

**Seğmen Kardeşler Gıda Üretim ve Ambalaj Sanayi
A.Ş.
("Şirket" veya "Seğmen")**

Halka Arz Fiyat Tespit Raporu'na İlişkin
Değerlendirme Raporu - I

21.01.2025

1. Raporun Amacı

İşbu rapor; Seğmen Kardeşler Gıda Üretim ve Ambalaj Sanayi A.Ş. ile ilgili ("Seğmen" veya "Şirket") 29.05.2024 tarihinde Gedik Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanan ve 14.06.2024 tarihinde Kamu Aydınlatma Platformu'nda yayımlanan Fiyat Tespit Raporu'nda belirlenen halka arz fiyatı ile payların borsada işlem görmesinin ardından geçen sürede oluşan pay fiyatıyla arasındaki farkın VII-128.1 Pay Tebliği'nin 29. maddesinin 4. fıkrası kapsamında değerlendirilmesi amacı ile hazırlanmıştır. İşbu rapor değere ilişkin herhangi bir görüş içermemekte olup, raporda yer alan değerlendirmeler herhangi bir tavsiye niteliği taşımamaktadır.

Sermaye Piyasası Kurulu'nun ("SPK") 22.06.2013 tarihli Resmi Gazete'de yayımlanan VII-128.1 Pay Tebliği'nin 29. maddesinin 4. fıkrası uyarınca; payların ilk halka arzında fiyat tespit raporunu hazırlayan halka arzda satışa aracılık eden kuruluşun, payların borsada işlem görmeye başlamasından sonraki bir yıl içinde en az iki değerlendirme raporu hazırlaması zorunludur. İki değerlendirme raporunun düzenlenmesi durumunda; ilk raporun payların borsada işlem görmeye başlamasından altı ay sonra yapılması ve ikinci rapor ile ilk rapor arasındaki sürenin asgari olarak dört ay olması ve bu raporlarda halka arz fiyatı ile borsa fiyatı arasındaki farklılıkların nedeni hakkında değerlendirmelerde bulunulması zorunludur. İki'den fazla beşten az değerlendirme raporu düzenlenmesi durumunda ise, bu raporlar arasında asgari olarak üç ay bulunması zorunludur. Bu fıkra çerçevesinde hazırlanan raporların KAP'ta ortaklığa ilişkin bölümde ve halka arzda satışa aracılık eden yetkili kuruluşun internet sitesinde yayımlanması zorunludur.

2. Fiyat Tespit Raporu Özeti

Değerleme esnasında Seğmen'in bağımsız denetimden geçmiş 31.12.2021, 31.12.2022, 31.12.2023 ve 31.03.2024 tarihli bilanço ve gelir tablolarından yararlanılmıştır.

Değerlemede kullanılan veriler, bağımsız denetimden geçmiş mali tablolar, kamuya açık olan kaynaklardan edinilen bilgiler, Seğmen yönetimi tahminleri ve Gedik Yatırım'ın bulguları ve tahminlerinden oluşmaktadır.

Seğmen sermaye artırımı yolu ile halka arz edilmiş paylarının birim fiyat tespitinde, sektörün ve firmanın spesifik özelliklerine uygun olarak seçilmiş ve dünyaca kabul görmüş aşağıdaki iki temel yöntem kullanılmıştır.

1. **Pazar Yaklaşımı:** Çarpan Analizi

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

Çarpan Analizinde, yurt içi benzer şirketler olarak BIST Gıda, İçecek endeksinde faaliyet gösteren şirketlerin 24.05.2024 tarihli verileri üzerinden hesaplanan güncel çarpanları dikkate alınmıştır. (Kaynak: Bloomberg).

Ayrıca, çarpan analizine yurt dışı seçilmiş benzer şirketlerin 24.05.2024 tarihli verileri üzerinden hesaplanan güncel değerlendirme çarpanları dikkate alınmıştır. (Kaynak: Bloomberg).

Borsadaki Kılavuz Emsaller Yöntemi kapsamında değerlendirme için uygun olduğu değerlendirilen temel çarpanlardan olan PD/DD (Piyasa Değeri/Defter Değeri, F/K (Fiyat/Kazanç), FD/FAVÖK (Firma Değeri/Faiz Amortisman Vergi Öncesi Kar), FD/Satışlar (Firma Değeri/Satış Gelirleri) medyanı uç değerler elenerek dikkate alınmıştır.

Sonuç olarak yurt içi ve yurt dışı benzer şirketler ile yapılan çarpan analizinde FD/FAVÖK ve PD/DD çarpanlarının kullanılması uygun bulunmuştur. Buna göre, belirlenen halka açık şirketlerin 24.05.2024 tarihi itibarıyla kapanış verileri hesaplamaya dahil edilmiştir. F/K ve FD/Satışlar çarpanlarının seçilmemesi ve FD/FAVÖK ve PD/DD çarpanlarının seçilmesinin ana nedenleri aşağıdaki gibidir:

- TMS 29 enflasyon muhasebesi uygulamaları sonrası şirketlerin finansal tablolardaki parasal / parasal olmayan kalemlerindeki mevcut kompozisyonlarına göre, her bir şirket için yurt içi benzer şirketler arasında seçilen F/K çarpanlarının yüksek düzeyde farklılaştığı dikkati çekmiştir. 2024 yılı yılı sonuna doğru, yurt içi F/K çarpan verilerinin normalize olacağı değerlendirilmektedir. Bununla birlikte, TMS 29 enflasyon muhasebesi uygulaması nedeniyle Şirket'in gelir tablosunda oluşan net parasal kaybın dönem net karında oluşturduğu etki nedeniyle F/K çarpanının Şirket'in adil değerini gösteremeyeceği değerlendirilmiştir. Dolayısıyla F/K çarpanının kullanılması uygun bulunmamıştır.

- Şirket'in faaliyet gösterdiği Gıda imalat sanayi şirketlerinde uluslararası kabul görmüş FD/FAVÖK çarpanının, FD/Satışlar çarpanıyla karşılaştırıldığında, maliyet hesabını dikkate alması, Şirket'in nakit yaratma ve karlılık kapasitesini yansıttığı düşünülmektedir. Bu nedenle çarpan analizinde FD/FAVÖK çarpanının kullanılması uygun görülmüştür.

Çarpan analizinde tek bir çarpan kullanılması yerine daha adil bir yaklaşımla en az iki çarpan kullanılması değerlendirildiğinden, PD/DD çarpanı da hesaplamaaya dahil edilmiştir.

İNA metodunda ise 10 yıllık gelir tablosu ve bilanço kalemleri Şirket yönetiminin beklentileri ve Gedik Yatırım'ın tahminleri doğrultusunda geçmiş mali veriler ışığında analiz edilerek 2024 – 2033 yılları için projekte edilmiştir.

Çarpan Analizine Göre Değerleme Sonuçları

Çarpan Analizi	Ağırlık	Sonuç
Yurt içi Benzer Şirket Medyanı		
Özsermaye Değeri	50%	5.444.670.707
Pay Başına Değer		37,81
Yurt dışı Benzer Şirket Medyanı		
Özsermaye Değeri	50%	7.116.900.817
Pay Başına Değer		49,42
Ağırlıklandırılmış Özsermaye Değeri		6.280.785.762
Ağırlıklandırılmış Pay Başına Değer		43,62

İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemine Göre Değerleme Sonuçları

Mali Dönem (mn TL)	2021G	2022G	2023G	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	2032T	2033T
Satış Gelirleri	1.180	1.481	1.660	2.184	3.512	4.424	5.148	5.922	6.750	7.695	8.664	9.391	10.108
Büyüme Oranı		25%	12%	32%	61%	26%	16%	15%	14%	14%	13%	8%	8%
Brüt Kar Marjı (%)	19%	30%	36%	32%	32%	32%	32%	32%	32%	32%	32%	32%	32%
Brüt Kar	227	442	598	698	1.123	1.414	1.645	1.893	2.157	2.460	2.769	3.002	3.231
Faaliyet Kar Marjı (%)	15%	26%	31%	28%	28%	28%	28%	28%	28%	28%	28%	28%	28%
Faaliyet Karı	172	382	520	603	970	1.222	1.421	1.635	1.864	2.125	2.392	2.593	2.791
Amortisman	28	26	23	41	66	83	97	111	127	145	163	177	190
FAVOK	201	408	543	644	1.036	1.305	1.518	1.747	1.991	2.269	2.555	2.770	2.981
FAVÖK Marjı (%)	17%	28%	33%	29%	29%	29%	29%	29%	29%	29%	29%	29%	29%
-Vergi				139	223	281	327	376	466	531	598	648	698
+/- İşletme Sermayesi Değişimi				239	439	295	233	248	259	295	299	218	212
- Sermaye Harcamaları (CAPEX)				22	35	44	51	59	67	77	87	94	101
Firma Serbest Nakit Akışları				245	338	684	906	1.064	1.198	1.367	1.572	1.810	1.970
AOSM				31,0%	29,8%	28,6%	27,4%	26,1%	24,7%	23,3%	21,8%	20,4%	19,0%
Baz Yıl				0,85	1,85	2,85	3,85	4,85	5,85	6,85	7,85	8,85	9,85
İskonto Faktörü				0,79	0,62	0,49	0,39	0,32	0,27	0,24	0,21	0,19	0,18
İndirgenmiş Firma Serbest Nakit Akışları				195	209	334	357	345	329	326	333	349	355
Σ İndirgenmiş Firma Serbest Nakit Akışları				3.133									
Uç Değer				14.783									
Uç Değer Büyümesi				5%									
Firma Değeri				5.799									
+ Nakit				71									
- Borç				125									
- Ortaklara Kar Payı Ödemeleri				26									
İştirakler				0									
Adil Özkaynak Değeri				5.719									
Sermaye				144									
Pay Değeri				39,72									

Değerleme Sonucu

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

Değerleme Sonucu (TL)	Piyasa Değeri	Ağırlık	Özkaynak Değeri
İndirgenmiş Nakit Akışları	5.719.339.382	50%	2.859.669.691
Piyasa Yaklaşımı - Yurt içi Benzer Şirket Çarpanları	5.444.670.707	25%	1.361.167.677
Piyasa Yaklaşımı - Yurt dışı Benzer Şirket Çarpanları	7.116.900.817	25%	1.779.225.204
Ağırlıklandırılmış Özkaynak Değeri		100%	6.000.062.572
%28 İskonto Sonrası Ağırlıklandırılmış Özkaynak Değeri			4.320.000.000
Pay Adedi			144.000.000
Ağırlıklandırılmış Pay Değeri*			30,00

* Halka Arz Pay Başına Değer virgülden sonra ikinci basamağa yuvarlanmıştır.

Halka Arza İlişkin Bilgiler (TL)	
Halka Arz Öncesi Özkaynak Değeri	6.000.062.572
Halka Arz İskontosu	28%
Halka Arz İskontolu Özkaynak Değeri	4.320.000.000
Halka Arz Öncesi Ödenmiş Sermaye	144.000.000
Halka Arz Pay Başına Değer	30,00
Sermaye Artırım Oranı	24,31%
Sermaye Artırımı (Pay Adedi)	35.000.000
Sermaye Artırımı (TL Tutar)	1.050.000.000
Ortak Satışı Oranı	16,67%
Ortak Satışı (Pay Adedi)	24.000.000
Ortak Satışı (TL Tutar)	720.000.000
Halka Arz Edilecek Pay Adedi	59.000.000
Halka Arz Büyüklüğü	1.770.000.000
Halka Arz Sonrası Piyasa Değeri	5.370.000.000
Halka Arz Sonrası Ödenmiş Sermaye	179.000.000
Halka Açıklık Oranı	32,96%

* Halka Arz Pay Başına Değer virgülden sonra ikinci basamağa yuvarlanmıştır.

3. Halka Arz Sonuçları

Seğmen'in %24,31'inin sermaye artırımını, %16,67'sinin ortak satışı yoluyla halka arz edilen toplam 59.000.000 TL nominal değerli payları için Gedik Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("Gedik Yatırım") liderliğindeki konsorsiyum aracılığıyla halka arzına ilişkin olarak 26-27-28 Haziran 2024 tarihlerinde "Sabit Fiyatla Talep Toplama Yoluyla Satış" yöntemi ile talep toplanmıştır. Söz konusu süreç sonunda sermaye artırımını yoluyla halka arz edilen 35.000.000 TL nominal değerli payların tamamının satışı gerçekleşmiştir. Ortak satışı yoluyla halka arzı planlanan 24.000.000 TL nominal değerli payların satışı ise iptal edilmiştir. 35.000.000 TL tutarlı nominal payların 534.481 adedi yurt içi bireysel yatırımcı, 54 adedi yurt içi kurumsal yatırımcı ve 7 adedi yurt dışı kurumsal yatırımcı olmak üzere toplamda 534.542 yatırımcıya dağıtımı gerçekleştirilmiştir. Halka arz sonuçlarına aşağıdaki tabloda yer verilmiştir.

Yatırımcı Grubu	Dağıtılan Nominal Tutar (TL)	Dağıtılan Nominal Tutar Oranı (%)	Talebi Karşılanan Yatırımcı Sayısı
Yurt içi Bireysel Yatırımcılar	19.027.981	54,37%	534.481
Yurt içi Kurumsal Yatırımcılar	10.072.019	28,78%	54
Yurt dışı Kurumsal Yatırımcılar	5.900.000	16,86%	7
Toplam	35.000.000	100%	534.542

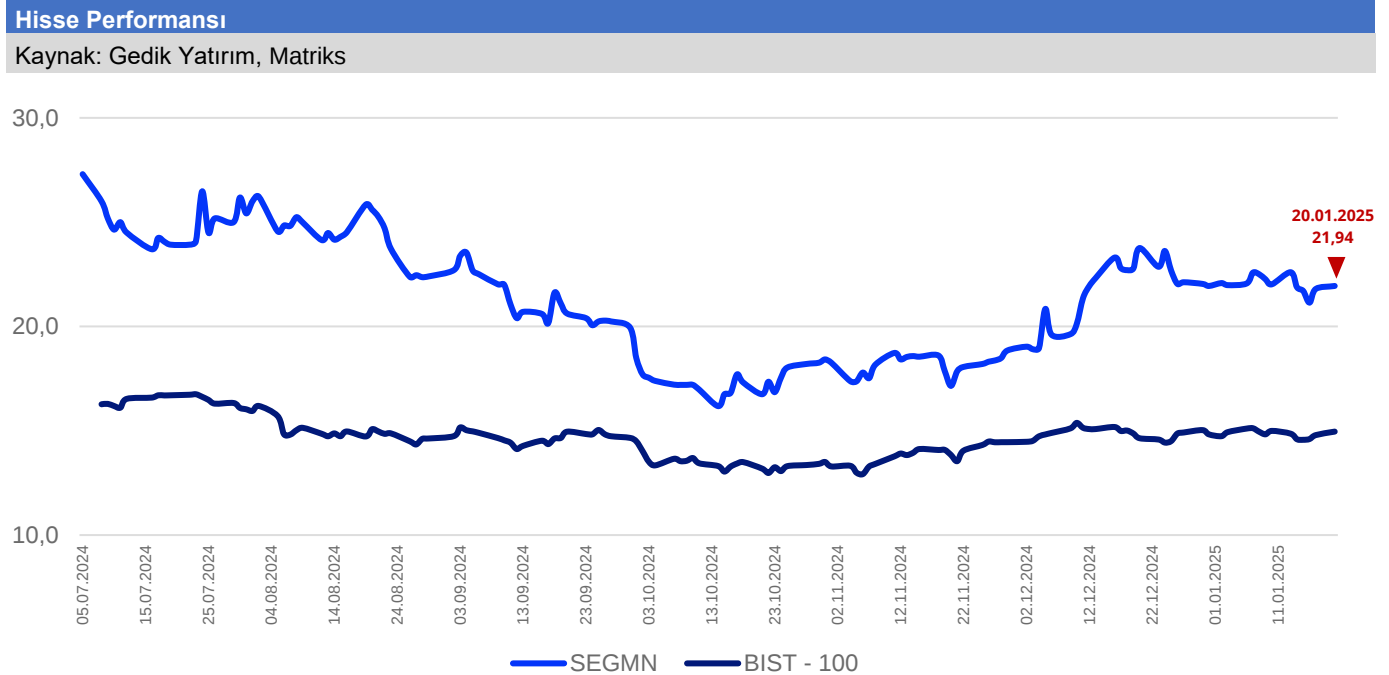
4. Halka Arz Sonrası Finansal Performans

Şirket'in en son 30.09.2024 tarihinde sona eren mali tablo dönemi itibarıyla 9 aylık finansal verileri KAP'ta yayımlanmıştır. Söz konusu finansal verileri içeren özet tabloya aşağıda yer verilmiştir.

Finansal Kalemler (TL)	30.09.2024
Net Satışlar	1.268.748.933
Brüt Kar	262.383.868
FAVÖK	175.748.190
FAVÖK Marjı (%)	%13,85
Esas Faaliyet Karı	159.428.300
Faaliyet Karı Marjı (%)	%12,57
Net Kar	68.976.471
Net Kar Marjı (%)	%5,44
Özkaynak	2.889.839.017
Net Finansal Borç / - Net Nakit	-699.605.760

5. Seğmen Halka Arz Sonrası Fiyat Hareketleri

Seğmen payları, 04.07.2024 tarihinde SEGMN kodu ile pay başına 30,00 TL fiyatla işlem görmeye başlamıştır. Payları 30,00 TL'den halka arz edilmiş olan Şirket'in 20.01.2025 tarihi itibarıyla pay başı kapanış fiyatı 21,94 TL'dir. Seğmen payları halka arz fiyatına kıyasla %26,9 oranında değer kaybetmiştir. Payları işlem gördüğü tarihten bu yana BIST-100 Endeksi ise %7,8 oranında değer kaybetmiştir.



6. Sonuç

Seğmen payları Borsa İstanbul'da işlem görmeye başladığı tarihten bugüne %26,9 oranında değer kaybı yaşamıştır.

Karşılaştırma	Halka Arz	20.01.2025
Seğmen	30,00	21,94
Seğmen (Getiri)		-26,87%
BIST 100 (Kapanış)	10.873	10.029
BIST 100 (Getiri)		-7,76%
Rölatif Getiri		-19,11%