CEM ZEYTİN A.Ş.

HALKA ARZ FİYATININ BELİRLENMESİNDE ESAS ALINAN VARSAYIMLARA İLİŞKİN GERÇEKLEŞME VE DEĞERLENDİRME RAPORU

(01.01.2024 – 31.12.2024 Dönemi)

Sermaye Piyasası Kanunu'nun VII-128.1 Sayılı Pay Tebliği'nin 29/5 Maddesi Uyarınca Hazırlanmıştır.

1. RAPORUN KONUSU VE GEREKÇESİ

Sermaye Piyasası Kurulu'nun 22/6/2023 tarih ve 28685 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanan Pay Tebliği'nin (VII-128.1) 29 uncu maddesinin beşinci fıkrasında*; "(5) Payları ilk defa halka arz edilen ortaklığın, paylarının borsada işlem görmeye başlamasından sonraki iki yıl boyunca finansal tablolarının kamuya açıklanmasını müteakip on iş günü içerisinde, halka arz fiyatının belirlenmesinde esas alınan varsayımların gerçekleşip gerçekleşmediği, gerçekleşmediyse nedeni hakkında değerlendirmeleri içeren bir rapor hazırlaması ve söz konusu raporun ortaklığın internet sitesinde ve KAP'ta yayımlanması zorunludur. Bu yükümlülük ortaklık bünyesindeki denetimden sorumlu komite tarafından yerine getirilir. Denetimden sorumlu komite kurma zorunluluğu bulunmayan ortaklıklar için bu yükümlülük yönetim kurulu tarafından yerine getirilir."* hükmü yer almakta olup, anılan Tebliğ hükmü kapsamında Cem Zeytin A.Ş.'nin (Şirket) paylarının halka arz fiyatının belirlenmesinde esas alınan varsayımların gerçekleşip gerçekleşmediği hakkında değerlendirmeleri içeren işbu Rapor Yönetim Kurulu Üyeleri tarafından hazırlanmıştır.

2. HALKA ARZA İLİŞKİN ÖZET BİLGİ

Şirket'in mevcut 302.000.000 TL çıkarılmış sermayesinin halka arz öncesi ve halka arz sonrası itibarıyla ortakları arasındaki dağılımı aşağıdaki tabloda gösterilmektedir. Halka arz, Şirket'in 302.000.000 TL olan çıkarılmış sermayesinin tamamı nakit karşılığı olarak 402.000.000 TL'ye çıkarılması neticesinde ihraç edilecek olan toplam 100.000.000 TL nominal değerli 100.000.000 adet (B) grubu hamiline yazılı payın satışı suretiyle gerçekleştirilecektir. Halka arz edilecek toplam 100.000.000 TL nominal değerli (B) grubu hamiline yazılı payların, Şirket'in halka arz sonrası çıkarılmış sermayesine (402.000.000 TL) oranı %24,88 olacaktır.

Unvanı / Adı Soyadı	Halka Arz Öncesi			Halka Arz Sonrası		
	Grubu	Nominal Sermaye (TL)	(%)	Grubu	Nominal Sermaye (TL)	(%)
Cem OKULLU	A	30.200.000	10,00%	A	30.200.000	7,51%
	B	120.800.000	40,00%	B	120.800.000	30,05%
Cengiz OKULLU	A	30.200.000	10,00%	A	30.200.000	7,51%
	B	120.800.000	40,00%	B	120.800.000	30,05%
Halka Açık Kısım	B	-	-	B	100.000.000	24,88%
Toplam		**302.000.000**	**100,00%**		**402.000.000**	**100,00%**

3. FİYAT TESPİT RAPORUNDA YER ALAN DEĞERLEME YÖNTEMLERİ VE HESAPLAMALAR

Cem Zeytin'in pay başına değerinin belirlenebilmesi amacıyla hazırlanan işbu fiyat tespit raporunda UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri'nde belirtilen aşağıdaki değerleme yaklaşımları değerlendirilmiştir.

- Maliyet Yaklaşımı
- Gelir Yaklaşımı: İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi ("İNA")
- Pazar Yaklaşımı: Piyasa Çarpanları Yöntemi
- Borsa İstanbul'da Piyasa Çarpanları Yöntemi
- Uluslararası Piyasalarda Oluşan Piyasa Çarpanları Yöntemi

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 İşletmelerdeki Paylar madde 70.1'de de belirtildiği üzere, maliyet yaklaşımı, işletmelerin ve işletmelerdeki payların değerlemesinde nadiren uygulanmaktadır.

Şirket'in ürünlerin Ar-Ge sonucu ve özel bilgi gerektiren süreçler sonucu ortaya çıkan nitelikte olması ve üretim faaliyetlerindeki yüksek verimlilik ile uzun yıllara 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 değerleme kapsamında kullanılmamıştır.

Piyasa Çarpanları Analizi (Pazar Yaklaşımı)

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

Piyasa çarpanları analizinde, uluslararası kabul görmüş, şirketlerin değerlemelerinde sıkça tercih edilen ve nakit yaratma ile karlılık kapasitesini en iyi yansıttığı düşünülen Firma Değeri/FAVÖK çarpanı temel alınarak analiz yapılmıştır. Capital IQ platformu üzerinden tespit edilen Firma Değeri/FAVÖK çarpanına ek olarak, yurt içi ve yurt dışı benzer şirketlerin Firma Değeri/Satışlar, Fiyat/Kazanç ve Piyasa Değeri/Defter Değeri çarpanları da incelenmiş fakat aşağıdaki sebeplerden ötürü bu çarpanlar Firma Değeri/FAVÖK çarpanı kadar güvenilir bulunmamıştır.

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

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

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

Firma Değeri / FAVÖK hesaplamasında, şirketlerin cari hisse fiyatları ile sermayesindeki toplam hisse adedi çarpılarak piyasa değeri bulunmuş, en güncel tarihli bilançolarında yer alan net borç veya net nakit

pozisyonları hesaplanarak firma değerleri bulunmuş ve Şirket'in en güncel tarihli finansal tablolarındaki FAVÖK verileri kullanılarak Firma Değeri / FAVÖK çarpanları elde edilmiştir.

Firma Değeri = Piyasa Değeri + Net Borç Pozisyonu

Piyasa Değeri = Hisse Fiyatı x Şirketin Sermayesini Oluşturan Hisse Adedi

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

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

FD / FAVÖK = Firma Değeri / FAVÖK

İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi

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

Projeksiyon dönemi nakit akımları ve uç değer, Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti ile indirgendikten sonra bulunan değer şirketin Firma Değeri'dir. Firma Değeri, şirketin özkaynak ve borç yollarıyla sağladığı finansman kaynak ile yaratılan toplam değeri ifade etmektedir. Firma Değeri'nden, net finansal borcun düşülmesiyle Özsermaye Değeri hesaplanmaktadır.

A. Cem Zeytin'in Değerlemesi

a. Benzer Şirketlerin Piyasa Çarpanları Analizi

i. Borsa İstanbul'da İşlem Gören Benzer Şirketlerin Çarpanları Analizi

Borsa İstanbul'da işlem gören şirketlerin 37 tanesi, BİST Gıda-İçecek endeksi kapsamındadır. Bu 37 şirkete ek olarak, faaliyetleri bakımından gıda sektöründe değerlendirilebilecek üç şirket daha (Grainturk Tarım, Özsu Balık Üretim ile Yaprak Süt ve Besi) benzer şirketler kapsamında incelenmiştir. Capital IQ platformu üzerinden bu şirketlerin FAVÖK verileri ile hesaplanan Firma Değeri/FAVÖK çarpanları, aşağıdaki tabloda yer almaktadır. Aşağıdaki tabloda, 5'ten küçük ve 20'den büyük çarpanlar medyan hesaplanmasına dahil edilmemiştir.

Tablo: Borsa İstanbul'da İşlem Gören Benzer Şirketlerin Piyasa Büyüklükleri, Finansal Verileri ve Çarpanları (22 Ağustos 2024)

Benzer Şirketler	Firma Değeri / FAVÖK
Anadolu Efes Biracılık	8,9x
Atakey Patates Gıda	9,5x
A.V.O.D. Kurutulmuş Gıda	10,7x
Banvit Vitaminli Yem	9,1x
Coca-Cola İçecek	10,9x
Dardanel Önentaş Gıda	AD
DMR Unlu Mamuller	~~25,9x~~
Eksun Gıda Tarım	~~22,7x~~
Elite Naturel Organik Gıda	14,6x
Ersu Meyve ve Gıda	10,9x
Fade Gıda	~~30,9x~~

Frigo-Pak Gıda	~~4,0x~~
Göknur Gıda	9,5x
Grainturk Tarım	~~32,0x~~
Kayseri Şeker	12,9x
Kerevitaş Gıda	5,8x
Kervan Gıda	10,5x
Konfrut Gıda	17,4x
Kristal Kola ve Meşrubat	6,0x
Kütahya Şeker	7,2x
Merko Gıda	~~4,8x~~
Ofis Yem Gıda	6,0x
Orçay Ortaköy Çay	7,0x
Oylum Sınai Yatırımlar	5,3x
Özsu Balık Üretim	18,8x
Penguen Gıda	~~54,3x~~
Pınar Entegre Et ve Un	11,1x
Pınar Su ve İçecek	16,1x
Pınar Süt Mamülleri	~~110,1x~~
Selçuk Gıda	~~171,6x~~
Selva Gıda	~~29,8x~~
Söke Değirmencilik	11,7x
Tat Gıda	AD
Tetamat Gıda	AD
Tukaş Gıda	7,6x
Ülker Bisküvi	8,0x
Ulusoy Un	7,7x
Vanet Gıda	AD
Yaprak Süt ve Besi	~~96,8x~~
Yayla Agro Gıda	11,3x
Medyan	**9,5x**

Kaynak: Capital IQ

ii. Uluslararası Piyasalarda İşlem Gören Benzer Şirketlerin Çarpanları Analizi

Cem Zeytin ile faaliyetleri itibarıyla karşılaştırılabilir olduğu düşünülen yurt dışı piyasalarda işlem gören, Cem Zeytin gibi gıda sektöründe faaliyet gösteren uluslararası şirketler hakkında aşağıdaki tabloda bilgi verilmektedir. Aşağıdaki tabloda, 5'ten küçük ve 20'den büyük çarpanlar medyan hesaplamasına dâhil edilmemiştir.

Tablo: Uluslararası Piyasalarda İşlem Gören Benzer Şirketlerin Piyasa Büyüklükleri, Finansal Verileri ve Çarpanları (22 Ağustos 2024)

Benzer Şirketler	Firma Değeri / FAVÖK
Al-Jouf Agricultural Development Co.	14,5x
Baladna Q.P.S.C.	18,3x
Cobram Estate Olives Limited	15,1x
Compañía Introductora de Buenos Aires S.A.	10,4x
Cranswick plc	10,1x
Deoleo, S.A.	12,7x
Edita Food Industries Company (S.A.E)	8,3x
Great-Sun Foods Co., Ltd.	~~38,4x~~
Jiangsu Provincial Agricultural Reclamation and Development Co.,Ltd.	12,5x

J-Oil Mills, Inc.	7,4x
Lam Soon (Thailand) Public Company Limited	5,3x
Modi Naturals Limited	~~30,7x~~
Morixe Hermanos S.A.C.I.	~~25,4x~~
Nippn Corporation	6,4x
Obour Land for Food Industries S.A.E.	~~2,8x~~
Strauss Group Ltd.	11,6x
The National Agricultural Development Company	10,6x
The Nihon Seima Co.,Ltd.	6,3x
Medyan	**10,5x**

Kaynak: Capital IQ

iii. Piyasa Çarpanları Analizinin Sonucuna Göre Cem Zeytin'in Özsermaye Değeri

Cem Zeytin'in Piyasa Çarpanları analizinde dikkate alınan 2024/3 Son On İki Ay (SOA) FAVÖK ve 31.03.2024 itibarıyla Net Finansal Borç tutarları aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

Tablo: Cem Zeytin'in Finansal Verileri

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

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporu

Şirket'in 31.03.2024 tarihi itibarıyla, Net Finansal Borç hesabı aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

Tablo: Cem Zeytin'in Düzeltilmiş Net Borç Hesabı (31 Mart 2024)

Net Borç Durumu (TL)	
Nakit ve Nakit Benzerleri	25.479.186
Kısa Vadeli Borçlanmalar (-)	849.049.484
Uzun Vadeli Borçlanmaların Kısa Vadeli Kısımları (-)	81.170.818
Uzun Vadeli Borçlanmalar (-)	139.195.228
Net Finansal Borç	**(1.043.936.344)**

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporu

Cem Zeytin'in özsermaye değeri, yurt içi benzer şirketlerin çarpanı kullanılarak aşağıdaki tabloda gösterildiği şekilde hesaplanmaktadır.

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

TL	Firma Değeri / FAVÖK
Şirketlerin Çarpan Medyanı	9,5x
Cem Zeytin'in 2024/3 SOA FAVÖK	822.507.808
Cem Zeytin'in Firma Değeri	**7.843.945.234**
Cem Zeytin'in Net Finansal Borç Pozisyonu (31/03/2024 itibarıyla)	(1.043.936.344)
Cem Zeytin'in Özsermaye Değeri	**6.800.008.890**

Piyasa çarpanları yöntemi neticesinde Cem Zeytin'in özsermaye değeri aşağıdaki gibi hesaplanmıştır.

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

TL	Firma Değeri / FAVÖK
Şirketlerin Çarpan Medyanı	10,5x
Cem Zeytin'in 2024/3 SOA FAVÖK	822.507.808
Cem Zeytin'in Firma Değeri	**8.616.905.583**
Cem Zeytin'in Net Finansal Borç Pozisyonu (31/03/2024 itibarıyla)	(1.043.936.344)
Cem Zeytin'in Özsermaye Değeri	**7.572.969.239**

Tablo: Piyasa Çarpanları Yöntemi Neticesi

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

b. Cem Zeytin'in İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi

Varsayımlar:

İndirgenmiş Nakit Akımı Analizi'nde ('İNA') kullanılan varsayımlar, Şirket yönetiminin gelecek yıllara ilişkin beklentilerini yansıtacak şekilde oluşturulmuştur. Söz konusu varsayımlar 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.

Tablo: Makroekonomik Veriler

Makro Veriler	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T
TL Enflasyon (Yıl sonu)	%42,6	%25,3	%15,9	%10,0	%8,0
TL Enflasyon (Ortalama)	%56,6	%29,2	%19,9	%10,0	%8,0

Kaynak: Bulls Yatırım

<u>Satışlar:</u> Cem Zeytin'in iş modeli çerçevesinde elde etmeyi planladığı satış hedefleri doğrultusunda ortaya çıkan satış projeksiyonları kullanılmıştır.

Şirket'in iş planı doğrultusunda her bir ürün ve müşteri grubu için hazırlanan satış projeksiyonları tabloları, aşağıda yer almaktadır.

Tablo: Ürün Grubu Bazında Satış Gerçekleşmeleri

Ürünlere Göre Satış Gelişimi (TL)	2021	2022	2023	2024/3 Ay
Sofralık Yeşil Zeytin (Bütün, Kırma, Çizik)	286.343.859	376.402.130	565.049.845	161.187.739
Sofralık Yeşil Zeytin (Dolgulu)	120.231.683	105.230.393	128.461.999	49.364.396
Sofralık Yeşil Zeytin (Dilimli veya Çekirdeksiz)	24.652.954	41.894.704	63.757.919	25.033.343
Sofralık Siyah Zeytin (Bütün Salamura veya Sele)	383.667.840	834.419.616	1.070.180.516	373.367.091
Sofralık Siyah Zeytin (Dilimli veya Çekirdeksiz)	13.849.473	57.347.708	57.099.745	46.324.503
Diğer Zeytin Satışları	51.334.542	52.798.751	20.607.282	9.681.626
Malzeme ve Hizmet Satışlar	9.234.796	20.048.005	17.756.745	4.870.758
Satış İndirimleri (-)	(14.184.457)	(18.734.227)	(24.213.479)	(11.080.689)
Hasılat	**875.130.690**	**1.469.407.080**	**1.898.700.572**	**658.748.767**

Tablo: Ürün Grubu Bazında Satış Tahminleri

Ürünlere Göre Satış Gelişimi (TL)	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T
Sofralık Yeşil Zeytin (Bütün, Kırma, Çizik)	1.102.181.826	1.481.128.807	1.846.977.098	2.112.941.800	2.373.256.230
Sofralık Yeşil Zeytin (Dolgulu)	236.050.735	317.208.590	395.561.142	452.521.946	508.272.650
Sofralık Yeşil Zeytin (Dilimli veya Çekirdeksiz)	118.226.649	158.874.781	198.117.868	226.646.841	254.569.732
Sofralık Siyah Zeytin (Bütün Salamura veya Sele)	1.966.098.268	2.642.072.945	3.294.681.865	3.769.116.053	4.233.471.151

Sofralık Siyah Zeytin (Dilimli veya Çekirdeksiz)	113.002.310	151.854.233	189.363.201	216.631.502	243.320.503
Yarı mamul (Yağlık Zeytin)	37.925.231	50.964.506	63.553.064	72.704.706	81.661.926
Hasılat	**3.573.485.019**	**4.802.103.863**	**5.988.254.237**	**6.850.562.848**	**7.694.552.191**

Tablo: Ürün Grubu Bazında Birim Fiyat Gerçekleşmeleri

Birim Fiyat (ton/TL)	2021	2022	2023	2024/3
Sofralık Yeşil Zeytin (Bütün, Kırma, Çizik)	55.937	68.787	76.040	111.164
Sofralık Yeşil Zeytin (Dolgulu)	73.671	77.489	104.102	139.055
Sofralık Yeşil Zeytin (Dilimli veya Çekirdeksiz)	85.304	99.987	111.465	155.487
Sofralık Siyah Zeytin (Bütün Salamura veya Sele)	59.883	72.432	99.933	121.976
Sofralık Siyah Zeytin (Dilimli veya Çekirdeksiz)	55.620	70.193	80.309	119.086

Tablo: Ürün Grubu Bazında Birim Fiyat Tahminleri

Birim Fiyat (ton/TL)	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T
Sofralık Yeşil Zeytin (Bütün, Kırma, Çizik)	123.257	159.264	190.965	210.061	226.866
Sofralık Yeşil Zeytin (Dolgulu)	158.946	205.378	246.258	270.884	292.554
Sofralık Yeşil Zeytin (Dilimli veya Çekirdeksiz)	171.739	221.909	266.079	292.686	316.101
Sofralık Siyah Zeytin (Bütün Salamura veya Sele)	152.560	197.128	236.365	260.002	280.802
Sofralık Siyah Zeytin (Dilimli veya Çekirdeksiz)	132.151	170.756	204.744	225.218	243.236
Yarı mamul (Yağlık Zeytin)	22.006	28.435	34.095	37.504	40.504

2024 yılına ilişkin fiyat tahminleri işbu Rapor tarihi itibarıyla gerçekleşen birim satış fiyatları baz alınarak belirlenmiştir. 2025 yılından itibaren birim satış fiyatlarının enflasyon öngörüleri ile paralel olarak artması beklenmektedir.

Tablo: Ürün Grubu Bazında Satış Hacmi Gerçekleşmeleri

Hacim (Ton)	2021	2022	2023	2024/3
Sofralık Yeşil Zeytin (Bütün, Kırma, Çizik)	5.119	5.472	7.431	1.450
Sofralık Yeşil Zeytin (Dolgulu)	1.632	1.358	1.234	355
Sofralık Yeşil Zeytin (Dilimli veya Çekirdeksiz)	289	419	572	161
Sofralık Siyah Zeytin (Bütün Salamura veya Sele)	6.407	11.520	10.709	3.061
Sofralık Siyah Zeytin (Dilimli veya Çekirdeksiz)	249	817	711	389
Yarı mamul (Yağlık Zeytin)	2.292	2.165	1.432	491
Toplam	**15.988**	**21.751**	**22.089**	**5.907**

Tablo: Ürün Grubu Bazında Satış Hacmi Tahminleri

Hacim (Ton)	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T
Sofralık Yeşil Zeytin (Bütün, Kırma, Çizik)	8.942	9.300	9.672	10.059	10.461
Sofralık Yeşil Zeytin (Dolgulu)	1.485	1.545	1.606	1.671	1.737
Sofralık Yeşil Zeytin (Dilimli veya Çekirdeksiz)	688	716	745	774	805
Sofralık Siyah Zeytin (Bütün Salamura veya Sele)	12.887	13.403	13.939	14.497	15.076
Sofralık Siyah Zeytin (Dilimli veya Çekirdeksiz)	855	889	925	962	1.000
Yarı mamul (Yağlık Zeytin)	1.723	1.792	1.864	1.939	2.016
Toplam	**26.582**	**27.645**	**28.751**	**29.901**	**31.097**

Satış Maliyetleri ve Brüt Kâr: Şirket'in, 2023 yılında %48,6 seviyelerinde gerçekleşen amortisman hariç brüt kâr marjının, 2024 yılında %41,8, 2025 yılında %40,8, 2026 yılında %40,0, 2027 yılında %39,2 ve 2028 yılında %38,4 seviyesinde olacağı öngörülmektedir.

Tablo: Amortisman Hariç Satışların Maliyeti Gerçekleşmeleri

Ürünlere Göre SMM (TL)	2021	2022	2023	2024/3
Sofralık Yeşil Zeytin (Bütün, Kırma, Çizik)	191.714.079	207.404.988	269.417.843	100.359.665
Sofralık Yeşil Zeytin (Dolgulu)	102.786.897	77.969.316	69.241.579	35.519.735
Sofralık Yeşil Zeytin (Dilimli veya Çekirdeksiz)	16.038.999	20.949.696	26.685.756	13.458.206
Sofralık Siyah Zeytin (Bütün Salamura veya Sele)	238.202.310	503.116.077	558.536.503	275.354.957
Sofralık Siyah Zeytin (Dilimli veya Çekirdeksiz)	11.747.169	35.700.379	27.062.840	33.010.825
Diğer Zeytin Maliyetleri	57.729.967	23.858.443	9.822.995	13.343.244
Malzeme ve Hizmet Maliyetler	5.074.636	10.513.184	14.245.507	3.699.548
Toplam SMM	**623.294.057**	**879.512.083**	**975.013.022**	**474.746.180**

Tablo: Amortisman Hariç Satışların Maliyeti Tahminleri

Ürünlere Göre SMM (TL)	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T
Sofralık Yeşil Zeytin (Bütün, Kırma, Çizik)	611.494.503	836.546.960	1.057.955.228	1.227.204.315	1.397.381.937
Sofralık Yeşil Zeytin (Dolgulu)	145.643.196	198.889.642	251.181.145	290.971.405	330.885.263
Sofralık Yeşil Zeytin (Dilimli veya Çekirdeksiz)	58.705.142	80.477.616	101.941.046	118.433.731	135.061.324
Sofralık Siyah Zeytin (Bütün Salamura veya Sele)	1.179.479.863	1.611.423.822	2.035.813.270	2.359.123.309	2.683.635.070
Sofralık Siyah Zeytin (Dilimli veya Çekirdeksiz)	62.373.445	85.336.933	107.930.607	125.205.666	142.577.568
Yarı mamul (Yağlık Zeytin)	21.036.082	28.778.254	36.395.091	42.217.622	48.072.128
Toplam SMM	**2.078.732.231**	**2.841.453.227**	**3.591.216.386**	**4.163.156.048**	**4.737.613.290**

Tablo: Amortisman Öncesi Birim Maliyet Gerçekleşmeleri

Birim Maliyet (ton/TL)	2021	2022	2023	2024/3
Sofralık Yeşil Zeytin (Bütün, Kırma, Çizik)	37.451	37.903	36.256	69.214
Sofralık Yeşil Zeytin (Dolgulu)	62.982	57.415	56.111	100.056
Sofralık Yeşil Zeytin (Dilimli veya Çekirdeksiz)	55.498	49.999	46.653	83.591
Sofralık Siyah Zeytin (Bütün Salamura veya Sele)	37.178	43.673	52.156	89.956
Sofralık Siyah Zeytin (Dilimli veya Çekirdeksiz)	47.177	43.697	38.063	84.861

Tablo: Amortisman Öncesi Birim Maliyet Tahminleri

Birim Maliyet (ton/TL)	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T
Sofralık Yeşil Zeytin (Bütün, Kırma, Çizik)	68.383	89.953	109.385	122.004	133.580
Sofralık Yeşil Zeytin (Dolgulu)	98.069	128.772	156.374	174.178	190.453
Sofralık Yeşil Zeytin (Dilimli veya Çekirdeksiz)	85.276	112.407	136.910	152.943	167.707
Sofralık Siyah Zeytin (Bütün Salamura veya Sele)	91.522	120.230	146.052	162.737	178.003
Sofralık Siyah Zeytin (Dilimli veya Çekirdeksiz)	72.943	95.959	116.697	130.168	142.528
Yarı mamul (Yağlık Zeytin)	12.206	16.056	19.525	21.778	23.844

Tablo: Ürün Bazında Brüt Kar Marjı Gerçekleşmeleri

Ürün Bazında Brüt Kar Marjları (%)	2021	2022	2023	2024/3
Sofralık Yeşil Zeytin (Bütün, Kırma, Çizik)	%33,05	%44,90	%52,32	%37,74

Sofralık Yeşil Zeytin (Dolgulu)	%14,51	%25,91	%46,10	%28,05
Sofralık Yeşil Zeytin (Dilimli veya Çekirdeksiz)	%34,94	%49,99	%58,15	%46,24
Sofralık Siyah Zeytin (Bütün Salamura veya Sele)	%37,91	%39,70	%47,81	%26,25
Sofralık Siyah Zeytin (Dilimli veya Çekirdeksiz)	%15,18	%37,75	%52,60	%28,74

Tablo: Ürün Bazında Brüt Kar Marjı Tahminleri

Ürün Bazında Brüt Kar Marjları (%)	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T
Sofralık Yeşil Zeytin (Bütün, Kırma, Çizik)	%44,5	%43,5	%42,7	%41,9	%41,1
Sofralık Yeşil Zeytin (Dolgulu)	%38,3	%37,3	%36,5	%35,7	%34,9
Sofralık Yeşil Zeytin (Dilimli veya Çekirdeksiz)	%50,3	%49,3	%48,5	%47,7	%46,9
Sofralık Siyah Zeytin (Bütün Salamura veya Sele)	%40,0	%39,0	%38,2	%37,4	%36,6
Sofralık Siyah Zeytin (Dilimli veya Çekirdeksiz)	%44,8	%43,8	%43,0	%42,2	%41,4
Yarı mamul (Yağlık Zeytin)	%44,5	%43,5	%42,7	%41,9	%41,1

Tablo: Brüt Kar Gerçekleşmeleri

Amortisman Hariç Brüt Kâr (TL)	2021T	2022	2023	2024/3
Brüt Kar	**251.836.633**	**589.894.997**	**923.687.550**	**184.002.587**

Tablo: Brüt Kar Tahminleri

Amortisman Hariç Brüt Kâr (TL)	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T
Brüt Kar	**1.494.752.788**	**1.960.650.636**	**2.397.037.852**	**2.687.406.800**	**2.956.938.900**

Şirket, Balıkesir – Edremit (4 MWp) ve Mersin - Mut'taki (4,45MWp) tesislerine toplamda 8,45 MWp GES yatırımı yapmayı planlamaktadır. Söz konusu yatırım kapsamında gerekli başvuruların ve işlemlerin yapılmasına dair 04.11.2021 tarih ve 2021/06 sayılı yönetim kurulu kararı alınmıştır. Şirket, 18.05.2022 tarihinde MV Grup Danışmanlık Mühendislik İnşaat Hayvancılık Gıda San. Tic. Ltd. Şti ile sözleşme imzalamıştır. Bu yatırım ile Şirket'in tesislerinde kullandığı elektrik enerjisinin tamamının güneş enerjisinden karşılanması hedeflenmektedir.

Edremit tesisindeki GES yatırımının 2024 yıl sonunda, Mut tesisindeki GES yatırımının ise 2025 yıl sonunda aktif olacağı varsayılmaktadır. 2025-2028 yıllarında, devreye alınacak GES yatırımının şirketin brüt kar marjında ortalama %0,6 katkı sağlaması beklenmektedir. Ancak, hazırlanan iş planlarında ihtiyatlılık gereği GES yatırımına ilişkin sağlanması planlanan fayda dikkate alınmamaktadır.

Faaliyet Giderleri:

Tablo: Faaliyet Giderleri Tahminleri

Amortisman Hariç Operasyonel Giderler (TL)	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T
Operasyonel Giderler	**185.252.379**	**177.636.993**	**257.607.112**	**305.343.738**	**332.143.159**
Operasyonel Giderler Marjı	*%5,2*	*%3,7*	*%4,3*	*%4,5*	*%4,3*

Tablo: Esas Faaliyet Kârı ve FAVÖK Tahminleri

FAVÖK (TL)	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T
Net Satışlar	**3.573.485.019**	**4.802.103.863**	**5.988.254.237**	**6.850.562.848**	**7.694.552.191**
Değişim (%)		*%34,4*	*%24,7*	*%14,4*	*%12,3*

Satışların Maliyeti	(2.078.732.231)	(2.841.453.227)	(3.591.216.386)	(4.163.156.048)	(4.737.613.290)
Brüt Kar	**1.494.752.788**	**1.960.650.636**	**2.397.037.852**	**2.687.406.800**	**2.956.938.900**
Brüt Kar Marjı (%)	*%41,8*	*%40,8*	*%40,0*	*%39,2*	*%38,4*
Faaliyet Giderleri	(185.252.379)	(177.636.993)	(257.607.112)	(305.343.738)	(332.143.159)
FAVÖK	**1.309.500.409**	**1.783.013.643**	**2.139.430.740**	**2.382.063.061**	**2.624.795.741**
Değişim (%)		*%36,2*	*%20,0*	*%11,3*	*%10,2*
Marj (%)	*%36,6*	*%37,1*	*%35,7*	*%34,8*	*%34,1*
Amortisman	13.281.267	24.796.552	25.793.339	26.899.773	28.116.850
FVÖK	**1.296.219.142**	**1.758.217.092**	**2.113.637.401**	**2.355.163.289**	**2.596.678.892**

Projeksiyon döneminde, Cem Zeytin'in 2023 yılında %43,7 olan FAVÖK marjının, 2024 yılında %36,6 olması ve 2025 yılından itibaren kademeli olarak 2028 yılında öngörülen %34,1 seviyelerinde stabilize olması beklenmektedir.

Net İşletme Sermayesi İhtiyacı: Cem Zeytin'in oluşturduğu iş planı doğrultusunda hedeflediği ticari alacak tahsil süresi, stok tutma süresi ve ticari borç ödeme süresi gibi değişkenler neticesinde, net işletme sermayesi ihtiyacı hesaplanmaktadır.

Tablo: İşletme Sermayesi Günleri ve Oranları Tahminleri

	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T
Ticari Alacak Tahsil Gün Sayısı	106	106	106	106	106
Stok Değişim Gün Sayısı	520	520	520	520	520
Diğer Alacaklar, Satışlara Oranı	%4,5	%4,5	%4,5	%4,5	%4,5
Ticari Borç Ödeme Gün Sayısı	75	75	75	75	75
Diğer Borçlar, SMM ve Operasyonel Giderlere Oranı	%43,6	%43,6	%43,6	%43,6	%43,6

Ticari Alacaklar: Satışların büyük bir kısmını organize perakende zincirlerine yapan Cem Zeytin'in 2023 yılında ticari alacak tahsil süresi 106 gün olarak gerçekleşmiştir. Şirket için projeksiyon dönemi boyunca ticari alacak vadesi 106 gün olarak varsayılmıştır.

Stoklar: Pandeminin etkili olduğu 2021 ve 2022 yıllarında Şirket'in stok gün sürelerinde belirgin bir artış olmuş ve sırası ile 575 ve 445 gün olarak gerçekleşen stok gün sayıları 2023 yılında 520 gün olarak tamamlanmıştır. 2024 yılından itibaren, ihracata yönelik üretim gerçekleştirecek Mut Tesisi'nin devreye girmesiyle birlikte, ortalama stok günlerinde kademeli iyileşme beklenmektedir. Ancak ihtiyatlılık çerçevesinde, Şirket için projeksiyon dönemi boyunca stok gün süresi 520 gün olarak varsayılmıştır.

Diğer Alacaklar: Operasyonel olarak değerlendirilen diğer alacaklar, kısa vadeli peşin ödenmiş giderler, diğer dönen varlıklar ve uzun vadeli peşin ödenmiş giderler net işletme sermayesi altında diğer alacaklar olarak sınıflandırılmıştır. 2023 yılında diğer alacakların satışlara oranı %4,5 olarak gerçekleşmiştir. Projeksiyon döneminde diğer alacakların satışlara oranının 2023 yılı ile paralel olarak %4,5 seviyesinde olacağı varsayılmıştır.

Ticari Borçlar: Pandeminin etkili olduğu dönemde 35 – 40 günlük vadelerde seyreden ticari borç günleri, 2023 yılında 75 gün olarak gerçekleşmiştir. Projeksiyon dönemi boyunca ticari borç günlerinin 75 gün olacağı varsayılmaktadır.

Diğer Borçlar: Operasyonel olarak değerlendirilen çalışanlara sağlanan faydalar kapsamında borçlar, diğer borçlar, ertelenmiş gelirler, dönem karı vergi yükümlülüğü, kısa vadeli karşılıklar, diğer kısa vadeli yükümlülükler ve uzun vadeli karşılıklar net işletme sermayesi altında diğer borçlar olarak sınıflandırılmıştır. 2023 yılında diğer borçların amortisman hariç satışların maliyeti ve operasyonel giderlere oranı %43,6 olarak gerçekleşmiştir. Projeksiyon döneminde diğer borçların amortisman hariç satışların maliyeti ve operasyonel giderlere oranının 2023 yılı ile paralel olarak %43,6 seviyesinde olacağı varsayılmıştır.

Tablo: İşletme Sermayesi Tahminleri

	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T
Ticari Alacaklar (+)	1.035.953.537	1.395.944.275	1.740.751.441	1.991.419.649	2.230.651.176
Stoklar (+)	2.955.987.951	4.051.658.584	5.120.753.901	5.936.288.790	6.736.956.110
Diğer Dönen Varlıklar (+)	160.941.917	216.276.212	269.697.820	308.534.306	346.545.733
Ticari Borçlar (-)	464.589.584	621.241.287	791.976.353	919.487.778	1.040.358.679
Diğer Borçlar (-)	987.982.157	1.317.503.333	1.679.591.339	1.950.012.399	2.212.395.302
Net İşletme Sermayesi	**2.700.311.665**	**3.725.134.451**	**4.659.635.469**	**5.366.742.568**	**6.061.399.037**
Net Satışlara Oranı	75,6%	77,6%	77,8%	78,3%	78,8%

Yatırımlar: Cem Zeytin'in projeksiyon döneminde planladığı yatırım planları dikkate alınmıştır. Şirket, projeksiyon dönemi boyunca, tesis yenileme yatırımları, yeni devreye alınacak Mut Tesisi'nin makina yatırımları planlamaktadır.

2024 yılında 27 milyon TL tutarında Mut Tesisi'ne ilişkin yatırımlar öngörülmektedir. Ayrıca, Şirket'in projeksiyon dönemi idame yatırımlarına devam edeceği öngörülmektedir.

Tablo: Yatırım Harcamaları

Yatırım Harcamaları	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T
Mut Tesis Yatırımı (Makina Yatırımları)	27.256.000	-	-	-	-
Tesis Yenileme Yatırımları (Edremit-Arıtma Tesisi)	10.000.000	-	-	-	-
Diğer (Bakım-Onarım)	7.100.000	8.872.160	9.967.872	11.064.338	12.170.771
Toplam	**44.356.000**	**8.872.160**	**9.967.872**	**11.064.338**	**12.170.771**

Tablo: Serbest Nakit Akımları Tahminleri

TL	2024/9T	2025T	2026T	2027T	2028T
Net Satışlar	**2.914.736.252**	**4.802.103.863**	**5.988.254.237**	**6.850.562.848**	**7.694.552.191**
Büyüme Oranı		%64,8	%24,7	%14,4	%12,3
FAVÖK	**1.143.911.130**	**1.783.013.643**	**2.139.430.740**	**2.382.063.061**	**2.624.795.741**
FAVÖK Marjı	%39,2	%37,1	%35,7	%34,8	%34,1
FVÖK	**1.134.652.719**	**1.758.217.092**	**2.113.637.401**	**2.355.163.289**	**2.596.678.892**
Vergi (-)	(260.970.125)	(404.389.931)	(486.136.602)	(541.687.556)	(597.236.145)
Amortisman	(9.258.411)	(24.796.552)	(25.793.339)	(26.899.773)	(28.116.850)
Brüt Nakit Akımları	**882.941.005**	**1.378.623.712**	**1.653.294.137**	**1.840.375.505**	**2.027.559.596**
Yatırım Harcamaları (-)	(44.356.000)	(8.872.160)	(9.967.872)	(11.064.338)	(12.170.771)
Net İşletme Sermayesi Değişimi	(1.045.639.419)	(1.024.822.787)	(934.501.018)	(707.107.099)	(694.656.469)
Serbest Nakit Akımları	**(207.054.414)**	**344.928.765**	**708.825.248**	**1.122.204.068**	**1.320.732.356**

Cem Zeytin'in Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM)

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

- Ağırlıklandırılmış ortalama sermaye maliyetinin projeksiyon dönemi içerisinde değişken olacağı varsayılmıştır.
- Risksiz getiri oranı hesaplanırken, Türkiye'deki 10 yıllık TL cinsinden ihraç edilen tahvilin getiri oranındaki değişimler takip edilmiştir. Bu bağlamda, risksiz getiri oranı olarak, 2024 yılı için TRT130733T17 ISIN kodlu 10 yıl vadeli tahvilin 22.08.2024 itibarıyla %26,6 olan vadeye kadar getiri oranı yerine ihtiyatlı olmak adına %35 kullanılmıştır. Risksiz getiri oranının 2025-2028 yıllarında ise kademeli olarak düşüşe geçeceği öngörülmüştür. Yukarıdaki varsayımlar neticesinde,

2024-2028 dönemi boyunca risksiz getiri oranı sırasıyla %35,0, %25,0, %20,0, %18,0 ve %18,0 olarak hesaplanmıştır.

- Şirket'in betası için benzer şirketler incelenmiş, ihtiyatlılık açısından 1 olarak sabit olacağı varsayılmıştır.
- Piyasa risk primi %5,5 olarak kabul edilmiştir.
- Borç/(Borç+Özkaynaklar) oranı projeksiyon dönemi boyunca Şirket'in 31.03.2024 tarihli özel bağımsız denetimden geçmiş bilançosuna göre hesaplanmaktadır.

Tablo: Cem Zeytin'in Düzeltilmiş Net Borç Hesabı

Net Borç Durumu (TL)	
Kısa Vadeli Borçlanmalar	*849.049.484*
Uzun Vadeli Borçlanmaların Kısa Vadeli Kısımları	*81.170.818*
Uzun Vadeli Borçlanmalar	*139.195.228*
Toplam Finansal Borçlar	**1.069.415.530**
Özkaynak	1.569.144.666
Hedef Borçluluk Oranı	**%40,5**

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporu

- 15.07.2023 tarihli ve 32249 sayılı T.C. Resmi Gazete'de yayımlanan 7456 sayılı Kanun ile kurumlar vergisi 2023 yılından itibaren uygulanmak üzere %25'e yükseltilmiştir. Şirket'in projeksiyon dönemi boyunca ve uç değerde AOSM hesabında vergi oranı %23 olarak varsayılmıştır. Şirket'in halka arz sonrası halka açıklık oranı %20'nin üzerinde olacağından, halka arz döneminden başlayarak 5 dönem boyunca %2 puan indirimden faydalanacaktır.

- Şirket'in TL cinsi borçlanma maliyeti yukarıda detayları açıklanan risksiz getiri oranının %20 üzerinde olacağı varsayılmıştır. İNA Projeksiyonlarında kullanılan AOSM 2024-2028 projeksiyon dönemi boyunca sırasıyla %37,2 %27,5 %22,7 %20,7 ve %20,7 seviyesinde dikkate alınmıştır.

Tablo: Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti Hesabı

Hesaplama Formülü		2024T	2025T	2026T	2027T	2028T
Risksiz Getiri Oranı	A	%35,0	%25,0	%20,0	%18,0	%18,0
Piyasa Risk Primi	B	%5,5	%5,5	%5,5	%5,5	%5,5
Beta	C	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Özsermaye Maliyeti	D = A + B x C	%40,5	%30,5	%25,5	%23,5	%23,5
Borçlanma Maliyeti	E	%42,0	%30,0	%24,0	%21,6	%21,6
Vergi Oranı	F	%23,0	%23,0	%23,0	%23,0	%23,0
Hedef Özkaynak Oranı	G	%59,5	%59,5	%59,5	%59,5	%59,5
Hedef Borç Oranı	H	%40,5	%40,5	%40,5	%40,5	%40,5
AOSM	**I = D x G + H x (1-F) x E**	**%37,2**	**%27,5**	**%22,7**	**%20,7**	**%20,7**

Cem Zeytin İNA Çalışması Sonucu

İndirgenmiş Nakit Akımı Analizi kapsamında kullanılan tahmini serbest nakit akışı projeksiyonları, kısmen Şirket'in öngörüleri ile oluşturulması ve birçok tahminî parametreye bağlı olması sebebiyle, geleceğe ilişkin herhangi bir taahhüt niteliği taşımamaktadır. Tahminlerin değişmesi durumunda, daha farklı bir değerleme sonucu söz konusu olabilir.

Tablo: İndirgenmiş Nakit Akımları

TL	2024/9T	2025T	2026T	2027T	2028T
Net Satışlar	**2.914.736.252**	**4.802.103.863**	**5.988.254.237**	**6.850.562.848**	**7.694.552.191**
Büyüme Oranı		%64,8	%24,7	%14,4	%12,3
FAVÖK	**1.143.911.130**	**1.783.013.643**	**2.139.430.740**	**2.382.063.061**	**2.624.795.741**
FAVÖK Marjı	%39,2	%37,1	%35,7	%34,8	%34,1

FVÖK	**1.134.652.719**	**1.758.217.092**	**2.113.637.401**	**2.355.163.289**	**2.596.678.892**
Vergi (-)	(260.970.125)	(404.389.931)	(486.136.602)	(541.687.556)	(597.236.145)
Amortisman	(9.258.411)	(24.796.552)	(25.793.339)	(26.899.773)	(28.116.850)
Brüt Nakit Akımları	**882.941.005**	**1.378.623.712**	**1.653.294.137**	**1.840.375.505**	**2.027.559.596**
Yatırım Harcamaları (-)	(44.356.000)	(8.872.160)	(9.967.872)	(11.064.338)	(12.170.771)
Net İşletme Sermayesi Değişimi	(1.045.639.419)	(1.024.822.787)	(934.501.018)	(707.107.099)	(694.656.469)
Serbest Nakit Akımları	**(207.054.414)**	**344.928.765**	**708.825.248**	**1.122.204.068**	**1.320.732.356**
AOSM	%37,2	%27,5	%22,7	%20,7	%20,7
İndirgeme Faktörü	0,89	0,72	0,59	0,48	0,40
İndirgenmiş Nakit Akımları	**(183.897.871)**	**247.685.288**	**414.825.468**	**544.115.130**	**530.550.235**

Tablo: İndirgenmiş Nakit Akımları Çalışması Sonucu

İndirgenmiş Nakit Akımları Değerleme Sonucu	Hesaplama Formülü	Tutar
İNA Toplamı 2024/9T – 2028	**A**	**1.553.278.250**
Nihai Dönem Büyüme Oranı	**B**	**%5**
Nihai Değer	**C**	**11.523.804.690**
Nihai Değerin Bugüne İndirgeme Faktörü	**D**	**0,40**
Nihai Değerin Bugünkü Değeri	**E = C x D**	**4.629.217.463**
Firma Değeri	**F = A + E**	**6.182.495.713**
Net Borç (31/03/2024)	**G**	**(1.043.936.344)**
Cem Zeytin %100 Özsermaye Değeri	**H = F - G**	**5.138.559.369**

İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi sonucunda, Cem Zeytin'in Özsermaye Değeri, **5,1 Milyar TL** olarak hesaplanmıştır.

3.1. Değerleme Sonucu

Değerleme çalışması kapsamında, piyasa çarpanları analizi ve indirgenmiş nakit akımları analizi kullanılmıştır.

	Hesaplama Formülü	Piyasa Çarpanları Analizi	İNA Analizi
Cem Zeytin'in Özsermaye Değeri	A	**7.186.489.065**	**5.138.559.369**
Yöntemin Ağırlığı	B	%50	%50
Cem Zeytin'in Ortalama Özsermaye Değeri	C = Σ (A x B)	**6.162.524.217**	

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

(TL)	Hesaplama Formülü	Değer
Cem Zeytin Özsermaye Değeri (Milyon TL)	A	**6.162.524.217**
Cem Zeytin'in Çıkarılmış Sermayesi (Milyon TL)	B	**302.000.000**
1 Adet Cem Zeytin Payı Başına Düşen Değer	C = A ÷ B	**20,41**

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

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

Halka arz fiyatı olarak belirlenen **15,30 TL** için halka arz iskontosu **%25** olarak dikkate alınmaktadır.

4. SONUÇ VE DEĞERLENDİRME

2024 Yılı tahmin ve Gerçekleştirme Tablosu	2024 Yılı Tahmini	Gerçekleşmeler 31.12.2024	Gerçekleşme Oranı
Net Satışlar	3.573.485.019	2.273.227.943	63,61%
Satılan Malın Maliyeti	2.078.732.231	1.798.358.203	86,51%
Brüt Kar	1.494.752.788	474.869.740	31,77%
Operasyonel Giderler(Amortismanlar Hariç)	185.252.379	40.845.467	22,05%

EBITDA	1.309.500.409	434.024.273
EBITDA margin	36,64%	19,09%

Amortisation	13.281.267	48.271.019
EBIT	1.296.219.142	385.753.254
EBIT margin	36,27%	16,97%

Şirketimiz, 2024 yılı ilk 12 aylık dönemde 2.273.227.943 TL hasılat gerçekleştirmiştir. Buna göre; Fiyat Tespit raporunda 3.573.485.019 TL olarak tahmin edilen 2024 yıllık hasılat tutarının %63,61'ini 12 aylık dönemde gerçekleştirmiştir.

Bununla birlikte Şirket Fiyat Tespit raporun EBITDA'yi 1.309.500.409 TL olarak, EBIT'i 1.296.219.142 TL olarak tahminlemiş olup, 12 aylık dönemde sırasıyla 434.024.273 TL ve 385.753.254 TL olarak gerçekleşmiştir.

Saygılarımızla,
Cem Zeytin A.Ş.