	6.823	7.165	7.523	7.899	8.294
<i>Reel Adet Büyümesi</i>	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%

DMR Gıda & Tunam Unlu Mamuller Birleşmesine İlişkin Uzman Kuruluş Raporu

Tunam Gelir	Projeksiyon Dönemi				
	31.12.2026	31.12.2027	31.12.2028	31.12.2029	31.12.2030
Dış Temin / Diğer Satışlar (TL)	2.329.150	3.230.603	4.216.347	5.314.409	6.591.356
Satılan Dış Temin / Diğer Ürünler (KG)	5.889	6.699	7.574	8.521	9.544
Ortalama Satış Fiyatı (KG/TL)	396	482	557	624	691
<i>Fiyat Artış Oranı</i>	31,2%	21,9%	15,4%	12,0%	10,7%
Ortalama Şube Başı Satılan Dış Temin / Diğer Ürünler (KG)	245	258	271	284	298
<i>Reel Adet Büyümesi</i>	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Pastanecim	73.325.655	101.392.002	131.979.341	165.968.296	205.432.163
Pasta Satışları (TL)	73.325.655	101.392.002	131.979.341	165.968.296	205.432.163
Satılan Pasta (ADET)	127.101	144.132	162.549	182.447	203.929
Ortalama Satış Fiyatı (ADET/TL)	577	703	812	910	1.007
<i>Fiyat Artış Oranı</i>	31,2%	21,9%	15,4%	12,0%	10,7%
Ortalama Şube Başı Satılan Pasta (KG)	5.084	5.338	5.605	5.885	6.180
<i>Reel Adet Büyümesi</i>	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Musluoğlu Baklava	558.049.398	1.010.142.157	1.582.495.680	2.283.155.559	3.144.878.908
Börek Satışları (TL)	1.183.514	2.142.314	3.356.164	4.842.127	6.669.674
Satılan Börek (KG)	3.683	5.467	7.421	9.556	11.886
Ortalama Satış Fiyatı (KG/TL)	321	392	452	507	561
<i>Fiyat Artış Oranı</i>	31,2%	21,9%	15,4%	12,0%	10,7%
Ortalama Şube Başı Satılan Börek (KG)	127	133	140	147	154
<i>Reel Adet Büyümesi</i>	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Baklava Satışları (TL)	540.466.304	978.314.463	1.532.634.195	2.211.217.589	3.045.789.643
Satılan Baklava (KG)	1.291.410	1.917.076	2.602.079	3.350.791	4.167.868
Ortalama Satış Fiyatı (KG/TL)	419	510	589	660	731
<i>Fiyat Artış Oranı</i>	31,2%	21,9%	15,4%	12,0%	10,7%
Ortalama Şube Başı Satılan Baklava (KG)	44.531	46.758	49.096	51.551	54.128
<i>Reel Adet Büyümesi</i>	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Dış Temin / Diğer Satışlar (TL)	16.399.581	29.685.380	46.505.321	67.095.843	92.419.590
Satılan Dış Temin / Diğer Ürünler (KG)	34.637	51.418	69.791	89.872	111.787
Ortalama Satış Fiyatı (KG/TL)	473	577	666	747	827
<i>Fiyat Artış Oranı</i>	31,2%	21,9%	15,4%	12,0%	10,7%
Ortalama Şube Başı Satılan Dış Temin / Diğer Ürünler (KG)	1.194	1.254	1.317	1.383	1.452
<i>Reel Adet Büyümesi</i>	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Payna Tekli Atıştırmalık	92.381.614	118.279.516	143.343.355	168.629.303	196.075.848
Baklava Satışları (TL)	92.381.614	118.279.516	143.343.355	168.629.303	196.075.848
Satılan Paket Adedi (#)	1.387.749	1.457.136	1.529.993	1.606.493	1.686.817
<i>Paket Adedi Büyüme Oranı (%)</i>	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%

DMR Gıda & Tunam Unlu Mamuller Birleşmesine İlişkin Uzman Kuruluş Raporu

Tunam Gelir	Projeksiyon Dönemi				
	31.12.2026	31.12.2027	31.12.2028	31.12.2029	31.12.2030
Ortalama Satış Fiyatı (KG/TL)	67	81	94	105	116
<i>Fiyat Artış Oranı</i>	31,2%	21,9%	15,4%	12,0%	10,7%
Toptan ve Diğer Satışlar	52.010.795	87.230.008	130.724.165	183.202.517	247.223.653
Toptan ve Diğer Satış Cirosu	52.010.795	87.230.008	130.724.165	183.202.517	247.223.653
<i>Toptan ve Diğer Satışların Toplam Ciroya Oranı</i>	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Toplam Hasılat	925.514.177	1.539.000.695	2.294.126.105	3.203.433.173	4.311.504.916

5.1.5. Maliyet & Brüt Kar

Şirket maliyetleri ilk madde giderleri, direkt işçilik, dış temin ve diğer ürünler ve diğer SMM olarak 5 segmentte incelenmiştir. Amortisman hariç maliyeti 2026-2030 yıllarında Şirket yönetiminin beklentileri dikkate alınmış olup 2031-2032 yıllarında gelirin %48,1 kadar olacağı varsayılmıştır. Eş anlı olarak da brüt kar marjının 2025 yılındaki %63 seviyesinden 2026 yılında %46,8 seviyesine gerileyeceği ve sonraki yıllarda %48,8-%52 bandında seyredeceği varsayılmıştır.

Tunam SMM	Projeksiyon Dönemi				
	31.12.2026	31.12.2027	31.12.2028	31.12.2029	31.12.2030
İlk Madde Giderleri (Un, Yağ, Şeker, Ambalaj vb.)	326.801.486	532.565.732	783.757.018	1.084.754.646	1.450.542.336
Börek İlk Madde Maliyeti	46.616.151	68.396.818	93.449.020	122.354.791	156.712.535
Satılan Börek (KG)	437.451	526.374	623.095	728.172	842.200
Börek İlk Madde Maliyeti (KG/TL)	107	130	150	168	186
<i>Fiyat Artış Oranı</i>	31,2%	21,9%	15,4%	12,0%	10,7%
Baklava İlk Madde Maliyeti	212.463.667	374.678.808	578.481.163	826.878.076	1.131.635.662
Satılan Baklava (KG)	1.504.386	2.175.700	2.910.384	3.713.098	4.588.807
Baklava İlk Madde Maliyeti (KG/TL)	141	172	199	223	247
<i>Fiyat Artış Oranı</i>	31,2%	21,9%	15,4%	12,0%	10,7%
Pasta İlk Madde Maliyeti	27.176.550	37.578.727	48.915.256	61.512.518	76.138.937
Satılan Pasta (KG)	127.101	144.132	162.549	182.447	203.929
Pasta İlk Madde Maliyeti (KG/TL)	214	261	301	337	373
<i>Fiyat Artış Oranı</i>	31,2%	21,9%	15,4%	12,0%	10,7%
Paketli Atıştırmalık Balkava İlk Madde Maliyeti	40.545.118	51.911.379	62.911.579	74.009.261	86.055.202
Satılan Paketli Adet (#)	1.387.749	1.457.136	1.529.993	1.606.493	1.686.817
Paketli Baklava İlk Madde Maliyeti (KG/TL)	29	36	41	46	51
<i>Fiyat Artış Oranı</i>	31,2%	21,9%	15,4%	12,0%	10,7%
Direkt İşçilik	129.637.082	194.362.479	270.361.105	356.939.276	454.473.203
Çalışan İşçi Sayısı (#)	156	195	238	283	329
<i>İşçi Sayısı Artış Oranı</i>	28,0%	25,0%	22,0%	19,0%	16,0%
Ortalama İşçi Maliyeti (TL)	830.155	995.709	1.135.284	1.259.528	1.382.495
<i>Maliyet Artış Oranı</i>	28,3%	19,9%	14,0%	10,9%	9,8%

DMR Gıda & Tunam Unlu Mamuller Birleşmesine İlişkin Uzman Kuruluş Raporu

Tunam SMM	Projeksiyon Dönemi				
	31.12.2026	31.12.2027	31.12.2028	31.12.2029	31.12.2030
Dış Temin ve Diğer Ürünler - Ticaret	8.227.219	14.151.819	21.459.625	30.232.990	40.841.054
Satılan Dış Temin ve Diğer Ürünler (KG)	43.252	62.028	82.495	104.757	128.927
Dış Temin Maliyeti (KG/TL)	190	228	260	289	317
<i>Fiyat Artış Oranı</i>	28,3%	19,9%	14,0%	10,9%	9,8%
Diğer SMM	27.765.425	46.170.021	68.823.783	96.102.995	129.345.147
<i>Ciroya Oranı</i>	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%
Satışların Maliyeti	492.431.212	787.250.050	1.144.401.532	1.568.029.908	2.075.201.740
<i>Ciroya Oranı</i>	53,2%	51,2%	49,9%	48,9%	48,1%

5.1.6. Faaliyet Giderleri

Amortisman hariç faaliyet giderleri şube personel giderleri, şube kira giderleri, enerji giderleri, lojistik giderler, pazarlama, Ar-Ge ve genel yönetim giderlerinden oluşmaktadır. 2026-2030 yıllarında Şirket yönetiminin beklentileri dikkate alınmış olup 2031 yılında %9,8 artacağı ve 2032 yılında %5 artırılarak uç değer öncesi normalizasyon sağlanmaya çalışılmıştır.

Böylelikle 2026 yılında 210,4 milyon TL ve gelire oranının 2026 yılında %38,4 seviyesinde olacağı öngörüldürken sonraki yıllarda gelirlerdeki büyümenin etkisiyle faaliyet giderlerinin gelire oranının kademeli şekilde %22,2'ye kadar düşeceği varsayılmaktadır.

Faaliyet Giderleri	Projeksiyon Dönemi				
	31.12.2026	31.12.2027	31.12.2028	31.12.2029	31.12.2030
Şube Personel Giderleri - BÜNYE	111.512.774	191.964.814	286.187.599	393.041.942	515.429.856
Ortalama Şube Sayısı (#)	34	48	62	76	90
Şube Başı Ortalama Personel (#)	4	4	4	4	4
Ortalama Çalışan Maliyeti (TL)	819.947	999.817	1.153.982	1.292.901	1.431.750
<i>Maliyet Artış Oranı</i>	31,2%	21,9%	15,4%	12,0%	10,7%
Şube Kira Giderleri - BÜNYE	74.032.197	125.359.176	184.619.910	251.075.075	326.353.649
Ortalama Şube Sayısı (#)	34	48	62	76	90
Şube Başı Ortalama Kira, Stopaj, Aidat (TL)	2.177.418	2.611.650	2.977.740	3.303.619	3.626.152
<i>Maliyet Artış Oranı</i>	28,3%	19,9%	14,0%	10,9%	9,8%
Enerji Giderleri - BÜNYE	6.303.866	10.674.375	15.720.446	21.379.126	27.789.121
Ortalama Şube Sayısı (#)	34	48	62	76	90
Şube Başı Ortalama Elek. Su D.gaz Faturası (TL)	185.408	222.383	253.556	281.304	308.768
<i>Maliyet Artış Oranı</i>	28,3%	19,9%	14,0%	10,9%	9,8%
Lojistik Giderleri	9.255.142	15.390.007	22.941.261	32.034.332	43.115.049
<i>Ciroya Oranı</i>	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%
Pazarlama Giderleri	4.627.571	7.695.003	11.470.631	16.017.166	21.557.525
<i>Ciroya Oranı</i>	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%
Ar-Ge Giderleri	4.627.571	7.695.003	11.470.631	16.017.166	21.557.525
<i>Ciroya Oranı</i>	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%
Genel Yönetim Giderleri	4.627.571	7.695.003	11.470.631	16.017.166	21.557.525
<i>Ciroya Oranı</i>	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%

Faaliyet Giderleri	Projeksiyon Dönemi				
	31.12.2026	31.12.2027	31.12.2028	31.12.2029	31.12.2030
Toplam Faaliyet Giderleri	210.359.121	358.778.380	532.410.477	729.564.806	955.802.724
<i>Ciroya Oranı</i>	<i>22,7%</i>	<i>23,3%</i>	<i>23,2%</i>	<i>22,8%</i>	<i>22,2%</i>

5.1.7. Faaliyet Karı & FAVÖK & Kurumlar Vergisi

Tunam Unlu Mamuller'in gelir, maliyet ve faaliyet giderleri sonrasında 2023-2024-2025 arasında sırasıyla %8,6 - %9,2 - %24,6 olan FAVÖK marjının 2026 yılında %24,1 olacağı ve sonraki yıllarda kademeli artışla %29,7 seviyesine yükseleceği öngörülmektedir.

2025 yılındaki 136,4 milyon TL olan faaliyet karının 2026 yılında FAVÖK'teki %40,9 yükseliş beklentisinin etkisiyle 197,4 milyon TL seviyesinde olacağı varsayılmıştır. Sonraki yıllarda FAVÖK'teki artışa paralel yükseleceği beklenmektedir.

2026-2032 yıllarında her yıl %25 vergi oranı varsayımıyla faaliyet karından kurumlar vergisi hesaplanarak nakit akımlarından düşülmüştür.

5.1.8. İşletme Sermayesi & Yatırımlar

İşletme sermayesi gün süreleri son 3 yıldaki ortalama gün süreleri incelenerek Şirket Yönetimi'nin fiili durum ve gelecek beklentileri dikkate alınarak projekte edilmiştir. 2026 yılı ve sonrası için tüm işletme sermayesi gün sürelerinin son 3 yılın ortalaması olacağı öngörülmüştür. Alacak gün süresinin 14, stok gün süresinin 116, peşin ödenmiş giderler (PÖG) gün süresinin 14, ticari borç gün süresinin 79, alınan avans gün süresinin 1 ve diğer kısa vadeli yükümlülükler gün süresinin 18,5 gün olacağı kabul edilmiştir. Öngörülen gün süreleri baz alınarak ticari alacak, stok, peşin ödenmiş giderler, ticari borçlar, alınan avanslar ve diğer kısa vadeli yükümlülükler hesaplanarak projeksiyon döneminde kullanılmış ve her yıl için gereken ilave işletme sermayesi nakit akımlarından düşülmüştür.

Yatırım harcamaları için 2026-2030 yıllarında Şirket yönetiminin mağaza başı yatırım tutar beklentileri dikkate alınarak hesaplanmış olup 2031 yılında BMD'nin yıllık ortalama enflasyon oranı kadar artacağı varsayılmıştır. 2032 yılında %5 artırılarak uç değer öncesi normalizasyon sağlanmaya çalışılmıştır. Yatırımların 10 yılda amortisman şeklinde giderleştireceği varsayılmıştır.

5.1.9. İndirgenmiş Nakit Akımları Değeri

İNA'da kullanılan Şirket'in gelir gider varsayımları BMD tarafından yorumlanarak kullanılmıştır. 1 Ocak 2026 tarihinden itibaren üretilmesi planlanan FAVÖK rakamından, Kurumlar Vergisi, Sabit Kıymet Yatırımı ve her yıl için gereken ilave işletme sermayesi düşülerek serbest nakit akımları hesaplanmıştır. 2031 yılına kadar projeksiyon kurgulanırken 2031 yılındaki gelir ve gider parametreleri %5 artırılarak 2032 yılı için uç değerde kullanılacak olan nakit akımları normalize edilerek tahmin edilmiş ve %5 uç değer büyüme oranı varsayımıyla uç değer hesabında dikkate alınmıştır.

Serbest nakit akımları değişken AOSM ile 31.12.2025 tarihine indirgenmiş ve net borç öncesi firma değeri 3.817.693.851 TL olarak tespit edilmiştir. Firma Değeri'nden 205.640.689 TL net borç düşülerek ve 108.667.751 TL yatırım amaçlı gayrimenkul eklenerek Şirketin 31 Aralık 2025 tarihi itibarıyla piyasa değeri 3.720.720.913 TL hesaplanmıştır.

Tunam İNA Değeri, TL	31.12.2025
İndirgenmiş Firma Serbest Nakit Akışları	1.661.628.257
Devam Eden Değer Büyüme Oranı	5,00%
İndirgenmiş Devam Eden Değer	2.156.065.594
Firma Değeri	3.817.693.851
Net Borç (Nakit)	205.640.689
Yatırım Amaçlı Gayrimenkul	108.667.751
Piyasa Değeri	3.720.720.913

DMR Gıda & Tunam Unlu Mamuller Birleşmesine İlişkin Uzman Kuruluş Raporu

Tunam İndirgenmiş Nakit Akımları											
Mn TL	2023	2024	2025	2026 T	2027 T	2028 T	2029 T	2030 T	2031 T	2032 T	Uç Değer
Yıllık Enflasyon	64,8%	44,4%	30,9%	25,8%	18,8%	12,3%	9,8%	9,8%	9,8%	5,0%	
Yıllık Ortalama Enflasyon	53,9%	58,5%	34,9%	28,3%	19,9%	14,0%	10,9%	9,8%	9,8%	5,0%	
Net Satışlar	673,6	741,7	643,5	925,5	1.539,0	2.294,1	3.203,4	4.311,5	4.732,4	4.969,1	
<i>Yıllık Değişim</i>		10,1%	-13,2%	43,8%	66,3%	49,1%	39,6%	34,6%	9,8%	5,0%	
Satışların Maliyeti (Amort. Hariç)	452,7	455,9	238,1	492,4	787,3	1.144,4	1.568,0	2.075,2	2.277,8	2.391,7	
<i>Yıllık Değişim</i>		0,7%	-47,8%	106,8%	59,9%	45,4%	37,0%	32,3%	9,8%	5,0%	
<i>Gelire Oranı</i>	67,2%	61,5%	37,0%	53,2%	51,2%	49,9%	48,9%	48,1%	48,1%	48,1%	
Brüt Kar Amortisman Hariç	220,8	285,8	405,4	433,1	751,8	1.149,7	1.635,4	2.236,3	2.454,6	2.577,4	
<i>Yıllık Değişim</i>		29,4%	41,9%	6,8%	73,6%	52,9%	42,2%	36,7%	9,8%	5,0%	
<i>Brüt Kar Marjı</i>	32,8%	38,5%	63,0%	46,8%	48,8%	50,1%	51,1%	51,9%	51,9%	51,9%	
SMM'deki Amortisman	7,9	10,9	14,3	17,9	23,2	30,3	39,5	51,0	63,7	77,0	
Satışların Maliyeti (Amort. Dahil)	460,6	466,8	252,3	510,4	810,4	1.174,7	1.607,5	2.126,2	2.341,5	2.468,7	
<i>Yıllık Değişim</i>		1,3%	-45,9%	102,2%	58,8%	44,9%	36,8%	32,3%	10,1%	5,4%	
<i>Gelire Oranı</i>	68,4%	62,9%	39,2%	55,1%	52,7%	51,2%	50,2%	49,3%	49,5%	49,7%	
Brüt Kar Amortisman Sonrası	212,9	274,9	391,2	415,2	728,6	1.119,4	1.595,9	2.185,3	2.390,9	2.500,4	
<i>Yıllık Değişim</i>		29,1%	42,3%	6,1%	75,5%	53,6%	42,6%	36,9%	9,4%	4,6%	
<i>Brüt Kar Marjı</i>	31,6%	37,1%	60,8%	44,9%	47,3%	48,8%	49,8%	50,7%	50,5%	50,3%	
Faaliyet Giderleri Amort. Hariç	163,1	217,3	247,4	210,4	358,8	532,4	729,6	955,8	1.049,1	1.101,6	
<i>Yıllık Değişim</i>		33,2%	13,9%	-15,0%	70,6%	48,4%	37,0%	31,0%	9,8%	5,0%	
<i>Ciroya Oranı</i>	24,2%	29,3%	38,4%	22,7%	23,3%	23,2%	22,8%	22,2%	22,2%	22,2%	
Faaliyet Giderlerindeki Amort.	4,2	3,4	7,4	7,4	7,4	7,4	7,4	7,4	7,4	7,4	
FAVÖK	57,7	68,5	158,1	222,7	393,0	617,3	905,8	1.280,5	1.405,5	1.475,8	
<i>Yıllık Değişim</i>		18,7%	130,7%	40,9%	76,4%	57,1%	46,7%	41,4%	9,8%	5,0%	
<i>FAVÖK Marjı</i>	8,6%	9,2%	24,6%	24,1%	25,5%	26,9%	28,3%	29,7%	29,7%	29,7%	
Amortisman	12,1	14,3	21,6	25,3	30,5	37,7	46,9	58,4	71,1	84,4	
FVÖK	45,7	54,2	136,4	197,4	362,4	579,7	859,0	1.222,1	1.334,4	1.391,4	
<i>Yıllık Değişim</i>		18,7%	151,8%	44,7%	83,6%	59,9%	48,2%	42,3%	9,2%	4,3%	
<i>FVÖK Marjı</i>	6,8%	7,3%	21,2%	21,3%	23,5%	25,3%	26,8%	28,3%	28,2%	28,0%	
Vergi (-)				49,4	90,6	144,9	214,7	305,5	333,6	347,9	
Ticari Alacaklar	16,5	36,4	28,1	36,2	60,2	89,7	125,2	168,6	185,0	194,3	
Stoklar	58,2	61,5	164,7	156,8	250,7	364,4	499,3	660,7	725,2	761,5	
Peşin Ödenmiş Giderler	1,5	42,1	22,4	26,0	42,4	62,1	85,1	112,2	123,2	129,3	
Ticari Borç	90,5	168,2	121,8	151,7	247,4	362,0	496,1	654,4	718,3	754,2	
Alınan Avanslar	0,1	1,5	3,0	2,1	3,5	5,3	7,4	9,9	10,9	11,4	
Diğer KV Yükümlülükler	29,4	42,7	80,1	46,8	77,9	116,1	162,1	218,1	239,4	251,4	
İşletme Sermayesi	-43,8	-72,4	10,3	18,3	24,4	32,8	44,1	59,1	64,8	68,1	
İşletme Sermayesi/Gelir	-6,5%	-9,8%	1,6%	2,0%	1,6%	1,4%	1,4%	1,4%	1,4%	1,4%	
NİS Değişimi		-28,6	82,7	8,0	6,1	8,4	11,3	15,0	5,8	3,2	
Ticari Alacak Gün Süresi	9,0	17,9	15,9	14,3	14,3	14,3	14,3	14,3	14,3	14,3	
Stok Gün Süresi	47,0	49,2	252,5	116,2	116,2	116,2	116,2	116,2	116,2	116,2	
PÖG Gün Süresi	0,9	22,8	16,9	13,5	13,5	13,5	13,5	13,5	13,5	13,5	
Ticari Borç Gün Süresi	53,6	91,2	91,6	78,8	78,8	78,8	78,8	78,8	78,8	78,8	
Alınan Avanslar Gün Süresi	0,1	0,7	1,7	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	
Diğer KV Yükümlülükler	15,9	21,0	45,4	18,5	18,5	18,5	18,5	18,5	18,5	18,5	
Yatırımlar	34,1	64,5	1,3	36,7	52,4	71,1	92,2	115,4	126,6	132,9	
<i>Yıllık Değişim</i>		89,1%	-97,9%	2635,3%	42,9%	35,6%	29,7%	25,1%	9,8%	5,0%	
<i>Yatırımlar/Ciro</i>	5,1%	8,7%	0,2%	4,0%	3,4%	3,1%	2,9%	2,7%	2,7%	2,7%	
Serbest Nakit Akımı		32,7	74,0	128,7	243,8	392,9	587,6	844,6	939,5	991,7	8.347,4
AOSM				35,45%	25,91%	19,20%	17,48%	17,48%	17,48%	17,48%	17,48%
İndirgenmiş Nakit Akımları				110,6	160,4	211,0	266,7	326,3	309,0	277,6	2.156,1

5.2. Tunam Çarpan Değerlemesi – Gıda Endeksi

Tunam Unlu Mamuller'in hem gıda üretim hem de mağazaları üzerinden gıda perakendeciliği faaliyeti yapıyor olması nedeniyle Borsa İstanbul Gıda Endeksi'nde yer alan gıda şirketlerinin 31 Aralık 2025 itibarıyla hesaplanan 30x'dan küçük ve 5x'ten büyük FD/FAVÖK çarpanlarının meydanlarıyla Tunam için piyasa değeri hesaplanmıştır. Medyan kullanılmasının sebebi uç değerler olarak kabul edilen aşırı yüksek ve aşırı düşük değerleri elimine etmesidir.

31.12.2025 itibarıyla 30x'dan küçük ve 5x'ten büyük FD/FAVÖK çarpanlarının medyanı olan 10,48x ile Şirket'in 158.077.242 TL FAVÖK'ü ile çarpılarak firma değeri hesaplanmış olup net borç tutarı düşülerek ve yatırım amaçlı gayrimenkul eklenerek Şirket için 1.449.861.428 TL FD/FAVÖK çarpanından değer hesaplanmıştır.

Tunam Yıllıklandırılmış Mali Veriler, TFRS, TL	31.12.2025
Ciro	643.537.619
FAVÖK	158.077.242
Net Kar	56.730.308
Net Borç (Nakit)	315.640.689
YAG	108.667.751
Özkaynak	41.711.514

Tunam Benzer Şirketler Çarpanları, TL	
Borsa Kodu	FD/ FAVÖK
Medyan	10,48
Ortalama	31,13
Seçilmiş Medyan	10,48
<i>Büyük Eşit</i>	5
<i>Küçük Eşit</i>	30
Çarpan Değeri	1.449.861.428
Ağırlık	100,0%
Ortalama Çarpan Değeri	1.449.861.428

5.3. Tunam Çarpan Değerlemesi – Perakende Endeksi

Tunam Unlu Mamuller'in hem gıda üretim hem de mağazaları üzerinden gıda perakendeciliği faaliyeti yapıyor olması nedeniyle Borsa İstanbul Gıda Endeksi'nde yer alan gıda perakendeciliği şirketlerinin 31 Aralık 2025 itibarıyla hesaplanan 30x'dan küçük ve 5x'ten büyük FD/FAVÖK çarpanlarının meydanlarıyla Tunam için piyasa değeri hesaplanmıştır. Medyan kullanılmasının sebebi uç değerler olarak kabul edilen aşırı yüksek ve aşırı düşük değerleri elimine etmesidir.

31.12.2025 itibarıyla 30x'dan küçük ve 5x'ten büyük FD/FAVÖK çarpanlarının medyanı olan 10,55x ile Şirket'in 158.077.242 TL FAVÖK'ü ile çarpılarak firma değeri hesaplanmış olup net borç tutarı düşülerek ve yatırım amaçlı gayrimenkul eklenerek Şirket için 1.461.187.956 TL FD/FAVÖK çarpanından değer hesaplanmıştır.

Perakende Şirketleri Çarpanları, TL	
Medyan	7,29
Ortalama	7,85
Seçilmiş Medyan	10,55
<i>Büyük Eşit</i>	5
<i>Küçük Eşit</i>	30
Çarpan Değeri	1.461.187.956
Ağırlık	100,0%
Ortalama Çarpan Değeri	1.461.187.956

5.4. Tunam Nihai Değer Takdiri

Şirket'in nihai değer takdiri yapılırken İNA'dan hesaplanan 3.720.720.913 TL değere %50, Gıda şirketleri çarpan analizinden hesaplanan 1.559.861.428 TL değere %25, gıda perakendecileri çarpan analizinden hesaplanan 1.571.187.956 TL değere %25 ağırlık verilerek 2.643.122.803 TL nihai değere ulaşılmıştır.

İNA ve çarpan metoduyla hesaplanan değerlere sırasıyla %50 ve %50 ağırlık verilmesinin sebebi şirket faaliyetlerinin sürekliliği varsayımında sahip olabileceği değere bu iki metodun daha uygun bir gösterge olabileceğidir. Piyasada şirket değerlendirme raporlarında ve fiyat tespit raporlarında sıklıkla bu iki metod üzerinden nihai şirket değerine ulaşılmaktadır.

Tunam için ***önceki maddelerde yer alan varsayımlar dahilinde adil ve makul olduğunu düşündüğümüz nihai değer görüşümüz 31 Aralık 2025 itibarıyla 2.643.122.803 TL'dir.*** Kullanılan ağırlıklandırmalar değiştiğinde Tunam Unlu Mamuller'in piyasa değerinin değişebileceği göz önünde bulundurulmalıdır.

Tunam Nihai Piyasa Değeri, TL			
Metod	İNA	Gıda Çarpan	Perakende Çarpan
Hesaplanan Değer	3.720.720.913	1.559.861.428	1.571.187.956
Ağırlık	50,0%	25,0%	25,0%
Birleşmeye Esas Değer	2.643.122.803		

ÇEKİNCE

Şirketlerin gelecek dönem iş planını gerçekleştirebilmek adına dış kaynak temin etmesi durumunda bu dış kaynak ortaklar tarafından sermaye şeklinde olabileceği gibi borç olarak da sağlanabilir veya doğrudan kredi kullanmak suretiyle de temin edilebilir. Ortakların veya finans kuruluşlarının şirketlere ilave kaynak sağlamamaya karar vermesi durumunda öngörülen iş planının sektöre uğraması muhtemel olup oluşacak nakit sıkışıklığının operasyonları olumsuz etkilemesi ve şirketlerin operasyonlarını durdurması riski bulunmaktadır. Bizim Menkul Değerler A.Ş. olarak hazırlamış olduğumuz bu raporda şirketlerin iş planlarını gerçekleştirirken ortaklardan veya finans kurumlarından kaynak temin etmede herhangi bir aksaklık olmayacağı varsayılmış olup gelecek dönemde böyle bir aksaklık olması ve neticesinde değerlemeye konu şirketlerin operasyonlarında bozulma olması halinde herhangi bir sorumluluğumuz bulunmamaktadır. İşbu raporun muhatapları bu durumu göz önünde bulundurarak işbu raporu okumalı ve yorumlamalıdır.

Bu raporda hesaplanan değerler birçok varsayım ve parametreye bağlı olup kullanılan varsayım ve parametrelerde yaşanabilecek değişiklikler şirketin değeri üzerinde aşağı ya da yukarı yönlü etkide bulunabilir.

Gerçekleşen sonuçlar ve finansal projeksiyonlar çoğu zaman birebir uyumsuz, tahmin edilenle gerçekleşen veriler farklılık arz eder. Buna, kimi zaman irade dışı gelişen olaylar ve piyasa şartları ile diğer şartlarda vukuu bulan ve öngörülemez değişiklikler sebep olur. Bu nedenle değerlendirme çalışmamız 2026 ve sonraki yıllara ilişkin finansal ve diğer projeksiyonların gerçekleşeceğine dair bir teminat olarak kabul edilmemelidir. Piyasa şartlarında ve/veya diğer şartlarda, öngörülenlerin dışında vukuu bulan gelişmelerden dolayı sorumluluk almamız mümkün değildir. Öte yandan, rapor tarihinden sonra oluşan piyasa şartları ve/veya diğer şartlar dolayısıyla, bu raporu yeniden tanzim etme ya da revize etme yükümlülüğümüz bulunmamaktadır.

EKLER

Ek1: Değerlemeyi Yapan Kişinin Beyanı

İlker Şahin olarak, iş bu değerlendirme çalışmasını gerçekleştirebilmek için gerekli olan akademik eğitime, mesleki bilgi ve tecrübeye, teknik niteliğe ve Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3 Lisansı'na sahip olduğumu; değerlendirme gerçekleştirirken bağımsızlık ilkelerine uyduğumu beyan ederim.

Ek2: Değerlemeyi Yapan Kişinin Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3 Lisansı



Ek3: Değerlemeye Konu Şirketin Değerlemeye Konu Mali Verileri

Şirketlerin TMS/TFRS'ye göre hazırlanmış mali verileri üzerinden değerlendirme çalışması gerçekleştirilmiştir. Şirketlerin mali verileri işbu raporun 2 numaralı bölümü altında gösterilmektedir.

Ek4: Bizim Menkul Değerler Bağımsızlık ve Tebliğ'e Uyum Beyanı

Bizim Menkul Değerler A.Ş. olarak iş bu değerlendirme raporunu hazırlarken;

- Şirket değerlendirme çalışmasının Sermaye Piyasası Kurulu'nun III-62.1 sayılı "Sermaye Piyasasında Değerleme Standartları Hakkında Tebliğ"i gereği Uluslararası Değerleme Standartları (UDS) kapsamında yürütüldüğünü ve tüm yönleriyle ilgili standartlara uygun olduğunu olarak beyan ederiz.
- Şirket değerlendirme çalışmasının Türkiye Sermaye Piyasaları Birliğinin 9 Ekim 2019 tarihli 42 no'lu "Gayrimenkul Dışındaki Varlıkların Sermaye Piyasası Mevzuatı Kapsamındaki Değerlemeleri İçin Hazırlanan Raporlarda Bulunması Gereken Asgari Hususlar" genelgesine uygun olduğunu olarak beyan ederiz.
- Değerleme Uzmanı'nın değerlendirme raporunu oluştururken tarafsızlık ilkesine bağlı kaldığını beyan ederiz.
- Raporun kapsamının hiçbir fayda şartına bağlanmamış ve önyargısız olarak hazırlanmış olduğunu beyan ederiz.
- Raporda sunulan bulgular ve kullanılan tüm bilgiler makul ölçüde değerlendirildiğinde bariz şekilde gerçeğe aykırı olduğuna ilişkin bir şüpheye ulaşılamamıştır. Söz konusu bilgilerin ve bulguların sahip olduğumuz tüm bilgiler çerçevesinde tüm önemli yönleriyle gerçeğe uygun olduğunu ve bu bilgilerin anlamını değiştirecek nitelikte bir eksiklik bulunmaması için her türlü makul özenin gösterildiğini beyan ederiz.
- Pazar Değeri'nin tespiti ve raporlanması sürecinde Sermaye Piyasası Kurulunun 11.04.2019 tarih ve 21/500 sayılı kararında belirtilen
 - Kurul'ca kısmi veya geniş yetkili olarak yetkilendirilen ve değerlemeyi yapacak "Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3 Lisansı" veya "Türev Araçlar Lisansı"na sahip en az 10 kişiyi tam zamanlı olarak istihdam eden aracı kurumlar
 - Ayrı bir "Kurumsal Finansman Bölümü"ne veya değerlendirme hizmeti sunmak üzere oluşturulmuş benzer nitelikteki özel bir birime sahip olması,
 - Değerleme çalışmaları sırasında kullanılması gereken prosedürlerin bulunduğu kuruluş genelgesi, değerlendirme metodolojisi, el kitabı veya benzeri belirlenmiş prosedürlerinin bulunması,
 - Müşteri kabulü, çalışmanın yürütülmesi, raporun hazırlanması ve imzalanması süreçlerinde kullanılacak kontrol çizelgeleri veya benzeri dokümanlara sahip olması,
 - Değerleme çalışmalarının teknik altyapısını oluşturan yeterli bilgi bankası, iç genelge, geliştirilmiş know-how ve benzeri unsurların bulunması,
 - Değerleme çalışmalarında ihtiyaç duyulan bilgilerin elde edilmesi ile ilgili araştırma altyapısına sahip olmasışartlarını haiz olduğumuzu beyan ederiz.

Saygılarımızla,

Ek5: Bizim Menkul Değerler Sorumluluk Uyum Beyanı

Sermaye Piyasası Kurulu'nun 11.04.2019 tarih ve 21/500 sayılı karar uyarınca Sermaye Piyasası Kurulu'nun 11.04.2019 ve 2019/19 sayılı haftalık bülteninde ilan edilen duyuruya istinaden; "Gayrimenkul Dışındaki Varlıkların Sermaye Piyasası Mevzuatı Kapsamındaki Değerlemelerinde Uyulacak Esaslar başlığının F maddesinin 9. Maddesi" çerçevesinde verdiğimiz bu beyan ile Sermaye Piyasası Kurulu'nun kararında belirtilen niteliklere sahip olduğumuzu ve bağımsızlık ilkelerine uyduğumuzu, bu raporda yer alan bilgilerin, sahip olduğumuz tüm bilgiler çerçevesinde, gerçeğe uygun olduğunu ve bu bilgilerin anlamını değiştirecek nitelikte bir eksiklik bulunmaması için her türlü özenin gösterilmiş olduğunu beyan ederiz.

Ek6: Bizim Menkul Değerler Etik İlkeler'e Uyum Beyanı

İşbu Uzman Kuruluş Raporu'nda yer alan Değerleme Çalışmasının, SPK'nın Sermaye Piyasasında Değerleme Standartları Hakkında Tebliğ (III-62.1) ve Uluslararası Değerleme Standartları dikkate alınarak aşağıdaki etik ilkeler çerçevesinde hazırlandığını beyan ederiz.

- Yapılan Değerleme Çalışması sırasında dürüst ve doğru davranılmış ve çalışmalar Şirket ve Şirket hissedarlarına zarar vermeyecek bir biçimde yürütülmüştür.
- Değerleme işini alabilmek için bilerek yanlış, yanıltıcı ve abartılı beyanlarda bulunulmamış ve bu şekilde reklam yapılmamıştır.
- Bilerek aldatıcı, hatalı, önyargılı görüş ve analiz içeren bir rapor hazırlanmamış ve bildirilmemiştir.
- Bizim Menkul Değerler, önceden belirlenmiş fikirleri ve sonuçları içeren bir görevi kabul etmemiştir. Değerleme işi gizlilik içerisinde ve basiretli bir şekilde yürütülmüştür.
- Bizim Menkul Değerler, müşterinin talimatlarını yerine getirmek için zamanında ve verimli şekilde hareket etmiştir.
- Görev, bağımsızlık ve objektiflik içerisinde kişisel çıkarlar gözetmeksizin yerine getirilmiştir.
- Değerleme Ücreti, raporun herhangi bir yönüne bağlı değildir.
- Görevle ilgili ücretler, değerlemenin önceden belirlenmiş sonuçlarına yahut değerlendirme raporunda yer alan diğer bağımsız, objektif tavsiyelere bağlı değildir.
- Raporla kullanılan bilgiler talebimiz üzerine şirketler tarafından sağlanmış bilgilerden oluşmaktadır.

Bizim Menkul Değerler olarak Değerleme Çalışmasındaki analizlerin doğru ve güvenilir olduğunu beyan etmekteyiz.

Bizim Menkul Değerler A.Ş.
Araştırma & Kurumsal Finansman
Merdivenköy Mah. Bora Sok. Göztepe
Nida Kule İş Merkezi No:1 Kat:17
34732 Kadıköy
Tel: +90 (216) 547 13 00

