



**GÜNDOĞDU GIDA SÜT ÜRÜNLERİ SANAYİ VE
DIŞ TİCARET A.Ş.**

**Halka Arz Fiyatının Belirlenmesinde Esas Alınan
Varsayımlara İlişkin Değerlendirme Raporu**

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

30.09.2024

1. Raporun Amacı

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; " *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 Gündoğdu Gıda Süt Ürünleri ve San. Dış Tic. A.Ş.'nin (Şirket) paylarının halka arz fiyatının belirlenmesinde esas alınan varsayımların gerçekleşip gerçekleşmediği hakkında değerlendirmeleri içeren işbu Rapor Denetimden Sorumlu Komite tarafından hazırlanmıştır.

2. Fiyat Tespit Raporunda Yer Alan Değerleme Yöntemleri ve Hesaplamalar

Şirket'in halka arz öncesinde, halka arza aracılık yapan ALB Yatırım Menkul Değerler A.Ş.(ALB Yatırım) tarafından hazırlanan ve Şirket'in internet sitesi, ALB Yatırım'ın internet sitesi ve Kamuyu Aydınlatma Platformu'nda 12.08.2024 tarihinde yayımlanarak yatırımcıların bilgisine sunulan 08.08.2024 tarihli fiyat tespit raporunda, şirketimizin ortak pay satışı yöntemi ve sermaye artırım yöntemi ile halka arz edilen paylarının birim fiyat tespitinde, Şirketin ve sektörün spesifik özelliklerine uygun olarak seçilmiş ve uluslararası kabul görmüş, aşağıda yer verilen, iki temel yöntem kullanılmıştır.

a. Gelir Yaklaşımı: İndirgenmiş Nakit Akımları ("İNA") Analizi

b. Pazar Yaklaşımı: Piyasa Çarpanları Analizi

- Yurtiçi Benzer Şirketler (Firma Değeri/Satışlar)
- Yurtdışı Benzer Şirketler (Firma Değeri/Satışlar)
- Yurtiçi Benzer Şirketler (Firma Değeri/FAVÖK)
- Yurtdışı Benzer Şirketler (Firma Değeri/FAVÖK)

a. İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi

İndirgenmiş Nakit Akımları ("İNA") analizi, şirketlerin gelecekte yaratması muhtemel nakit akımlarının bugüne indirgenmesi temeline dayanan bir değerlendirme yöntemidir. Mevcut değerlendirme çalışmasında Şirket'in 2023 yılı için ve 31.03.2024 dönemi gerçekleştirmeleri kullanılmış ve Şirket iş planı baz alınarak projeksiyonlar 2024-2028 dönemi için hazırlanmıştır. Şirket'in 31.03.2024 itibarıyla finansal tabloları TMS 29 Yüksek Enflasyonlu Ekonomilerde Finansal Raporlama Standardına uygun olarak hazırlanmış olup TMS 29'un etkilerine ilişkin olarak projeksiyon döneminde tahmin yapılamayacağından dolayı projeksiyonlar güncel satış miktarlarından hareketle hesaplanan satış fiyatları ve maliyetler baz alınarak 2024-2028 dönemi için tahmin edilen enflasyon etkileri ile ve şirket iş planı ile oluşturulmuştur.

Gündoğdu Gıda'nın özsermaye değeri hesaplamasında kullanılan İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi özet tablosu aşağıdaki tabloda gösterilmektedir:

İndirgenmiş Nakit Akımları Hesabı

İNA	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T
Hasılat	3.051.304.312	4.218.751.396	5.577.390.059	6.990.704.796	8.311.033.764
Değişim (%)	59%	38%	32%	25%	19%
SMM (-)	2.703.804.174	3.727.248.768	4.925.129.775	6.167.286.195	7.334.059.175
Brüt Kar	347.500.138	491.502.628	652.260.284	823.418.601	976.974.589
Değişim (%)	92%	41%	33%	26%	19%
Faaliyet Giderleri (-)	135.442.105	174.288.238	216.109.498	255.535.568	287.823.242
FVÖK	212.058.033	317.214.390	436.150.785	567.883.033	689.151.347
Değişim (%)	166%	50%	37%	30%	21%
Vergi Ödemeleri (-)	46.652.767	69.787.166	95.953.173	124.934.267	151.613.296
Vergi Sonrası Faaliyet Karı	165.405.266	247.427.224	340.197.613	442.948.766	537.538.050
Amortisman	16.652.670	21.142.898	25.045.722	28.718.027	31.758.274
Net İşletme Sermayesi İhtiyacı	27.669.113	81.595.172	94.682.509	98.651.418	91.905.086
Yatırım Harcamaları	25.794.193	20.289.189	15.248.831	18.610.307	21.365.429
Serbest Nakit Akışı	128.594.629	166.685.761	255.311.995	354.405.068	456.025.810
AOSM	28,89%	27,20%	25,28%	23,36%	21,43%
İskonto Faktörü	0,83	0,66	0,54	0,46	0,40
İndirgenmiş Nakit Akışı	106.303.672	109.404.831	137.376.255	161.309.313	181.303.826
İndirgenmiş Nakit Akışı Toplamı	695.697.897				
Uç Değer	2.913.991.602				
Uç Değerin Bugünkü Değeri	1.158.526.155				
Toplam Değer	1.854.224.052				
31/03/2024 Net Borç	97.875.123				
Özkaynak Değeri	1.756.348.929				

Kaynak: ALB Yatırım

b. Piyasa Çarpanları Analizi

Piyasa çarpanları analizi, borsalarda işlem gören benzer şirketlerin işlem gördükleri güncel fiyat seviyeleri ile kamuya açıkladıkları en güncel finansal tablolardaki belirli verilerin oranlarını karşılaştırmaya dayanan bir değerlendirme yöntemidir. Şirket değerlendirme yönteminde karşılaştırma bazında kullanılacak benzer şirketlerin Firma Değeri/Satışlar (FD/Satışlar) çarpanları ile Firma Değeri/FAVÖK (FD/FAVÖK) çarpanları kullanılmıştır. Literatürde kullanılan çarpanların (PD/DD ve F/K) kullanılmama sebebi, sektöre bağlı olarak şirketlerin farklı finansman yapıları ve karlılıklarda yaşanan dalgalanmaların, değerlemeyi sağlıklı yansıtmayacağı düşünülmektedir. Bu nedenle FD/Satışlar çarpanının Şirket'in nakit yaratma kapasitesini göstermesi açısından önemli olduğunu düşünülmekte olup değerlemenin kapsayıcılığı açısından kullanılması uygun görülmüştür.

Şirket'in 31.03.2024 tarihi itibarıyla son 12 aylık döneme ait hasılat tutarı, benzer şirketlere bakılarak tespit edilen FD/Satışlar çarpanı ile çarpılarak firma değeri hesaplanmış olup, 31.03.2024 dönemi itibari ile net finansal borçlar düşülerek özkaynak değeri hesaplanmıştır. Şirket'in 31.03.2024 tarihi itibarıyla son 12 aylık döneme ait FAVÖK tutarı, benzer şirketlere bakılarak tespit edilen FD/FAVÖK çarpanı ile çarpılarak firma değeri hesaplanmış olup, 31.03.2024 dönemi itibari ile net finansal borçlar düşülerek özkaynak değeri hesaplanmıştır.

Benzer Şirketler Piyasa Çarpanları Analiz Özeti	Hesaplanan Özkaynak Değeri	Ağırlık	Özkaynak Değeri
Yurtiçi FD/Satışlar ve FD/FAVÖK Ağırlıklandırılmış Özkaynak Değeri	1.405.319.090,51	50%	702.659.545
Yurtdışı FD/Satışlar ve FD/FAVÖK Ağırlıklandırılmış Özkaynak Değeri	1.041.030.349,31	50%	520.515.175
Özkaynak Değeri		100%	1.223.174.720

Kaynak: ALB Yatırım

3. Değerleme Sonucu

ALB Yatırım tarafından yapılan değerlendirme çalışmasında İNA ve Piyasa Çarpanı analizi kullanılmıştır. İNA analizine göre elde edilen değer 50%, Piyasa Çarpanı analizine göre elde edilen değer 50% ağırlıklandırılarak nihai değer tespit edilmiştir. Nihai özkaynak değerine aşağıdaki tabloda yer verilmiştir.

Değerleme Yöntemleri Sonucu

	Hesaplanan Özkaynak Değeri	Ağırlık	Özkaynak Değeri
Piyasa Çarpanları Analizi	1.223.174.720	50%	611.587.360
İNA	1.756.348.929	50%	878.174.465
Ağırlıklandırılmış Özkaynak Değeri		100%	1.489.761.825

Kaynak: ALB Yatırım

Şirketin ağırlıklandırılmış özkaynak değeri **1.489.761.825 TL** olarak hesaplanmıştır.

Değerleme Sonucu

Halka Arz Fiyatı Hesabı	Değer (TL)
Ağırlıklandırılmış Özkaynak Değeri	1.489.761.825
Ödenmiş Sermaye Tutarı	30.000.000
Halka Arz Öncesi İskontosuz Pay Değeri	49,66
Halka Arz İskontosu	29,51%
Halka Arz Fiyatı	35,00

Kaynak: ALB Yatırım

Değerleme yöntemleri sonucundan elde edilen ağırlıklandırılmış özkaynak değeri üzerinden yapılan hesaplama göre Şirket'in iskonto öncesi hisse değeri 49,66 TL olup, iskontolu halka arz fiyatı 35,00 TL olarak belirlenmiştir.

4. Tahmin ve Gerçekleşme

Fiyat tespit raporunda yer alan 31.12.2024 yılı tahmini veriler ile 30.06.2024 tarihinde gerçekleşen rakamların karşılaştırması aşağıdaki tabloda verilmektedir.

(TL)	2024 – 12 Aylık (T*)	2024 – 6 Aylık (G*)	Gerçekleşme Oranı (%)
Hasılat	3.051.304.312	1.066.039.297	35%
SMM (-)	2.703.804.174	949.187.166	35%
Brüt Kar	347.500.138	116.852.131	34%
Faaliyet Giderleri (-)	135.442.105	66.781.722	49%
FVÖK	212.058.033	50.070.409	24%
Amortisman	16.652.670	10.142.037	61%
FAVÖK	228.710.703	60.212.446	26%

* (T): Tahmin. Fiyat Tespit Raporuna göre yılsonu ulaşılması öngörülen tahmini değer

** (G): Gerçekleşme. ilgili döneme ilişkin Şirket'in finansal tablolarında kamuoyuna açıklanan değer

*** Gerçekleşme Oranı: Şirket'in yılsonunda ulaşılması öngörülen finansal verilere yaklaşma oranı

Fiyat tespit raporunda 2024 yılının tamamı için hasılat 3.051.304.312 TL olarak tahmin edilmiştir. 01.01.2024-30.06.2024 hesap dönemi itibarıyla ise gerçekleşen hasılat 1.066.039.297 TL olup, öngörülen 2024 yılı hasılatının %35'i ilk 6 ay itibarıyla gerçekleştirilmiştir.

Fiyat tespit raporunda 2024 yılı için 347.500.138 TL olarak tahmin edilen brüt kârın %34'ü ilk 6 ay itibarıyla gerçekleştirilmiştir.

Fiyat tespit raporunda 2024 yılının tamamı için faaliyet giderleri 135,4 milyon TL olarak öngörülmüş olup, 2024 yılının ilk 6 ayında projeksiyonlara paralel olarak gerçekleşme oranı %49 olmuştur. Şirketin hasılatının tahmin edilen tutarın altında kalması, buna karşılık faaliyet giderlerinin projeksiyonlara paralel olarak gerçekleşmesi sonucu olarak, fiyat tespit raporunda 2024 yılı için 228.710.703 TL olarak tahmin edilen FAVÖK rakamının gerçekleşme oranı %26 olmuştur.

Sonuç olarak halka arz öncesinde yayınlanan fiyat tespit raporundaki 2024 yılı 12 aylık tahminlerine göre; 01.01.2024-30.06.2024 hesap dönemi itibarıyla sırasıyla; hasılatın %35'i, brüt karın %34'ü, FAVÖK'ün %26'sı 2024 yılının ilk 6 ayında karşılanmıştır. Yılın ikinci çeyreğinde, beklenenden daha fazla yaşanan pazar daralması, zayıflayan ekonomik koşullar ve tüketici alım gücündeki düşüşün etkisiyle satışlarda bir azalma gözlenmiştir. Bununla birlikte, 30.06.2024 Finansal Raporu, TMS 29 Yüksek Enflasyonlu Ekonomilerde Finansal Raporlama Standardına uygun olarak hazırlandığından, Brüt Kâr ve FAVÖK rakamları enflasyon muhasebesi uygulamasından olumsuz etkilenmiştir. Ancak Şirket stratejik hedefler doğrultusunda kârlı büyüme ivmesini korumaya ve operasyonel verimliliğini artırarak sürdürülebilir performans sağlamaya devam etmektedir. Şirketin 2024 yılı ilk 6 ayında bir önceki yılın aynı dönemine göre brüt kârı %19,5, FAVÖK tutarı %16,6 artmış olup, aynı dönemlerde brüt kar marjı %8,5'tan 10,9'a, FAVÖK marjı ise %4,5'tan %5,6'ya yükselmiştir.

Özetle; Şirket paylarının ilk halka arzı kapsamında Fiyat Tespit Raporu'ndaki 2024 yılı sonu için kullanılan varsayımların bir kısmı hedeflenen tutarın altında gerçekleşmiştir. 15.08.2024 – 16.08.2024 tarihinde gerçekleştirilen halka arz gelirinin finansallara yansımaları 3.çeyrek itibarı ile gerçekleşeceğinden yıl sonuna doğru hedeflere daha da yaklaşılması planlanmaktadır.